

**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
FACULDADE DE CIÊNCIAS E LETRAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

MOEDA E POLÍTICA MONETÁRIA: DUAS VISÕES

André Luís Pavão
Orientador: Prof. Dr. Mário Augusto Bertella

ARARAQUARA

2007

Prof. Dr. Marcos Macari
Reitor da Universidade Estadual Paulista

Prof. Dr. Cláudio Benedito Gomide de Souza
Diretor da Faculdade de Ciências e Letras

Prof. Dr. Élton Eustáquio Casagrande
Chefe do Departamento de Economia

Prof. Dra. Luciana Togeiro de Almeida
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Economia

ANDRÉ LUÍS PAVÃO

Dissertação apresentada ao Departamento de Economia da Faculdade de Ciências e Letras da Universidade Estadual Paulista como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Mário Augusto Bertella

ARARAQUARA

2007

Agradecimentos

A Deus, pela oportunidade de realização de mais um passo importante na minha vida.

À minha família, por todo o amor, carinho, compreensão e incentivo. Especialmente, aos meus pais José Luiz e Maria Aparecida, pelas lições de vida e pela formação.

Ao meu irmão Leandro e à Janaína, pelo enorme apoio e incentivo que me dispensaram, incentivando-me a nunca desistir de meus objetivos.

Aos meus amigos, que sempre me apoiaram e acreditaram na realização deste trabalho.

Aos meus amigos da empresa Cientistas Associados Desenvolvimento Tecnológico Ltda, de São Carlos, especialmente ao Prof. Dr. Antonio Valério Netto e ao Prof. Dr. Sandro Hillebrand, que também me apoiaram, e na qual também fui bolsista da Fapesp.

Ao Prof. Dr. Mário Bertella, pela amizade, confiança, paciência, e pela competência na orientação do trabalho.

A todas as pessoas que colaboraram direta ou indiretamente para a realização deste trabalho.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo evidenciar, à luz da teoria monetária do *mainstream* econômico e da heterodoxia, a questão das propriedades da moeda a curto e longo prazos, bem como tratar das teorias de política monetária em ambas as visões. Em virtude do viés inflacionário das economias capitalistas, conforme alguns autores, discute-se formas de minimizar o viés inflacionário: os modelos de reputação e delegação, a independência do Banco Central e o regime de metas de inflação.

ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to clarify, in light of mainstream monetary theory and post-keynesian approach, the properties of money in the short and long run, and the issue of reputation, credibility and delegation of monetary policy as well.

As a result of these theories discussed, we approach the reputation and delegation models, the independence of Central Bank and inflation target regime as away to solve the inflationary bias which is typical, according to some authors, of capitalist economies.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO 1 – A TEORIA MONETÁRIA: UM REFERENCIAL TEÓRICO	12
1.1 Introdução	12
1.1 – Teoria Econômica Contemporânea e o Papel da Moeda na Economia	12
1.2 O posicionamento teórico da ortodoxia e heterodoxia monetária: algumas observações à luz da lei de say e da teoria quantitativa da moeda	15
1.3 A teoria monetária do <i>mainstream</i> econômico: a moeda neutra.....	23
1.4. A teoria monetária da pós-keynesiana: a não-neutralidade da moeda.....	28
1.5 Conclusão	35
CAPÍTULO 2 – A TEORIA DE POLÍTICA MONETÁRIA.....	38
2.1 Introdução	38
2.2 Inconsistência Dinâmica e viés Inflacionário	38
2.3 O modelo de Kydland e Prescott (1977).....	41
2.4 Soluções e críticas apresentadas ao problema da inconsistência dinâmica	45
2.5 O modelo de reputação em política monetária.....	49
2.6 O modelo de delegação em política monetária	53
2.7 Credibilidade e Condução da Política Monetária na Visão Pós-Keynesiana.....	56
2.8 Conclusão.....	63
CAPÍTULO 3 – INSTRUMENTOS DE COMBATE Á INCONSISTÊNCIA DINÂMICA.....	65
3.1 Introdução	65
3.2 Os fundamentos teóricos da autonomia do Banco Central: a visão da teoria convencional.....	66
3.2.1 A proposta de autonomia do enfoque tradicional	66
3.2.2 Credibilidade e flexibilidade da política monetária.....	69
3.3 A política na autonomia do Banco Central	71
3.4 A avaliação empírica da autonomia do Banco Central	73
3.4.1 Resultados encontrados	74
3.5 A crítica à tese da independência dos Bancos Centrais	78
3.6 Uma análise do regime de metas para a inflação	81
3.7 O regime de metas para inflação no mundo.....	85
3.8 O regime de metas para a inflação no Brasil	87
3.8.1 Histórico do regime de metas.....	88
3.8.2 Operação do regime de metas	89
3.8.3 A função de reação do Banco Central	92
3.8.4 Estimativa da função de reação do Banco Central do Brasil	93
3.8.5 Resultados	95
3.9 As vantagens e desvantagens do regime de metas para a inflação	96
3.10 Conclusão.....	99
CAPÍTULO 4 – CONCLUSÃO GERAL	102
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	104

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Inflação e crescimento econômico: Um comparativo internacional	87
Gráfico 2 - Inflação no Brasil antes e depois da implantação do regime de metas	88
Gráfico 3 - Desvios da inflação em relação à meta de inflação	90
Gráfico 4 - Condicionantes da política monetária: choque de preço, hiato e expectativa de inflação. ...	92
Gráfico 5 - Taxa <i>selic</i> e desvios da meta de inflação	94
Gráfico 6 – Taxa de crescimento do PIB e desvio padrão da Inflação.	99

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Países e ano de adoção do Regime de Metas	85
Tabela 2 – Resultados da regressão	96

INTRODUÇÃO

Da década de 1950, até a implantação do plano Real em 1994, o Brasil registrou altos níveis de inflação, passando até por períodos de hiperinflação. No período citado, houve várias tentativas, com vários planos econômicos, para reduzir a inflação a níveis mais civilizados. Como se sabe, os planos¹ econômicos antes do Real não tiveram sucesso efetivo no combate da inflação.

Nesse contexto de avaliação das causas da inflação, advém um importante aspecto da política monetária, ou seja, o desempenho da política monetária ao longo do tempo, o qual pode causar inflação.

O problema se verifica quando essa inflação atinge níveis mais altos que o socialmente ótimo. Quase sempre, o aumento da inflação está associado a um rápido crescimento da oferta de moeda. Nesse ínterim, discutem-se neste trabalho as propriedades da moeda a curto e longo prazos, nas duas visões da teoria econômica, a convencional, também chamada de *mainstream* econômico ou ortodoxia econômica e, os pós-keynesianos, representando a heterodoxia econômica.

Para as duas correntes teóricas, a moeda tem efeitos reais no curto prazo². Isso quer dizer que, uma variação da oferta de moeda afeta o produto e o emprego, por exemplo. Porém, no longo prazo, as divergências aparecem e, como divisor de teorias, evidencia-se a aceitação ou não da lei de Say e da teoria quantitativa da moeda.

A lei de Say, a qual diz que, grosso modo, toda oferta cria sua própria demanda, é aceita pela teoria convencional, pelo menos no longo prazo, e rejeitada pelos pós-keynesianos. Já a teoria quantitativa da moeda é aceita também pela ortodoxia, pelo menos no longo prazo, e rejeitada pelos pós-keynesianos. Para a ortodoxia, a moeda é neutra no longo prazo, portanto, não há impacto real quando a quantidade de moeda tem alguma variação.

Para Keynes e os pós-keynesianos, a lei de Say teria validade somente em uma economia de trocas (de escambo), não monetária, ou então em uma economia neutra, em que a moeda assumiria papel meramente facilitador de trocas. Nesses casos, garantir-se-ia que o gasto agregado seria sempre igual à renda agregada, de modo que a economia permanecesse no pleno emprego. Em uma economia empresarial, ou de salários nominais, ao contrário, existem flutuações de demanda efetiva e de emprego e, em vista disso, não se garante o pleno emprego.

Embora não constituam um grupo homogêneo, os economistas que compõem a escola pós-keynesiana compartilham da visão alternativa da economia apresentada por Keynes, em contraposição à visão da teoria econômica neoclássica, a partir da interpretação da economia capitalista como uma economia monetária de produção³.

¹ Podemos citar, como exemplo, o plano Cruzado.

² Pelo menos, para os novos-keynesianos.

³ A Escola Pós-Keynesiana congrega um conjunto de autores que compartilham da rejeição aos pressupostos da Teoria Neoclássica. Dois principais grupos se destacam, os discípulos de Keynes em Cambridge, que foram os primeiros a destacar

Juntamente ao debate da neutralidade da moeda, ainda nos anos de 1970, iniciou-se a discussão de como minimizar os possíveis custos sociais advindos da condução de políticas econômica ao longo do tempo. Essa controvérsia de idéias concentrava-se basicamente em identificar qual seria a melhor estratégia de gestão de políticas. A questão principal que delineou esse embate teórico residia em identificar se o *policymaker* deveria atuar de acordo com uma regra de política ao longo do tempo – em que esta seria do conhecimento de todos os agentes e, principalmente, o gestor de política estaria comprometido em segui-la – ou se o *policymaker* deveria otimizar em cada momento do tempo as medidas de políticas a serem implementadas.

Do aumento da inflação, provocado pelo rápido aumento da oferta de moeda, surge a questão do viés inflacionário. Há duas principais explicações de como tal viés pode surgir. A primeira é o *trade-off* entre produto e inflação, o qual por motivos eleitoreiros, por exemplo, o governo decide aumentar a oferta de moeda e, conseqüentemente, manter o produto acima de sua taxa natural, em um período subsequente ao aumento da oferta de moeda. A teoria que trata especificamente deste *trade-off* entre produto e inflação é denominada de inconsistência dinâmica.

A segunda explicação para o rápido crescimento monetário é focada na *seignorage*, na qual o governo se autofinancia por meio da impressão de cédulas monetárias. Essa teoria é mais relevante para o estudo de casos de inflação e hiperinflação em países menos industrializados.

Nos trabalhos sobre inconsistência dinâmica de Kydland & Prescott (1977) e Barro & Gordon (1983), encontram-se fortes argumentos em favor da adoção de regras de atuação em detrimento de um comportamento discricionário na condução da política monetária, justamente para combater ou mitigar o resultado da política discricionária, que pode levar a um crescente aumento do nível de inflação.

Outra concepção teórica para a resolução do viés inflacionário foi o da autonomia do Banco Central, que ganhou relevância em alguns momentos da década de noventa. Apesar de alguns países terem conduzido, pelo menos teoricamente, seus Bancos Centrais de forma autônoma, não se verificou em todos os casos que a independência do Banco Central tenha sido a solução para a redução dos níveis de inflação. A concepção teórica é a de que um Banco Central livre de pressões e interesses puramente políticos, poderia direcionar a política monetária focado em amarras estritamente econômicas.

Ainda no início da década de 1990, o regime de metas de inflação passou a ser adotado por um crescente número de países, como Nova Zelândia, Chile e, em 1999, o Brasil também aderiu a esse modelo como estratégia na condução da política monetária, em substituição ao controle de agregados monetários ou da taxa nominal de câmbio. Entre as vantagens atribuídas em nível teórico ao regime de

os equívocos da interpretação neoclássica da Teoria Geral, como Richard Kahn, Joan Robinson, Nicholas Kaldor e aqueles que procuraram desenvolver as contribuições de Keynes a partir do conceito de economia monetária, como Sidney Weintraub, Paul Davidson, Hyman Minsky e Jan Kregel. No Brasil, podemos citar, entre outros, Fernando Cardim de Carvalho. Em um artigo, publicado em 1989, esse autor sumarizou os principais elementos da teoria de Keynes que são o norte do pensamento pós-keynesiano. Ver Carvalho (1989).

metas de inflação, cita-se a transparência, a redução do viés inflacionário, a possibilidade de reação parcial aos choques econômicos e a diminuição dos custos de desinflação.

A proposta deste trabalho é discutir as propriedades da moeda a curto e longo prazo e como essas propriedades afetam o resultado da política monetária ao longo do tempo. Ver-se-á também que a forma de conduzir a política monetária também pode levar a resultados que diferem do planejado. Dessa forma, discute-se como reduzir os efeitos de uma política monetária discricionária com a prática de algumas teorias como a independência do Banco Central e o regime de metas para a inflação.

Para tanto, no capítulo um, trataremos da questão das propriedades da moeda na visão convencional e dos pós-keynesianos. No capítulo dois, discutem-se as teorias de política monetária. No capítulo três, a proposta de independência do Banco Central e o regime de metas para a inflação, como alternativa para solução do problema do viés inflacionário. No quarto e último capítulo, tem-se uma conclusão geral do trabalho.

CAPÍTULO 1 – A TEORIA MONETÁRIA: UM REFERENCIAL TEÓRICO

1.1 Introdução

Embora o debate sobre a neutralidade da moeda seja antigo, e tenha se observado, ao longo do tempo, grande sofisticação na forma de se argumentar a respeito, este tema continua dividindo opiniões e sendo objeto de controvérsias, constituindo-se em importante divisor das correntes econômicas. O conceito de neutralidade da moeda é indicador importante da ortodoxia ou heterodoxia econômicas.

Como ortodoxia e heterodoxia podem ser consideradas termos relativos, requer-se que justifiquemos previamente qualquer esquema de classificação. Neste capítulo, constrói-se um embasamento teórico para a seqüência deste estudo no tocante à credibilidade e condução da política monetária, independência do Banco Central e regime de metas para a inflação. Por conseguinte, os tópicos abordados estão relacionados, principalmente, a questões de política monetária.

Na primeira seção deste capítulo, procura-se identificar, segundo as principais vertentes teóricas contemporâneas que compõem o *mainstream* (novo-clássica e novo-keynesiana) e a heterodoxia (pós-keynesiana), o papel da moeda no desempenho macroeconômico. Na seção 1.1, tem-se uma breve contextualização da teoria econômica e o papel da moeda na economia. Na seção 1.2, trata-se do posicionamento teórico da ortodoxia e heterodoxia monetária em relação à aceitação ou negação da Lei de Say e da Teoria Quantitativa da Moeda. Na seção 1.3, expõem-se as idéias sobre o conceito de neutralidade da moeda à luz da teoria ortodoxa. Na seqüência, observa-se o outro lado teórico: a visão dos pós-keynesianos em relação a não neutralidade da moeda e, por fim, tem-se a conclusão deste primeiro capítulo.

1.1 – Teoria Econômica Contemporânea e o Papel da Moeda na Economia

A macroeconomia preocupa-se, sobremaneira, em fornecer explicações teóricas sobre os efeitos de curto e longo prazos dos choques sobre a trajetória dos agregados econômicos. Nessa tentativa, verifica-se que seu desenvolvimento teórico deu-se mediante recorrentes revoluções e contra-revoluções.

Durante a década de 1970, verificou-se uma avalanche de críticas ao consenso keynesiano (síntese neoclássica) que dominou a macroeconomia durante as décadas de 1950 e 1960. Com base nessas críticas, tem-se o surgimento de uma “nova” escola de pensamento macroeconômico: os novos-clássicos⁴. Robert Lucas e Thomas Sargent deram início a essas críticas, passando a adotar modelos

⁴ Anteriormente à discussão entre as três escolas que são abordadas na presente seção, outros importantes debates se verificaram no interior da academia, dentre eles, destacam-se o debate entre John Maynard Keynes e os chamados economistas clássicos e o debate entre os economistas pertencentes à chamada “Síntese Neoclássica” e os economistas monetaristas. Estes, liderados por Milton Friedman, admitem que a demanda por moeda é estável. Alterações na quantidade de moeda retida se devem, essencialmente, a mudanças em sua quantidade ofertada, podendo, se não esperadas, provocarem

que utilizam uma nova visão sobre as expectativas dos agentes, abandonando, portanto, a hipótese das expectativas adaptativas. De acordo com essa nova visão, os agentes formam suas expectativas racionalmente. Na versão fraca da hipótese das expectativas racionais, os agentes constroem suas expectativas e agem da melhor maneira possível, usando todas as informações disponíveis, não ocorrendo, pois, erros sistemáticos de previsões. Em sua versão forte, os agentes atuam como se conhecessem a verdadeira estrutura da economia, e, assim, assume-se que, em média, eles sempre acertam o verdadeiro valor das variáveis relevantes (Barbosa, 1992).

A idéia de *market clearing* é outra hipótese importante para a teoria novo-clássica. Segundo esta concepção, os mercados equilibram-se automaticamente via preços. Fazendo uso desta hipótese, esses teóricos afirmam que os resultados econômicos verificados são derivados de decisões ótimas adotadas pelos agentes em cada período do tempo. A primeira geração dos modelos Novo-Clássicos busca explicar o ciclo econômico por meio de distúrbios monetários não antecipados. Esses efeitos são reais e de curto-prazo, resultantes da existência de informação imperfeita sobre a moeda e o nível geral de preços.

Um dos modelos dessa perspectiva, que é mais citado pela literatura econômica, é o de “extração de sinal”, desenvolvido por Lucas (1972 e 1973). Segundo este, os produtores podem interpretar erroneamente uma variação no nível geral de preços, causada por um choque monetário inesperado, como sendo um deslocamento dos preços relativos, o que leva a ajustamentos na oferta de bens. No entanto, dadas as hipóteses dessa escola, tais efeitos desapareceriam no longo prazo (Barro, 1992).

Tendo em vista esse aparato teórico, uma política monetária só poderia ter efeitos reais no curto prazo se esta fosse imprevista (em decorrência da possibilidade de informação imperfeita), caso contrário, os agentes agiriam antecipadamente e não haveria tais efeitos; ter-se-iam somente alterações de preços. No entanto, resultados de investigações empíricas posteriores, ligadas a essa agenda de pesquisa, demonstraram que os teóricos desse primeiro movimento novo-clássico deram um peso exagerado aos distúrbios monetários como sendo os responsáveis pelas flutuações do produto. Em face dessa constatação, os teóricos novo-clássicos passaram a concentrar-se sobre fatores reais como fonte dos ciclos de negócios, mas com a economia sempre em *market clearing*. Portanto, as flutuações do produto representam alterações da própria taxa natural. Os principais fatores propulsores dessas mudanças seriam os choques tecnológicos, mudanças nas preferências dos agentes e outros distúrbios do lado da oferta, tais como cartelização de mercados, movimentos desfavoráveis dos termos de troca,

oscilações do produto e do emprego no curto prazo. Com base nestas hipóteses, os monetaristas defendem que o governo não deve colocar em prática uma política monetária discricionária, a fim de estabilizar a economia em face da ocorrência de distúrbios, pois se o fizer, dadas as defasagens de transmissão da política monetária, intensificam-se as flutuações econômicas e, portanto, afasta-se ainda mais a economia do equilíbrio de pleno emprego. Neste sentido, a ação da política monetária deve-se restringir ao rigoroso controle da expansão da oferta de moeda de forma a impedir ou minimizar as flutuações econômicas. Para tanto, o crescimento monetário deve se dar por meio de uma regra explícita, com o intuito de atender as necessidades impostas pela evolução da renda real de longo prazo.

dentre outros (Barro, 1992).

Nesse sistema, a moeda não desempenharia, *a priori*, nenhum impacto sobre o lado real da economia. Ao contrário, segundo Barro (1992, p. 07):

“... qualquer correlação positiva entre produto e moeda reflete a resposta *endógena [da oferta]* dos agregados monetários às variações do produto”

Conseqüentemente, a teoria dos ciclos reais de negócios considera que a moeda é neutra, até mesmo no curto prazo.

Por sua vez, a teoria novo-keynesiana, desenvolvida na tradição de *non-market clearing*, assevera que as imperfeições de mercado, associadas aos fatores de rigidez nominais e reais dos preços e salários, permitem que os choques de demanda afetem o lado real da economia⁵. Estas fontes de rigidez consistem em custos de *menu* e contratos de trabalho e de bens de longo prazo ou justapostos no caso nominal, ao passo que, no caso real, têm-se os contratos implícitos, a barganha ou o poder sindical, a existência de *insiders* e *outsiders* no mercado de trabalho e a suposição de salário eficiência (Barro, 1992 e Blanchard, 1992).

Segundo esse processo de funcionamento da economia, torna-se evidente que políticas de demanda podem ter efeitos reais sobre o produto e emprego no curto prazo. Em face desta constatação, admite-se a possibilidade do emprego de políticas monetárias ativas que possam estabilizar a demanda agregada e reduzir os custos sociais que surjam da rigidez de preços e salários. No longo prazo, quando ocorre o ajuste pleno dos preços e salários às variações da demanda, a moeda seria neutra, produzindo, pois, apenas alterações no nível de preços.

Por outro lado, um grupo de economistas distantes do *mainstream* procuram desenvolver o conceito de economia monetária proposto primeiramente por Keynes; esses são denominados de pós-keynesianos. Um dos pontos principais da análise dessa escola é entender a economia em que a moeda cumpre um papel singular, tanto no curto como no longo prazo. De acordo com esse *approach* teórico, as decisões dos agentes econômicos são tomadas em um ambiente caracterizado pela irreversibilidade do passado e a imprevisibilidade do futuro. Como o futuro não pode ser conjeturado, é a incerteza⁶ que condiciona os agentes econômicos a guardar em seu poder moeda ao invés de optar por ativos menos

⁵ Esta agenda de pesquisa busca fundamentar microeconomicamente as hipóteses de viscosidade de preços e salários, relacionadas às imperfeições de mercado que geram flutuações econômicas e desemprego involuntário. Em geral, esses teóricos também fazem uso da hipótese de expectativas racionais (agentes maximizadores fazendo melhor uso das informações disponíveis). No entanto, muda o ambiente no qual os agentes atuam, caracterizado por externalidades, assimetrias de informação, problemas de coordenação à operação de mercados e concorrência imperfeita (DORNBUSCH, 1992).

⁶ O conceito de incerteza é atribuído aos fenômenos para os quais não se possuem métodos científicos para designar uma distribuição de probabilidade objetiva para estes.

líquidos; neste sentido, surge o desemprego decorrente da deficiência da demanda agregada⁷ (Amadeo & Dutt, 1987; Carvalho, 1988 e 1992).

Sendo assim, a incerteza é o motivo fundamental para a ocorrência de flutuações da demanda agregada e, portanto, do nível de produto e emprego. Desta forma, a instabilidade da demanda efetiva é entendida como um fenômeno essencialmente monetário, dada a concepção de que a utilização da moeda pode ser pensada como uma resposta à incerteza. Por conseguinte, pode-se afirmar que a moeda faz parte do processo econômico. Nessas condições, a não-neutralidade da moeda se faz presente até mesmo no longo período.

Desenvolvimentos também atribuídos a essa escola consideram que a oferta de moeda não é estritamente exógena. Assim, parte da quantidade de moeda em uma economia seria gerada quando os bancos financiassem as atividades produtivas, ou seja, via provisão de crédito. Desse modo, a moeda seria gerada pelas necessidades de financiamento da economia, associado à disposição das instituições financeiras em atender a essa demanda, sendo tais necessidades influenciadas, principalmente, pelo nível da atividade econômica. Por outro lado, o montante de crédito ofertado é determinado, essencialmente, pelo custo das reservas (taxa de redesconto), pela opção de liquidez e pelo risco de inadimplência associado aos empréstimos.

Sob esta ótica, o Banco Central não exerceria controle direto sobre o estoque monetário, não restando, portanto, outra alternativa à autoridade monetária a não ser a intervenção direta sobre a taxa de juros como principal instrumento de condução da política monetária. Em suma, sob a perspectiva pós-keynesiana (na qual a moeda tem efeitos reais a curto e longo prazos), o objetivo da política monetária não se limitaria apenas à promoção da estabilidade de preços, mas também ser utilizada para influenciar o nível de produto e emprego da economia.

Após essa apresentação da relevância da moeda sobre o lado real da economia sob diferentes abordagens teóricas, destaca-se, a seguir, o posicionamento teórico em relação à lei de Say e a teoria quantitativa da moeda.

1.2 O posicionamento teórico da ortodoxia e heterodoxia monetária: algumas observações à luz da lei de Say e da teoria quantitativa da moeda

A idéia explicitada na Lei de Say no seu enunciado é de que o mesmo processo de produção que cria os produtos (oferta) gera também renda, ao pagar salários, lucros, juros, rendas fundiárias e aluguéis, rendas essas que serão responsáveis pela compra dos produtos (demanda). Assim, o resultado da lei de Say é um resultado harmônico de equilíbrio de mercados em geral, sejam os mercados de

⁷ A busca por liquidez é um comportamento racional em contextos de incerteza, posto que a moeda possibilita preservar a riqueza, e, ainda, atua na defesa contra a incerteza, ao permitir postergar as tomadas de decisões irreversíveis com relação aos gastos.

produtos, de um lado, sejam os de fatores de produção como trabalho, capital, terra e recursos naturais, do outro.

Esta idéia de funcionamento harmônico da atividade econômica vem dividindo economistas ao longo da história do pensamento econômico, e está estreitamente relacionada às suas concepções de moeda. É preciso que a moeda seja vista como algo não desejável por si mesma para que não haja vazamentos no fluxo circular de renda que garanta a lei de Say, ou seja, no fluxo de rendas pagas pelas empresas às famílias pelos fatores de produção, rendas com as quais as famílias comprem os produtos das empresas. Em caso contrário, os vazamentos correspondentes à moeda retida deixam de comprar produtos que passam a sobrar, conduzindo à queda da utilização dos fatores de produção. O resultado é a crise, ou a negação da lei de Say, com superprodução ou produção invendável, de um lado, e desemprego, do outro.

Observe-se, assim, que a retenção de moeda, ao provocar interrupção no circuito de renda, afeta negativamente a produção. Surgem, pois, em decorrência da aceitação do entesouramento como algo passível de ocorrer, visões distintas sobre a neutralidade ou não neutralidade da moeda. Existem também visões distintas sobre endogeneidade e exogeneidade da moeda relacionadas ao entesouramento. A moeda é vista como exógena quando a sua quantidade é determinada, em última análise, pelas autoridades monetárias, e endógena quando as autoridades não controlam esta quantidade porque a demanda de moeda, influenciada por pressões internas da economia, afeta a oferta da mesma de forma imprevisível. O entesouramento é uma das razões que dificultam tal controle, dada a sua imprevisibilidade.

De fato, os que aceitam a lei de Say precisam rejeitar que o entesouramento seja racional. Com isso, o fluxo circular da renda não se rompe e a moeda não provoca problemas no funcionamento econômico. Ou seja, a moeda é neutra e é a neutralidade da moeda que impede que ela afete de forma danosa o equilíbrio garantido pela lei de Say. A rejeição do entesouramento aparece nas concepções ortodoxas de mercados de fundos de empréstimos, quando a oferta de empréstimos é igualada à poupança, ou seja, toda a renda poupada é emprestada, o que elimina a possibilidade de entesourar.

Ao desconsiderar o entesouramento, a demanda de moeda passa a ser vista, sobretudo, para atender a motivos transacionais, e então é sempre estável ou previsível, dependendo da renda que, nestas abordagens, tende sempre à estabilidade. É essa estabilidade da demanda que facilita o controle da oferta de moeda pelo Banco Central. Na versão novo-clássica dos ciclos reais, embora a moeda bancária seja vista como passivamente criada para atender à demanda, a razão desta também é transacional, uma vez que King e Plosser (1994) assumem que é a moeda bancária que responde aos

ciclos de negócios, e que os bancos produzem serviços de transação como fator de produção, usando trabalho, capital e *outside money* também como fatores de produção (Blanchard e Fisher, 1996)⁸.

Os opositores da lei de Say, ao contrário, afirmam que existem razões para o entesouramento, e que ele é necessário e inevitável, dado o papel da moeda na economia capitalista. Assim, aceitam a idéia da instabilidade da demanda de moeda e da dificuldade do Banco Central para controlar a quantidade de moeda de forma eficaz.

A não neutralidade da moeda pode ser explicada por meio do entesouramento ou por meio dos efeitos do crédito. O entesouramento pode explicar os efeitos da moeda sobre a economia real porque significa impossibilidade de venda de algumas mercadorias, restringindo a produção de quem não vendeu. O crédito afeta a produção real porque possibilita o investimento em capital e, conseqüentemente no ganho de produtividade. Tanto o entesouramento de moeda, quanto os efeitos da moeda sobre a economia real (sua não neutralidade) permitem a ruptura do fluxo circular de renda e conduzem à rejeição da lei de Say.

Observa-se, então, que os pressupostos necessários para se aceitar a lei de Say, quais sejam, a negação da função de entesouramento da moeda e de neutralidade da moeda, são os mesmos requeridos pela teoria quantitativa da moeda⁹. É a ausência de entesouramento que torna a demanda estável e então a velocidade de circulação da moeda estável ou previsível. É, por sua vez, a neutralidade da moeda que impede que variações da quantidade de moeda afetem a produção real, garantindo efeito proporcional sobre o nível geral de preços, ou seja, provocando inflação.

Os que não aceitam a teoria quantitativa da moeda, por sua vez, negam estes supostos. Os efeitos permanentes da moeda sobre a produção real (não neutralidade da moeda) evitam o crescimento proporcional do nível geral de preços. A instabilidade da demanda de moeda, em virtude do entesouramento, torna instável a sua velocidade de circulação¹⁰, que não pode ser conhecida pelo Banco Central para controlar a quantidade de moeda em circulação de forma eficaz. Incapaz de controlar a quantidade de moeda, o Banco Central não pode ser, já por essa razão, acusado de responsável pela inflação. Além disso, os críticos da Teoria Quantitativa da Moeda, ao rejeitá-la, negam que a inflação tenha apenas causas monetárias.

⁸ Como observam Blanchard e Fisher (1996), a “correlação entre moeda nominal e produto teria que ser explicada em parte por comportamento do estoque de moeda emitida pelo banco (*outside money*)”. Para esses autores, a abordagem dos ciclos reais mostra que a correlação entre moeda e produto reflete em parte a causalidade do produto para a moeda bancária (*inside money*). Daí, sua endogeneidade. Mas, observam que, dependendo da tecnologia ligando os dois tipos de moeda, “a abordagem pode implicar que o volume real de moeda bancária é mais ligado ao ciclo do que à moeda do Banco Central” (Blanchard e Fisher, 1996).

⁹ A Teoria Quantitativa da Moeda diz que dada a equação de trocas $MV=PY$, onde M é quantidade de moeda; V , a velocidade de circulação da moeda; P , o nível geral de preços e Y o nível real do produto, como V é considerada estável ou previsível e não há efeito permanente de variações de M sobre Y , então todo aumento de M reflete-se proporcionalmente em aumento de P . Ou seja, a inflação é provocada por aumento da quantidade de moeda, e é de responsabilidade do Banco Central já que ele é o responsável pela criação de moeda (M).

¹⁰ Torna também instável o multiplicador monetário.

Uma vez que a lei de Say, quanto a teoria quantitativa da moeda foram aceitas de forma dominante pelos economistas desde o início da ciência econômica, e tendo em vista a afinidade dos supostos necessários para aceitá-las, elas são um marco teórico importante na definição de ortodoxia econômica e na separação entre ortodoxos e heterodoxos em economia. Não é por outra razão que a lei de Say e a teoria quantitativa da moeda foram motivo de discórdias como aquelas presentes nas controvérsias do século XIX entre os “bullionistas” e “anti-bullionistas”¹¹ e entre os partidários da *Currency School* e da *Banking School* (Viner, 1937); e nas críticas feitas por Keynes à concepção dos neoclássicos (Keynes, 1983), e que continuam sendo divisores das correntes econômicas atuais. Pode-se, neste sentido, dizer sucintamente que neoclássicos, novos-clássicos e novos-keynesianos aceitam a lei de Say e a teoria quantitativa da moeda, pertencendo, por isso, à chamada ortodoxia econômica. Os neoclássicos monetaristas, como Friedman, e os novos-keynesianos, aceitam-na apenas no longo prazo, como se verá mais à frente, enquanto os novos-clássicos, em particular a versão dos ciclos reais, aceitam-na no curto prazo¹². Ao contrário, os pós-keynesianos rejeitam tanto a lei de Say como a teoria quantitativa da moeda em qualquer tempo.

Trabalhos recentes do *mainstream* (Neumayer, 1998, por exemplo) parecem negar a classificação descrita logo acima, uma vez que encontram efeitos reais no longo prazo a partir de argumentos que começam com mudança nas variáveis monetárias. Mostrar-se-á, contudo, na próxima seção, que a forma como esse autores articulam tais mudanças monetárias e os efeitos sobre a economia real reforçam ao invés de negar tal classificação. Em seguida, evidencia-se isso a partir de uma resenha da noção ortodoxa de neutralidade da moeda.

A abordagem novo-clássica começou no início dos anos de 1970 com Robert Lucas. A orientação desse estudo era que os agentes econômicos agiam racionalmente no contexto do seu ambiente, notavelmente que as pessoas reuniam e usavam informação de um modo eficiente. O ponto de vista básico implicava que seria insatisfatório explicar as flutuações econômicas por meio das falhas de mercado facilmente corrigidas, tais como nos modelos keynesianos (síntese neo-clássica).

Para tanto, as flutuações tinham de refletir distúrbios reais ou monetários, cujos efeitos econômicos dinâmicos dependiam dos custos de obter informação, custos de ajustamento e assim por diante. O maior desafio da abordagem novo-clássica era explicar por que a moeda era não-neutra e, em particular, por que distúrbios monetários tinham um papel importante nos ciclos econômicos. Esta área era um desafio importante porque, primeiro, parecia ser empiricamente relevante e, segundo, a

¹¹ Referência aos adeptos da conversibilidade em ouro (*bullion*) das moedas e a seus opositores.

¹² Em alguns trabalhos, a teoria dos ciclos reais é mencionada como uma teoria diversa dos novos-clássicos. Entretanto, tendo em vista que ela assume a necessidade de microfundamentos, a racionalidade das expectativas e a idéia de mercado regulador a curto prazo, que caracterizam os novos-clássicos, trata-se aqui, a exemplo do que faz Mankiw (1990), tratando-a como uma vertente deles, ou uma das áreas de pesquisa da teoria novo-clássica. Quanto aos novos-keynesianos, o que os distingue dos novos-clássicos é a percepção de que o poder regulador do mercado no curto prazo é comprometido pela rigidez de preços, salários e falhas na coordenação, já que concordam tanto com a necessidade de fundamentos

estrutura de equilíbrio com preços flexíveis tende a gerar uma estreita aproximação à neutralidade monetária.

Em um nível teórico, efeitos reais de curto prazo oriundos de distúrbios monetários podiam surgir em razão de informação imperfeita sobre a moeda e o nível geral de preços. Choques monetários que afetavam o nível geral de preços na mesma direção podiam ser temporariamente observados erroneamente como deslocamentos dos preços relativos, o que levava a ajustamentos da oferta de trabalho e em outras quantidades. Esses efeitos reais desapareciam no longo prazo, mas podiam persistir por pouco tempo graças à atrasos de informação e custos de ajustamento das quantidades de insumos. Por outro lado, variações monetárias antecipadas - o que inclui políticas monetárias sistemáticas - não importariam porque não levavam a confusões informacionais.

Em um nível empírico, havia também evidência que parecia sustentar a abordagem. Distúrbios monetários pareciam ser fontes importantes das flutuações econômicas, e havia alguma indicação de que era principalmente a parte não-antecipada ou de surpresa dos movimentos monetários que importava para as variáveis reais. Alguma evidência entre países dava suporte às predições teóricas ligadas à relação entre volatilidade da moeda e inclinações das curvas de Phillips estimadas. A teoria era também consistente com a ausência observada de um substancial relacionamento de longo prazo entre o desempenho econômico real e as taxas de crescimento da moeda e dos preços, isto é, com a ausência de uma curva de Phillips de longo prazo inclinada negativamente.

Contudo, alguns pontos podem ser ressaltados. Primeiro, a defasagem informacional na observação da moeda e do nível geral de preços não parecia ser muito importante. Se a informação incompleta sobre a moeda e o nível geral de preços fosse importante para as decisões econômicas, as pessoas podiam fazer esforços relativamente pequenos para se esclarecer rapidamente sobre essas variáveis. Segundo, a teoria não se saiu muito bem em termos de suas predições acerca dos efeitos monetários sobre taxas de juros reais, taxas salariais reais, e consumo. Terceiro, a relação entre variação do nível de preços e a atividade econômica real basicamente desapareceu, sob o ponto de vista da curva de Phillips depois do início dos anos de 1970. Quarto, a relação positiva entre choques monetários e produto aparece mais claramente com agregados monetários amplos. A relação com agregados estreitos tais como a base monetária, é muito mais fraca.

Segundo Barro (1989, p. 06):

“a abordagem novo-clássica não se saiu muito bem em explicar o importante papel da moeda nas flutuações econômicas. Entretanto, esta falha pode não ser tão séria porque a evidência empírica sobre o papel causal da moeda para variáveis reais parece também ter sido exagerada. Em outras palavras, a explicação para a não-neutralidade da moeda de curto prazo foi uma prioridade mal colocada para a abordagem novo-clássica”.

Com a redução da ênfase sobre os modelos monetários do ciclo econômico, a maioria dos proponentes da abordagem novo-clássica muda para análises que confia nos distúrbios reais como fontes das flutuações econômicas. Esses modelos enfatizam choques tecnológicos ou outros distúrbios do lado da oferta como forças orientadoras centrais, mas admitem um importante papel para os elementos dinâmicos que influenciam a maneira como os choques se propagam. Os modelos são de equilíbrio em estilo, apresentando mercados competitivos, ajustados *cleared*; agentes otimizadores que são tipicamente modelados como famílias representativas com horizontes infinitos e funções de produção neoclássica que são sujeitas a distúrbios estocásticos. Embora os modelos não enfatizem os choques monetários, a análise dos mecanismos de propagação se aplicaria tanto para os modelos monetários quanto para os modelos reais. Na estrutura do ciclo econômico real (ou CER), qualquer correlação positiva entre produto e moeda reflete a resposta endógena dos agregados monetários.

Já os novos-keynesianos atuam em quatro áreas. A primeira delas são os contratos de longo prazo de trabalho ou de bens, implícitos ou explícitos. É voltada para racionalizar salários e preços rígidos. A segunda área dos novos-keynesianos está relacionada aos custos de *menu* no ajustamento de preços e salários. Ao contrário dos contratos de longo prazo, a idéia é que custa caro alterar preços ou salários - assim, esta teoria realmente se relaciona com distúrbios monetários e com a inter-relação entre variáveis reais e nominais. A terceira área diz respeito aos salários de eficiência, que começam pela visão razoável de que os termos de compensação de trabalho podem afetar os incentivos dos trabalhadores para fornecer esforço e, a quarta área, está relacionada ao modelo *insider-outsider* do mercado de trabalho.

Em relação à heterodoxia econômica, pode-se destacar os fundamentos da escola pós-keynesiana. Divididos entre “estruturalistas” e “horizontalistas”, os pós-keynesianos discutiram questões como preferência pela liquidez, a demanda por depósitos monetários, o papel acomodatório do Banco Central e a forma conseqüente da curva de oferta de moeda.

A teoria pós-keynesiana parte de uma concepção alternativa quanto ao modo de funcionamento das economias capitalistas e leva a distintas conclusões no campo da política macroeconômica. Primeiramente, a importância do ambiente institucional e o reconhecimento de efeitos duradouros da política econômica. Segundo Minsky (1986, p.7):

“sistemas econômicos não são sistemas naturais. Uma economia é uma organização social criada por meio de legislação ou por um processo evolucionário de invenção e inovação”.

Em segundo lugar, o argumento de que a moeda apresenta certo grau de endogeneidade, isto é, de que as condições de liquidez da economia dependem essencialmente das ações dos bancos e instituições financeiras no processo de financiamento das atividades produtivas pode ser descrita como, segundo Minsky (1986, p.223):

"Moeda (...) é um tipo de ativo que cresce com a atividade financeira dos bancos e posições de capital em ativos financeiros"

O debate sobre a endogeneidade da oferta monetária na teoria pós-keynesiana é extenso e opõe dois grupos distintos: "horizontalistas" e "estruturalistas". Ambos supõem que a moeda é endogenamente determinada pela demanda por crédito bancário, originada pelas necessidades de financiamento da economia, e que o Banco Central não exerce controle direto sobre o estoque monetário. Entretanto, há algumas divergências de enfoque entre os dois grupos.

Os "horizontalistas" enfatizam o papel do Banco Central na fixação da taxa de juros, deixando a oferta monetária se ajustar livremente a essa taxa. Daí, vem a expressão "horizontalistas", dado que a curva de oferta de moeda seria horizontal no espaço moeda-juros (Moore, 1988; Lavoie, 1992).

Os "estruturalistas", por sua vez, sugerem que o Banco Central pode limitar a expansão do crédito, impondo restrições quantitativas às demandas por liquidez e forçando a elevação da taxa de juros quando a demanda por crédito excede os limites definidos pela autoridade monetária. Neste caso, a oferta de moeda teria inclinação positiva no plano moeda-juros. Além disso, os "estruturalistas" dão maior ênfase ao papel dos bancos como agentes intervencionistas no processo de criação de moeda, considerando como suas decisões de *portfolio* afetam a disponibilidade final de crédito (Minsky, 1986).

De qualquer forma, ambos os grupos compartilham a visão de que a moeda é guiada pelas necessidades de crédito o que, por sua vez, dependem do nível de atividade econômica e, em última instância, da demanda agregada. Ou seja, variações no estoque monetário são geradas "dentro" do sistema, fazem parte do funcionamento normal da economia, e são efeito (e não causa) das flutuações do produto e dos preços.

Ao se considerar tal perspectiva, a ação do Banco Central também é reavaliada: a política monetária passa a ser entendida não como a realização de variações diretas na oferta de moeda, mas sim como um amplo conjunto de intervenções em um processo complexo através do qual a moeda é endogenamente gerada.

Cabe ainda notar que, em sentido estrito, a opção de controlar o estoque monetário não está disponível para o Banco Central, dada a capacidade do sistema financeiro de criar moeda-crédito. O Banco Central não tem outra escolha a não ser conduzir a política monetária através da manipulação da taxa de juros. Ademais, o papel de prestador em última instância faz com que a própria atuação do Banco Central seja condicionada pela operação do sistema econômico, ou seja, a própria política monetária apresenta certo grau de "endogeneidade" (Minsky, 1986).

Outro elemento a ser destacado em um contexto de moeda endógena é a importância de mecanismos indiretos de atuação do Banco Central, pois as políticas adotadas influenciam o estado de expectativas e afetam tanto a demanda quanto a oferta de moeda (crédito), através de seus efeitos sobre

o comportamento do público e do setor bancário-financeiro. Em economias capitalistas contemporâneas, a influência do Banco Central depende fundamentalmente de sua capacidade de afetar as expectativas dos agentes privados, e cada vez menos em sua capacidade de afetar diretamente a oferta de moeda.

Segundo Dow e Fuentes (1998, p. 4):

"Em um sistema financeiro desenvolvido, o controle monetário recai mais sobre os efeitos das intervenções do Banco Central sobre o comportamento dos bancos e tomadores de empréstimos que sobre o sistema monetário. Isto significa também que a questão da endogeneidade impõe certo grau de indeterminação quanto à influência da política monetária sobre a liquidez, uma vez que a mesma ação da autoridade monetária pode produzir efeitos diferentes, na medida em que provoca reações distintas no comportamento dos agentes econômicos".

Por fim, um terceiro componente fundamental da teoria monetária pós-keynesiana diz respeito à não neutralidade da moeda, inclusive no longo prazo. Na terceira seção, irá se detalhar esse tópico mais fundamentalmente, entretanto, podemos afirmar que a não-neutralidade da moeda significa dizer que sua existência como ativo e como padrão de valor é componente essencial no funcionamento de economias contemporâneas o que leva à rejeição de análises baseadas numa economia de trocas em que a moeda é inserida *a posteriori*, como mero numerário ("véu").

Em resumo, sob a ótica pós-keynesiana, tanto as formas de operação quanto os objetivos da política monetária adquirem novos contornos. No primeiro caso, porque a endogeneidade da moeda desqualifica qualquer proposição referente a controle direto do estoque monetário e destaca o papel das reações e expectativas dos bancos e do público nos resultados da política. No segundo, porque permite incluir entre os objetivos da política monetária os níveis de produto e emprego, bem como a busca de estabilizar um sistema econômico eminentemente instável.

A crítica à exogeneidade da oferta de moeda parte da constatação da interdependência *ex-post* (após a contratação de crédito) da oferta de moeda efetivamente em circulação e da demanda por moeda creditícia atendida.

A aparente rejeição da teoria da preferência pela liquidez por parte dos pós-keynesianos horizontalistas pode-se fazer compreender, conforme explicita Dow (1989, p. 07):

“se a preferência pela liquidez refere-se somente à demanda por moeda não remunerada por juros, esta noção restrita de preferência pela liquidez, determinando o diferencial de juros entre moeda estrito senso e os outros substitutos próximos dessa moeda não remunerada, não é de muito interesse, já que a moeda como reserva de valor sai fora de seu escopo”.

Para os fundamentalistas, a preferência pela liquidez tem uma importância crucial, pois resgata a possibilidade de desemprego involuntário à existência de ativos líquidos num mundo de incerteza, e não diretamente a carência de demanda efetiva face à oferta de mão-de-obra disponível. Para esta

corrente de pós-keynesianos, o investimento não se realiza apenas por carência de *cash*, como propõe a teoria dos fundos de empréstimos. Essa carência de *cash* é vista como resultado de um aumento da preferência pela liquidez, ou seja, de um maior desejo de reter saldos “inativos”.

1.3 A teoria monetária do *mainstream* econômico: a moeda neutra

Para o *mainstream* econômico, a moeda afeta o nível de preços e não altera o produto real, pelo menos no longo prazo. Segundo Patinkin (1989, p. 273):

“neutralidade da moeda é uma curta expressão para a proposição básica da teoria quantitativa de que apenas o nível de preços em uma economia, e não o nível de seu produto real, é que é afetado pela quantidade de dinheiro que circula”.

Ao longo dos debates econômicos, esta definição recebe detalhamentos e complementações que tornam diferentes as posições de vários autores, mesmo dentro da ortodoxia monetária. Entre estas diferenças, destacam-se às referentes ao prazo em que a neutralidade da moeda se impõe, ao grau da neutralidade, e às razões para esta neutralidade.

A aceitação da teoria quantitativa da moeda, desde Hume (1963) e Ricardo (1982) exigia que se concebesse os aumentos da quantidade da moeda como não tendo efeitos permanentes sobre a economia real. Havia, porém, os que aceitavam a existência de efeitos transitórios de estímulos à indústria entre a entrada do dinheiro em circulação e o crescimento dos preços Hume (1963), seja porque os preços dos insumos aumentam, afetando o nível geral de preços apenas depois que as rendas nominais aumentaram, seja porque os preços dos produtos aumentam antes das rendas salariais, aumentando lucros e investimentos (Viner, 1937). A idéia é então a de que pode haver, ao menos transitoriamente, um efeito monetário sobre a produção real que, aumentando, por exemplo, após uma impulsão monetária, impede, ao menos durante algum tempo, o crescimento do nível geral dos preços. Em qualquer caso, porém, no pensamento ortodoxo, a moeda torna-se neutra a longo prazo, sendo a economia real afetada de forma permanente apenas por fatores reais (preferências e tecnologia).

Para que os efeitos reais sejam neutralizados, cumpre papel destacado a idéia de que é a quantidade real de moeda e não a nominal que importa para a decisão dos agentes econômicos (Friedman, 1989). Quanto mais rápido isso for percebido (ausência de ilusão monetária), conforme Patinkin (1956/1965), e de erros de expectativa, conforme Friedman (1989) e Friedman e Schwartz (1963), e quanto mais estável for a demanda de moeda, mais rápido os preços reagem aos aumentos de demanda até que o nível geral de preços aumente proporcionalmente ao aumento da quantidade de moeda. Além disso, como os efeitos sobre a economia real ocorrem por meio de variações dos preços relativos, aos quais a oferta e a demanda respondem, quanto mais eles forem flexíveis - como querem os novos clássicos, em particular os dedicados aos ciclos reais dos negócios - maior é a facilidade para

que os ajustes ocorram, e mais rápido o nível geral de preços sobe, com a moeda se tornando neutra mais depressa. Se, todavia, existem imperfeições de mercado, como pensam os novos-keynesianos, estas conduzem à rigidez de preços, e as dificuldades de ajuste levam à neutralidade da moeda apenas no longo prazo (Rotemberg, 1982; Mankiw, 1985; Akerlof e Yellen, 1985 ; Blanchard e Kiotaki, 1987).

Nas diferentes concepções ortodoxas, a não-neutralidade da moeda, ou seja, os efeitos da moeda sobre a economia real, quando ocorrem, são transitórios e decorrem de divergências entre as variáveis esperadas e efetivas (Friedman e Schwartz, 1963; Friedman, 1989; Barro e Fisher, 1976) ou entre taxas bancárias nominais de juros e taxas de rentabilidade real do capital (Wicksell, 1906), ou taxas real e nominal de juros (Fisher, 1930), ou no período de “surpresa” dos agentes econômicos, até que incorporem o crescimento do nível de preços nas suas expectativas (Barro e Gordon, 1983). Em qualquer caso, as variáveis reais (preferências e tecnologia que se refletem nos preços relativos) são as responsáveis pelos efeitos permanentes, as nominais (quantidade de moeda e preços e salários nominais) cumprindo papel meramente transitório na análise. Daí, a neutralidade garantida no curto ou no longo prazo. É a aceitação da neutralidade da moeda que justifica a prioridade da estabilidade de preços como garantia ao crescimento econômico. Por um lado nestas concepções, o mercado é o regulador mais eficiente e é preciso, por isso, garantir que os preços relativos não fiquem distorcidos por processos inflacionários. Além disso, como a moeda é neutra, o crescimento do produto não é percebido como muito comprometido. No máximo, o será de forma transitória. É esta neutralidade, pois, ou a idéia de efeitos meramente transitórios da moeda sobre a economia real que torna mais fácil, para seus defensores, a proposição de controle monetário restritivo para a redução da inflação, uma vez que os custos sociais envolvidos não tendem a ser encarados como elevados¹³. Além das divergências sobre o prazo mais ou menos longo para a moeda tornar-se neutra, há divergências quanto ao grau de neutralidade, uma vez que, para alguns autores, a moeda, além de neutra, é superneutra, ou seja, a atividade real é imune, não apenas à variação da quantidade de moeda, mas à variação da inflação (Barro e Fisher, 1976).

Nas palavras de Patinkin (1989, p. 279):

“a moeda é dita superneutra se um aumento na sua taxa de expansão de *steady state*, e então na correspondente taxa de inflação, não afetar nenhuma das variáveis reais do sistema, com exceção dos saldos reais”.

É a perda de poder de compra dos saldos reais que reduz a demanda de moeda e impede que ela tenha efeitos reais. Para os economistas do *mainstream*, que acham que a moeda pode não ser neutra a

¹³ É o caso, por exemplo, da afirmação de Alesina e Tabellini (1986) de que “apesar da perda no produto e no gasto público, a autoridade fiscal faria melhor tendo um Banco Central mais independente” (p.621), apesar de afirmarem pouco antes que “quanto mais independente é um Banco Central (...), menores são o produto, a inflação e maior a carga tributária” (p.620-621). A idéia de que o Banco Central independente só não é necessário quando as autoridades monetária e fiscal não são coordenadas (Alesina e Tabellini, 1987) mostra também a prioridade dada a estabilidade de preços. A descoordenação garante que não haja pressão da autoridade fiscal sobre a monetária, comprometendo o objetivo de preços estáveis.

curto prazo, a idéia é a de que os impulsos monetários afetam a repartição da renda ou da riqueza, podendo modificar a estrutura da produção e a alocação de recursos e, assim, alterar preços relativos e quantidades. Porém, os gastos provenientes da nova distribuição de renda provocam aumentos de preços relativos, e elevando conseqüentemente o nível geral de preços até que ele tenha crescido na proporção do aumento da quantidade de moeda. Neste momento, as quantidades afetadas inicialmente já retornaram aos níveis anteriores, e o nível geral de preços maior é só o que resta do processo.

O aumento da quantidade de moeda é capaz de aumentar os gastos, mas não a capacidade produtiva, ou quando a capacidade produtiva aumenta, ela não é capaz de atender integralmente aumentos da demanda. Em caso contrário, o nível de preços não subiria proporcionalmente. Daí, a associação entre o longo prazo e o pleno emprego dos fatores de produção, nas parábolas ortodoxas, em que a capacidade não pode aumentar.

Em todas as versões ortodoxas da teoria monetária, o que garante o equilíbrio final com a moeda neutra é um sistema de mercado eficiente e, quanto maior sua eficiência (preços flexíveis, informação perfeita, concorrência perfeita), mais facilmente esta neutralidade é obtida. Além disso, importa também a estabilidade da demanda de moeda para garantir facilmente a sua neutralidade. Quanto mais importante analiticamente for o motivo transação para demandar moeda, mais estável tende a ser concebida a demanda monetária, já que esta depende da renda que, para os ortodoxos, tende a ser estável a curto ou longo prazos, o que é outra forma de observar a importância do mercado e de sua lógica para as conclusões sobre a neutralidade¹⁴. É, pois, a percepção de mercados como mecanismos eficientes de regulação econômica que garante que as variações de preços relativos na economia agregada vão se compensar nos vários mercados de forma a garantir que o nível geral de preços cresça proporcionalmente à quantidade de moeda, ficando a produção real imune a tais variações no final do processo. Uma vez que o mercado é, nestas concepções, o mecanismo de regulação econômica por excelência, nada mais importante do que respeitar suas regras, impedindo que interferências consideradas espúrias (extra-mercado), como as ações discricionárias do Estado, venham a interferir.

Assim, quanto maior a neutralidade concebida da moeda, e quanto mais rapidamente ela se impuser, maior tende a ser, dentro da ortodoxia, a defesa de regras no debate entre regras *versus* discricionariedade. Estas podem variar desde a regra fixa de emissão monetária até a idéia de Banco Central independente para cumprir o compromisso de “disciplina monetária”, em qualquer caso

¹⁴ A demanda de moeda dos teóricos dos ciclos reais, ao ser relacionada ao motivo transação tende a se estabilizar ao final dos ciclos Pareto-eficientes, razão pela qual a moeda apesar de endógena pode ser neutra. Em versões mais recentes do *mainstream* (novos-clássicos e novos-keynesianos), a percepção empírica da instabilidade da demanda de moeda deu origem à proposição de metas inflacionárias como forma de gestão monetária. Tal percepção, porém, não é bem explicada teoricamente, sendo apenas uma sugestão pragmática para resolver uma constatação empírica, e a demanda de moeda continua não afetando no longo prazo a economia real. Dessa forma, nos modelos de Taylor (1980), os gastos nominais são determinados via equação quantitativa e embora haja uma relação entre a variabilidade do produto e a variabilidade da

eliminando a discricionariedade da política (Kydlund e Prescott, 1977; Barro e Gordon, 1983; Alesina e Tabellini, 1988 e Alesina e Summers, 1993). Nestas concepções, a eliminação da discricionariedade corresponde à retirada dos poderes do governo e dos políticos em geral no que tange à moeda, dando ao mercado o lugar de destaque na regulação monetária. É o que se percebe, por exemplo, quando Kydlund e Prescott (1977, p. 487) observam que:

“um arranjo institucional possível é o Congresso legislar estabelecendo regras monetárias e fiscais a se tornarem efetivas apenas depois de dois anos. A perda do poder político com medidas como essa, como eles próprios afirmam em seguida, tornariam a política discricionária impossível”.

Esse tipo de raciocínio nos leva não apenas à classificação já analisada na primeira seção, de ortodoxia vinculada à aceitação da Lei de Say e da teoria quantitativa da moeda, e então da sua neutralidade, bem como no interior desta classificação, tais argumentos nos levam a considerar mais ortodoxos os pensamentos quanto mais rápida e facilmente a neutralidade se impuser, sendo este o caso de defesa mais forte das regras em favor da discricionariedade via política econômica em geral e política monetária em particular.

Os trabalhos recentes do *mainstream* estão todos, neste sentido, dentro de chamada ortodoxia monetária. Os novos clássicos mais ortodoxos, em particular os teóricos dos ciclos reais, que assumem ajuste mais rápido do mercado e uma neutralidade maior da moeda, enquanto os novos-keynesianos, ao perceberem rigidez de preços e imperfeições, o que impede o mercado de se ajustar no curto prazo, colocam-se no pólo mais fraco da ortodoxia.

Trabalhos recentes do *mainstream*, como os de Neumayer (1998), exploram a existência de efeitos reais de choques monetários mesmo no longo prazo, parecendo negar a classificação acima. Observe-se, porém, que a economia real é afetada no seu modelo porque, segundo Neumayer (1998, p. 247):

“a variabilidade esperada das variáveis nominais é muito alta devido a sua dependência de choques de políticas futuras. Esses excessos de flutuações nos níveis de preços são socialmente custosos porque contaminam os pagamentos reais de contratos financeiros nominais, reduzindo sua habilidade de se proteger contra choques econômicos. Uniões monetárias e câmbio fixo podem ser vistos como isolando a moeda das políticas domésticas”.

Observa-se que as variações nominais afetam primeiro o nível geral de preços e, então, são neutras inicialmente. Só depois que o nível geral de preços subiu, e porque subiu, é que as expectativas dos agentes e a economia real são afetadas. Trata-se, pois, no caso de haver proporcionalidade de variação de quantidade de moeda e de variação do nível de preços, de um caso de neutralidade a curto prazo da moeda. O que se nega, neste tipo de argumento, é apenas a superneutralidade. É por isso, ou

inflação, supõe-se que não haja relação entre a taxa de inflação e o nível de produto no longo prazo (Goodfriend e King,

seja, por conceber a moeda como neutra, que o trabalho de Neumayer (1998) prega regras monetárias ao invés de discricionariedade, convivendo sem problemas com a classificação aqui proposta para a ortodoxia.

Este efeito sobre a economia real a partir de choques monetários que passam pela mudança do nível geral de preços não é novidade. Ele aparece nos mecanismos de transmissão ligados aos efeitos de saldos reais (Patinkin, 1956/1965), ao efeito riqueza em geral (Pigou, 1917), nas expectativas adaptativas (Friedman, 1989 e Friedman e Schwartz, 1963) e até nas explicações da curva de Phillips, na medida em que nela a redução do desemprego só ocorre com inflação, ou seja, depois que a impulsão monetária agiu sobre o nível geral de preços. E mais ainda com a concepção de ‘expectativas racionais’¹⁵, por meio da idéia de que “um encarregado da política econômica discricionário pode criar inflação surpresa, que pode reduzir o desemprego e aumentar a receita governamental” (Barro & Gordon, p. 589).

Para Fischer (1977), a curva de Phillips era, originalmente, vista como uma relação estável no longo prazo entre inflação e desemprego, em que os *policymakers* poderiam escolher a política monetária ideal de acordo com suas preferências. A racionalização teórica devido a Lipsey (1960), baseada na “lei de oferta e demanda” no mercado de trabalho, não afetou a visão particular da curva. Na relação de longo prazo, discutido no artigo original de Phillips, evidencia-se que o *trade-off* de curto prazo difere do de longo prazo.

A distinção de curto e longo prazo formou a base para a hipótese da taxa natural de Friedman (1968) e Phelps (1967) a qual argumenta que, enquanto houver um *trade-off* na curva de Phillips entre inflação e desemprego no curto prazo, haverá uma taxa natural de desemprego no longo prazo, independente do estado estacionário da taxa de inflação. Mais além, a hipótese da taxa natural implica que no longo prazo, a curva de Phillips é vertical.

Mankiw (2000), por exemplo, analisa a relação entre inflação e desemprego como inexorável, porque se evidencia na prática, mas chama atenção para o caráter ainda misterioso desta relação, uma vez que falta ainda uma explicação convincente para ela¹⁶. Neste artigo, Mankiw (2000, p. 7) diz que:

“aceitando a visão de que a política monetária influencia variáveis reais como o desemprego, explicar tal fato permanece o maior desafio para os teóricos econômicos. A teoria padrão de equilíbrio geral não dá nenhum papel para a unidade de conta. No mundo, porém, mudanças no valor da unidade de conta (ou seja, inflação) parecem cumprir um papel importante na alocação de recursos”.

1997).

¹⁵ O termo está entre aspas para chamar atenção para o fato de que a racionalidade, embora associada aqui apenas ao *mainstream*, e de certa forma apropriada por ele, é sempre um suposto de qualquer teoria. A diferença é que, nas demais teorias, um comportamento sempre racional pode conduzir a uma situação de desequilíbrio.

¹⁶ Após analisar os conflitos entre a teoria e a evidência empírica, Mankiw (2002, p. 24) conclui que “existe uma forma simples de conciliar a nova curva de Phillips keynesiana com os dados: expectativas adaptativas”, o que é problemático, na sua visão, pelo abandono das expectativas racionais.

Assim, o que afeta a economia real nessas explicações é a inflação vista como provocada pelo aumento da quantidade de moeda, como reza a teoria quantitativa.

Nestas abordagens, além disso, o impacto das variações da quantidade de moeda é sobretudo na demanda, e não na oferta via ampliação da capacidade produtiva. Se o efeito fosse sobre a oferta, não haveria razão no longo prazo para que o nível geral de preços subisse proporcionalmente ao aumento da quantidade da moeda. Esta é uma diferença importante com relação ao pensamento heterodoxo ao justificar a não neutralidade.

1.4. A teoria monetária pós-keynesiana: a não-neutralidade da moeda.

A idéia de moeda não neutra, para os pós-keynesianos, relaciona-se com o papel que concebem para a moeda e o crédito, bem diferente do atribuído pelo *mainstream*. Enquanto, para estes, a moeda é um “véu” e a concessão de crédito é uma transferência de fundos poupados para financiar o investimento, com os bancos funcionando como meros intermediários, para os pós-keynesianos, a moeda é fundamental na conexão ou coordenação da economia¹⁷ e o crédito rompe a restrição orçamentária e tem um papel ativo, potencializando a produção.

Este tipo de concepção da moeda e do papel do crédito é responsável pela idéia de moeda não neutra na vertente pós-keynesiana, e é esta percepção que a impede de aceitar que todo aumento da quantidade da moeda seja necessariamente inflacionário.

Na concepção pós-keynesiana de inflação, as causas são sobretudo reais e não monetárias, havendo apenas uma acomodação da quantidade de moeda aos estímulos reais para o crescimento dos preços. A relação da moeda extra com a inflação é o caráter permissivo da primeira: sem moeda para viabilizar aumento de demanda não proporcional à oferta, não há como os preços subirem.

A idéia de moeda extra para os pós-keynesianos distingue-se do *mainstream* porque, em primeiro lugar, não há uma concepção de taxa natural desemprego nem a curto nem a longo prazo, o que abre a possibilidade não apenas de aumento de produção, mas de aumento da capacidade produtiva¹⁸. Em segundo lugar, a moeda pode afetar a produção, afetando em maior ou menor medida os diferentes setores, o que altera os preços relativos (economia real) necessariamente, não sendo, portanto, neutra. Em terceiro lugar, a moeda é endógena (Mollo, 1999), criada pelos bancos e autoridades monetárias, e a criação da moeda extra e a possível inflação não é, pois, responsabilidade apenas do Banco Central, como quer a ortodoxia.

Uma forma de visualizar melhor a diferença entre as duas concepções monetárias de inflação é observar que, como a criação nova de moeda pode provocar inflação, mas não necessariamente o faz, é provável que a moeda extra, ao fluir para setores cuja produção não responda de imediato com aumento

¹⁷ A coordenação, porém, não é harmônica, implicando conflitos, instabilidades e crises.

de produção e/ou capacidade produtiva, forneça impulso para o crescimento dos preços no curto prazo, mas ao fluir e afetar de forma diferenciada os vários setores e então os preços relativos, afeta a médio e longo prazo a produção agregada, o que pode impedir a longo prazo o crescimento do nível geral de preços. Assim, ao contrário do que ocorre como o pensamento ortodoxo, é de se esperar que os efeitos da moeda sobre a economia real (não neutralidade) sejam maiores e mais gerais no longo prazo que no curto prazo.

Observa-se que a concepção ortodoxa de moeda é, sobretudo, como meio de transação que tende a se espalhar pelos diversos setores da economia. Para onde há produção disponível, a moeda flui e, como não afeta a produção propriamente dita de forma permanente, os preços vão subindo à medida que a produção escasseia, até que os níveis gerais de preços se elevem proporcionalmente ao poder de compra novo criado. Pela heterodoxia pós-keynesiana, o que ocorre em termos de ampliação da capacidade produtiva a curto prazo modifica irreversivelmente a estrutura econômica, impedindo a longo prazo a neutralidade da moeda. Enquanto, para os ortodoxos, a inflação é sempre de demanda (por aumento de poder de compra com o aumento de moeda), para os pós-keynesianos os problemas estão sobretudo do lado da oferta, via aumentos de custos.

A idéia é a de que, na equação de trocas $MV=PY$, a causalidade vai de PY para MV , na medida em que a renda nominal PY é financiada por aumentos de empréstimos, o que leva residualmente a aumentos de M no outro lado dos balanços bancários (Smithin, 1994). A inflação então precede o aumento de moeda, sendo provocada por aumento de custos, em particular, salários (Moore, 1988; Kaldor, 1986).

Para os pós-keynesianos, segundo Davidson (1991, p. 88 e 89)¹⁹:

"qualquer aumento de preço é um aumento na renda de alguém, e então "inflação é ,..., um sintoma de luta pela distribuição da renda".

Por outro lado, com o sistema econômico e o sistema financeiro atuais, observa-se permanente poder de grupos econômicos que impedem concorrência perfeita e garantem pressão inflacionária permanente, requerendo, para combatê-la, políticas de rendas. Visto dessa maneira, o processo inflacionário é fruto de fatores reais, embora Keynes e os pós-keynesianos reconheçam que o sistema bancário possa fornecer a liquidez necessária aos empresários para que eles, aumentando salários nominais e custo das matérias primas, sancionem a inflação. Reconhecem, todavia, que a política ortodoxa de contenção monetária pode reduzir a inflação mas, ao mesmo tempo, como a moeda não é neutra, produz uma massa enorme de desempregados.

¹⁸ O empresário investe em capital produtivo, aumentando a capacidade de produção de forma permanente.

¹⁹ Também para os marxistas o conflito distributivo é uma causa da inflação, embora para eles tal conflito se inicie sobretudo do lado do capital, com aumentos de lucros e não de salários, como em algumas versões teóricas pós-keynesianas.

Ao tratar dos aumentos de custos que provocam inflação, os pós-keynesianos se referem, além dos aumentos salariais, a aumentos das margens de lucro, rendimentos decrescentes, custos dos produtos importados e choques de oferta. A inflação pode também ser de demanda, mas esse é um caso menos provável porque só ocorre após o pleno emprego (Sicsú, 2003 e Davidson, 1991)²⁰.

Para Keynes, em particular nos trabalhos a partir da *Teoria Geral* (1936), e para os pós-keynesianos, a moeda é garantia contra a incerteza que permeia a economia por ser o ativo mais líquido e, nesse sentido, influencia decisões importantes dos agentes econômicos. As principais decisões, em particular o investimento, implicam uma articulação complexa entre passado, presente e futuro, via decisões baseadas em expectativas incertas e resultados de decisões presentes que afetam irreversivelmente o futuro. É a moeda que articula no tempo tais decisões e resultados, num contexto de tempo histórico, diferentemente do tempo lógico dos ortodoxos.

Dado o caráter incerto do mundo, Rousseas (1986, p. 18) diz que:

"a mecânica celestial da teoria de equilíbrio neoclássico, onde todas as ações individuais são pré-conciliadas dentro de uma coerência racional, torna-se irrelevante e a moeda passa a ser fundamental como forma de conviver com tal incerteza, via contratos monetários. Os contratos monetários articulam decisões *ex-ante* com resultados *ex-post* em nível privado, que "transformam a incerteza em relativa certeza".

Como a incerteza não é toda eliminada, porque decorre da descentralização das decisões e do futuro desconhecido, os agentes econômicos agem baseados em expectativas sempre subjetivas, sujeitos a erros, e são essas expectativas subjetivas que conduzem à volatilidade do investimento e à instabilidade do capitalismo como norma. Em momentos de incerteza e de baixo grau de confiança nas expectativas, a decisão de investir é comprometida porque as pessoas preferem a liquidez da moeda, retendo-a, o que inibe o investimento e, via efeito multiplicador, restringe ainda mais o crescimento da renda e do emprego. Essa é a fonte da não neutralidade da moeda para Keynes e os pós-keynesianos.

No que se refere ao papel potencializador sobre a produção que o crédito tem, é por meio do motivo *finance*²¹ que se observa melhor a posição de Keynes e dos pós-keynesianos. O crédito, ao contrário do que pensam os ortodoxos, não requer poupança prévia. Os bancos concedem créditos rotativos que atendem à demanda de financiamento, viabilizam e concretizam a decisão de investir (Keynes, 1983; Minsky, 1982; Studart, 1999). O impacto do investimento aumentando a renda via

²⁰ Para tratar as inflações de custo, os pós-keynesianos não aceitam aumentos da taxa de juros ou contenção monetária que inibem o investimento e ampliam o desemprego, mas sugerem medidas de redução de custos como a TIP (taxa referenciada na política de renda), punindo empresas que sancionem aumentos salariais ou de lucros acima do permitido por ganhos de produtividade; redução de impostos que venham a reduzir custos; políticas cambiais, tributárias, monetárias e industriais direcionadas para redução de custos de importações; e estoques reguladores para reduzir o impacto de choques de oferta (Sicsú, 2003).

²¹ Motivo *finance* não tem similar em língua portuguesa sendo usualmente traduzido como finanças. *Finance* seria um crédito requerido pelas firmas, advindo de um investimento planejado antes da formação de poupança, via efeito multiplicador. Essa demanda de crédito ocorreria no intervalo de tempo entre a decisão de investimento e sua

efeito multiplicador, por sua vez, é que vai garantir que *ex-post* a poupança se iguale ao investimento, não tendo sido *ex-ante* necessária para financiá-lo. O papel da poupança, neste tipo de análise, é apenas o de fundar o investimento *a posteriori*, ou seja, dentro de um mercado financeiro desenvolvido, permitir via quantidade e qualidades de produtos financeiros diferenciados, a conversão de dívidas de curto prazo, relacionadas ao motivo *finance*, em dívidas de prazos mais longos, compatíveis com os de maturação dos investimentos feitos.

Assim, a não neutralidade da moeda é explorada quando se analisa o impacto da concessão de liquidez pelo sistema bancário na transição de uma escala de produção mais baixa para uma mais alta, bem como quando a preferência pela liquidez é analisada na contenção do crescimento e no desencadeamento das crises. No que se refere ao chamado motivo *finance*, Keynes mostra a importância do papel do sistema bancário, enfatizando por aí a não neutralidade da moeda criada por ele. Para este autor:

“Os bancos têm uma posição chave na transição de uma escala de atividade menor para uma maior. Se eles se recusam a relaxar a crescente congestão no mercado de empréstimos de curto prazo ou o mercado de novas emissões, como pode ser o caso, inibirão a melhoria, independente de quão frugal seja o propósito do público quanto a suas rendas futuras” (Keynes, 1983, p. 222).

A diferença aqui, com relação à moeda considerada endógena pelos teóricos dos ciclos reais, é a preferência pela liquidez dos bancos que pode provocar problemas, não sendo então neutra, enquanto na visão novo-clássica, os bancos passivamente respondem à demanda de moeda provocada por fatores reais.

Minsky (1982) desenvolve esta idéia nos trabalhos sobre instabilidade financeira. A preocupação básica para ele, como para os pós-keynesianos em geral, não é o efeito que a expansão monetária possa ter para a inflação, mas o efeito negativo que a preferência pela liquidez dos bancos possa ter no processo de investimento e nas crises financeiras. Para Minsky (1982), há uma tendência na economia capitalista a endividar-se mais em épocas de crescimento fluindo sem problemas. Entretanto, quando as perspectivas do sistema bancário credor mudam, e reduz-se seu otimismo diante do crescimento futuro, a preferência pela liquidez dos bancos os leva a restringir o crédito e isso pode transformar uma crise de liquidez em crise de insolvência generalizada. Para evitar tais crises, o Banco Central precisa ter um papel ativo de prestador em última instância, emitindo e emprestando ao sistema bancário para evitar o crescimento da taxa de juros. É este crescimento que transforma unidades *hedge*²² em unidades especulativas, e unidades especulativas em unidades Ponzi, fragilizando

implementação, visando financiar a produção de bens de capital. Essa demanda de crédito foi denominada por Keynes de *finance motive*.

²² Para Minsky (1982), as unidades produtivas podem ser classificadas quanto ao grau de prudência do endividamento. As unidades *hedge* são aquelas em que todos os períodos significativos as receitas cobrem as saídas de recursos em pagamento de empréstimos tomados. As unidades especulativas são aquelas que, em alguns períodos significativos, as receitas podem

financeiramente a economia. Só o Banco Central, nessas condições, pode abortar crises porque emite moeda que atende aos diferentes graus de preferência pela liquidez. Esta é outra forma de ver a não neutralidade da moeda.

Esta não-neutralidade é afirmada ainda na análise pós-keynesiana mencionada anteriormente pela concepção de tempo histórico, uma vez que, nesta visão, as mudanças observadas na produção e, sobretudo, na capacidade produtiva, como decorrência da concretização das decisões de investir, alteram irreversivelmente a estrutura produtiva a longo prazo, impedindo que se possa conceber a não neutralidade a curto e a longo prazos, já que este último nada mais é do que uma sucessão de curtos prazos. As mudanças estruturais provenientes do investimento impedem que os processos de ajustamento via mudanças de preços relativos sejam tais que mudanças produtivas em alguns setores sejam neutralizadas e os preços cresçam de forma a garantir o aumento do nível geral de preços a longo prazo, como quer a ortodoxia.

Em contraste com a corrente keynesiana da síntese neoclássica (os chamados keynesianos bastardos, expressão cunhada pela economista inglesa Joan Robinson) que popularizou a idéia de que, para Keynes, a moeda era secundária e que apenas a política fiscal possuía eficácia em termos dos efeitos sobre o produto e o emprego²³, a corrente pós-keynesiana procura mostrar a importância que Keynes atribuía à política monetária resgatando seus estudos sobre a moeda e os arranjos institucionais monetários e financeiros que desempenham papel crucial tanto no desenvolvimento como na instabilidade da economia capitalista.

O ponto de partida é a constatação de que o motor da economia capitalista é a busca pelos agentes econômicos de uma riqueza ilimitada e sem conteúdo material predefinido, expressa e avaliada em termos monetários. Além de meio de conservação da riqueza, a moeda é a unidade de medida de cálculo capitalista e a unidade de conta para todas as transações e contratos econômicos relevantes. Ou seja, a alocação de recursos é submetida à perspectiva de obtenção de lucros, a qual é incerta, pois, em virtude da irreversibilidade temporal e da incerteza em relação ao futuro, nada garante que as decisões tomadas pelos agentes serão validadas pelo mercado. A irreversibilidade temporal e a inexistência de informações completas, impossibilidade lógica dado que as ações dos agentes se interagem, influenciam e condicionam a tomada de decisão dos agentes econômicos.

Como ressaltam os economistas pós-keynesianos, a importância da contribuição de Keynes está em integrar o comportamento e a estrutura dos mercados monetário-financeiro e de produto-trabalho na análise da economia capitalista. Em oposição à visão convencional que representa o sistema econômico como “uma feira de aldeia”, a referência das formulações teóricas de Keynes é o “mundo de Wall Street”, na expressão de Minsky, dotado de uma institucionalidade monetária e financeira complexa e

não cobrir as saídas para pagamento de empréstimos, mas as unidades empresariais podem se refinar. As unidades Ponzi são aquelas onde, em todos os períodos significativos, as saídas de recursos para pagar empréstimos é maior do que as receitas.

sofisticada, no qual a moeda desempenha papéis muito mais complexos do que a simples intermediação da troca.

Nesse tipo de economia em que a moeda é um ativo desejado por ser a expressão da máxima liquidez e do poder de tudo comprar em qualquer lugar e a qualquer momento, as decisões dos agentes em termos da alocação e busca de valorização da riqueza podem dar origem ao desemprego involuntário, se a demanda por liquidez reduz a demanda efetiva por bens e serviços. Keynes considerava a política monetária como um importante instrumento para promover alterações na produção e reduzir o desemprego, pois a moeda é um objeto desejado por si mesmo pelos agentes que buscam a liquidez.

A natureza ambivalente da moeda na economia capitalista moderna faz com que seus efeitos sobre a economia real não sejam neutros nem no curto nem no longo prazo. A moeda é uma instituição fundada em regras e convenções, que evoluem segundo as mudanças das práticas sociais. Ao mesmo tempo, representa a liquidez perfeita e pode ser detida privadamente pelos agentes como uma alternativa às outras formas de acumulação da riqueza. Como ressalta Carvalho (1989), paralelamente à coordenação *ex post* das atividades econômicas pelo mercado, há uma coordenação *ex ante*, baseada em um sistema de contratos denominados em moeda.

Na economia capitalista moderna a moeda, que está na base de todas as transações econômicas relevantes, é uma moeda de crédito de emissão privada, que é criada no momento da concessão do crédito bancário. Os bancos têm o poder, por excelência, de monetizar, no sentido estrito do termo, as obrigações primárias emitidas pelos devedores bancários no momento da concessão do crédito, porque os depósitos à vista, reconhecimentos de dívida emitidos pelos bancos contra si próprios, são utilizados como meio de pagamento para a maior parte das transações econômicas. Entretanto, um banco individual só pode criar moeda enquanto parte integrante de um sistema de pagamento hierarquizado, centralizado e organizado em torno do Banco Central.

Como guardião da convenção monetária, é o Banco Central que fornece o meio de liquidação das posições interbancárias líquidas. Em outras palavras, a moeda bancária ou a moeda de crédito nasce como moeda privada, cuja validação social é fornecida pelo Estado através do Banco Central que garante a conversão das moedas bancárias privadas em moeda central ou legal. É a existência do Banco Central que permite que os ativos emitidos pelos bancos (os depósitos à vista) sejam substitutos perfeitos da moeda legal, ou seja, a moeda de curso forçado de poder liberatório que é a unidade de conta e meio de pagamento último de todos os contratos econômicos relevantes.

Os bancos são os únicos agentes econômicos que combinam criação monetária e gestão do capital de empréstimo. Essas funções distintas, mas interligadas, são cruciais na dinâmica da acumulação de capital. De um lado, criam moeda, sob a forma de depósito à vista, ao conceder crédito

²³ Exceção feita a James Tobin.

e, de outro, atuam como intermediários mobilizando a poupança financeira e servindo de elo entre a esfera da circulação produtiva e a esfera da circulação financeira.

Na visão de Keynes e dos economistas pós-keynesianos, a arte da política monetária executada pelo Banco Central consiste em estimular a transformação da moeda-ativo em moeda-meio de pagamento²⁴, ou seja, alterações nos *portfolios* dos agentes econômicos no sentido da aquisição de itens ilíquidos na esfera da produção, mediante a alteração na preferência pela liquidez dos agentes econômicos, inclusive os bancos, que são criadores ativos da moeda de crédito ou moeda bancária.

Seguindo a interpretação de Keynes, os economistas pós-keynesianos consideram que a interação das decisões dos agentes econômicos, tomadas sob condições de incerteza, condiciona a eficácia da política monetária como instrumento de controle da oferta monetária e da estabilidade dos preços. Em outras palavras, a eficácia da política monetária para estimular o aumento da produção e a redução do desemprego dependerá, de um lado, das ações do Banco Central e, de outro lado, das reações dos bancos, das empresas e dos indivíduos. No mundo real, no qual existe incerteza e irreversibilidade temporal, o comportamento dos agentes não pode ser previsto, o que faz com que cada participante do mercado desconheça as decisões dos demais. Desse modo, não há como assegurar uma convergência para o equilíbrio.

A moeda sanciona *ex post* decisões anteriormente tomadas no que se refere à fixação dos preços, à formação de estoques, às decisões de gasto e à forma de alocação da poupança financeira. Isso significa que na economia capitalista, no contexto de incerteza, as decisões planejadas pelos agentes econômicos demandam liquidez para serem efetivadas. Nem sempre as expectativas dos agentes se realizam, pois as decisões de alguns agentes podem não coincidir e não sancionar decisões particulares tomadas por outros agentes.

A capacidade dos bancos centrais em controlar a oferta monetária de modo rígido também tem sido comprometida pela globalização, pela proliferação de novos instrumentos financeiros, pela crescente integração dos mercados e pela liberalização dos movimentos de capital. Em uma economia aberta, com taxa de câmbio flexível, a ação dos bancos centrais através da política monetária torna-se mais limitada, porém, mesmo nesse contexto, os economistas pós-keynesianos defendem a idéia de que as autoridades governamentais devem buscar arranjos monetários que permitam contornar as restrições externas e introduzir maior flexibilidade na implementação da política monetária para o alcance dos objetivos adequados à economia nacional.

²⁴ A economia capitalista como uma economia monetária de produção é formada por duas esferas ou circuitos, nos quais a moeda desempenha diferentes funções. Na esfera da produção ou circulação industrial, desempenha o papel de meio de pagamento enquanto na esfera da circulação financeira é um ativo, desempenhando a função de reserva de valor.

1.5 Conclusão

Da exposição anterior, é possível perceber que a noção de neutralidade da moeda relaciona-se estreitamente com as conclusões de apoio à Lei de Say e à teoria quantitativa da moeda, dois resultados fundamentais da teoria econômica, o que torna tal noção adequada para traçar a linha divisória entre ortodoxia e heterodoxia econômicas e, mais particularmente, entre ortodoxia monetária, que defende tais idéias, e heterodoxia monetária que nega criticando tanto a neutralidade da moeda quanto a lei de Say e a teoria quantitativa.

A análise mais detalhada da noção de neutralidade permite classificar autores da própria ortodoxia e da própria heterodoxia quanto ao grau em que ela se apresenta e às conclusões correspondentes de política monetária.

Assim, é possível ver reduzido o grau de ortodoxia quando tais teóricos admitem flutuações reais provocadas por impulsões monetárias no curto prazo, embora a longo prazo a moeda continue neutra. Neste sentido, mesmo quando os autores do *mainstream* admitem efeitos de longo prazo decorrentes de impulsão monetária, é necessário acompanhar o processo de transmissão para perceber que estes efeitos passam primeiro necessariamente pela variação do nível geral de preços e, só depois, afetam o comportamento dos agentes interferindo sobre as variáveis reais, o que significa a aceitação (até a curto prazo) da teoria quantitativa da moeda. Isto afirma, a neutralidade da moeda e, então, o caráter ortodoxo deste tipo de pensamento.

Dentro da heterodoxia, por sua vez, é possível observá-la em um grau maior em autores como os pós-keynesianos, quando negam qualquer efeito inflacionário de impulsões monetárias, porque neste caso a não neutralidade da moeda é mais ampla. O que conduz à idéia de não neutralidade da moeda tanto no curto quanto no longo prazo é a noção de que ela pode afetar não apenas a produção, mas a capacidade produtiva em alguns setores, mudando de forma permanente preços relativos e então afetando a produção real.

A forma como a neutralidade é concebida implica em conclusões distintas sobre a política monetária. Quanto mais ortodoxo for o pensamento a esse respeito, menos permanentes ou mais fugazes são os efeitos monetários sobre a economia real, e menores os custos sociais envolvidos, por exemplo, quando se restringe a quantidade de moeda. Por outro lado, mais rápido e danoso é o impacto atribuído por estes autores da variação monetária sobre o nível geral de preços, o que é particularmente problemático para eles porque o mercado, ou o sistema de preços que o rege, é o regulador econômico visto como o mais eficiente, devendo ser defendido a qualquer custo. Neste caso, o Banco Central deve ter como único ou principal objetivo a defesa da estabilidade de preços e o controle sobre a emissão monetária deve ser defendido até de pressões sobre a presidência do Banco Central (Friedman, 1971). Neste sentido, apesar de Friedman (1971) insistir que não deseja um Banco Central independente, sua

proposta é a do tipo de maior independência, pois é capaz de tornar o volume monetário independente dos interesses do Governo, da direção do Banco Central e dos bancos privados²⁵.

Os autores que admitem efeitos transitórios da moeda sobre a economia real assumem algum grau de discricionariedade na política monetária, seja para reduzir os custos sociais encontrados na contenção monetária na transição para o longo prazo, seja para compensar a rigidez de preços que impede o mercado de regular no curto prazo. O tipo de independência admitido para o Banco Central é o que implica em alguma intervenção discricionária desde que mantida a prioridade do objetivo de estabilidade de preços a médio e longo prazos. O sistema de *target-inflation* que estabelece metas de taxas de inflação sob controle admitindo algum crescimento, é o ideal para este tipo de decisão.

Para os pós-keynesianos, porém, o custo social envolvido no controle da quantidade de moeda pode ser grande e permanente, dada a não neutralidade da moeda. Assim, além de serem céticos com relação a este controle em vista das suas concepções de moeda endógena (Mollo, 1999), a interferência na dinâmica monetária precisa ser extremamente cuidadosa para não se tornar indesejável. Além disso, na visão pós-keynesiana, a percepção da dinâmica monetária pelas autoridades monetárias é imprecisa e a própria dinâmica se altera todo o tempo, tornando sua apreensão problemática. É o caráter público hierarquicamente superior ao privado que dá à autoridade monetária a possibilidade de intervir na dinâmica monetária. A autoridade monetária não é, porém, onisciente, não tem a percepção correta do que ocorre na sociedade como um todo e nem das necessidades de moeda em cada setor, processo ou etapa. Assim, não pode controlar com precisão a dinâmica monetária.

Para os pós-keynesianos, o que impede as autoridades monetárias de controlar a dinâmica monetária perfeitamente é a incerteza que permeia a economia e a noção de tempo histórico ao analisar os processos econômicos e os efeitos das impulsões monetárias. A estrutura de produção altera-se ao longo das impulsões monetárias tornando irreversíveis as mudanças ocorridas no curto prazo. Assim, a autoridade monetária não pode intervir na dinâmica monetária a partir de regras mesmo que flexíveis, porque as regras tornam-se logo inadequadas com as mudanças estruturais provocadas pelas impulsões monetárias. É necessário então um comportamento de sintonia fina que lhes permita perceber a cada momento as necessidades que vão se desenhando na economia, de forma a conduzir a política monetária de forma adequada. Esta sintonia fina é mais importante ainda porque, conforme vimos, não é o papel do Banco Central de estabilizar preços que é importante, porque para eles a moeda não é responsável pelo crescimento do nível geral de preços, mas é o de prestador em última instância do Banco Central que importa. É este papel que evita ou aborta crises financeiras, e é o controle das taxas de juros em níveis baixos que garante a capacidade de investimento e crescimento econômico.

Dessa forma, na visão pós-keynesiana, não é possível a chamada independência do Banco Central no sentido de impor como prioritário o controle monetário e a estabilidade de preços. Ao

²⁵ A proposta de Friedman é a de que a expansão da quantidade de moeda estaria atrelada a uma regra fixa de acordo com o

contrário dos ortodoxos que querem o Banco Central protegido da ação dos políticos, para os heterodoxos importa criar canais legítimos de pressão, de forma a que o Banco Central apreenda a partir deles as necessidades monetárias da economia, podendo assim intervir de forma adequada sobre o crescimento e a evolução da atividade produtiva real. Também não é possível tal Banco Central independente na concepção pós-keynesiana, já que em vista da incerteza, é preciso deixar que os fatos e processos explicitem, tornando as necessidades de liquidez aparentes. Trata-se de um processo de sintonia fina incompatível com a noção do Banco Central para cumprir uma regra de criação monetária ou atingir metas de inflação pré-determinadas.

As conclusões acima nos conduzem a uma outra, a de que as concepções monetárias heterodoxas em geral conduzem, como era de se esperar, a conclusões de operacionalização da política monetária inteiramente distintas.

No próximo capítulo, apresentam-se os conceitos e a formalização teórica acerca da condução da política monetária na visão convencional e pós-keynesiana.

CAPÍTULO 2 – TEORIAS DE POLÍTICA MONETÁRIA: UMA ANÁLISE CONCEITUAL

2.1 Introdução

No que se refere à política monetária, é possível observar a ocorrência de desvios entre resultados intencionados e obtidos na interação de bancos centrais com o setor privado, de resultados não caracterizados pela otimalidade e de tomadas de decisões que se mostram equivocadas *ex post*. Identificar e analisar as fontes geradoras desses desvios e equívocos constitui exercício relevante para uma melhor compreensão e interpretação da política monetária, seja sob a ótica do agente que a vivencia no cotidiano – inclusive o gestor de política – ou a do observador externo.

Cabe destacar, entretanto, que a ênfase atual na utilização da taxa de juros como instrumento central de política monetária decorre apenas de uma questão prática, qual seja, a dificuldade em controlar o estoque monetário em economias com mercados financeiros complexos e altamente especulativos. Ou seja, a transição entre controle dos agregados monetários (quantidade) e controle da taxa de juros (preço) não foi motivada e orientada por uma teoria em que a quantidade de moeda é determinada endogenamente, restando ao Banco Central o papel de fixar a taxa de juros e à autoridade monetária a busca da estabilidade de preços (Carvalho, 1995).

As regras para definição da taxa de juros e enfoque no comportamento da inflação têm sido elementos decisivos na condução da política monetária em diversos países no período recente. Para citar um exemplo: Arestis e Sawyer (2002) descrevem o modelo macroeconômico que guia a política monetária do Banco da Inglaterra, e enfatizam que a fixação da taxa de juros de curto prazo é o instrumento fundamental, sendo o estoque de moeda determinado residualmente.

Neste capítulo, são identificadas e analisadas as principais fontes referentes à inconsistência dinâmica (ou inconsistência temporal), viés inflacionário e sua conexão com a questão da credibilidade em política monetária, sob a ótica da literatura tradicional, ortodoxa, e da não convencional, heterodoxa. Na seção 2.2, é abordada a concepção teórica sobre inconsistência dinâmica e viés inflacionário na vertente convencional. Na seção seguinte, mostra-se a teoria referente ao conceito de credibilidade, reputação e delegação em política monetária. Em seqüência, tem-se a exposição da teoria tratada nas seções anteriores, porém sob a ótica heterodoxa. Por fim, na seção 2.6, tem-se a conclusão deste capítulo.

2.2 Inconsistência dinâmica e viés inflacionário

Paralelamente ao debate da neutralidade da moeda, surgia, ainda nos anos de 1970, a discussão de como minimizar os possíveis custos sociais advindos da condução de política monetária ao longo do tempo. Essas idéias concentravam-se, basicamente, em identificar qual seria a melhor estratégia de

gestão da política. A questão principal que delineou esse embate teórico residia em identificar se o *policymaker* deveria atuar de acordo com uma regra de política ao longo do tempo – em que esta seria do conhecimento de todos os agentes e, principalmente, o gestor de política estaria comprometido em segui-la – ou se o *policymaker* deveria otimizar em cada momento do tempo as medidas de políticas a serem implementadas (regras *versus* discricionariedade).

Nos trabalhos de Kydland & Prescott (1977) e Barro & Gordon (1983), encontram-se fortes argumentos em favor da adoção de regras²⁶ de atuação em detrimento de um comportamento discricionário na condução da política monetária. Segundo esses autores, a política discricionária – aquela que busca maximizar a função de bem-estar social a cada momento do tempo, considerando as expectativas dos agentes econômicos como exógenas – conduz a um resultado ineficiente. A partir desta constatação, esses autores deram início à análise do problema de credibilidade²⁷ da política, ressaltando a questão da inconsistência temporal ou dinâmica.

Para caracterizar o problema da inconsistência temporal na condução da política monetária, esses trabalhos partem da suposição de que o gestor de políticas procura administrar a taxa de inflação e o nível de emprego via controle de políticas de demanda agregada. Além dessa conduta de política, as seguintes premissas se fazem necessárias: i) inflação e desemprego estão associados por meio de uma curva de Phillips com expectativas; ii) 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*. Ou, em outras palavras, a política monetária só afetaria no longo prazo os níveis de preço.

Para um melhor entendimento de como se manifesta o problema da inconsistência temporal, considera-se a seguinte estrutura básica (Galván & Schwartz, 2002): o *policymaker* pretende definir uma política ótima no período (t) para ser adotada no período ($t+s$), por meio da maximização de uma função objetivo de bem-estar social, sujeita as restrições que se manifestam em (t), como, por exemplo, o comportamento do público (esta seria a política ótima *ex-ante*). No entanto, devem-se considerar os efeitos da política a ser adotada em ($t+s$) sobre as expectativas do público no período de tempo compreendido entre (t) e ($t+s$). É plausível a suposição de que esse comportamento dependerá da credibilidade que o *policymaker* possui perante a população. Do ponto de vista da autoridade monetária, pergunta-se: será que o plano ótimo *ex-ante* continua sendo ótimo *ex-post*? Geralmente, a resposta é não, dadas as novas restrições que se manifestarão em ($t+s$). Portanto, a maximização da função de bem-estar social sujeita a essas novas restrições produzirá uma política diferente daquela determinada no período (t). Por conseguinte, diz-se que a política original é inconsistente do ponto de vista dinâmico.

²⁶ Friedman também já remetia a adoção de regras quando indicava que o estoque de moeda deveria crescer de acordo com o produto real.

²⁷ Conforme Mendonça (2002b), o conceito de credibilidade refere-se ao grau de confiança que os agentes econômicos depositam na possibilidade de uma política anunciada *ex-ante* ser implementada sem alterações *ex-post*. Desta forma, uma política é mais crível quanto menor for a possibilidade de ocorrência da inconsistência temporal.

O anúncio da política a ser adotada em $(t+s)$ pode ser considerado pelo público como sendo crível ou não. Se supusermos que os agentes acreditam que a autoridade monetária está comprometida a colocar em prática essa política, o comportamento daqueles será apropriado com a política monetária anunciada. Na presença de tal situação, no período $(t+s)$, a autoridade monetária otimiza sua função objetivo sujeita a restrições diferentes das vigentes em (t) . Como resultado dessa otimização, a autoridade monetária terá o incentivo de não cumprir seu anúncio, uma vez que, se for gerada uma inflação surpresa, o equilíbrio resultante passa de um *second-best* a um *first-best*. Porém, essa possibilidade é de conhecimento público, o que fará com que os agentes econômicos não acreditem na implementação da política anunciada. Isto possibilita aos agentes incorporar a surpresa inflacionária às suas expectativas. Desta ação, resulta um equilíbrio *third-best*.

Segundo Romer (2001), a observação básica dos modelos inspirados na problemática da inconsistência intertemporal é que, se a inflação esperada é baixa, de forma que o custo marginal de inflação adicional seja baixo, o gestor da política monetária implementará uma política expansionista com o objetivo de aumentar a produção acima do seu nível natural e, portanto, reduzir o desemprego abaixo da sua taxa natural. Mas, o conhecimento por parte do público desse incentivo para a autoridade monetária fará com que eles não esperem baixa inflação, levando a um equilíbrio em que se verifica uma taxa de inflação superior, sem qualquer aumento na produção (equilíbrio *third-best*)²⁸.

A literatura de política econômica posterior ao artigo de Kydland & Prescott (1977), que considera a inconsistência temporal, busca apresentar mecanismos de compromissos que contornem esse problema, fornecendo, pois, maior credibilidade aos gestores de políticas. Segundo Barro & Gordon (1983), as interações repetidas entre a autoridade monetária e os agentes econômicos podem criar forças de reputação que suportem as políticas anunciadas *ex-ante*. Nessa direção, o comprometimento da autoridade monetária com a regra anunciada se dá por causa dos custos que serão incorridos se esta perder a credibilidade diante do público, o que faz com que, no equilíbrio, tenham-se políticas comprometidas com o combate à inflação.

Credibilidade tem um significado básico: uma regra ou um objetivo não será crível se existem, na avaliação dos agentes privados, incentivos ao rompimento da regra ou possibilidades de não cumprimento de um objetivo preestabelecido. Uma política monetária crível seria aquela definida por regras e objetivos que os agentes acreditam que serão mantidos: credibilidade é o oposto de flexibilidade. Nesse contexto, a ausência de credibilidade constituirá um problema somente se causar mudanças no comportamento dos agentes, gerando resultados econômicos adversos (Forder, 2001).

Especificamente no âmbito da política monetária, credibilidade parece ser um conceito precioso no círculo acadêmico e prático. Em pesquisa realizada por meio do envio de questionários, Blinder

²⁸ A busca para manter o nível do produto acima do natural e, por conseguinte, reduzir o nível de desemprego por meio de política monetária expansionista, é denominada pela literatura econômica de *viés inflacionário*, dado que, segundo os teóricos dessa tradição, o único resultado que esse comportamento gera ao longo do tempo é o aumento da inflação.

(1999b) obteve de 84 dirigentes de BCs e 53 economistas acadêmicos respostas para a seguinte questão: “Quão importante é a credibilidade para um Banco Central?”. Em uma escala crescente de 1 a 5, o proponente do questionário obteve respostas com média de 4,83 entre os banqueiros centrais (com desvio padrão de 0,37) e 4,23 entre os acadêmicos (com desvio padrão de 0,85), indicando que o tema é de grande importância, principalmente entre os executores de política monetária.

Blinder também quis detectar os motivos associados à relevância apontada anteriormente. Para isso, uma segunda pergunta foi feita: “Quão próximos são os conceitos de credibilidade e estabilidade de preços?” Na mesma escala apresentada antes, as respostas médias foram 4,10 e 3,31, respectivamente, para os dois grupos de respostas, sugerindo que essa associação entre os conceitos é muito maior entre os gestores de política monetária. A terceira questão foi: “Por que a credibilidade é importante?” Com um conjunto de respostas induzidas, os dois motivos apontados com mais frequência por ambos os grupos foram, primeiro, a manutenção da inflação em patamares reduzidos e, segundo, a redução dos custos de desinflação. Não há dúvida de que o conceito de credibilidade associa-se à estabilidade de preços.

A discussão acerca da relação entre credibilidade e inflação começou a se intensificar a partir de Kydland e Prescott (1977), artigo que se tornou uma referência na literatura de política monetária. A seguir, a questão da inconsistência dinâmica é apresentada e analisada enquanto fonte do viés inflacionário, segundo o artigo mencionado logo acima.

2.3 O modelo de Kydland e Prescott (1977)

Kydland e Prescott (K&P) argumentam que ferramentas matemáticas, como a teoria do controle ótimo (TCO), são poderosas para analisar sistemas dinâmicos como um todo, mas não são apropriadas quando se referem a sistemas dinâmicos econômicos. Nestes, as decisões correntes dos agentes econômicos dependem, mesmo que parcialmente, de suas expectativas sobre a política econômica futura. Por isso, somente se as expectativas fossem invariantes no tempo – o que não é regra em economia – é que a utilização da TCO seria apropriada. A hipótese básica desse raciocínio é a de que os agentes têm algum conhecimento de como as decisões dos gestores de política respondem a mudanças nas condições econômicas.²⁹ Implicitamente, portanto, existe algum grau de transparência da política monetária.

A partir dessa análise, define-se uma política dinamicamente consistente. Seja $\pi = (\pi_1, \pi_2, \dots, \pi_t)$ uma seqüência de políticas econômicas de 1 a T (que pode ser infinito) e $x = (x_1, x_2, \dots, x_T)$ a correspondente seqüência de decisões dos agentes econômicos. A função-objetivo a ser maximizada é

²⁹ O termo “algum” é destacado no original.

$S(x_1, x_2, \dots, x_T, \pi_1, \pi_2, \dots, \pi_T)$. A decisão em t dos agentes depende das ações passadas e atuais dos gestores de política econômica e do histórico de decisões dos próprios agentes. Assim, $x_t = X_t(x_1, x_2, \dots, x_{t-1}, \pi_1, \pi_2, \dots, \pi_T)$.

Uma política π é dinamicamente consistente se maximizar S em cada instante do tempo, tomando como dadas as decisões passadas dos agentes, x_1, x_2, \dots, x_{t-1} , e considerando que as decisões futuras dos gestores ($\pi_s, s > t$) serão tomadas de forma similar. Em outras palavras, uma política econômica é dinamicamente consistente quando uma ação ótima planejada em t (para o período $t+s$) continua sendo ótima quando $t+s$ chegar. Contrariamente, ocorrerá uma inconsistência dinâmica se a ação planejada *ex ante* não mantiver sua otimalidade *ex post*.

Um exemplo bastante didático utilizado pelos próprios autores é o da construção de casas em uma área de risco de inundação. O resultado socialmente ótimo seria aquele no qual nenhuma casa fosse construída. Mas, uma vez que algumas construções fossem erguidas, o ótimo passaria a ser a construção de obras de contenção contra as chuvas. Se a autoridade governamental estivesse comprometida em não realizar tais obras, agentes racionais não construiriam suas casas nas regiões de risco. Entretanto, essa mesma racionalidade leva os indivíduos a preverem que, se se mudarem para essas regiões, não haverá alternativa às autoridades a não ser a de realizar as obras necessárias, pois o ótimo estabelecido antes não valerá mais. Com isso, caracteriza-se a inconsistência dinâmica.

A inconsistência dinâmica surge em muitos aspectos da vida econômica e Kydland e Prescott demonstram a possibilidade de sua ocorrência através de um exemplo genérico em que consideram, inicialmente, apenas dois períodos. Seja a função-objetivo dada por, K&P (1977):

$$S(x_1, x_2, \pi_1, \pi_2) \quad (2.1)$$

sujeita às seguintes restrições:

$$x_1 = x_1(\pi_1, \pi_2) \quad (2.2)$$

$$x_2 = x_2(x_1, \pi_1, \pi_2) \quad (2.3)$$

Assumindo diferenciabilidade das funções acima e existência de solução interior, as condições de primeira ordem são dadas por:

$$\frac{\partial S}{\partial \pi_1} = \frac{\partial S}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_1} + \frac{\partial S}{\partial x_2} \left[\frac{\partial x_2}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_1} + \frac{\partial x_2}{\partial \pi_1} \right] + \frac{\partial S}{\partial \pi_1} = 0 \quad (2.4)$$

$$\frac{\partial S}{\partial \pi_2} = \frac{\partial S}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} + \frac{\partial S}{\partial x_2} \left[\frac{\partial x_2}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} + \frac{\partial x_2}{\partial \pi_2} \right] + \frac{\partial S}{\partial \pi_2} = 0 \quad (2.5)$$

A política ótima *ex ante* é tal que π_1 e π_2 satisfazem (2.4) e (2.5). Entretanto, demonstra-se que, quando $t = 2$ chegar, o que é ótimo *ex ante*, não o é *ex post*. No segundo período, para a seqüência de política ser consistente, π_2 deve maximizar (2.1), considerando π_1 e x_1 como decisões passadas e a restrição imposta em (2.3). Tem-se, com isso:

$$\frac{\partial S}{\partial \pi_2} = \frac{\partial S}{\partial x_2} \frac{\partial x_2}{\partial \pi_2} + \frac{\partial S}{\partial x_2} = 0 \quad (2.6)$$

Dessa forma, a seqüência π_1 e π_2 que satisfaz (2.4) e (2.5) *ex ante*, pode não satisfazer (2.6) quando $t = 2$ chegar, o que caracterizaria tal seqüência como uma política que não mantém sua otimalidade ao longo do tempo. Para que (2.6) seja válida, a seguinte condição deve prevalecer em (2.5):

$$\frac{\partial S}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} + \frac{\partial S}{\partial x_2} \left[\frac{\partial x_2}{\partial x_1} \frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} \right] = 0 \quad (2.7)$$

que pode ser reescrita como:

$$\frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} \left[\frac{\partial S}{\partial x_1} + \frac{\partial S}{\partial x_2} \frac{\partial x_2}{\partial x_1} \right] = 0 \quad (2.8)$$

A igualdade acima só será válida se:

$$\frac{\partial x_1}{\partial \pi_2} = 0 \quad \text{ou} \quad \left[\frac{\partial S}{\partial x_1} + \frac{\partial S}{\partial x_2} \frac{\partial x_2}{\partial x_1} \right] = 0 \quad (2.9)$$

A primeira igualdade de (2.9) expressa que a ação de política no segundo período (π_2) não tem impactos sobre as decisões dos agentes no primeiro período (x_1). Kydland e Prescott argumentam que as expectativas em relação a políticas futuras afetam decisões correntes. Com isso, tal igualdade não pode ser válida, pois viola um pressuposto básico do modelo. A segunda igualdade, por sua vez,

expressa que o efeito de mudanças nas decisões dos agentes no período 1 (x_1) não afeta a função-objetivo nem de forma direta e nem indireta (através de x_2), ou que o efeito direto é anulado pelo indireto. Como Kydland e Prescott argumentam que as decisões dos agentes influenciam os resultados – como bem ilustra o exemplo mencionado anteriormente – essa segunda igualdade também não é válida. Como (2.9) não se verifica, tem-se que, quando $t = 2$ chegar, a política π_2 não será mais ótima. Portanto, *ex post* a seqüência da inflação mostra-se inconsistente ao longo do tempo.

No âmbito da política monetária, o problema da inconsistência dinâmica emerge sob forma de insucesso por parte dos gestores de política para manter a inflação baixa em um regime discricionário. Os agentes privados incorporarão, em suas expectativas, a possibilidade de que a autoridade monetária explore o *trade-off* de curto prazo entre inflação e produto. Com isso, as expectativas e, portanto, preços e salários, serão majorados. Uma formulação simples do problema é apresentada por Romer (2001). Seja a oferta agregada dada pela curva de oferta de Lucas:

$$y = \bar{y} + b(\pi - \pi^e), \quad b > 0 \quad (2.10)$$

em que y é o logaritmo do produto real (uma *proxy* para a taxa de emprego), \bar{y} é o logaritmo do produto natural em seu nível a preços flexíveis, π é a taxa de inflação efetiva e π^e representa as expectativas de inflação do setor privado.

Assume-se que a inflação acima de certo nível tem um alto custo e que seu custo aumenta conforme a taxa de inflação verificada se eleva. A função-objetivo a ser otimizada é compartilhada tanto pelo gestor de política quanto pela sociedade, ou seja, assume-se simetria informacional (transparência). Essa função é dada por L , como se segue:

$$L = \frac{1}{2}(y - y^*)^2 + \frac{1}{2}a(\pi - \pi^*)^2, \quad a > 0 \text{ e } y^* > \bar{y} \quad (2.11)$$

O parâmetro a reflete a importância relativa de desvios na taxa de inflação em relação ao nível socialmente ótimo π^* , ou seja, mede o grau de aversão do *policymaker* em relação à inflação. O produto socialmente ótimo é representado por y^* , assumido ser maior do que o produto a preços flexíveis, devido a alguma imperfeição de mercado. A função L é uma função perda de bem-estar que, portanto, deve ser minimizada pelo gestor. Se o setor privado formasse suas expectativas de maneira simplória, esperaria que o gestor escolhesse π^* que, por definição, é o nível que minimiza a função-perda. Assim, prevaleceria $\pi^e = \pi^*$, o que geraria $\pi = \pi^e = \pi^*$ como solução. A racionalidade dos agentes, contudo, conduz a outra expectativa de inflação.

Assume-se, no modelo, que a autoridade monetária tome suas decisões considerando as expectativas do setor privado como dadas (formadas anteriormente à decisão de política monetária) e acredita que seja possível explorar o *trade-off* entre produto/emprego e inflação. Nessas circunstâncias, o resultado ótimo para o gestor de política será outro. Substituindo (2.10) em (2.11), chega-se a:

$$L = \frac{1}{2} [\bar{y} + b(\pi - \pi^e) - y^*]^2 + \frac{1}{2} a(\pi - \pi^*)^2 \quad (2.12)$$

O nível de inflação que minimiza (2.12) e que, portanto, deve ser realizado pelo gestor, é dado por:

$$\pi = \pi^* + \frac{b}{a+b^2} (y^* - \bar{y}) + \frac{b^2}{a+b^2} (\pi^e - \pi^*) \quad (2.13)$$

Cientes dessa possibilidade e do resultado que se obterá, os agentes do setor privado incorporarão o resultado expresso acima em suas expectativa, de modo que $\pi^e = \pi^*$. Dessa forma, (2.13) pode ser expressa como:

$$\pi^e = \pi^* + \frac{b}{a} (y^* - \bar{y}) \equiv \pi^{eq} \quad (2.14)$$

em que π^{eq} é a taxa de inflação de equilíbrio, maior do que a taxa π^* . Essa diferença é dada pelo chamado viés inflacionário.

Conforme enfatizado por Forder (2001), o fator crucial por trás dos resultados obtidos por Kydland e Prescott está na hipótese de que os agentes privados compreendem os objetivos do gestor de política, a forma pela qual suas ações são determinadas e a estrutura da economia, além de possuírem as mesmas preferências dos gestores. Não há nenhuma assimetria ou incompletude informacional. É justamente a hipótese de expectativas racionais (HER) que conduz a um resultado sub-ótimo, caracterizado por uma situação na qual seria possível obter o mesmo nível de produto/emprego com um nível inflacionário menor.

2.4 Soluções e críticas relacionadas à inconsistência dinâmica

Uma questão pertinente refere-se a como eliminar, ou pelo menos reduzir, o problema do viés inflacionário. A solução proposta diretamente por Kydland e Prescott é a de fazer com que a política monetária seja determinada por regras conhecidas e divulgadas ao público, ao invés de ser de forma

discricionária. Romer (2001), contudo, destaca dois aspectos que envolvem a utilização de regras monetárias. O primeiro, de ordem normativa, envolve o fato de que a aplicação de regras não é universal, já que nem todos os estados da natureza podem ser previstos. O segundo, de ordem positiva, emerge a partir da observação de que vários países que utilizam políticas discricionárias mantêm níveis baixos de inflação, como a economia norte-americana, na segunda metade da década de 1990. Romer (2001, p. 491) apóia-se na constatação de que os resultados desinflacionários posteriores àquele período foram obtidos sem a aplicação das soluções comumente propostas. O autor cita, novamente, o exemplo dos Estados Unidos, país em que a inflação anual foi reduzida de cerca de 10% no final dos anos de 1970, para menos de 5%, poucos anos depois, sem a necessidade de mudanças institucionais (tecnologia de comprometimento) significativas ou mesmo da adoção de regras de política monetária.

Grande parte dos trabalhos acadêmicos que versa sobre problemas em política monetária e suas possíveis soluções têm, como ponto de partida, o conceito da inconsistência dinâmica. No entanto, vários autores têm questionado a plausibilidade empírica e teórica dessa referência, sugerindo que o problema apresentado originalmente por Kydland e Prescott não é tão relevante. Em primeiro lugar, cabe destacar o contexto histórico-econômico em que esse tema foi tratado. O período observado nas análises dos vários autores que trataram dessa questão foi de aceleração inflacionária nos países industrializados (desde a metade da década de 1960 até início da década de 1980), por conta de diversos choques ocorridos, muitas vezes desconsiderados em tais análises. De acordo com Blinder,

“Barro e Gordon ignoraram as explicações práticas e óbvias para o aumento da inflação observada – a Guerra do Vietnã, o fim do sistema Bretton-Woods, dois choques do petróleo, etc. – e buscaram, em vez disso, uma explicação teórica daquilo que acreditavam ser uma sistemática predisposição inflacionária no comportamento dos bancos centrais. Eles a encontraram na análise de Kydland e Prescott” (Blinder, 1999, p. 60).

Críticas também são feitas no que diz respeito aos aspectos teóricos intrínsecos à inconsistência. Forder (2001, p. 16) e Romer (2001, p. 491) são autores que questionam se, de fato, as negociações de preços e salários são formadas sob bases expectacionais do tipo *forward-looking* – fundamentais para os resultados encontrados em Kydland e Prescott. O segundo autor cita o trabalho de Fuhrer (1997), que não encontrou evidência de que expectativas “para frente” são importantes para explicar o comportamento da inflação norte-americana. No entanto, esses questionamentos e evidências referem-se a agentes que formam preços e salários diretamente.

Uma segunda crítica de base teórica, presente nos escritos de Goodhart e Huang (1998), Beddies (2000), Forder (2001) e Walsh (2001), entre outros, aponta que, sob um contexto de defasagens em política monetária (o que torna o modelo mais próximo da realidade), o viés inflacionário não se sustenta ou é reduzido quando se compara tal contexto com uma situação na qual o efeito da surpresa inflacionária sobre o produto é imediato, como é o caso daquela apresentada por Kydland e Prescott. O argumento por trás desse apontamento está no fato de que, se os agentes são racionais e observam alterações no instrumento de política monetária, então podem ajustar suas

expectativas caso não estejam vinculados a um contrato nominal mais longo que a defasagem de política. Dessa forma, os efeitos de tais alterações não surpreenderiam os formadores de preços e salários e o viés inflacionário seria reduzido ou mesmo não ocorreria.³⁰

No artigo de Barro e Gordon (1983), os autores dizem que, se os gestores de política anunciarem o abandono da TCO (teoria do controle ótimo) em prol da adoção de regras, fazendo com que os agentes reduzam suas expectativas inflacionárias, então haveria condições ideais para que tal anúncio não fosse cumprido. Isso ocorreria porque, com a redução das expectativas do setor privado, os custos da exploração do *trade-off* entre inflação-produto seriam menores, o que constituiria um incentivo para que o gestor não cumprisse a promessa feita. Cientes dessa possibilidade, os agentes recebem o anúncio da autoridade monetária como algo carente de credibilidade.

A partir do argumento apresentado por Barro e Gordon (1983), Forder (2001, p. 6) advoga que o problema da inconsistência dinâmica é separado do problema de credibilidade: teoricamente, o primeiro problema é anterior ao segundo, que surge somente como resultado de uma possível limitação da solução de Kydland e Prescott à inconsistência dinâmica, ou seja, a adoção de regras.

A solução proposta por Barro e Gordon vai em sentido contrário à política discricionária. A interação entre Banco Central e setor privado não ocorre uma única vez. Trata-se, na prática, de um jogo com interações repetidas em horizonte infinito. Nesse jogo, as ações do *policymaker* em determinado período são consideradas pelos agentes do setor privado nas decisões que tomarão nos períodos subsequentes³¹. Com isso, a idéia básica por trás da solução da proposta pelos autores é a de que se o BC, em t , se deixar levar para um ponto fora da solução de baixa inflação, terá, pelo menos, momentaneamente, sua reputação perdida, levando a majoração das expectativas inflacionárias para o período posterior $t+1$. Quanto maiores forem essas expectativas, maior será o custo marginal da inflação imposto à autoridade monetária. Se, em $t+1$, o BC gerar uma inflação baixa, o público voltará a esperar inflação baixa para $t+2$. Nesse contexto, o desenvolvimento de forças reputacionais de comprometimento com a inflação em patamares reduzidos pode substituir a adoção de regras formais.

Barro e Gordon (1983) advogam que o resultado efetivo da taxa de inflação dependerá da comparação que o *policymaker* fizer entre os ganhos que terá ao gerar uma inflação surpresa e os custos dessa opção (majoração das expectativas). Tal resultado estará em um intervalo de valores compreendido entre o resultado da adoção de regra monetária e o resultado da discricionariedade, o que impõe ao modelo, segundo os próprios autores, uma multiplicidade de equilíbrios. Essa característica resulta em baixo poder preditivo do modelo, uma vez que a taxa de inflação poderá apresentar qualquer valor dentro do referido intervalo (Beddies, 2000, p. 8).

³⁰ Goodhart e Huang (1998) trazem uma interessante análise acerca dessa questão, incorporando não somente defasagens em política monetária, mas também outras hipóteses mais realistas, como persistência de produto e de inflação, entre outros.

³¹ Ver Gonçalves (2001) para um tratamento da relação entre BCs e mercados sob o formato de jogos.

Como já se destacou, o problema da inconsistência dinâmica surge porque os agentes são plenamente racionais e conhecem com perfeição as preferências dos gestores, bem como o modelo que descreve a economia. Deve-se notar, ainda, mesmo que implicitamente, que há um certo grau de transparência entre as partes.

Barro (1986) busca incorporar a esse modelo o fato de que pode haver incertezas por parte dos agentes econômicos acerca das preferências do gestor de política ou sobre seus mecanismos de compromissos. Desta forma, a credibilidade das políticas anunciadas dependeria de uma probabilidade subjetiva inferida pelo público a respeito do verdadeiro “tipo” da autoridade monetária, sendo essa probabilidade influenciada pelas ações de políticas atuais. É necessário levar em conta que o *policymaker* considera esse processo de aprendizagem por parte do público ao decidir o modo de como atuar.

Em termos analíticos, o autor assume que existem dois “tipos” de *policymaker*: um que se preocupa com o combate do processo inflacionário, enquanto o outro 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. O ponto principal do trabalho de Barro (1986) é identificar a maneira de atuar do *policymaker* que não é avesso à inflação. Segundo o autor, até mesmo esse gestor de política procura ser identificado pelo público como sendo avesso à inflação, o que é alcançado pelo seu comportamento ao longo do tempo em escolher baixas taxas de inflação. Por conseguinte, se a autoridade monetária for identificada como tal, ela 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, o que ajuda a controlar os custos futuros. Isso irá permitir que a autoridade monetária consiga benefícios significativos no futuro com uma surpresa inflacionária.

O resultado básico desse modelo resume-se no fato de que a incerteza quanto às preferências do *policymaker* reduz a inflação média. Esse impacto sobre a inflação ao longo do tempo será tanto maior, quando o gestor da política monetária valoriza mais o futuro e/ou quando se consideram mais períodos no modelo, ou seja, a perda potencial da reputação é suficiente para fazer com que o resultado de baixa inflação seja o mais eficiente (Romer, 2001).

A solução recomendada por Barro e Gordon está inserida em um conjunto maior de propostas ao problema da inconsistência dinâmica chamadas “tecnologias de compromisso” (*commitment technologies*). Essa expressão relaciona-se à implementação de arranjos institucionais existentes para tornar crível o compromisso do gestor de política com determinado objetivo, tornando alto o custo de reversão (não cumprimento) desse compromisso. Esse custo constitui-se numa força inibidora da capacidade discricionária, chamada força reputacional - tal força pode inclusive ser, na visão de Barro e

Gordon, uma substituta perfeita das *commitment technologies*: o viés inflacionário dos *policymakers* seria amainado pelas forças reputacionais³².

Os arranjos citados com mais frequência são explicitados nos modelos (e suas variantes mais recentes) de reputação adquirida/construída pelo *policymaker* (Barro e Gordon, 1983; Barro, 1986; Backus e Driffil, 1985), de delegação da política monetária a agentes conservadores (Rogoff, 1985) e de contratos ótimos de incentivos a esses agentes (Persson e Tabellini, 1993; Walsh, 1995). A seguir, tem-se a formalização do modelo de reputação.

2.5 O modelo de reputação em política monetária

O modelo de reputação pode ser utilizado se os *policymakers* permanecem no cargo por mais de um período e se o público não está seguro sobre os rumos da política econômica. Por exemplo, o público pode não saber das características do *policymaker* no que diz respeito à sua posição em relação ao *trade-off* entre produto e inflação, ou se os anúncios dessa autoridade econômica, de fato, serão cumpridos.

O público se baseia no comportamento do *policymaker* para formar suas expectativas em relação à política econômica. Seguindo o modelo de Backus e Driffil (1985) e Barro (1986), Romer (2001) mostra que se os *policymakers* estão a mais de um período no cargo, tem-se que, o relacionamento entre produto e inflação é dado por (2.10) e, para efeito de simplificação da álgebra, assume-se que a função que representa o bem-estar social é linear no produto e que $\pi^* = 0$. Assim, a função de bem-estar social é dada por:

$$\begin{aligned} L_t &= y_t - \bar{y} - \frac{1}{2} a \pi_t^2 \\ &= b(\pi_t - \pi_t^e) - \frac{1}{2} a \pi_t^2 \end{aligned} \quad (2.15)$$

Há dois tipos possíveis de *policymakers*, o do tipo-1, que ocorre com probabilidade p e divide suas preferências entre produto e inflação. Dessa forma, esse *policymaker* maximiza a seguinte função:

$$L = l_1 + \beta l_2 \quad 0 < \beta \leq 1 \quad (2.16)$$

³² Uma importante crítica foi feita a esse modelo. Segundo PERSSON & TABELLINI (1994, p.14-5), o modelo de Barro e Gordon é totalmente *institution-free*. Persson e Tabellini assumiram que o formato institucional de uma economia pode limitar (ou não) o seu viés inflacionário: a intensidade do viés não seria independente das regras e instituições. Portanto, diferentemente de Persson e Tabellini, Barro e Gordon considerariam, por exemplo, que a constituição de um Banco Central independente seria desnecessária porque o viés inflacionário poderia ser suficientemente abrandado apenas pelas forças reputacionais. Tal dedução é reforçada pelas conclusões de BARRO (1994): um *weak policymaker* (isto é, um agente contaminado pelo vírus do viés inflacionário) ou um *strong policymaker* (isto é, equivalente a um presidente de Banco

em que β representa a importância do bem-estar social no segundo período e l_1, l_2 sua relação intertemporal.

Já o *policymaker* tipo-2, o qual ocorre com probabilidade $1 - p$, foca apenas na inflação que é direcionada para zero, em ambos os períodos³³.

Se o *policymaker* tipo-2 sempre escolhe inflação igual a zero, observemos primeiro o comportamento do *policymaker* tipo-1. No segundo período, ele toma π_2^e como dado e, dessa forma, escolhe π_2 para maximizar (2.15). A solução dessa maximização é igual a $\pi_2 = b/a$.

A decisão sobre o nível de inflação é mais difícil no primeiro período, pois essa decisão afeta o nível de inflação do segundo período. Caso π_1 escolhido não seja zero, o público imagina que o *policymaker* seja do tipo-1 e, assim, esperará uma inflação de b/a no segundo período.

Caso o *policymaker* não escolha inflação zero no primeiro período, ele maximizará a função (2.15) e $\pi_1 = b/a$, sendo assim, tanto π_2^e e π_2 são iguais a b/a ; y_2 é igualado a \bar{y} . O valor dessa função-objetivo para os dois períodos é, neste caso:

$$\begin{aligned} L &= \left[b \left(\frac{b}{a} - \pi_1^e \right) - \frac{1}{2} a \left(\frac{b}{a} \right)^2 \right] - \beta \frac{1}{2} a \left(\frac{b}{a} \right)^2 \\ &= \frac{b^2}{a} \frac{1}{2} (1 - \beta) - b \pi_1^e \end{aligned} \quad (2.17)$$

Uma outra possibilidade é o *policymaker* tipo-1 estabelecer π_1 igual a zero. No equilíbrio, o *policymaker* pode indicar que π_1 fique entre $\pi_1 = b/a$ e $\pi_1 = 0$. Assim, deixe q denotar a probabilidade de o *policymaker* tipo-1 escolher $\pi_1 = 0$. Considera-se a expectativa do público se o mesmo observa um valor igual a zero para a inflação. Nesse caso, o público sabe que o *policymaker* é do tipo-2, cuja probabilidade de ocorrer é de $1 - p$, ou que ele é do tipo-1, porém escolhe inflação zero (com probabilidade pq). Assim, pela lei de Bayes³⁴, o público estima a probabilidade de que o *policymaker* seja do tipo-1 como $pq / [(1 - p) + pq]$. A expectativa em π_2 é, entretanto, $\{pq / [(1 - p) + pq]\} (b/a)$, que é menor que b/a .

Essa análise implica que o valor da função-objetivo quando o *policymaker* escolhe $\pi_1 = 0$ é:

Central independente), ambos teriam o mesmo comportamento. A explicação é simples: o primeiro seria reprimido pelas forças reputacionais tal como o segundo.

³³ A hipótese chave é que os dois tipos têm preferências diferentes.

$$\begin{aligned}
L_0(q) &= b(-\pi_1^e) + \beta \left\{ b \left[\frac{b}{a} - \frac{pq}{(1-p) + pq} \frac{b}{a} \right] - \frac{1}{2} a \left(\frac{b}{a} \right)^2 \right\} \\
&= \frac{b^2}{a} \beta \left[\frac{1}{2} - \frac{pq}{(1-p) + pq} \right] - b\pi_1^e
\end{aligned} \tag{2.18}$$

Da função acima, verifica-se que $L_0(q)$ é decrescente em q . Isso significa que, se q for alto, implica um alto valor de π_2^e se $\pi_1 = 0$. O equilíbrio do modelo pode levar a três possíveis situações. A primeira é se $L_0(0)$ é menor que L . Neste caso, o *policymaker* tipo-1 pode levar o público a pensar que se trata de um *policymaker* tipo-2 por levar $\pi_1 = 0$. Como o *policymaker* não deseja essa conclusão por parte do público, ele sempre escolherá $\pi_1 = b/a$.

As equações (2.17) e (2.18) implicam que $L_0(0)$ é menor que L quando,

$$\frac{b^2}{a} \beta \frac{1}{2} - b\pi_1^e < \frac{b^2}{a} \frac{1}{2} (1 - \beta) - \pi_1^e \tag{2.19}$$

ou simplesmente,

$$\beta < \frac{1}{2} \tag{2.20}$$

Assim, se a importância do segundo período é suficientemente pequeno, a incerteza do público sobre o tipo de *policymaker* não tem efeito.

A segunda possibilidade é quando $L_0(1)$ é maior que L . Nesta situação, o *policymaker* tipo-1 sempre escolhe $\pi_1 = 0$. Se o público nada aprende sobre as características do *policymaker* pela observação de $\pi_1 = 0$, o custo de o *policymaker* em revelar que é do tipo-1 já é suficiente para dissuadi-lo em escolher um nível de inflação positivo. As equações (2.17) e (2.18) implicam que $L_0(1)$ excede L quando,

$$\frac{b^2}{a} \beta \left(\frac{1}{2} - p \right) - b\pi_1^e > \frac{b}{a} \frac{1}{2} (1 - \beta) - b\pi_1^e \tag{2.21}$$

$$\beta > \frac{1}{2} \frac{1}{1-p} \tag{2.22}$$

³⁴ Pelo teorema de Bayes, os graus de incerteza existentes em relação ao verdadeiro valor de determinada variável estatística são representados por meio de modelos probabilísticos para tal variável.

A última possibilidade ocorre quando $L_0(0) > L > L_0(1)$; isto acontece quando $\frac{1}{2}\beta < \frac{1}{2}[1/(1-p)]$. Neste caso, o *policymaker* tipo-1 escolherá inflação zero, no primeiro período, se o público acredita que ele escolherá um nível de inflação positivo e escolherá um nível de inflação positivo se o público acredita que ele escolherá inflação igual a zero. Como resultado, a economia pode estar em equilíbrio somente se o *policymaker* tipo-1 escolher, ora um nível positivo de inflação, ora inflação igual a zero, ou seja, q deve ajustar para o ponto no qual o *policymaker* tipo-1 é indiferente entre $\pi_1 = 0$ e $\pi_1 = b/a$. Da equação (2.17) e (2.18), isolando-se q , tem-se:

$$q = \frac{1-p}{p}(2\beta-1) \quad \text{se } \frac{1}{2} < \beta < \frac{1}{2} \frac{1}{1-p} \quad (2.23)$$

No modelo de reputação, a política monetária que o governo e/ou a autoridade monetária irá seguir não é clara para o público. Uma das hipóteses desse modelo é que uma baixa inflação observada hoje reduz a expectativa de inflação em relação ao futuro e, essa suposição dá ao *policymaker* um incentivo em manter baixo o nível de inflação. Nessa mesma linha, Clarida, Galí e Gertler (1999) dizem que se o Banco Central emitir sinais verdadeiros de que pretende manter um baixo nível de inflação no futuro, ele é capaz de reduzir a inflação corrente a um custo menor, em termos de redução de produto, daquele realmente necessário.

Outra conclusão desse modelo é que a atenção por parte do público em relação ao nível de inflação é maior quando há incertezas sobre as características do *policymaker*.

Para observarmos a idéia acima, consideremos $\beta = 1$. Se o público conhece o comportamento da autoridade monetária, o *policymaker* tipo-1 levará $\pi_1 = b/a$ e o do tipo-2 sempre escolherá $\pi_1 = 0$. Caso haja incerteza por parte do público em relação às características do *policymaker*, o de tipo-1 escolhe $\pi_1 = 0$ com probabilidade igual a q . Assim, a incerteza reduz a média da inflação do primeiro período para $pq(b/a)$.

Com $\beta = 1$, (2.22) implica que $q = 1$ quando $p < \frac{1}{2}$ e, dessa forma, para esses valores de p , a redução da inflação, na média, é pb/a . A equação (2.23) implica que $q = (1-p)/p$ quando $p > \frac{1}{2}$, assim, para esses valores, a redução da inflação é, na média, $(1-p)/b/a$. A redução máxima da inflação ocorre para $p = \frac{1}{2}$, valor no qual a equação torna-se igual a $b/2a$. Dessa forma, o impacto da reputação é maior quando a diferença entre os dois tipos de *policymakers* resulta em níveis diferentes de inflação.

2.6 O modelo de delegação em política monetária

Outra forma de mitigar o problema da inconsistência dinâmica é delegar a administração da política monetária a indivíduos que se caracterizam por apresentar uma aversão à inflação maior que a própria sociedade, em média. Esse modelo foi primeiramente sugerido por Rogoff (1985). A idéia principal do modelo é que a inflação de equilíbrio seria menor quando a política monetária fosse conduzida por uma autoridade essencialmente avessa à inflação. Isto porque os agentes privados, ao terem conhecimento das preferências dos gestores da política monetária, incorporam essa informação à construção de suas expectativas. Assim, os agentes passam a esperar uma baixa taxa de inflação e, por conseguinte, não demandarão reajustes salariais consideráveis, resultando em uma baixa taxa de inflação efetiva.

De acordo com essa estrutura, a política monetária discricionária alcançaria um equilíbrio *fourth-best*, enquanto a delegação dessa política a um agente caracterizado pela aversão à inflação alcançaria apenas um equilíbrio *third-best*, uma vez que a redução da inflação média é alcançada às custas de uma maior instabilidade do produto. A partir desta constatação, Romer (2001) 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. A justificativa para essa afirmativa repousa sobre o fato de que um Banco Central independente não reage otimamente aos choques enfrentados pela economia³⁵. Desta forma, existe um *trade-off* entre inflação mais baixa e reação ótima aos choques econômicos, ou, em outras palavras, obtém um melhor resultado em termos de desinflação, mas um pior desempenho em termos de respostas aos distúrbios³⁶.

Diante desse problema, verifica-se que apenas o conservadorismo do Banco Central não é uma solução plausível para contornar o problema do viés inflacionário. Em face disto, Walsh (1995) elabora um modelo em que considera que a implementação da política monetária pode ser vista como um problema ligado à teoria do agente (que, no caso, é o Banco Central) e principal (representado pelo governo). O autor propõe que o viés é resolvido por meio da elaboração por parte do governo de um contrato linear ótimo, pelo qual oferece benefícios ao Banco Central, se este atingir seus objetivos. Por conseguinte, a conduta da política monetária é afetada por tal contrato. Nesse contexto, a função utilidade da autoridade monetária passa a incluir, além da preocupação com as flutuações do produto e inflação (que são as variáveis presentes na função de perda social), um termo que representa os

³⁵ Outro argumento utilizado para justificar a adoção de um Banco Central independente é o do uso político da política monetária. Esse problema manifesta-se principalmente em períodos próximos às eleições. Nesses períodos, os governos podem utilizar a política monetária para aumentar o produto (e, portanto, elevar o emprego) via aumentos da inflação, com o objetivo de eleger seus candidatos. Com a adoção de uma autoridade monetária independente, essa possibilidade seria sucumbida (Mendonça, 2002b).

³⁶ Essa preocupação demonstrada por esses autores refere-se ao fato de acreditarem que a política monetária pode ser utilizada de forma a estabilizar a inflação e o desemprego em torno dos seus níveis médios determinados pelo mercado em face de distúrbios inesperados, como, por exemplo, um choque de oferta.

benefícios advindos do cumprimento de seus objetivos ou, de outra forma, os custos incorridos se a inflação desviar-se do nível considerado ótimo.

Portanto, 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 condizente com a maximização da função de perda social³⁷. A principal vantagem desta abordagem é que a adoção do contrato ótimo possibilita reduzir o viés inflacionário e, ainda, possibilita a autoridade monetária manter a habilidade de reagir de forma ótima aos choques de oferta agregada (equilíbrio *second-best*). Segundo Mendonça (2002b, p.11), o aspecto fundamental dessa “corrente é que, em sociedades democráticas, o Banco Central deve prestar contas ao público”. Por outro lado, a grande dificuldade desse modelo reside na sua implementação prática e política.

Svensson (1997) aponta que uma das principais desvantagens práticas do contrato linear encontra-se no fato de que a função-objetivo do Banco Central incorpora tanto elementos expressos em termos de unidades de utilidades, como elementos mensurados em unidades monetárias. Segundo o mesmo autor, a principal dificuldade política surge do fato de que o contrato estipula recompensas monetárias mais altas ao Banco Central quando a inflação for baixa, o que pode gerar tensões por parte do público, se a menor taxa de inflação estiver correlacionada com maior desemprego.

O mesmo autor desenvolve um modelo dinâmico no qual leva em conta a persistência do desemprego; essa persistência introduz efeitos defasados sobre a política monetária, demandando que esta seja formulada com uma perspectiva de longo prazo. O autor propõe um modelo no qual a condução da política monetária é delegada a um Banco Central com características conservadoras, associado com o prosseguimento de uma taxa de inflação previamente anunciada que dependerá do estado da economia em cada período³⁸. Com esse arranjo, o autor demonstra que é possível atingir um equilíbrio *second-best*³⁹. Esse é o arcabouço subjacente ao regime de metas para a inflação, que será tratado no capítulo seguinte.

Para tanto, na concepção de Rogoff (1985), para vermos como a delegação trata o problema da inconsistência dinâmica, admitamos que a relação entre produto, inflação e bem-estar social sejam dados por, respectivamente, (2.10) e (2.11).

Admitindo que a política monetária seja determinada por um indivíduo, cuja função-objetivo é:

$$L = \frac{1}{2}(y - y^*)^2 + \frac{1}{2}a'(\pi - \pi^*)^2, \quad y^* > \bar{y} \quad \text{e} \quad a' > 0 \quad (2.24)$$

4

³⁷ A hipótese subjacente a essa afirmativa é que a taxa de crescimento da moeda exerce uma relação positiva sobre a taxa de inflação. Mais precisamente, esta seria determinada pela taxa de crescimento monetário, e por eventuais choques sobre a velocidade de circulação da moeda e sobre a oferta agregada.

³⁸ O estado da economia pode ser definido pela taxa de desemprego, nível da produção, manifestação (ou não) de choques de oferta, entre outros.

a' pode diferir de a , pelo “peso” que a sociedade dá ao nível de inflação. Se resolvermos o problema da maximização do *policymaker* em: $\min_{\pi} \frac{1}{2} [\bar{y} + b(\pi - \pi^e) - y^*]^2 + \frac{1}{2} a(\pi - \pi^*)^2$, pela condição de primeira ordem, temos:

$$[\bar{y} + b(\pi - \pi^e) - y^*]b + (\pi - \pi^*) = 0 \quad (2.25)$$

em que se isolarmos π , tem-se:

$$\pi = \frac{b^2 \pi^e + a \pi^* + b(y^* - \bar{y})}{a + b^2} = \pi^* + \frac{b(y^* - \bar{y})}{a + b^2} + \frac{b^2}{a + b^2} (\pi^e - \pi^*) \quad (2.26)$$

o que implica que o *policymaker* escolherá π , dado π^e , que é dado por (2.26) com a' no lugar de a . Assim, tem-se:

$$\pi = \pi^* + \frac{b}{a' + b^2} (y^* - \bar{y}) + \frac{b^2}{a' + b^2} (\pi^e - \pi^*) \quad (2.27)$$

Como o *policymaker* é avesso à inflação, ou seja, a' é maior que a , o nível de inflação será menor também para um dado nível de inflação esperada.

Se o público sabe como a inflação é determinada, o equilíbrio ocorre quando a inflação esperada se iguala a inflação corrente. Quando a equação é resolvida para a' no lugar de a , encontra-se:

$$\pi^e = \pi^* + \frac{b}{a} (y^* - \bar{y}) \equiv \pi^{EQ} \equiv \pi^* + \frac{b}{a'} (y^* - \bar{y}) \quad (2.28)$$

Portanto, tem-se que se a inflação esperada excede esse nível, a inflação corrente será menor que as expectativas do público e, assim, a economia estará em equilíbrio, segundo o modelo. Da mesma forma, se π^e é menor que π^{EQ} , então π excede π^e . O equilíbrio para a inflação corrente e a inflação esperada é dado por (2.28), sendo que o produto, neste caso, se iguala a sua taxa natural.

Rogoff (1985) também estende sua análise para o caso no qual a economia é afetada por choques. O *policymaker*, neste caso, não responderá de forma ótima no que diz respeito ao produto e à taxa de inflação, conforme a sociedade espera que ele o faça. Assim, ao delegar a política monetária, há um *trade-off*: delega-se a alguém avesso à inflação, porém com menor flexibilidade e, conseqüentemente, que tenha uma “pior” resposta aos distúrbios, ou se delega para atingir o objetivo contrário. Dessa forma, entende-se que há um nível ótimo de conservadorismo para o Banco Central.

³⁹ O autor incorpora no mesmo modelo as principais características dos modelos de Rogoff (1985) e Walsh (1995).

As teorias que atribuem inflação como resultado do problema da inconsistência dinâmica – viés inflacionário – como as que vimos até agora são difíceis de serem testadas. Essas teorias sugerem que a inflação depende de variáveis, tais como, os custos da própria inflação, a habilidade de o *policymaker* em estabelecer sua reputação e ao seu comprometimento com a política monetária e, também, como acabamos de verificar, se a política monetária é conduzida por alguém avesso à inflação, entre outras.

No entanto, pela dificuldade em mensurar os impactos e o poder de explicação dessas teorias, surge, ainda no início dos anos noventa, a concepção teórica que ganharia grande destaque, tanto na esfera política como na econômica: a proposta de independência do Banco Central ou a autonomia do Banco Central. Esse assunto será abordado também no capítulo três. Por ora, vejamos abaixo o pensamento alternativo sobre este tema.

2.7 Credibilidade e Condução da Política Monetária na Visão Pós-Keynesiana

Da estrutura teórica vista no item acima, podem-se destacar ao menos três críticas importantes sobre os pressupostos que fundamentam a estrutura teórica construída até aqui. A primeira refere-se à adoção da hipótese de expectativas racionais. Se os agentes formam suas expectativas de forma racional, seria plausível supor que o Banco Central também atuasse de forma racional. Ou, em outras palavras, este não buscaria surpreender os agentes econômicos, dado que, se assim o fizesse, alcançaria um resultado inferior ao obtido com a colocação em prática da política ótima *ex-ante*. Portanto, a crítica que se coloca nesse contexto refere-se a um questionamento interno à própria estrutura lógica do argumento de inconsistência dinâmica. Ou, em outras palavras, não está sendo questionada a realidade do conceito de expectativas racionais, que, por sinal, é bastante contestada, mas, sim, um tratamento similar entre os agentes privados e a autoridade monetária em termos de formação de suas expectativas.

A hipótese de existência de uma taxa natural de desemprego caracteriza-se como um segundo aspecto passível de questionamento à estrutura teórica em questão. Crocco & Jayme Júnior (2003, p.129) chamam atenção para a constatação empírica da não existência,

“... do livre mercado que equilibraria demandantes e ofertantes nos diversos tipos de mercado, de forma a permitir uma alocação ótima de recursos. Em outras palavras, a taxa natural de desemprego seria apenas hipotética, não existindo evidências de sua existência na economia capitalista”.

Em face dessa constatação, questiona-se a idéia de que a política monetária no longo prazo somente afetaria o nível de preços. Ou seja, a política monetária poderia ser utilizada de forma a alterar o nível da atividade econômica, visto que ela é capaz de modificar a rentabilidade relativa entre os diversos ativos. Assim, como resultado de uma determinada postura da política monetária, poder-se-ia ter um aumento na rentabilidade de ativos financeiros em detrimento de ativos produtivos. Nesta

situação, a valorização do capital se processaria num circuito em que não ocorre a ampliação do emprego e renda (Crocco & Jayme Júnior, 2003).

O terceiro aspecto refere-se aos determinantes da inflação. Não se aceita a proposição defendida pela matriz teórica, abordada no item acima, de que a inflação é sempre um fenômeno puramente monetário. Ou, em outras palavras, a inflação estaria sempre associada a uma elevação da demanda agregada para além do suposto produto natural⁴⁰. Em face da não aceitação desse pensamento, argumenta-se 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 (Libânio, 2004).

Na prática, verifica-se que a condução da política monetária tem se caracterizado, principalmente, pela adoção de metas para a taxa de câmbio, para a taxa de crescimento de um agregado monetário ou para a inflação.

Para Keynes e os pós-keynesianos, a política monetária é capaz de realizar duas importantes tarefas: combater a inflação e reduzir o desemprego. Sob a ótica pós-keynesiana, que destaca a endogeneidade e não-neutralidade da moeda, tanto a operação da política monetária como o enfoque para discutir a questão da credibilidade é, evidentemente, diferente da teoria convencional.

No conhecido artigo *A Monetary Production Economy*, Keynes (CW, v. 13, p. 408-9) definiu o objeto que chamava de economia monetária. Segundo ele:

“... é uma economia na qual a moeda joga papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em resumo, um dos fatores operativos na situação, tal que o curso dos eventos não pode ser previsto, seja no longo período seja no curto, sem um conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro e o último estado. E é isso que nós podemos dizer quando falamos de uma economia monetária”.

Como subproduto dessas idéias, afirmou:

“...não existe uma única posição de equilíbrio de longo período igualmente válida sem se considerar a política da autoridade monetária. Pelo contrário, existem várias posições correspondentes a diferentes políticas [monetárias].” (CW, v. 29, p. 55).

Pode-se resumir essa posição de Keynes em dois tópicos. Ele assumiu (i) a não neutralidade da moeda no curto e no longo período e, em conseqüência (ii) a política monetária tem objetivos não somente nominais. Ela visa ao produto e ao nível de emprego. Portanto, rejeita-se a hipótese da

⁴⁰ Sicsú (2002b) apresenta uma breve resenha das principais causas da inflação. Com base nessas causas, são classificados sete tipos de inflação: i) inflação de salários; ii) inflação de lucros; iii) inflação de rendimentos decrescentes; iv) inflação importada; v) inflação de oferta; vi) inflação de impostos; e vii) inflação de demanda.

existência da taxa natural de desemprego de Friedman e os desenvolvimentos da economia novo-clássica referentes à ineficácia da política monetária⁴¹.

Assume-se que, se a economia se encontra numa posição aquém do pleno emprego, as restrições impostas pelo sistema monetário e financeiro, mais que a falta de recursos reais, podem ter se transformado na barreira efetiva à expansão da atividade econômica, seja porque a taxa de juros está estimulando a composição de *portfolios* mais líquidos, seja porque não existe complacência das autoridades monetárias com a avidez por adquirir ativos reais dos potenciais investidores (Davidson, 1978).

Nesse último caso, se as autoridades monetárias não concedem reservas ao sistema bancário, para que esse possa tornar elegível as operações-*finance* demandadas pelas decisões de investimento, a falta de moeda-crédito abortará o processo de crescimento, mesmo que existam recursos reais disponíveis. Poderia ser questionado, então, por que autoridades monetárias desejariam restringir a oferta de moeda que, por sua vez, pode limitar a aquisição de ativos reais - mesmo quando esses ativos estão disponíveis. Davidson (1978, p. 245) ofereceu uma resposta apoiada nos escritos de Keynes:

“como reprodutor último de meio de troca, o governo e o seu Banco Central acreditam que é seu dever preservar o poder de compra da moeda - entretanto, como sabem que não podem determinar os preços de cada mercadoria e os salários monetários de cada categoria profissional da economia, controlam indiretamente o nível geral de preços e salários administrando a quantidade de gastos da economia em cada período”.

A receita de Davidson (1978, p. 245) é a seguinte:

“Se as taxas de salários monetários estão crescendo mais rapidamente que a produtividade, o preço de oferta do fluxo de produção em geral está crescendo, então, a força do sistema bancário pode ser usada para criar uma paralisia suficiente nos mercados de trabalho e bens para reduzir, ambas, a forte demanda por salários monetários mais elevados por unidade de trabalho e a capacidade de absorção das demandas salariais remanescentes.”

Em suma, para Keynes e os pós-keynesianos, a política monetária é capaz de realizar duas importantes tarefas: combater a inflação e reduzir o desemprego. Nas palavras de Keynes (CW, v. 27, p. 390):

“as autoridades monetárias podem ter qualquer taxa de juros que objetivem. Mais elevada, quando a inflação tem início (...), e uma mais baixa taxa de juros ...[para fazer] crescer o emprego”.

Os instrumentos sugeridos são as reservas bancárias compulsórias e as operações de *open-market*. As primeiras atingem a quantidade física do crédito bancário. As últimas atingem diretamente a taxa de juros relevante para a tomada da decisão privada de investir.

⁴¹ Sobre a definição do conceito de taxa natural de desemprego, ver Friedman (1968). E sobre os desenvolvimentos da

Os conceitos expressos pelo binômio credibilidade-reputação, tão aplicados aos modelos ortodoxos mais recentes, são inteiramente desprezados pelo pensamento pós-keynesiano. Apropriar-se exclusivamente das lições extraídas desse binômio não significaria, para os economistas pós-keynesianos, aceitar as hipóteses básicas do monetarismo: a taxa natural de desemprego e o viés inflacionário e, em consequência, aceitar a ineficácia da política monetária no curto e no longo período. Possibilitaria, tão-somente, iniciar o desenvolvimento teórico de um tema (quase que) omitido nos modelos de política econômica inspirados nas idéias de Keynes: a relação entre agentes, *policymakers* e suas políticas. Esses modelos heterodoxos enfatizaram sempre a necessidade de intervenção do Estado na economia, o espaço de intervenção, a forma de operação da política econômica e os mecanismos de transmissão. Muito pouco se pode absorver dos trabalhos pós-keynesianos sobre a interação entre agentes privados, autoridades governamentais e suas decisões.

No modelo pós-keynesiano de política econômica, o uso discricionário de instrumentos monetários não é considerado um erro teórico, uma inocuidade política ou uma impossibilidade prática. A política monetária pode alterar, definitivamente, além da variável preço, a taxa corrente de desemprego via administração da demanda global. Portanto, para a teoria da política econômica pós-keynesiana definir critérios de eficiência para a política monetária que incorporem as lições extraídas dos conceitos credibilidade-reputação é um exercício teórico necessário.

Uma política monetária eficiente seria aquela que, primeiro, persegue um objetivo claro, segundo, cria o mínimo de espaço de utilização não-contraditória entre seus instrumentos e os instrumentos de política fiscal e, terceiro, emite o máximo de sinais aos agentes a fim de estimulá-los a agir no mesmo sentido da direção apontada/adotada pelas autoridades.

Tais critérios foram apresentados por Keynes - entretanto, aparecem de forma dispersa e, às vezes, obscura nos seus escritos. A partir desses critérios, podem ser feitas duas afirmações: primeiro, políticas monetárias (in)eficientes serão consideradas pelos agentes como (não)factíveis, isto é, (não)críveis e, segundo, autoridades monetárias sem (ou com baixa) reputação perante o público enfrentarão sérias dificuldades no desempenho de suas funções, inclusive quando pretenderem implementar políticas *a priori* eficientes.

Em uma economia em que a moeda não é neutra, nem no curto nem no longo prazo, tal como definida por Keynes, um *policymaker* para manter e adquirir reputação deve enfrentar e solucionar os problemas que estão ao seu alcance: a inflação e o desemprego. A mera tentativa de solucionar os problemas não seria suficiente para aquisição de prestígio e autoridade perante o público. É necessário que o *policymaker* seja bem-sucedido para que efetivamente adquira reputação, já que esta é, acima de tudo, avaliada pelo público com base no desempenho (sucesso versus insucesso) progressivo.

No modelo pós-keynesiano, as forças reputacionais têm também o seu conteúdo alterado em relação à definição de Barro e Gordon (1983): as forças reputacionais são, agora, as forças que inibem as decisões de política monetária que levam à perda de prestígio e autoridade. Para Barro e Gordon (1983), elas representavam simplesmente as forças inibidoras do discricionarismo. Similarmente, para os pós-keynesianos devem representar as forças inibidoras do uso irresponsável e incorreto dos instrumentos de política monetária.

Para a visão pós-keynesiana, uma elevada reputação dos *policymakers*, também contribuiria para o aumento da credibilidade de suas políticas monetárias. Reputação refere-se ao comportamento pregresso das autoridades monetárias. Reputação é uma variável *backward-looking*. Credibilidade é uma variável *forward-looking*, que depende do julgamento dos agentes em relação à factibilidade de políticas a serem implementadas. A credibilidade é alimentada pela reputação conquistada. Contudo, não é determinada exclusivamente pelo comportamento passado.

Uma política considerada ineficiente pelo público teria a sua credibilidade comprometida, embora pudesse ser implementada por autoridades monetárias com (elevada) reputação - até então. Entretanto, a aplicação de uma política ineficiente não-crível reduziria o grau de reputação das autoridades monetárias. Nessas condições, as autoridades enfrentariam dificuldades para desenvolver novas políticas monetárias no futuro. Nesse sentido, as forças que jogam a favor da manutenção da reputação representariam um incentivo à aplicação de políticas eficientes, críveis: dado que existe uma permanente interação entre *policymakers* e agentes privados, políticas monetárias incorretas reduziriam a possibilidade de execução de políticas eficientes no futuro.

Autoridades monetárias com baixa (ou sem) reputação enfrentariam, assim, sérias dificuldades porque suas políticas seriam *a priori* consideradas não-factíveis. Para os pós-keynesianos, os *policymakers* sabem que podem ter a necessidade de utilizar, de forma discricionária no futuro, instrumentos de política monetária. Assim, devem valorizar a manutenção da reputação que será perdida no caso de ocorrência de erros cometidos no passado ou no presente.

As forças reputacionais são, portanto, um estímulo a uma análise mais apurada e responsável das políticas monetárias a serem implementadas. Dessa forma, uma eventual tentativa dos *policymakers* em desenvolver políticas mediante processos de ajustamento via *tatônnement* seria inibido (e, possivelmente, contido) em função das mudanças expectacionais provocadas pelas decisões da autoridade monetária, que poderiam representar uma restrição a sua própria ação futura. Ademais haverá, ainda, uma impossibilidade: intervenções monetárias na economia causariam mudanças no estado das expectativas em relação às autoridades e suas políticas e, portanto, alterariam os contextos; logo, não se poderia tentar uma nova política monetária no mesmo contexto da velha política.

Por conseguinte, em contextos em que as forças reputacionais são uma variável-chave, processos de *tatônnement*, que visam alcançar a mais adequada política, não poderiam ser aplicados

pelas autoridades monetárias. Tais processos se transformariam numa impossibilidade, já que decisões de política monetária são cruciais, dado que transformam o contexto expectacional em que operam.

Do ponto de vista do pensamento pós-keynesiano, autoridades monetárias deveriam aceitar a pressão das forças reputacionais, mantendo, conseqüentemente, uma posição privilegiada para implementar políticas eficientes, críveis. Se *policymakers* agissem por um longo período, mantendo a sua reputação e, simultaneamente, implementando políticas com credibilidade, possivelmente poderiam tornar mais próxima a situação que Keynes (CW, v. 20, p. 263) considerou muito bem-vinda, qual seja:

“o dia ... em que os princípios do Banco Central serão completamente removidos da controvérsia popular e serão considerados como um tipo de técnica benéfica de controle científico tal como é a eletricidade ou outros ramos da ciência. No presente, o sentimento de todos nós em relação aos problemas do Banco Central representam, eu penso, um estágio muito primitivo do conhecimento, e se nós pudéssemos penetrar em um estágio mais avançado do conhecimento muitos dos medos legítimos [que geram] pressões incorretas ... gradualmente desapareceriam”.

Ademais, o comportamento do público pode ser melhor influenciado em favor dos objetivos da política quando estes são claramente debatidos e entendidos, o que contribui para um desempenho mais satisfatório. Um exemplo bastante claro é o chamado “efeito declaração” em que a simples divulgação das ações de política monetária reduz a necessidade de atuação efetiva⁴².

Deve-se questionar qual o grau de arbítrio reservado aos *policymakers*. Não é provável atribuir credibilidade a uma política que, desenhada para certa conjuntura, seja mantida quando esta não mais prevaleça. Considera-se, neste caso, a possibilidade de que o sistema econômico evolua e se altere, de modo que políticas adequadas e efetivas em determinadas circunstâncias deixem de sê-lo em outras. Assim sendo, seria desejável a manutenção de um certo grau de discricção, necessário para fazer frente a situações novas e imprevistas no futuro.

Conforme mencionado anteriormente, a política econômica tem importante papel de sinalização sobre o futuro e, portanto, seriam desejáveis certas normas para sua gestão, buscando evitar uma atuação muito errática por parte dos *policymakers*, o que dificultaria aos agentes privados a percepção dos objetivos da política e a construção de cenários mais claros sobre as condições macroeconômicas futuras.

Cabe ainda destacar uma importante diferença frente à visão convencional, com relação aos objetivos perseguidos pela autoridade monetária. Neste sentido, a eficácia da política não se restringe a seu papel de estabilizar o nível de preços. Se a moeda tem efeitos reais a curto e longo prazos, então os

⁴² Sicsú (2001) sugere que um dos critérios para que a política monetária tenha credibilidade é que ela seja claramente anunciada e envie sinais não contraditórios ao setor privado.

objetivos da política monetária necessariamente incluem, juntamente com a inflação, variáveis como produto e emprego⁴³.

Assim sendo, a questão da credibilidade passa a ser vista sob uma perspectiva distinta. Se o sistema é intrinsecamente instável e requer eventuais intervenções da autoridade monetária, por que atribuir mais credibilidade a uma instituição que não pode atuar quando se faz necessário? Neste caso, a credibilidade se relacionaria não à percepção de que a política monetária não possa ser alterada, mas sim de que ela seja apropriada a uma conjuntura específica e ao fato de o Banco Central poder operar adequadamente as intervenções que se fizerem necessárias.

Primeiramente, deve ser percebida como “correta” e adequada a conjuntura para a qual foi elaborada. É óbvio que tal percepção não é independente da teoria econômica adotada pelos diversos agentes privados e pelos formuladores da política. Parece provável, por exemplo, que uma regra fixa de emissão, conforme Friedman, possa ser considerada inadequada em um contexto de crise financeira, se uma parcela significativa do público considera necessária uma intervenção do Banco Central como prestador em última instância, conforme Minsky.

Uma segunda questão, relacionada à anterior, diz respeito à factibilidade dos objetivos traçados. Também aqui se aplicam as observações quanto à adoção de teorias distintas, mas há um complicador adicional, no que se refere às várias “etapas” a serem percorridas entre o anúncio (e implementação) de uma política e a efetivação dos resultados desejados. De qualquer modo, a idéia é que não se pode acreditar em uma política que anuncia objetivos percebidos como inatingíveis.

Outro elemento a ser mencionado é a possibilidade de divergências internas na formulação da política monetária, tendo em vista o reconhecimento da multiplicidade de um governo “real”. Neste sentido, maior credibilidade deveria ser atribuída a uma política internamente consensual e que não fosse contraditória com outras metas e objetivos do governo.

Por fim, a consistência da política monetária também depende de sua coerência com outras políticas macroeconômicas (fiscal e cambial, especialmente). Tal coerência diz respeito tanto à compatibilidade entre os objetivos das diversas políticas como às inter-relações que se estabelecem entre elas. Usando um exemplo bastante tradicional: em um país com grande mobilidade de capital e câmbio fixo, qualquer anúncio de metas monetárias não deveria ter credibilidade, pois não se poderia garantir *a priori* determinada trajetória para a evolução do estoque de moeda. Pode-se concluir, neste caso, que as formas de elaboração da política fiscal e os regimes cambiais vigentes são elementos importantes para definir a consistência - e, conseqüentemente, a credibilidade - da política monetária.

⁴³ Para uma análise dos efeitos da política monetária sobre tais variáveis levando-se em conta a credibilidade do Banco Central, ver Sicsú (1997).

Por outro lado, cabe ainda discutir algumas questões relacionadas à capacidade de implementação da política monetária. Segundo Minsky (1986, p.287), trata-se de um dos principais problemas na “arte” da política monetária:

“... listar os objetivos é mais fácil que implementá-los – para estabelecer instituições e iniciar o processo que levará a esse objetivo”.

A possibilidade de executar determinada política também parece influenciar a credibilidade a ela atribuída. Neste caso, devem-se considerar obstáculos de natureza “técnica” e política.

A restrição “técnica” refere-se ao grau de controle sobre as variáveis que se pretende influenciar e aos instrumentos de que os gestores podem fazer uso na condução e sustentação de determinada política. Ou seja, dever-se-ia atribuir maior credibilidade a certa política quando se percebe que o governo dispõe de mecanismos (técnicos) para executá-la e de “fôlego” para sustentá-la.

A segunda restrição se refere ao fato de uma ação de política monetária ser politicamente factível ou não. Importam aqui elementos ligados à capacidade política de implementação e resistência a pressões contrárias, representatividade e habilidade governamental, etc. Pode-se também incluir aqui o papel da “reputação” do Banco Central, construída em função de suas ações passadas e do sucesso relativo das políticas adotadas (Sicsú, 2001).

Em última instância, as restrições técnicas e políticas parecem desempenhar um papel mais relevante que aquele a elas atribuído pela visão convencional. A chamada restrição “estratégica”, por sua vez, sobre a qual repousa toda a discussão ortodoxa sobre credibilidade, deixa de fazer sentido quando se abandona a proposição de que a política monetária só seria eficaz se inesperada, e se considera a criação endógena de moeda e seus efeitos reais a longo prazo. Prender-se estritamente à perspectiva convencional significa ignorar aspectos essenciais no processo de formulação e implementação da política monetária e conduz a uma interpretação equivocada da forma pela qual tal política opera em economias contemporâneas.

2.8 Conclusão

Neste capítulo, observou-se a posição de cada escola de pensamento - convencional e a heterodoxa (pós-keynesiana) - em relação à credibilidade, reputação e delegação em política monetária.

Para a teoria convencional, o significado básico é que uma regra de expansão monetária que mantém a taxa de inflação em patamar zero (aos moldes de Friedman) não será crível se existem, na avaliação dos agentes privados, incentivos ao rompimento da regra. Contudo, para essa visão, sempre existirão incentivos ao rompimento da regra porque os *policymakers*, por hipótese, possuem uma propensão a gerar inflação (*inflationary bias*) com o objetivo de reduzir o desemprego corrente em relação ao seu ponto de equilíbrio representado pela taxa natural. Logo, na ausência de *commitment*

technologies, o viés inflacionário se expressaria por meio da implementação de políticas monetárias que são ditas dinamicamente inconsistentes com a posição de equilíbrio. Em suma, qualquer regra monetária carecerá de credibilidade em economias que não possuam *commitment technologies*. Um exemplo de *commitment technology* que, segundo esses autores, disciplinaria a política monetária e eliminaria os incentivos inflacionistas seria a constituição de um Banco Central independente.

Para Kydland e Prescott, os gestores da política monetária, contaminados pelo viés inflacionário, podem circunstancialmente avaliar que resultados imediatos e passageiros sobre o nível de produto são mais valiosos do que a credibilidade nas regras de política monetária: motivados, por exemplo, por interesses eleitorais podem flexibilizar a política monetária com ações discricionárias expansionistas.

As hipóteses do viés inflacionário e da taxa natural de desemprego, hoje, formam os dois pilares de toda a estrutura teórica convencional.

Sobre a hipótese do viés inflacionário, Persson & Tabellini (1994, p. 7-8), dois autores da escola novo-clássica, do lado convencional, afirmaram que:

“muito embora todo o arcabouço teórico que sustenta a problemática da credibilidade seja impecável, não é possível observar taxas de inflação consideráveis que reduzam os incentivos [inflacionistas] e tornem os problemas da credibilidade menos sérios.”

Sicsú (2001) registra que tais hipóteses adotadas pela teoria convencional carecem de coerência teórica e de realismo. São conhecidas as veementes críticas de Hahn (1983 e 1984) à taxa natural de desemprego. Assim, a questão não é se uma economia possui (ou não) viés inflacionário e se possui (ou não) mecanismos de *commitment technology*, mas apenas se uma economia tem inflação (ou não): se existem taxas de inflação consideráveis é porque o viés inflacionário não é contido por instrumentos de *commitment technologies*, se tais taxas inexistem é porque o contrário vigora. Mas, quais são esses instrumentos? Essa é a questão central.

Por fim, constatou-se, também, que falta ao arcabouço pós-keynesiano de intervenção monetária, proposições teóricas a respeito das expectativas dos agentes em relação às ações dos gestores da política monetária.

A seguir, trataremos da questão da independência do Banco Central e do regime de metas de inflação, dois temas que complementam a discussão sobre os elementos que podem mitigar, segundo alguns autores, o viés inflacionário.

CAPÍTULO 3 – A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

3.1 Introdução

Nesse capítulo, faz-se um exame da literatura sobre independência do Banco Central, contrapondo duas correntes do pensamento econômico contemporâneo: a convencional representada, principalmente, pela escola novo-clássica e que fornece os fundamentos teóricos para a defesa da independência do Banco Central, cuja ação teria o objetivo único de assegurar a estabilidade dos preços, e uma posição alternativa, representada pela escola pós-keynesiana.

De acordo com o fundamento teórico convencional, a autonomia do Banco Central visa construir a credibilidade da política monetária e, assim, reduzir ou eliminar o viés inflacionário. Ao mesmo tempo, objetiva preservar a flexibilidade dessa política para que possa estabilizar a produção e a taxa de desemprego em torno das respectivas tendências de longo prazo.

Com vistas a encontrar o adequado equilíbrio entre credibilidade e flexibilidade da política monetária, a teoria recomenda delegar esta política a um Banco Central conservador, caracterizado pela prioridade conferida à estabilidade de preços. Entretanto, diante da possibilidade de excesso de conservadorismo, sugere-se também que o governo possa intermediar as decisões do Banco Central, em situações econômicas excepcionais e mediante certos procedimentos, de tal modo a evitar a banalização da prerrogativa.

Quanto aos resultados encontrados pelas pesquisas empíricas a respeito dos efeitos econômicos da autonomia do Banco Central, estes não mostram conclusivamente se a opção é ou não conveniente para a sociedade.

Ademais, mesmo que a autonomia tenha importante papel na determinação da inflação, há discordância se o fato se deve ao ganho de credibilidade trazido pela autonomia ou, simplesmente, ao maior peso conferido ao controle da inflação em relação a outros objetivos.

Existem algumas preocupações a serem consideradas na definição do tipo de inserção institucional do Banco Central. Graus acentuados de autonomia podem gerar certo viés antidemocrático, seja no sentido do excesso de conservadorismo do Banco Central em relação às preferências da sociedade, seja no sentido da existência de objetivos não explícitos derivados dos interesses da própria instituição ou de grupos influentes.

Outra preocupação é a possível incompatibilidade entre a gestão da política monetária e outras atribuições tradicionais do Banco Central, como a de garantidor da estabilidade do sistema financeiro ou de administrador do regime cambial. Trata-se novamente de uma questão não consensual. Registre-se, entretanto, que a experiência internacional aponta para a separação entre as funções relativas à política monetária e à estabilidade do sistema financeiro.

Intenta-se mostrar que há alternativa à visão dominante que se pretende exclusiva. Ademais, procura-se refutar a noção de “despolitização” da política econômica e, em particular, da política monetária, sob alegação de que o Poder Executivo sempre é irresponsável e atua com viés inflacionário.

Dentro desse propósito, na seção a seguir, analisar-se-ão os fundamentos da autonomia na concepção da teoria convencional; na seqüência, teremos as seguintes abordagens: (3.1) a proposta de autonomia convencional; (3.2) a questão da credibilidade e flexibilidade; (3.3) a política na autonomia do Banco Central; (3.4) a avaliação empírica da proposta; e na seção (3.5) a crítica a tese da independência dos Bancos Centrais. Nas seções subseqüentes, discutiremos o regime de metas para a inflação.

3.2 Os fundamentos teóricos da autonomia do Banco Central: a visão da teoria convencional

Existem pelo menos duas fundamentações teóricas para a autonomia do Banco Central, não excludentes entre si. A mais influente baseia-se no viés inflacionário decorrente da falta de credibilidade da política monetária para perseguir a estabilidade de preços. A falta de credibilidade, por sua vez, deriva da busca discricionária de inúmeros objetivos, muitas vezes conflitantes com a estabilidade de preços.

A delegação da política monetária a um Banco Central autônomo visa conciliar a construção da credibilidade, o que requer ênfase na busca da estabilidade de preços, com a manutenção da flexibilidade necessária para manter o produto e a taxa de desemprego próximos da tendência de longo prazo.

A outra fundamentação teórica baseia-se na flutuação econômica decorrente do chamado ciclo econômico político. Os incentivos trazidos pela democracia representativa são tais que resultam numa política monetária do tipo *stop and go*, com seus efeitos sobre o desempenho da inflação, produto e taxa de desemprego. A delegação da política monetária a um Banco Central autônomo visa reduzir a influência política e, por conseqüência, a flutuação econômica.

3.2.1 A proposta de autonomia do enfoque tradicional

Segundo Walsh (1995a, p. 237):

“O desafio do arranjo do Banco Central é equilibrar a necessidade de limitar a inflação média com a necessidade de manter suficiente flexibilidade para o Banco Central responder aos distúrbios econômicos.”

Fischer (1995a, 1995b) identifica dois tipos de autonomia: autonomia de objetivos e a autonomia instrumental (ou operacional). No primeiro caso, o Banco Central decide seus objetivos e

utiliza os instrumentos de modo a alcançá-los. No segundo, os objetivos são dados pelo governo, e a autonomia do Banco Central se restringe ao uso dos instrumentos para alcançar as determinações. Embora a classificação seja útil como referência, os arranjos institucionais seguidos pelos países apresentam variadas combinações. Ademais, por vezes mesclam-se à adoção de regras. É comum, por exemplo, bancos centrais com autonomia de objetivos adotarem regras para os agregados monetários.

A reputação, por sua vez, é desejável em qualquer caso. O primeiro a propor a autonomia de objetivos foi Rogoff (1985). Para eliminar a inconsistência temporal e criar a credibilidade da política monetária, esta é delegada ao Banco Central com preferências diferentes do restante do governo (e da sociedade), no sentido de conferir peso maior à estabilidade de preços relativamente a outros objetivos.

A autonomia precisa ser garantida para que as preferências do Banco Central, e não as do governo, orientem a política monetária. Tal garantia pode ser obtida pela legislação, prevendo, por exemplo, restrições à demissão dos dirigentes do Banco Central e limitação da interferência do governo nas instâncias decisórias. Seja qual for o arranjo, entretanto, sem autonomia na prática, vale a crítica de McCallum (1997) de que a delegação da política monetária apenas recoloca a inconsistência temporal, agora dentro do Banco Central.

A proposta de Rogoff (1985) ficou conhecida como “Banco Central conservador”. De fato, é usual encontrar dirigentes de bancos centrais com preferências diferentes do restante da sociedade e mesmo do governo que os nomeou. O fato possui duas interpretações. A primeira é personalista e entende que os dirigentes do Banco Central são realmente mais conservadores. A segunda é institucional e julga que os dirigentes possuem as mesmas preferências do governo e da sociedade, mas recebem a incumbência de serem mais conservadores.

Neste segundo caso, é preciso garantir que os dirigentes sejam, de fato, mais conservadores, o que se consegue estabelecendo no estatuto do Banco Central a prioridade à estabilidade de preços. Com este mandato, embora a autonomia de objetivos seja restringida, há ainda ampla discricionariedade para o Banco Central decidir a ênfase no combate à inflação, relativamente à preocupação com a produção e a taxa de desemprego.

O “Banco Central conservador” traz, entretanto, um risco importante, expresso pelo próprio Rogoff (1985): o risco da ênfase excessiva no objetivo da estabilidade de preços, o que leva à perda de flexibilidade da política monetária e à despreocupação com os efeitos dos choques de oferta sobre a produção e a taxa de desemprego.

Lohmann (1992) propõe como solução diminuir a autonomia do “Banco Central conservador”: na presença de choques de oferta com efeitos importantes sobre a produção e a taxa de desemprego, as decisões do governo se sobrepõem às do Banco Central. A proposta sujeita a autonomia do Banco Central a uma espécie de regra com cláusula de escape. Como tal, há o risco de perda de credibilidade. Por isso, Lohmann (1992) afirma que a opção conferida ao governo deve estar associada a algum custo.

Um possível custo é tornar pública a avaliação dos dois lados e, por consequência, a responsabilidade pelo curso futuro dos acontecimentos. Procedimentos para a solução pública de conflitos entre o governo e o Banco Central podem ser institucionalizados ou simplesmente desenvolvidos na prática.

Exemplo normalmente apontado para ilustrar a autonomia limitada de objetivos é o Banco Central alemão (*Bundesbank*), com suas características fundamentais: estatuto que confere prioridade à estabilidade de preços, discricionariedade para compatibilizar a prioridade com certos objetivos para a produção e a taxa de desemprego e mandato fixo e longo dos dirigentes.

De Haan (1997) analisa o Banco Central Europeu e conclui que ele herdou as características básicas do modelo alemão. Acredita, entretanto, que o arranjo escolhido deverá resultar em exagerado viés conservador, superior ao do banco alemão. Cabe registro ao modelo holandês que, antes da adesão à união monetária europeia, possuía um interessante sistema de resolução pública de conflitos entre o governo e o Banco Central, de certa forma reproduzindo a proposta de Lohmann (1992).

O Banco Central americano (FED) diferencia-se pela inexistência de objetivo preferencial a ser perseguido. Alguns autores como Hetzel (1990) apontam um aparente paradoxo. A inexistência de objetivo preferencial parece tornar o Banco Central ainda mais autônomo.

Entretanto, o efeito pode ser exatamente o oposto, ao aumentar a exposição do Banco Central a várias pressões, sejam as intermediadas pelo sistema político, sejam as exercidas diretamente pelos grupos de interesse. Possivelmente, os primeiros trabalhos teóricos a fundamentarem a autonomia de instrumentos foram Walsh (1995b) e Persson & Tabellini (1994). Na tentativa de eliminar o dilema entre credibilidade e flexibilidade, utilizam as ferramentas da teoria do agente-principal.

Os autores derivam contratos ótimos a serem firmados entre o governo e o Banco Central. A complexidade dos contratos depende das suposições a respeito do funcionamento da economia. Se as preferências dos dirigentes do Banco Central são as mesmas do governo e da sociedade, o contrato assume a sua versão mais simples: impor uma penalidade (ou recompensa) ao Banco Central que é proporcional à inflação observada. A intenção é criar incentivos que eliminem a inconsistência temporal da política monetária e, por consequência, o viés inflacionário da economia.

Teoricamente, o incentivo financeiro é o que mais se aproxima do contrato proposto. Na prática, outros “incentivos” mais plausíveis podem acompanhar continuamente a inflação, como a probabilidade de perda do cargo, a imagem profissional dos dirigentes, o tamanho do orçamento do Banco Central e o apoio político à autonomia da instituição.

3.2.2 Credibilidade e flexibilidade da política monetária

A corrente convencional da teoria econômica considera que, no longo prazo, prevalece a hipótese da neutralidade da moeda. Por isso, a política monetária afeta apenas a inflação e o melhor resultado a ser alcançado é a estabilidade de preços, ainda que interpretada como pequena inflação⁴⁴.

No curto prazo, entretanto, o consenso afirma que a política monetária é capaz de afetar outras variáveis e, portanto, orientar-se por outros objetivos, como, por exemplo, a segurança das instituições financeiras, com o recurso à estabilidade da taxa de juros, ou a certo desempenho das contas externas, mediante a manipulação da taxa de câmbio ou da taxa de juros.

Mais problemática, entretanto, é a existência de objetivos que, para serem alcançados, requerem inflação acima do esperado pelos agentes econômicos. Calvo (1978) enfatiza o financiamento do governo. Dada a alocação de ativos dos agentes econômicos, a inflação inesperada reduz o valor real dos passivos do governo não perfeitamente indexados, como a moeda e os títulos públicos, abrindo espaço para o financiamento público.

Como o produto e a taxa de desemprego estão fortemente associados, podem ser tratados conjuntamente. Considere-se o produto. No longo prazo, tende a crescer no ritmo do produto potencial, determinado pela disponibilidade de fatores de produção e pelo progresso tecnológico. A política monetária não afeta o produto potencial, mas pode visar certos níveis para o produto efetivo. O problema surge quando a política monetária almeja produto superior ao produto potencial ou taxa de desemprego abaixo da taxa natural. A forma de conseguir estes objetivos é, novamente, criar inflação inesperada e, por consequência, reduzir os salários reais, dada certa rigidez dos contratos e/ou falta de informação no mercado de trabalho.

O contínuo recurso à inflação inesperada cria um “jogo” entre o governo, no caso o gestor da política monetária, e os agentes econômicos, pois estes, ao serem racionais, passam a incorporar as possíveis estratégias dos gestores nas suas expectativas. Como resultado, os “ganhos” iniciais em termos de produto e de taxa de desemprego são perdidos, pois os agentes econômicos ajustam suas decisões sobre a alocação de ativos, emprego, produção, etc. à inflação mais alta.

A política monetária ótima consiste em preservar a estabilidade de preços, já que não há outro possível ganho duradouro. Entretanto, esta política pode sofrer de inconsistência temporal, pois, a cada período, os gestores possuem o incentivo a abandoná-la para alcançar outros objetivos, ainda que temporários. Os agentes econômicos, por sua vez, conhecem a inconsistência e formam as suas

⁴⁴ Mishkin (2002, p. 197), adotando a definição de Alan Greenspan, estabelece que a inflação de até 3% ao ano pode ser considerada como estável, pois, até este nível, não é levada em conta pelas famílias e empresas ao tomarem suas decisões corriqueiras.

expectativas de acordo. O resultado é o viés inflacionário, vale dizer, inflação superior ao nível compatível com a estabilidade de preços, sem qualquer ganho permanente.

A solução óbvia é o governo se comprometer com a política ótima, que é a estabilidade de preços. Os múltiplos e incompatíveis objetivos da política monetária não permitem que os agentes econômicos identifiquem a importância que o governo confere à estabilidade de preços em relação aos demais objetivos.

O monitoramento da política monetária pelos agentes econômicos poderia reduzir as incertezas. Entretanto, o próprio governo é, intencionalmente, pouco transparente, pois certos objetivos são alcançados com inflação inesperada. Ademais, a análise das informações econômicas não é capaz de distinguir claramente o que resulta da deliberada ação do governo e o que resulta dos obstáculos normais à adequada gestão monetária. Além da simples imperícia, os gestores não conhecem satisfatoriamente os canais de transmissão da política monetária e os efeitos dos distúrbios econômicos.

Uma consequência importante da falta de credibilidade da política monetária é o maior custo requerido para manter a inflação baixa ou reduzi-la quando é considerada alta. O custo, também conhecido como taxa de sacrifício, mede a perda em termos de produção ou taxa de desemprego decorrente da política monetária voltada para o controle da inflação. Se os agentes econômicos não acreditam na intenção da autoridade monetária, as expectativas inflacionárias não evoluem da forma desejada, o que obriga a uma política monetária mais restritiva comparativamente à situação em que a credibilidade é alta.

O tempo requerido para convencer a população de que o regime monetário efetivamente mudou depende de fatores, como o histórico inflacionário do país, os custos sociais do combate à inflação, credibilidade da autoridade monetária, etc. Os agentes econômicos se convencem mais rapidamente quando constatarem que o empenho no combate à inflação persiste, a despeito dos custos sociais. As regras podem ser empregadas em vista do tempo e dos custos requeridos para criar a reputação. Elas especificam de antemão que a política monetária segue o objetivo da estabilidade de preços. Pode ser, por exemplo, aprovar percentual máximo para o aumento dos agregados monetários, conforme defendido por Milton Friedman. Outra alternativa é criar regras para a correção da taxa de câmbio ou, em casos extremos, a caixa de conversão (*currency board*) e a dolarização.

Enquanto procedimento operacional para a política monetária, cada um destes tipos de regras possui suas vantagens e desvantagens, que variam conforme o contexto em que são aplicadas. Entretanto, a questão mais diretamente relacionada com o tema central aqui tratado é a seguinte: seja qual for a regra, há um dilema entre credibilidade e flexibilidade da política monetária.

A política monetária requer flexibilidade para manter o produto e a taxa natural de desemprego nos respectivos níveis de longo prazo. A flutuação destas variáveis ao redor da tendência de longo prazo se deve aos distúrbios econômicos, observáveis pelos choques de oferta e de demanda.

Os agregados monetários, até recentemente, foram os preferidos dos bancos centrais por serem mais factíveis de controle. Entretanto, possuem uma relação pouco visível com a inflação, o que reduz a capacidade de orientar as expectativas dos agentes econômicos. Ademais, a intermediação financeira passou por transformações nas últimas décadas que reduziram a capacidade de controle destes agregados. Quanto à taxa de câmbio, apesar do seu emprego com sucesso em casos mais graves de descontrole inflacionário, o uso prolongado parece levar a crescentes desequilíbrios econômicos e, por fim, a ajustamentos com elevados custos sociais.

Além dos choques causados pela própria política econômica, como aumento do déficit público, pelo lado da demanda, e aumento dos impostos indiretos, pelo lado da oferta, existem os choques causados por fatores externos ao governo ou mesmo à economia.

Entretanto, regras simples são rígidas, incondicionais, o que retira a flexibilidade da política monetária para compensar os efeitos dos choques de oferta sobre a produção e a taxa de desemprego. Tal compensação requer regras flexíveis, dotadas de “cláusulas de escape” que incorporem as possíveis contingências. O problema é que tais regras são muito complexas, de difícil monitoramento pelos agentes econômicos.

Há sempre a possibilidade de uma explicação *ad hoc* para o seu descumprimento. Em última instância, resulta na discricionariedade. Conforme Alesina (1988), diante da impossibilidade da regra contingente perfeita, a opção entre regra simples ou discricionariedade depende da severidade do problema da inconsistência temporal e do grau de instabilidade que caracteriza o ambiente econômico, em especial quanto à frequência dos choques de oferta. Quanto mais severo o problema da inconsistência, mais indicada é a regra simples; quanto maior a sujeição da economia à instabilidade, mais indicada é a discricionariedade.

3.3 A política na autonomia do Banco Central

Na exposição acima, os gestores da política monetária foram tratados como planejadores sociais hipotéticos. Entretanto, esses gestores são escolhidos dentro das regras da democracia representativa e, presume-se, agem de acordo com os incentivos decorrentes dessas regras. Em outras palavras, os políticos eleitos podem determinar ou, pelo menos, influenciar a política monetária, no sentido de torná-la diferente da gestão exclusivamente técnica.

A introdução da política reforça o conceito de inconsistência temporal e o problema de credibilidade da política monetária. McCallum (1997) não crê que um Banco Central aja “futilmente” como prevê a noção de inconsistência temporal. Vale dizer, o banco não cria inflação inesperada apenas para conseguir resultados temporários. Blinder (1997) também não julga que o Banco Central adote esse procedimento.

A importância da política para o tema da autonomia do Banco Central não depende, entretanto, da crença na existência da inconsistência temporal. McCallum e Blinder, por exemplo, são favoráveis à autonomia do Banco Central. Na verdade, a política, em si, é outro argumento favorável a esse arranjo. Há tempo está consagrado entre muitos economistas o entendimento de que a política tem sua própria racionalidade e impõe à política monetária objetivos e horizontes diferentes dos tecnicamente recomendáveis. Esta parece ser a justificativa que fundamentou os casos mais antigos de autonomia, como o do FED.

Blinder (1999, p. 56-7) expressa essa visão:

“Então, se os políticos fazem política monetária na base do dia-a-dia, a tentação de visar ganhos de curto prazo às expensas do futuro (isto é, inflacionar demais) é difícil de resistir. Sabendo disso, muitos governos freqüentemente tentam despolitizar a política monetária colocando-a, por exemplo, nas mãos de tecnocratas não eleitos com mandatos longos e isolados do agito da política.”

Somente no final dos anos oitenta, consolidou-se a fundamentação teórica para a relação entre política, política monetária e Banco Central, a partir dos modelos de ciclo econômico político (*political business cycle*). Drazen (2002, cap. 7) apresenta uma visão geral desses modelos, dos quais dois se destacam: o motivado pelo cargo (*office-motived*) e o partidário (*partisan*).

No primeiro modelo, os políticos utilizam os instrumentos de política monetária para aumentar a produção e reduzir a taxa de desemprego antes das eleições, com o objetivo de influenciar o eleitorado e ampliar as chances de se manterem no cargo. Após as eleições, a inflação e a taxa de desemprego sobem e a produção cai. No segundo modelo, a existência de partidos com preferências distintas em termos de estabilidade de preços, de um lado, e produção e taxa de desemprego, de outro, resulta em diferentes desempenhos para estas variáveis, conforme o partido no governo.

Os trabalhos de Alesina (1987 e 1988) tiveram grande repercussão dentro e mesmo fora da academia. Neles, introduz expectativas racionais no modelo partidário. O resultado econômico antecipado pelo modelo é a alteração da produção e da taxa de desemprego na primeira parte do mandato, tanto mais intensa quanto maior a imprevisibilidade do resultado das eleições⁴⁵. Na segunda parte do mandato, com o pleno conhecimento do partido no governo, não há diferenças no desempenho da taxa de desemprego e da produção, independentemente do partido no governo.

Quanto à inflação, é mais alta em todo o mandato do partido que valoriza menos a estabilidade de preços e mais baixa no mandato do partido que a valoriza mais. Em síntese, o ciclo econômico político resulta na interferência da racionalidade política sobre a gestão da política monetária e, por

⁴⁵ Com expectativas racionais, se houvesse certeza da vitória do partido que valoriza mais a redução da taxa de desemprego, os agentes econômicos incorporariam nas suas expectativas inflação mais alta e o efeito sobre a taxa de desemprego seria nulo.

fim, na flutuação econômica. Esse resultado decorre do empenho dos partidos em fazer valer as suas preferências, mas não é o resultado desejado por eles.

Por isso, há incentivo para negociar uma solução intermediária. Certa forma de viabilizar o meio termo é delegar a política monetária ao Banco Central autônomo com preferências em termos de inflação, taxa de desemprego e produção acertadas entre os partidos. Waller (1989 e 1992) desenvolve os trabalhos de Alesina (1987 e 1988) e conclui que uma possível maneira de diluir o efeito da alternância partidária sobre a flutuação econômica é estabelecer mandatos longos e escalonados para os dirigentes do Banco Central.

Vale notar ser desnecessário que o Banco Central objetive preferencialmente a estabilidade de preços, já que o problema não é o viés inflacionário, mas, sim, a flutuação econômica, a menos que os dois problemas estejam presentes.

Alesina (1995) afirma que a introdução da política reforça o argumento favorável à autonomia do Banco Central, mas a autonomia de objetivos, não a instrumental. Esta última não permite isolar a política monetária, justamente por serem os políticos a escolherem os objetivos. A respeito da meta para a inflação, afirma:

“Primeiro, o que acontece se os políticos não escolherem a regra correta? Presumivelmente, o Banco Central terá que seguir a regra ”errada”. Segundo, o que acontece se os diferentes governos escolhem diferentes regras? Seria impossível ao Banco Central isolar a política monetária das incertezas políticas.” (Alesina, 1995, p. 293)

Existe claramente um dilema entre a necessidade de isolar os efeitos da interferência da política na gestão da política monetária e a responsabilidade dos gestores diante da sociedade. A responsabilidade é importante para que a política monetária leve ao bem estar social e não ao excesso de conservadorismo ou à defesa de interesses pouco claros.

3.4 A avaliação empírica da autonomia do Banco Central

Inúmeros trabalhos foram desenvolvidos para testar empiricamente se a autonomia do Banco Central gera bons resultados para a economia. A tarefa levou à necessidade de enfrentar o desafio da mensuração. Os primeiros resultados encontrados indicaram relação estatisticamente relevante e inversamente proporcional entre o grau de autonomia do Banco Central e inflação. Estes resultados, juntamente com os fundamentos teóricos desenvolvidos, trouxeram grande entusiasmo à proposta de autonomia do Banco Central durante a década de noventa. Entre os trabalhos, podem-se citar: Cukierman, Webb & Neyapti (1992), Alesina e Summers (1993), dentre outros.

Entretanto, as pesquisas que se seguiram aos trabalhos clássicos iniciais não foram tão favoráveis. A mensuração da autonomia do Banco Central foi questionada e a sua relação com a

inflação, reinterpretada. Ademais, os ganhos de credibilidade esperados com a adoção desse arranjo institucional não foram confirmados.

Em um trabalho clássico, Cukierman, Webb & Neyapti (1992) buscam mensurar a autonomia do Banco Central por meio da análise da legislação dos países. O grau de autonomia é julgado em função da presença nas normas de quesitos considerados importantes, relativos, por exemplo, à definição clara do objetivo da política monetária ou à relação entre o Banco Central e o governo.

Entretanto, esse caminho revela apenas a chamada autonomia legal e não a de fato. Os autores entendem que o primeiro tipo de autonomia é condição necessária para a segunda, mas não suficiente. Para verificar a autonomia de fato utilizam métodos variados, como o emprego de questionários e a verificação de aspectos comportamentais.

Quanto à autonomia formal, os autores recorrem a informações de 72 países, sendo 21 economias desenvolvidas. Dividem a legislação em quatro grupos: característica do mandato do presidente (duração, nomeação e demissão); localização da decisão final sobre a política monetária e os procedimentos para a solução de conflitos entre o Banco Central e o governo; importância relativa do controle da inflação entre os objetivos da autoridade monetária; limites a obrigações de empréstimos ao governo, instituições financeiras e outros. Os grupos são associados a avaliações e a pesos para mensurar a autonomia legal de cada país.

No que tange à autonomia de fato, os autores recorrem à rotatividade do presidente do Banco Central. Alta rotatividade indica falta de autonomia, embora valores muito baixos possam indicar submissão da autoridade monetária. Cukierman, Webb & Neyapti (1992) empregam ainda questionários que foram respondidos por técnicos dos bancos centrais de 23 nações, visando testar se a autonomia prevista nas respectivas legislações funciona na prática. Os questionários são igualmente associados a números para mensurar a autonomia de fato de cada país.

Outro trabalho importante é o de Grilli, Masciandaro & Tabellini (1991) que analisa apenas aspectos legais de 18 países desenvolvidos, dividindo a autonomia em econômica e política. Estes dois conceitos são similares aos de autonomia de instrumentos e de objetivos, respectivamente. O grau de autonomia econômica é avaliado com base no responsável pela definição da taxa de juros e no tipo de relação estabelecida entre o Banco Central e o governo. Neste último caso, observa-se se há concessão de crédito ao governo ou compra de títulos públicos, seja diretamente no mercado primário, seja indiretamente, com a participação do Banco Central na supervisão das instituições financeiras, o que pode levar a exigências de carteiras com maior presença de títulos públicos.

O grau de autonomia política envolve aspectos como duração do mandato e a forma de escolha do presidente e dos diretores do Banco Central, necessidade ou não de o governo aprovar a política monetária, existência de mecanismos de solução de conflito entre o governo e o Banco Central, referência explícita no estatuto do Banco Central à responsabilidade pela estabilidade de preços.

3.4.1 Resultados encontrados

O resultado mais importante encontrado por esses dois estudos clássicos é a relação inversa e estatisticamente relevante entre a autonomia do Banco Central, de um lado, e a inflação e, em menor medida, a variação da inflação, de outro. O resultado é favorável mesmo quando considerados os possíveis efeitos de outras variáveis sobre a inflação, conforme mostram Eijffinger & De Haan (1996, p. 31)⁴⁶.

De Haan (1995) parte dos índices de Cukierman, Webb & Neyapti (1992) e chega apenas à relevância da autonomia instrumental, entendida basicamente como o segundo grupo de variáveis empregado por estes autores: o Banco Central toma a decisão final sobre a política monetária e há procedimentos para a solução de conflitos com o governo.

Há que se registrar, ainda, uma conclusão importante no trabalho de Cukierman, Webb & Neyapti (1992) relacionada aos países em desenvolvimento. Neste último grupo, diferentemente dos países desenvolvidos, não se constata relação inversa significativa entre inflação e autonomia legal, mas, sim, relação direta entre inflação e autonomia de fato, medida pela rotatividade do presidente do Banco Central. A pouca importância da autonomia legal é interpretada como decorrente da baixa aderência da prática às normas, comparativamente ao verificado em países desenvolvidos.

Gutiérrez (2003) analisa os países da América Latina e do Caribe e conclui que a relação inversa entre autonomia do Banco Central e inflação pode ser encontrada quando se utiliza a Constituição em vez das leis para verificar a autonomia legal dos bancos centrais.

Alguns autores levantam dúvidas importantes quanto ao sucesso de trabalhos como os de Cukierman, Webb & Neyapti (1992) e de Grilli, Masciandaro & Tabellini (1991) terem superado o desafio de mensurar a autonomia do Banco Central. De fato, os trabalhos teóricos são em geral muito vagos quanto à tradução institucional de suas proposições abstratas, o que dificulta saber exatamente quais as características relevantes para avaliar a existência de autonomia.

Além disso, segundo Mangano (1998), os índices de autonomia do Banco Central mais empregados possuem elevado grau de subjetividade, conforme se depreende das grandes distinções de interpretação da legislação de cada país, bem como dos elementos considerados mais relevantes para definir a autonomia. Como resultado, a classificação dos países em termos de grau de autonomia mostra importantes diferenças quando os índices são comparados. Eijffinger & De Haan (1996,

⁴⁶ Dois trabalhos buscam analisar separadamente a capacidade da autonomia instrumental e a de objetivos para explicar a inflação. Debelle & Fischer (1995), como base nos índices de Grilli, Masciandaro & Tabellini (1991), concluem que a autonomia de instrumentos é relevante, enquanto a autonomia de objetivos é importante apenas quando reduzida ao quesito “presença da estabilidade de preços entre os objetivos do Banco Central”.

capítulo 3) apontam igualmente certa incompatibilidade entre os índices e questionam os métodos empregados para mensurar a autonomia de fato.

Outros autores reinterpretam a relação causal entre grau de autonomia do Banco Central e inflação. Mesmo Cukierman, Webb & Neyapti (1992) apontam a possível existência de circularidade entre a autonomia do Banco Central e a inflação, ou seja, o histórico de inflação pode também condicionar o grau de autonomia do Banco Central. Neste caso, o tipo de relação não é claro. A inflação elevada reduz o espaço para a adoção de uma política monetária autônoma, mas pode também conscientizar a sociedade dos seus malefícios, o que leva ao suporte político para a autonomia do Banco Central. A indexação, por sua vez, ao facilitar a convivência com a inflação, pode reduzir esse suporte.

Posen (1995) argumenta que o grau de autonomia do Banco Central e a inflação evoluem de forma inversamente proporcional, não porque aquele seja relevante para explicar esta, mas porque ambos são explicados por uma terceira variável. Trata-se da aversão à inflação da sociedade ou de certos grupos poderosos.

Assim, a opção por determinados arranjos institucionais, como a autonomia do Banco Central, é endogenamente dada pelo suporte político decorrente de certas preferências da sociedade ou de determinados grupos. Sem esse suporte não há autonomia do Banco Central, especialmente a de fato, e nem inflação baixa. O exemplo alemão mostra como dolorosas experiências com bruscos descontroles inflacionários criam forte aversão da sociedade à inflação.

Posen (1995) argumenta que os sistemas financeiros possuem aversão à inflação e, quando são poderosos, fornecem o suporte político para a autonomia do Banco Central. Utilizando índices para medir a oposição do sistema financeiro à inflação, o autor encontra relação positiva desse índice com os índices de autonomia do Banco Central de Cukierman, Webb & Neyapti (1992) e relação inversa com a inflação.

Alesina (1995, p. 290-2) critica esse resultado, ao afirmar que os índices de Posen incluem fatores como federalismo e número de partidos políticos, os quais podem estar diretamente relacionados com a inflação, sem necessariamente envolver o sistema financeiro. Ademais, os resultados de Posen (1995) dependem do indicador de autonomia do Banco Central utilizado. Outra observação importante é a dificuldade de explicar a aversão do sistema financeiro ao aumento da inflação. De fato, a posterior necessidade de elevar a taxa real de juros para controlar a inflação pode prejudicar as instituições financeiras com descasamento de prazo entre passivo e ativo, além de elevar a inadimplência. Entretanto, taxas de juros mais altas facilitam o aumento do *spread* e a inflação mais alta eleva os ganhos das instituições com a aplicação dos depósitos não remunerados.

Além da relação empírica entre a autonomia do Banco Central e a inflação, outra questão importante é a relação entre a autonomia do Banco Central e as variáveis reais, pois, como visto na

parte teórica, os argumentos em favor da autonomia envolvem também essas variáveis. A este respeito, pode-se dizer que, de forma geral, não foram encontradas relações estatisticamente relevantes entre a autonomia do Banco Central e variáveis como produção e taxa de desemprego. Essa constatação pode ser interpretada favoravelmente ou contrariamente à autonomia do Banco Central.

Quanto ao entendimento favorável, o resultado permite afirmar que a autonomia do Banco Central é um “almoço grátis”, como em Alesina & Summers (1993), pois resulta em menor inflação, sem gerar efeitos negativos sobre a produção e a taxa de desemprego. Entretanto, a importância da autonomia do Banco Central reside no efeito indireto sobre o crescimento econômico que, presumivelmente, beneficia-se num contexto de inflação baixa e estável.

Cabe um comentário para cada uma destas perspectivas. O “almoço grátis” parece contraditório com o “Banco Central conservador” que, segundo o próprio Rogoff (1985), ao dar preferência à estabilidade de preços, preocupa-se menos em compensar eventuais reduções da produção e da taxa de desemprego. A contradição pode ser eliminada de dois modos. O primeiro é considerar os efeitos do ciclo político sobre a flutuação econômica. Alesina & Gatti (1995) constatam que a autonomia do Banco Central reduz estes efeitos e, assim, compensa os efeitos indesejáveis previstos por Rogoff. O segundo é interpretar o “Banco Central conservador” por meio da meta de inflação, como Svensson (1995), o que, segundo este autor, não implica nesses efeitos indesejáveis.

Segundo Eijffinger & De Haan (1996, p. 38), a dificuldade de encontrar relação entre o grau de autonomia do Banco Central e o crescimento econômico pode decorrer dos dois possíveis efeitos da autonomia sobre a taxa de juros, efeitos esses com direções opostas. De um lado, a baixa inflação decorrente da autonomia do Banco Central pode levar ao aumento da taxa real de juros; de outro, a maior estabilidade da inflação trazida pela autonomia reduz o prêmio de risco e, por conseqüência, a taxa real de juros.

Possivelmente, o resultado empírico que mais compromete a proposta de autonomia do Banco Central seja a ausência de evidências claras que leve à redução do custo das políticas destinadas a controlar a inflação, custo esse medido em termos de perda de produção ou taxa de desemprego.

Trata-se de uma constatação bastante importante, pois cabe lembrar que, segundo o principal fundamento teórico da autonomia do Banco Central, essa visa elevar a credibilidade da política monetária para perseguir a estabilidade de preços. O “bônus” de credibilidade, por sua vez, permite que, diante do anúncio da política monetária mais restritiva, a convergência das expectativas à inflação desejada seja mais rápida, reduzindo os efeitos negativos sobre a produção e a taxa de desemprego. Como “custa” menos à sociedade controlar a inflação com a autonomia do Banco Central, a relação entre esta e a inflação é inversamente proporcional.

As pesquisas, no entanto, usualmente, encontram relação diretamente proporcional entre o grau de autonomia do Banco Central e o custo do controle da inflação, conforme mostra o levantamento

feito por Eijffinger & De Haan (1996, p.37-8). Entre os trabalhos aí incluídos, temos, por exemplo, o citado resultado encontrado por Debelle & Fischer (1995). Esses autores constatam que o custo do controle da inflação é maior na Alemanha do que nos EUA. O banco alemão usualmente ocupa a mais alta posição na classificação por grau de autonomia.

Esse resultado pode ser explicado do seguinte modo: a autonomia do Banco Central alonga o prazo dos contratos ao tornar a inflação mais baixa e previsível. Com isso, aumenta a rigidez nominal da economia, recrudescendo a recessão requerida para reduzir a inflação.

De acordo com Alesina (1995, p. 294), esse resultado depõe favoravelmente à proposta de autonomia, pois como ela disciplina a inflação, torna-se pouco relevante o custo de controlá-la. Ademais, o aumento da rigidez nominal da economia reduz o custo, em termos de inflação, da reação da política monetária aos efeitos negativos do choque de oferta sobre a produção e a taxa de desemprego.

Posen (1998), entretanto, analisa 17 países desenvolvidos e, além de também concluir que o custo de controlar a inflação é tanto mais alto quanto maior o grau de autonomia do Banco Central, constata não haver evidências de que a autonomia mude o padrão de comportamento dos agentes econômicos expresso, por exemplo, no alongamento do prazo dos contratos. Como consequência, se há relação entre autonomia do Banco Central e inflação, não se deve ao “bônus” de credibilidade.

Tal relação, ainda segundo Posen (1998), deve decorrer do maior peso que a autonomia do Banco Central confere ao controle da inflação relativamente a outras considerações, o que, por sua vez, sustenta-se no suporte político derivado da aversão da sociedade ou de certos grupos influentes à inflação.

Como se pode ver, os resultados empíricos a respeito dos efeitos econômicos da autonomia do Banco Central são controversos. Entretanto, o conjunto desses resultados parece compatível com as seguintes afirmações: a) a autonomia do Banco Central não existe de fato sem o suporte político a políticas e instituições voltadas para a estabilidade de preços; b) a autonomia do Banco Central não é condição suficiente nem necessária para reduzir inflações mais elevadas, mas pode integrar um conjunto de políticas e instituições destinadas a manter a inflação em patamares aceitáveis; c) como não necessariamente gera “bônus” de credibilidade, a autonomia do Banco Central pode elevar o custo da política de controle da inflação, medido em termos de perda de produção e taxa de desemprego.

3.5 A crítica à tese da independência dos Bancos Centrais

A concepção pós-keynesiana não reconhece, como pressupõe a economia tradicional, a existência nem de um ponto de equilíbrio estável na economia nem de um dilema entre inflação e taxa de desemprego. Assim, como ressalta Mendonça (2000, p. 115):

“não existe, sob esta interpretação, um viés inflacionário inerente à política monetária, não havendo por conseguinte espaço para o arcabouço teórico daqueles que defendem a proposição de um BCI [Banco Central independente]”.

Segundo Carvalho (1995, p. 164), o principal equívoco do arcabouço teórico subjacente aos modelos de independência do Banco Central é:

“...a noção de que se possa atribuir aos bancos centrais uma *natureza intrínseca*, isto é, garantir o poder de compra da moeda mediante o controle de sua quantidade. Assume-se assim que o Banco Central tem uma função-objetivo, a exemplo dos consumidores e das firmas e, deste modo, deixado livre para atuar de acordo com sua natureza, o Banco Central irá, fatalmente e por conta-própria, perseguir a estabilidade dos preços.”

Ainda de acordo com esse autor, uma das maiores fragilidades da argumentação em prol da independência do Banco Central reside nas conclusões extraídas dos estudos empíricos que procuram mensurar a independência do Banco Central e/ou relacionar algum aspecto mensurável e comparativo da noção de independência com o desempenho da autoridade monetária no combate à inflação.

Os estudos econométricos, ao exigir uma abordagem mais objetiva da noção de independência, acabam por desconsiderar os diversos elementos qualitativos desse conceito, essencialmente ambíguo. Isso porque, na prática, o comportamento dos bancos centrais e seu relacionamento com o Poder Executivo vão muito além dos aspectos formais incorporados nos modelos.

Na crítica pós-keynesiana, também é ressaltada a importância da história para a compreensão do desenvolvimento da institucionalidade monetária e financeira da economia capitalista (Carvalho, 1995). O Banco Central não é uma instituição apolítica, com a função “natural” de garantir a estabilidade dos preços e, por consequência, a estabilidade do valor da moeda, como sugerem alguns dos defensores da teoria da independência do Banco Central.

A análise da evolução histórica do surgimento e desenvolvimento dos bancos centrais evidencia claramente que os bancos centrais mais antigos, como o Banco da Inglaterra e o Banco da França, assumiram gradativamente e de forma inter-relacionada as funções hoje consideradas típicas de banqueiro central: emissor da moeda legal, banco dos bancos, prestamista em última instância (Freitas, 2000). Ao contrário do que sugere a teoria convencional, os bancos centrais não assumiram, quando do seu surgimento, a responsabilidade pela manutenção da estabilidade dos preços nem foram instituídos exclusivamente com essa função, a qual só ganhou maior importância relativa a partir do final da década de 1940.

A exceção é o alemão *Bundesbank*, em virtude da existência de um consenso social em torno da estabilidade, construído após o traumático processo de hiperinflação nos anos 1920. Nem mesmo o *Federal Reserve*, Banco Central norte-americano, recebeu essa atribuição quando da sua criação em 1913, a despeito de a legislação ter-lhe conferido independência em relação ao Poder Executivo.

Como mostram Freitas e Ferreira (1990), a responsabilidade pelo controle da moeda e do crédito só foi incorporada na sua legislação básica nos anos 1930, ocasião em que foi instituído o Comitê Federal de Mercado Aberto (FMOC), responsável pela formulação e execução da política monetária. Mas, mesmo nos dias atuais, a política monetária norte-americana não tem como objetivo exclusivo a estabilidade dos preços. Ao formular e executar a política monetária, o FMOC tem como alvo a manutenção tanto da estabilidade dos preços como do nível de atividade econômica, sem a fixação de metas.

Outro importante argumento contra a tese da independência do Banco Central refere-se à relevância da política monetária. Para a corrente pós-keynesiana, a moeda não é neutra e a política monetária tem efeitos duradouros sobre o lado real da economia, ou seja, tem consequência não apenas sobre a inflação, mas também sobre a produção e o emprego. Assim, não faz sentido reduzir a política monetária ao objetivo exclusivo da estabilidade de preços em detrimento do crescimento. Isso não significa, contudo, que o governo e o Banco Central devam adotar uma postura leniente em relação à inflação, pois se a inflação é injusta, a recessão é inconveniente, “... entretanto, não é necessário compararmos um mal com o outro. É necessário reconhecer que ambos são males que devem ser evitados”⁴⁷.

De igual modo, a política monetária não deve ser utilizada de forma independente das demais políticas econômicas. A coordenação das políticas é essencial tanto para o planejamento dos objetivos macroeconômicos como para o sucesso das diferentes políticas em atingir esses objetivos.

A política monetária não pode ser isolada das demais sob a responsabilidade de um Banco Central independente, sob pena de gerar custos sociais elevados, caso haja divergências entre o Banco Central e o governo. Os inúmeros episódios recentes de crise financeira confirmaram o quanto é essencial a função de prestamista em última instância dos bancos centrais.

Como fonte definitiva da liquidez na economia, já que é o único emissor da moeda legal de curso forçado, o Banco Central encontra-se em uma posição ímpar para organizar esquemas de socorro às instituições em dificuldades. Não há nenhuma possibilidade de resolução de uma crise financeira de grave proporção sem o suporte do Banco Central. Fica, portanto, a indagação de como se comportarão os bancos centrais que, nos anos 1990, ganharam independência e adotaram o regime de metas de inflação ao serem confrontados com uma situação de forte instabilidade sistêmica.

Na seção a seguir, discutir-se-á o regime de metas para a inflação no tocante ao arcabouço teórico e alguns resultados empíricos desse modelo.

⁴⁷ Keynes *in persuasion*, p.15, citado por Sicsú, 2002, p. 26 e 27. Na concepção de Keynes, a política econômica consiste “em ações concertadas em múltiplas arenas” (ver Carvalho, 1997, p. 41). Nesse sentido, a coordenação macroeconômica das diferentes políticas é essencial e imprescindível.

3.6 Uma análise do regime de metas de inflação

A questão da autonomia de instrumentos do Banco Central está fortemente associada ao regime de metas de inflação, segundo Fischer (1995a, 1995b), embora sejam duas opções distintas. Ambos almejam eliminar a inconsistência temporal (dinâmica) e construir a credibilidade da política monetária. A meta é o objetivo quantitativo e público proposto pelo governo ao Banco Central e serve para coordenar as expectativas de forma compatível com a trajetória desejada, facilitada pela visibilidade que a meta possui junto aos agentes econômicos. A autonomia de instrumentos permite ao Banco Central usá-los de forma a se antecipar a qualquer desvio relevante entre a previsão de inflação e a meta estipulada. De fato, o contrato ótimo de Walsh (1995b) e Persson & Tabellini (1994) pode ser interpretado como a adoção de uma meta para a inflação. Basta o incentivo ser proporcional à distância da meta escolhida.

Uma grande variedade de regras designadas para restringir a flexibilidade da política monetária do Banco Central tem sido propostas e analisadas desde a década de 1990. O custo de reduzir essa flexibilidade depende da natureza dos distúrbios econômicos que afetam a economia e do escopo original para a estabilização da política econômica em um primeiro momento, enquanto o ganho dessa redução de flexibilidade toma a forma de uma taxa de inflação mais baixa.

Podemos definir “regras de metas” como sendo regras nas quais o Banco Central é julgado, em parte, sobre a habilidade em estabelecer um valor pré-definido para alguma variável macroeconômica. Entre as regras, as metas de inflação são as mais comumente utilizadas. Taxa de câmbio fixa ou bandas cambiais também podem ser interpretadas como regimes de metas. A habilidade do Banco Central para responder aos distúrbios ou sucumbir à tentação da inflação é limitada pela necessidade em manter a meta estabelecida.

Existem quatro mecanismos para acomodar os efeitos dos choques de oferta sem perder o compromisso com a meta de inflação: a) intervalo dentro do qual a meta pode ser considerada cumprida; b) cláusula de escape que permite o descumprimento temporário da meta; c) meta baseada em índices de inflação expurgados de certos preços; d) prazo longo para o cumprimento da meta. Há ainda a possibilidade da revisão da meta se estes mecanismos não forem empregados ou forem insuficientes.

Evidentemente, ao ser formatada com muita flexibilidade, a meta de inflação prejudica a construção da credibilidade. O problema pode ser evitado mediante a transparência da relação entre o governo e o Banco Central, em particular no caso da revisão da meta, além da transparência da política monetária de forma geral, o que inclui a ampla comunicação entre o Banco Central e os agentes econômicos. A comunicação é particularmente útil para justificar o desvio do objetivo inicial e para mostrar como se pretende alcançá-lo, ainda que em um prazo mais longo.

Nos últimos quinze anos, um crescente número de países adotou metas para a inflação, a partir do inusitado modelo seguido pela Nova Zelândia, em 1990. Existem, entretanto, diferenças importantes. Alguns promoveram significativas modificações na legislação que regula a relação entre o governo e o Banco Central; outros países limitaram-se a ajustes nos procedimentos operacionais da política monetária⁴⁸.

Na Nova Zelândia, houve profunda alteração na legislação. O Banco Central recebeu o mandato legal para alcançar a estabilidade de preços. Esta, bem como o prazo requerido para alcançá-la, são definidos em um contrato firmado entre o banco e o governo. Normalmente, considera-se o mandato cumprido se a inflação fica abaixo de 3% ao ano, ao término do prazo acordado. O Banco Central possui total liberdade instrumental para alcançá-la.

O contrato prevê também em que situação a meta pode deixar de ser cumprida, geralmente, envolvendo algum choque de oferta. A meta pode também ser renegociada desde que outra seja anunciada publicamente. O descumprimento da meta sem justificativa convincente do presidente do Banco Central ao ministro da fazenda pode levar à demissão do primeiro.

Bernanke, Laubach, Mishkin & Posen (1999) analisam a adoção do regime de metas para a inflação em vários países. Em alguns deles, como Canadá (cap. 6) e Suécia (cap. 8), a mudança centrou-se mais na reformulação do procedimento operacional da política monetária. No Reino Unido (cap. 7), o regime foi adotado ao final de 1992, depois da turbulenta saída do mecanismo de taxa de câmbio europeu, a exemplo do caso sueco. Entretanto, a autonomia instrumental do Banco Central veio apenas em maio de 1997.

Diante da experiência variada e do tratamento vago dado pelos trabalhos teóricos, é pouco clara a tradução institucional da autonomia instrumental do Banco Central nos regimes de metas para a inflação.

Mishkin (2004, p. 11-3) destaca três pontos importantes: a) proibição do financiamento do governo; b) definição do uso dos instrumentos sem interferência do governo; c) mandatos longos e protegidos da demissão arbitrária. Esses quesitos são acompanhados da definição do objetivo de longo prazo do Banco Central: estabilidade de preços⁴⁹.

⁴⁸ Fraga, Goldfajn e Minella (2003, p. 6) incluem os seguintes países na lista dos que adotam o regime de metas para a inflação, além da Nova Zelândia (1990): entre os desenvolvidos estão Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suécia e Austrália (1993), Suíça (2000) e Islândia e Noruega (2001); entre os países em desenvolvimento se incluem Chile (1991), Israel (1992), Peru (1994), Coreia do Sul, República Tcheca e Polônia (1998), México, Brasil e Colômbia (1999), África do Sul e Tailândia (2000) e Hungria (2001).

⁴⁹ Mishkin (2004) afirma que esses quesitos devem estar previstos em lei. Entretanto, afirma ser ainda mais importante o compromisso da sociedade e dos políticos, pois, caso contrário, a lei não é aplicável. Cita os casos do Canadá e da Argentina. A análise da lei leva à conclusão de que o segundo país possui um Banco Central mais autônomo. Na prática, entretanto, o Banco Central do Canadá é bem mais autônomo.

Entre as vantagens atribuídas em nível teórico ao regime de metas de inflação, cita-se transparência, redução do viés inflacionário, possibilidade de reação parcial à choques e diminuição dos custos de desinflação. A maior transparência é obtida através da reportagem dos planos e objetivos da autoridade monetária e da facilidade de compreensão, verificação de resultados e acompanhamento da execução da estratégia pelo público (Drazen, 2002).

O comprometimento da autoridade monetária em perseguir uma meta para a taxa de inflação reduz o problema de inconsistência temporal da política monetária e, conseqüentemente, o componente do viés inflacionário incorporado na taxa de inflação. O problema da inconsistência dinâmica da política monetária, apresentado nos trabalhos de Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983), existe em países onde existem pressões políticas para expansão da atividade econômica ou redução do valor real do estoque de dívida pública.

O regime de metas de inflação permite ainda ao Banco Central, em certa medida, reagir a choques desestabilizadores do produto sem desancorar as expectativas do intervalo estabelecido pela autoridade monetária para a taxa de inflação, daí ser considerado um regime de “flexibilidade restrita”. Os custos de redução da taxa de inflação teoricamente também tendem a ser menores, devido ao aumento da credibilidade do Banco Central (Bernanke et al., 1999).

As vantagens apontadas do regime de metas têm sido testadas empiricamente por um grande número de autores, mas não confirmadas em países desenvolvidos. Ball e Sheridan (2003) buscaram verificar evidências empíricas de melhor desempenho econômico nos países que adotaram o regime de metas de inflação, comparando a inflação média e a variabilidade da inflação em sete países desenvolvidos que adotaram o regime de metas na década de 1990 com os valores observados dessas variáveis em treze países desenvolvidos sem metas de inflação. De acordo com os autores, tanto a inflação média quanto a variabilidade da inflação, nos países que adotaram o regime de metas, diminuíram quando comparadas aos dados dos países que não adotaram o regime.

Países que apresentam inflação alta e instável tendem a verificar a diminuição desses problemas com o decorrer do tempo, independentemente da adoção ou não de um regime de metas, simplesmente por que existe uma tendência natural dessas variáveis retornarem aos seus valores médios. Quando o efeito de reversão à média no estudo de Ball e Sheridan é controlado, os benefícios desaparecem. Os autores advertem, no entanto, que os resultados podem ser diferentes em ambientes mais instáveis e com distúrbios mais severos do que aqueles observados nos países da OCDE, que compuseram a amostra de seu estudo.

A diminuição da taxa de inflação traz ganhos de bem estar para a economia, mas empiricamente constata-se que também implica perdas do produto no curto prazo. A referência a um conhecido episódio histórico é útil para observar a ordem de grandeza desses custos: na desinflação de Paul

Volcker no início da década de 1980, cada ponto percentual de redução da taxa de inflação implicou uma perda de 2,8 pontos percentuais do PIB dos EUA, enquanto que o desvio acumulado da taxa de desemprego em relação a seu nível natural ficou em 9,5 pontos percentuais durante os quatro anos de duração desse episódio de desinflação (Mankiw, 2003). Dada a magnitude dos números, um número significativo de autores tem procurado identificar e testar fatores ou circunstâncias capazes de reduzir, em princípio, as perdas de produto decorrentes de processos desinflacionários. Uma literatura correlata a esta é a que trata dos efeitos da independência do Banco Central sobre a *performance* econômica dos países.

Considerando-se os benefícios dos ganhos de credibilidade, Alesina e Summers (1993) analisaram dados sobre inflação, variância da inflação, crescimento do produto e variância do crescimento do produto, entre outros, e índices de independência do Banco Central construídos por Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991), de 16 países desenvolvidos⁵⁰. Os resultados mostraram que países com Bancos Centrais independentes apresentam inflação menor e menos volátil, e sem nenhum custo ou benefício em termos de crescimento do produto ou variabilidade do crescimento do produto⁵¹.

Posen (1995) sugere a existência de um elo perdido entre independência do Banco Central e custos de desinflação. O resultado de Posen poderia em princípio ser explicado pelo aumento da rigidez nominal dos salários. Como os processos de negociação e renovação de contratos são custosos, a independência do Banco Central induziria os agentes a aumentar a duração dos contratos e diminuir a frequência de negociação, na medida em que reduz incertezas e aumenta o horizonte de previsibilidade⁵². O aumento da rigidez nominal tende a aumentar os custos de desinflação. Esta argumentação é apresentada em Walsh (1995) e no próprio trabalho de Posen (1995).

O *trade-off* entre inflação e produto sob um regime de metas de inflação ainda é um assunto pouco explorado na literatura de países emergentes, o que se explica pela experiência relativamente recente desses países com esse tipo de estratégia de condução de política monetária. Em princípio, seria

⁵⁰ Os índices de independência do Banco Central são divididos em dois tipos: índices de independência política e índices de independência econômica. O índice de independência política mensura a capacidade do Banco Central de escolher seus objetivos de política e instrumentos sem influência do governo, e é construído a partir de informações sobre os procedimentos utilizados para nomear e demitir o presidente do Banco Central, duração do mandato do presidente, participação e importância de membros do governo ou indicados na diretoria ou conselhos do Banco Central e frequência dos contatos entre o poder executivo e a autoridade monetária. O índice de independência econômica, por sua vez, mensura a facilidade do governo em obter crédito junto à autoridade monetária para financiar seus déficits Alesina e Summers (1993), Eijffinger e De Haan (1996). De modo geral, os países com Bancos Centrais mais independentes, de acordo com esses critérios, são Alemanha, Suíça e Estados Unidos (Posen, 1995). O índice de independência do Banco Central utilizado por Alesina e Summers é uma média desses dois tipos de índices. Para maiores detalhes sobre a construção de índices de independência da autoridade monetária, ver Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991) e Cukierman, Webb e Neyapti (1992).

⁵¹ Apesar da relação negativa entre independência do Banco Central e inflação também ser verificada em outros estudos, é possível argumentar que um terceiro fator, como cultura e tradição de estabilidade monetária, possa explicar tanto baixa inflação quanto independência do Banco Central, em alguns países. Na Alemanha, a experiência com a hiperinflação em 1922 e 1923, por exemplo, fortaleceu *ex-post* a cultura de estabilidade de preços Eijffinger e De Haan, (1996).

⁵² A relação de causalidade pode se dar também no sentido inverso: em países onde o grau de rigidez nominal é alto, a curva de Phillips tem menor inclinação e o viés inflacionário é maior, sendo este um dos determinantes da independência do Banco Central, Walsh (2003, p. 421).

razoável esperar uma melhora nessa relação, uma vez que, se considerarmos uma curva de Phillips sob a hipótese de expectativas racionais, uma queda na taxa de inflação pode ser obtida não somente através de um aumento da taxa de desemprego em relação à taxa natural, mas também através de uma redução na taxa de inflação esperada.

Caso os agentes estejam convencidos do comprometimento do Banco Central com a diminuição da taxa de inflação, a desinflação pode ser obtida sem aumentos consideráveis na taxa de desemprego ou desvios significativos do produto em relação à sua tendência de longo prazo.

A razão de sacrifício, definida como a perda do produto ou aumento da taxa de desemprego resultante da redução em um ponto percentual da taxa de inflação, pode ser menor do que a prevista pela versão aceleracionista da curva.

Bernanke et al. (1999), usando a metodologia de Ball (1994) para o cálculo das razões de sacrifício, não encontraram evidências desse resultado quando examinaram desinflações na Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido e Suécia, após a implementação do regime de metas. Esta evidência trata-se de outro conhecido “*quebra-cabeça*” da literatura. Segundo os autores, os resultados encontrados para esses países indicaram que as desinflações ou pelo menos as primeiras desinflações que ocorreram após a implementação do regime, não implicaram sacrifícios menores do que aqueles que seriam observados na ausência de um regime de metas.

3.7 O regime de metas para inflação no mundo

O regime de metas foi inicialmente adotado pela Nova Zelândia, em 1990. Até meados da década de 90, o regime foi implementado sobretudo por países desenvolvidos, exceção feita ao Chile. A Espanha e a Finlândia abandonaram o regime de metas em 1998 em função do ingresso na União Monetária Européia.

Tabela 1 – Países e ano de adoção do regime de metas

País	Ano de adoção	País	Ano de adoção
Nova Zelândia	1990	República Checa	1998
Canadá	1991	Polônia	1999
Chile	1991	Colômbia	1999
Israel	1992	Brasil	1999
Reino Unido	1992	Suíça	2000
Suécia	1993	África do Sul	2000
Finlândia	1993	Tailândia	2000
Austrália	1993	Islândia	2001
Espanha	1995	Noruega	2001
México	1995	Hungria	2001
Coréia do Sul	1998	Peru	2002
		Filipinas	2002

Fonte: Banco Central do Brasil (2004)

Na tabela acima, nota-se que, a partir do final da década de 90, diversos países emergentes passaram a adotar o regime de metas para inflação.

A proposta do regime de metas é tornar pública a taxa de inflação a ser alcançada pelo Banco Central, bem como os instrumentos a serem efetivamente empregados visando este objetivo e as análises que amparam o processo de tomada de decisão.

A adoção do regime permite que os agentes econômicos passem a ter uma referência da inflação futura de modo que o processo de formação de preços no presente se balize por essa perspectiva de inflação. Espera-se que, na medida em que o Banco Central ganhe credibilidade e transparência na perseguição de seu objetivo, mais efetivo seja o regime, ou seja, maior a capacidade do Banco Central trazer as expectativas de inflação dos agentes ao encontro da meta. Em tese, a instituição do regime favorecerá a convergência da inflação corrente para a meta de inflação.

Evidências empíricas divulgadas em trabalho baseado em dados de 22 países da OCDE (8 dos quais com metas para inflação)⁵³ sugerem que os países que adotaram o regime de metas para inflação têm, em média, inflação anual 1,5 ponto percentual inferior aos países que não adotaram.

A queda da inflação após a adoção do regime de metas poderia ser apenas decorrência do fato de os países que adotaram o regime possuírem uma “política monetária mais agressiva”, ou seja, os países com metas de inflação possuiriam taxas de juros mais elevadas e, por isso, a inflação seria menor. Essa hipótese foi testada no trabalho citado e os resultados não confirmam essa hipótese.

Em um trabalho⁵⁴ mais recente no qual foram considerados dados de 35 países emergentes (11 dos quais adotam o regime de metas para inflação), concluiu-se que a adoção do regime explica parte significativa da redução da inflação. Além disso, os países que adotaram o regime de metas observaram queda na volatilidade das taxas de crescimento econômico em relação aos que não adotaram.

Assim como o objetivo último do regime de metas é o controle da inflação, o objetivo da política econômica é o crescimento sustentado da renda. A estabilidade monetária não é um fim em si mesmo, mas uma condição necessária ao crescimento com melhor distribuição de renda. Portanto, é de se esperar que em prazos mais longos não exista divergência de resultados entre estabilidade monetária e crescimento econômico.

O gráfico abaixo apresenta a inflação média e crescimento econômico médio no Brasil no período que antecedeu o regime de metas (4 anos anteriores a 1999) e no período que o sucedeu (4 anos posteriores a 1999). A posição do Brasil pode ser comparada com a posição de países que adotaram a

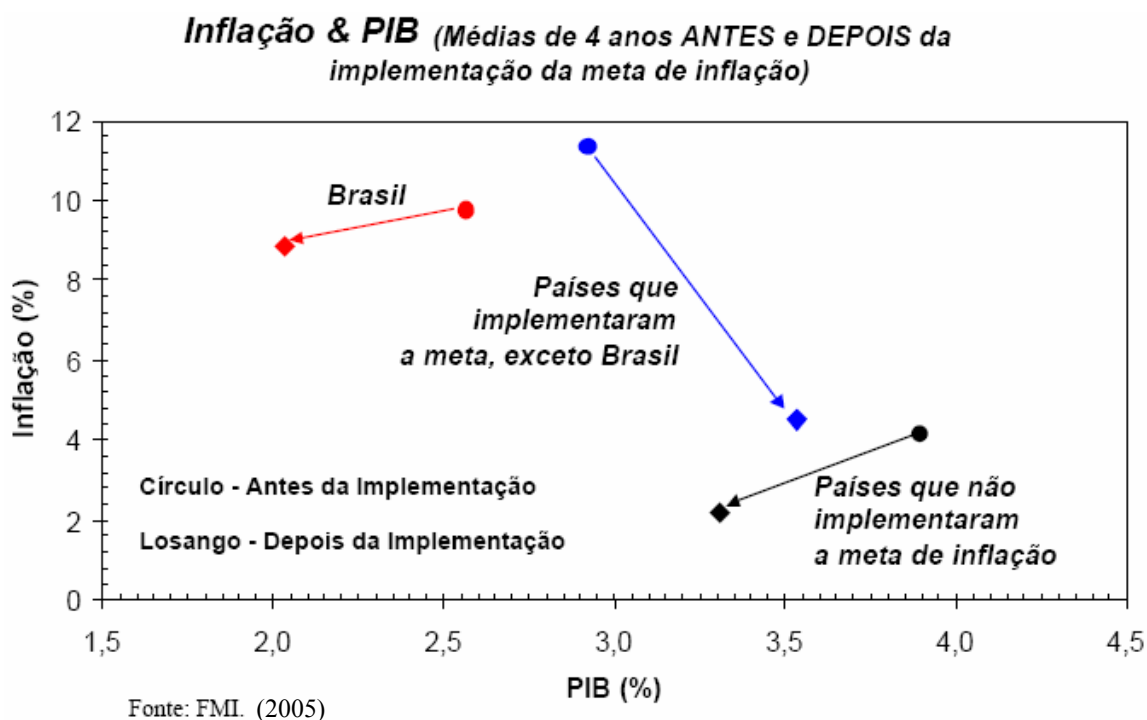
⁵³ Wu, Thomas Y. - “Does Inflation Targeting Reduce Inflation? An Analysis for the OECD Industrial Countries” - Working Paper Series N° 83 - Banco Central do Brasil. Maio de 2004., onde uma pesquisa com base em dados de 22 países conclui que o regime de metas é efetivo na redução da inflação por motivos outros que não a taxa de juros.

⁵⁴ Gonçalves, C.E.S.; Salles, J.M. - “Inflation Targeting in Emerging Economies: What Do The Data Say?” 27/06/2005, mimeo.

meta (considerando o ano em que cada país adotou o regime) e com a posição de países que não adotaram o regime de metas (usando nesse caso 1999 como referência).

Os resultados são inequívocos: no Brasil, o regime de metas está associado a uma redução da inflação média de 9,7% ao ano para 8,7%. A taxa de crescimento econômico, por sua vez, declinou de uma média de 2,6% ao ano para 2,0%. O grupo de países que adotaram a meta obtiveram resultados mais satisfatórios: queda da inflação de 11,3% ao ano para 4,5% e crescimento do PIB 2,9% ao ano para 3,5%. Os dados levam a conclusão de que a implantação do regime de metas para a inflação no Brasil não garantiu a queda da inflação verificada em outros países. Soma-se a isso o fato de o Brasil ter experimentado redução do crescimento econômico após o regime de metas.

Gráfico 1 - Inflação e crescimento econômico: Um comparativo internacional



3.8 O regime de metas para a inflação no Brasil

A partir de junho de 1999, o Banco Central do Brasil adotou o regime de metas para inflação. Nesse regime, cabe ao BC conduzir a política monetária de forma a cumprir a meta de inflação determinada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para os dois anos subsequentes.

Após esse período de implantação do regime de metas, é oportuno avaliar o modo como este tem sido aplicado no Brasil à luz da experiência de outros países. Não se trata de uma crítica à concepção teórica do modelo, mas uma análise acerca da operação da política monetária sob o regime de metas no Brasil. Em linhas gerais, o regime de metas não difere significativamente entre os países

que o adotam, grande parte das diferenças parecem estar na avaliação e no peso que cada Banco Central atribui a algumas variáveis pertinentes à política monetária.

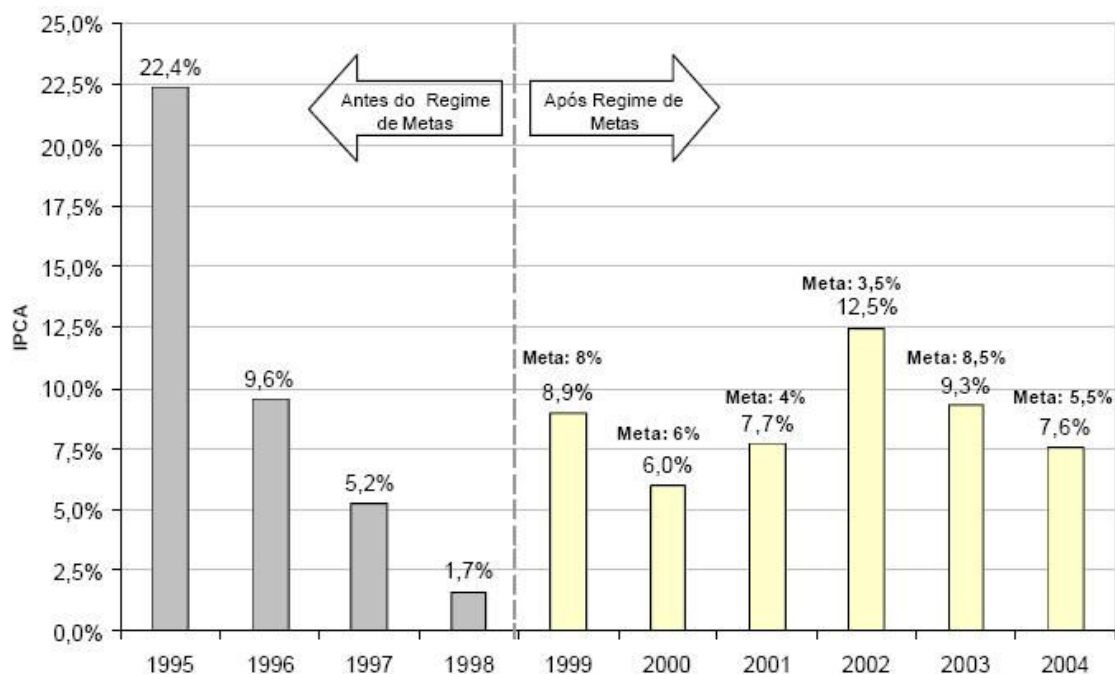
É de se esperar que a condução da política monetária varie conforme os distintos históricos de estabilidade monetária e econômica específicos a cada país. Porém, no caso brasileiro existem claros sinais de que o uso de certos indicadores para justificar elevados níveis de juros tem produzido resultados não satisfatórios.

3.8.1 Histórico do regime de metas

O Decreto 3.088 de 21/06/1999 instituiu no Brasil o regime de metas para inflação. De 1994 a 1999, a estabilização monetária se valeu, em grande medida, de um regime caracterizado por câmbio quase-fixado; o regime de metas para inflação surgiu como alternativa à política monetária após a passagem para o regime de câmbio flutuante.

Após a implantação do regime de metas, a inflação seguiu a trajetória do gráfico 2. O gráfico permite deduzir que a taxa média de inflação de 1996 a 1998 não é significativamente diferente da taxa média observada após o regime de metas.

Gráfico 2 – Inflação no Brasil antes e depois da implantação do regime de metas



Fonte: IBGE e Banco Central. (2005)

Vale observar que, até 2002, o intervalo de tolerância da inflação em torno do centro da meta era de 2 pontos percentuais e, após 2002, 2,5 pontos percentuais. Nos dois primeiros anos, as metas foram cumpridas pelo Banco Central (considerando o limite de tolerância permitido). Nos dois anos seguintes, a inflação foi amplamente superior às metas. Em 2001, o país enfrentou um choque de

preços causado pelo racionamento de energia e pela volatilidade cambial gerada pela crise da Argentina e maior aversão ao risco no mercado de capitais. Em 2002, a depreciação cambial decorrente das incertezas do período eleitoral acabaram por provocar um elevado choque de preço, sobretudo no último trimestre do ano.

Em função do citado choque de preços, ainda em 2002 o CMN alterou a meta de inflação de 2003 dos iniciais 3,25% para 4% e, em seguida, para 8,5%. A inflação recuou para 9,3%, em 2003, e para 7,6%, em 2004.

3.8.2 Operação do regime de metas

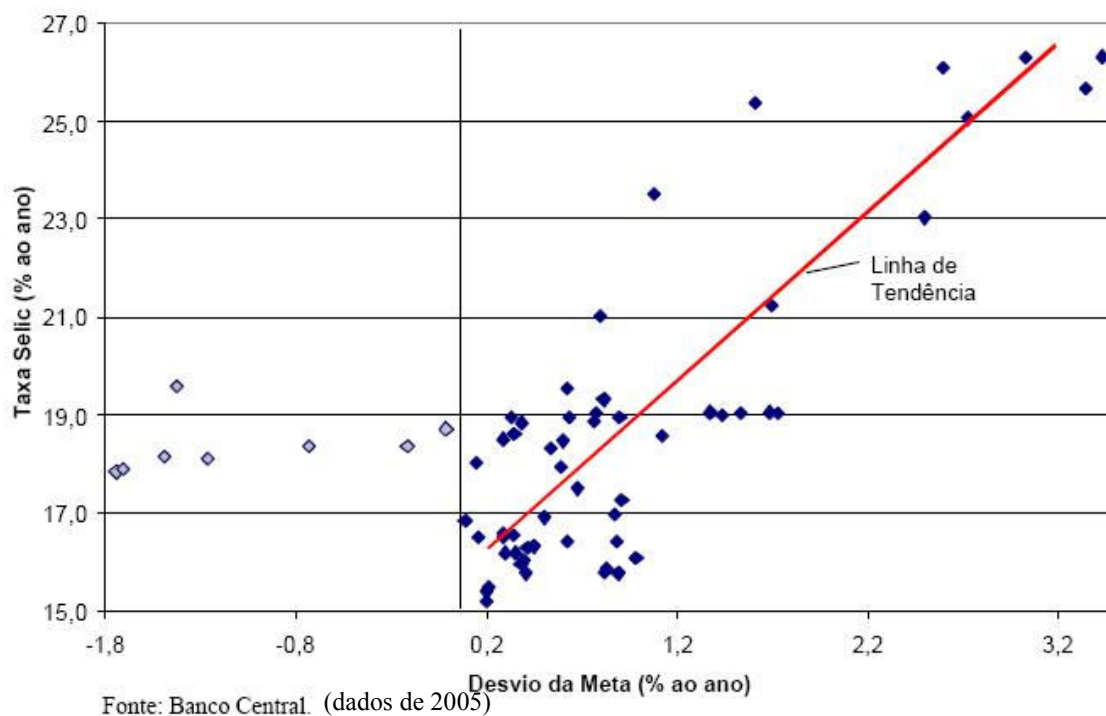
Após reuniões mensais em que se define a taxa de juros SELIC, o BC divulga ata contendo a análise da conjuntura e a justificativa da decisão. Além disso, a cada trimestre é divulgado o Relatório de Inflação contendo análise mais detalhada e as projeções de inflação do Banco Central.

A despeito de ser grande o número de indicadores monitorados pelo BC, a definição da taxa SELIC tem sido pautada pela avaliação de três variáveis-chave: (a) a expectativa de inflação do mercado, (b) a evolução produto efetivo em comparação com o “produto potencial”, (c) a ocorrência de choques de preços.

A evolução da expectativa de inflação (do ano corrente, ano posterior e de 12 meses) do mercado exerce papel fundamental na condução da política monetária. O afastamento do indicador de expectativa de inflação em relação à trajetória de meta de inflação ou mesmo a não convergência desse indicador é frequentemente apontado pelo BC como fator condicionante da elevação da taxa de juros. Deve-se destacar que mesmo as expectativas de inflação para prazos mais longos (12 meses) influenciam nas decisões do BC.

O peso que o BC atribui ao indicador de expectativa pode ser ilustrado empiricamente. No gráfico 3 constam os desvios da expectativa de inflação e a taxa de juros SELIC para cada mês do período que abrange o regime de metas. Pode-se constatar que existe uma relação positiva entre essas variáveis: o BC reage ao aumento das expectativas de inflação em relação à trajetória de metas promovendo aumento da taxa de juros.

Gráfico 3 – Desvios da inflação em relação à meta de inflação



Outro condicionante da política monetária que tem assumido considerável importância é o chamado “hiato do produto”. O Banco Central acompanha o ritmo de crescimento do produto efetivo e o compara com o que seria o produto potencial (máximo que a economia pode produzir sem gerar pressão inflacionária), a diferença entre essas duas variáveis é o “hiato do produto”.

A fonte da controvérsia no uso desse argumento está no fato de que o produto potencial não é observável, mas estimado com base em técnicas estatísticas ou com base em modelos de função de produção.

O fato é que o BC faz uso desse tipo de argumento para justificar elevação dos juros, a exemplo do que ocorreu em setembro de 2004, momento em que a economia retomava o nível de atividade. O Relatório de Inflação daquele mês destacava (p. 104):

“Em todo caso, permanecem as incertezas (...) a respeito da velocidade de ampliação mais imediata da capacidade produtiva, e também da tendência de crescimento a longo prazo do produto potencial da economia, como é natural que ocorra em pontos de inflexão como o atual...Diante dos patamares de produção já alcançados e da tendência de continuidade da expansão da demanda, o ritmo de preenchimento do hiato do produto passa a representar um foco evidente de preocupação.”

Ao final, a conclusão é incisiva (p. 107):

“O Copom entende que o ritmo acelerado de preenchimento do hiato do produto representa um risco importante, nas circunstâncias atuais, à convergência da inflação para a trajetória de metas.”

A ocorrência de choques de preços muitas vezes não é antecipada pelo mercado ou pelo BC. Esses choques de preços estão geralmente associados a crises nas quais se assiste a um súbito aumento da incerteza e da aversão ao risco, com impacto imediato no câmbio. Como exemplo, ao longo do período eleitoral de 2002, o Brasil passou por uma conjuntura que resultou em significativa deterioração da inflação no último trimestre do ano. Nessas circunstâncias, o BC promoveu um brusco aumento dos juros não apenas para interromper o surto inflacionário e evitar sua propagação no futuro, mas também para garantir as condições de rolagem da dívida pública.

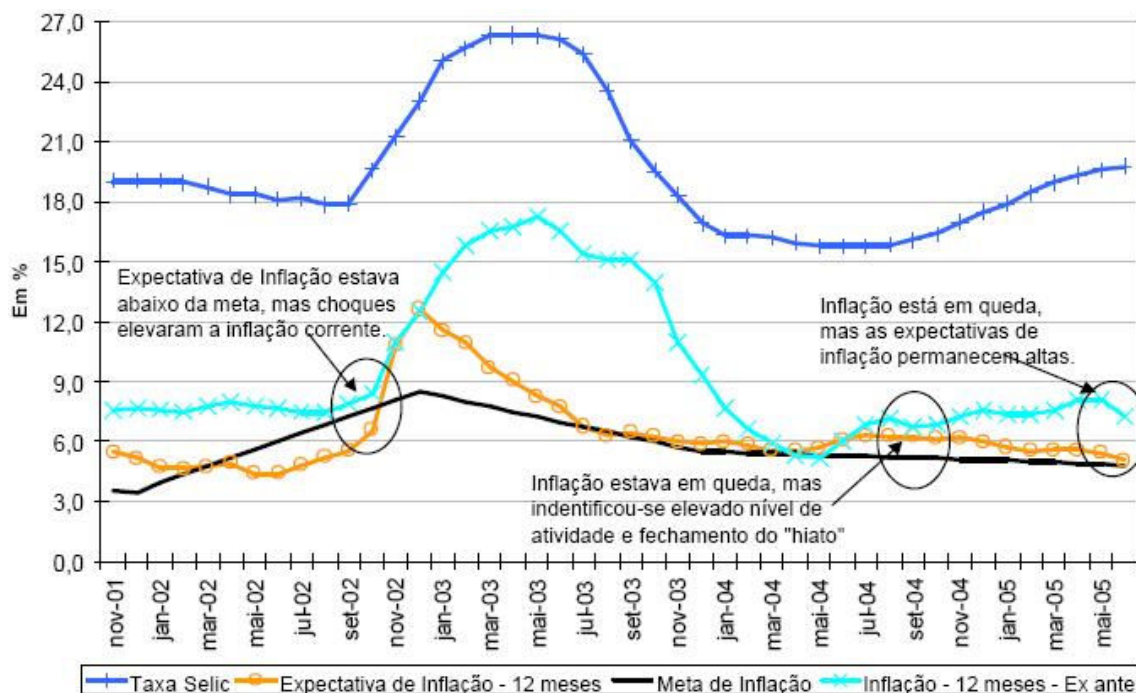
No gráfico 4, foram selecionados três momentos em que um dos fatores citados acima foi preponderante para a condução da política monetária. O gráfico descreve a taxa SELIC, em patamar superior no gráfico, à inflação corrente (acumulada em 12 meses), a expectativa de inflação de mercado para os 12 meses seguintes e a trajetória de metas para inflação⁵⁵.

Nota-se que, em outubro de 2002, a expectativa de inflação estava abaixo da meta quando o BC elevou os juros em reação imediata ao crescimento da inflação corrente provocado pelo choque de preços.

Em setembro de 2004, a inflação corrente estava em queda e a expectativa de inflação era superior à meta; no entanto, não foi a expectativa o principal condicionante do aumento da taxa SELIC, pois desde junho de 2004 a mesma se encontrava acima da meta. Naquela ocasião, o crescimento do nível de atividade econômica e o suposto “fechamento do hiato do produto” foi o principal elemento a justificar o aumento dos juros.

Por sua vez, em junho de 2005 o país observava deflação (não apenas no IPCA, mas também em outros índices) e não havia qualquer tipo de ameaça de fechamento do hiato do produto; no entanto, a expectativa de inflação, apesar de apontar para um claro movimento de queda, ainda estava em patamar superior à trajetória de metas. Baseado nessa avaliação, o BC decidiu manter a taxa SELIC em 19,75% a.a.

Gráfico 4 – Condicionantes da política monetária: choque de preço, hiato e expectativa de inflação.



Fonte: Banco Central do Brasil (2005)

3.8.3 A função de reação do Banco Central

No regime de metas para inflação, cabe ao Copom decidir a trajetória de juros que possibilita o cumprimento das metas estabelecidas pelo CMN. Isso significa que, com exceção de eventuais momentos de crise em que seja necessário elevar a taxa SELIC com o intuito de garantir a rolagem da dívida pública, em condições normais os juros são determinados de modo a permitir a convergência da expectativa de inflação futura para a meta.

Uma questão fundamental a ser considerada no regime de metas é a estimativa de expectativa de inflação futura. A estimativa utilizada influencia diretamente no processo de definição do nível da taxa de juros e, por consequência, do nível de atividade econômica.

O Banco Central possui sua própria estimativa de inflação e também realiza pesquisas periódicas visando coletar as expectativas de um conjunto de instituições do mercado. O comportamento do Banco Central no regime de metas pode ser simplificado da seguinte forma:

$$i_t = \alpha_1 \cdot i_{t-1} + (1 - \alpha_1) \cdot (\alpha_0 + \alpha_2 \cdot (E_t \pi_{t+j} - \pi_{t+j}^*)) + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

⁵⁵ A trajetória de metas representa a média ponderada da meta de inflação do ano corrente e do ano posterior, sendo o peso da meta do ano corrente proporcional ao número de meses que faltam para completar o ano.

no qual i_t é a taxa de juros em determinado momento (t); $E_t p_{t+j}$ é a expectativa de inflação, em t , para um período no futuro ($t + j$); p^* é a meta de inflação para um período no futuro ($t + j$) e o termo ε_t é o erro aleatório. Considera-se aqui a expectativa de inflação como a do mercado (pesquisada pelo Banco Central).

A equação sugere que o Copom ajusta a taxa de juros sempre que as expectativas do mercado apontar para uma inflação acima ou abaixo da meta. Na prática, esse mecanismo de ajuste pode ser “suavizado” em função da existência das margens de flutuação em torno da meta, que são também fixadas pelo CMN. No entanto, pode-se supor que um Banco Central conservador reserve as margens para acomodar eventuais choques inflacionários.

Pelos motivos já expostos, essa equação recebe o nome de “função de reação” do Banco Central. A variável i_{t-1} é inserida na equação com o intuito de suavizar a trajetória de juros definida pelo Copom, ou seja, em alguma medida a taxa de juros em determinado mês guarda estreita relação com a do mês anterior. Em geral, o Copom realiza mudanças “marginais” nos juros, de 0,25% ou 0,50%; mudanças bruscas na taxa de juros são notadas em eventuais crises em que a rolagem da dívida passa a ser prioridade da política monetária.

3.8.4 Estimativa da função de reação do Banco Central do Brasil

Nesse tópico, pretende-se estimar quais seriam os coeficientes da função de reação do Banco Central. Para tanto, são utilizados os dados mensais da taxa SELIC anualizada (% ao ano) e os desvios mensais da expectativa de inflação em relação à meta. Essa última série de dados foi construída tal como comentado abaixo.

Sabe-se que o CMN fixa a meta de inflação anual e o Copom determina a taxa de juros uma vez ao mês. Visando avaliar, a cada mês, o desvio da expectativa de inflação em relação à meta, foi gerada uma variável “D”, de periodicidade mensal, que representa a média ponderada dos desvios da expectativa de inflação corrente em relação à meta do ano corrente e da expectativa da inflação do ano posterior em relação à meta do ano posterior, tal como descrito abaixo⁵⁶:

$$D = \frac{(12-j)}{12} \cdot (E_j \pi_t - \pi_t^*) + \frac{j}{12} \cdot (E_j \pi_{t-1} - \pi_{t+1}^*) \quad (3.2)$$

Em que j indexa o mês (de 1 a 12); t se refere ao ano e os outros termos são os mesmos denominados na equação (3.1). Supõe-se aqui que a definição da taxa de juros é feita com base apenas

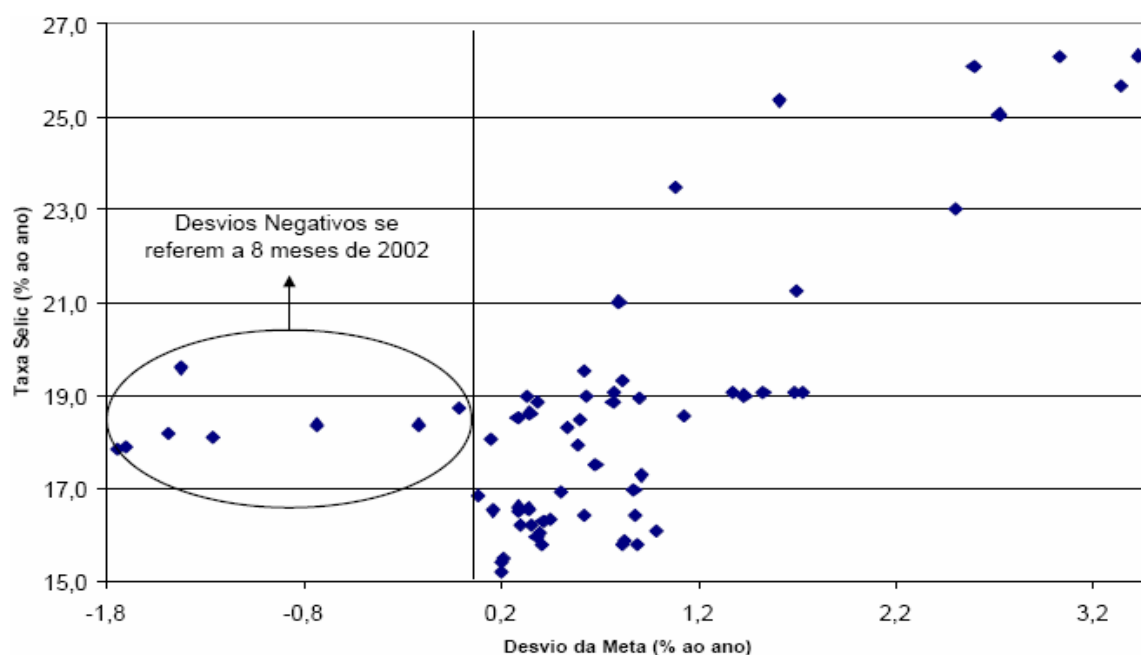
⁵⁶ Essa variável foi proposta por Minella, A., Freitas, Paulo S., Goldfajn, I., Muinhos, Marcelo K. em “Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges” – 2002 – Working Paper Series – BACEN.

nas expectativas em um horizonte de dois anos, na medida em que no decorrer do ano o “peso” do desvio da meta do ano corrente diminui e o do ano seguinte aumenta.

O regime de metas se iniciou em junho de 1999, mas a série de dados com as expectativas de inflação do mercado começou em janeiro de 2000. Portanto, as séries de dados utilizados na estimativa abrangem o período janeiro de 2000 a abril de 2005.

Antes de apresentar os resultados da estimativa, vale observar o gráfico com a relação entre a taxa SELIC e o desvio da expectativa de inflação em relação à meta durante o período considerado. Chama a atenção o fato do período de março de 2002 a outubro 2002 ter apresentado expectativas de inflação inferiores às metas (desvios negativos), o que sugere, segundo a função de reação do Banco Central, taxas de juros inferiores às observadas no gráfico. Excluindo esses meses de 2002, as observações são condizentes com a prevista pela função de reação do Banco Central: deterioração das expectativas de inflação acompanhada de elevação dos juros.

Gráfico 5 - Taxa *Selic* e desvios da meta de inflação



Fonte: Banco Central do Brasil (2005)

Apenas nos dois últimos meses de 2002, as expectativas acabaram por extrapolar a meta de 8,5% de inflação para 2003. Na época, a mudança da meta de inflação de 2003 foi justificada pelos “choques” causados pela conjuntura do biênio 2001/2002 (racionamento de energia, instabilidade pré-eleitoral, desvalorização cambial, incertezas dos desdobramentos do conflito no Iraque, etc).

No entanto, já no primeiro quadrimestre de 2003, assistiu-se ao rápido crescimento dos desvios das expectativas em relação à meta, ilustrado pelos pontos no quadrante superior direito do gráfico. Essa deterioração das expectativas de inflação foi acompanhada de forte aumento dos juros para níveis próximos a 27% a.a.

O fato de 2002 ter sido um ano atípico, com seguidas alterações das metas de 2003, acaba reduzindo o “poder de explicação” da estimativa da função de reação do Banco Central. Por esse motivo, optou-se por considerar 2002 como uma variável *dummy* no modelo, ou seja, adicionou-se um termo na equação (3.1) que permite “isolar” o efeito das alterações de metas que ocorreram naquele ano. Portanto, temos que:

$$i_t = \alpha_1 \cdot i_{t-1} + (1 - \alpha_1) \cdot (\alpha_0 + \alpha_2 \cdot (E_t \pi_{t+j} - \pi_{t+j}^*) + \alpha_3 \cdot d_{2002}) + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

no qual d_{2002} é a variável *dummy* associada ao ano de 2002 e o restante é mantido tal como descrito na equação (4.1).

3.8.5 Resultados

Os coeficientes da função de reação do Banco Central (3.3) foram estimados gerando o resultado abaixo, em que todos os coeficientes são significativos (ver tabela abaixo).

$$i_t = 0,81 \cdot i_{t-1} + (1 - 0,81) \cdot (14,88 + 3,60(E_t \pi_{t+j} - \pi_{t+j}^*) + 6,63 \cdot d_{2002}) + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

O coeficiente associado à taxa de juros do mês anterior apresentou valor bastante elevado (0,81). Isso significa que caso os juros de determinado mês seja decomposto em uma média aritmética ponderada (como é o caso dessa especificação da função de reação), o peso dos juros do mês anterior seria de 81% do total (em uma escala de 0 a 100%), sendo os 19% restantes o peso de todos os outros fatores que influenciam na definição da taxa de juros corrente.

O coeficiente associado ao desvio das expectativas de inflação das metas é de 3,60, valor que também pode ser considerado elevado⁵⁷. O coeficiente de 6,63 da variável *dummy* para 2002 indica que, de fato, as taxas de juros observadas em 2002 se encontravam em patamar significativamente mais elevado do que o explicado pelos desvios da expectativa de inflação das metas.

A partir da equação estimada acima, é apresentada a tabela abaixo com os resultados da estatística sobre as projeções para a taxa básica de juros.

⁵⁷ Em trabalho já citado de (Minella, A., Freitas, Paulo S., Goldfajn, I., Muinhos, Marcelo K., 2002), os autores encontraram coeficiente do desvio da meta de inflação de 1,74 utilizando a mesma especificação da regressão e dados de Janeiro de 2000 a Junho de 2002.

Tabela 2 – Resultados da regressão

	Coefficientes	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
Taxa de Juros com 1 defasagem	0,8116	0,0350	23,1815	2,50E - 20
Constante	14,8877	0,6774	21,9765	4,23E - 19
Desvio da Expectativa de Inflação	3,6018	0,4868	7,3993	5,70E - 01
<i>Dummy</i>	6,6373	1,3504	4,9149	7,42 - 05
R-quadrado	0,9633	Erro Padrão	0,5986	
R-quadrado ajustado	0,9615	Quadrado do res.	21,1412	

3.9 Vantagens e desvantagens do regime de metas para a inflação

Ao longo dos anos de 1990, um número considerável de desenvolvimentos teóricos e empíricos busca apontar os prós e contras do regime de metas para a inflação. Como frisa Mishkin (2000), as vantagens desse regime podem ser sumariadas da seguinte forma: i) em contraposição à âncora cambial, o regime de metas para a inflação permite que a política monetária focalize as considerações domésticas e responda aos choques internos; ii) em contraste com as metas monetárias, o sistema de metas para a inflação possui a vantagem de, para seu sucesso, não ser necessária uma relação estável entre moeda e inflação: a estratégia não depende de tal relação, ao invés disso, utiliza toda a informação disponível para determinar a melhor combinação dos instrumentos de política monetária; iii) é facilmente entendido pelos agentes econômicos, sendo, portanto, mais transparente; iv) reduz a probabilidade do Banco Central cair na armadilha da inconsistência dinâmica.

Os responsáveis pela condução da política monetária, nos diversos países que adotaram essa estratégia, acreditam:

“... ter encontrado uma estrutura capaz de neutralizar as expectativas inflacionárias dos agentes sem estarem sujeitos aos problemas presentes em outros regimes. A idéia principal consiste no fato de que uma meta específica para a inflação representa uma âncora para as expectativas inflacionárias e aumenta a confiança na condução da política monetária de forma superior à adoção de uma meta para a taxa de câmbio ou para agregados monetários ...” (Mendonça, 2002, p. 45).

Os críticos do regime de metas para a inflação apontam várias desvantagens associadas a esta estratégia de política monetária. A principal dúvida que surge nesse debate é se a inflação é previsível e controlável o bastante para que possa receber metas. Bernanke e Mishkin (1997) esclarecem que a dificuldade em prever de forma precisa a inflação gera dois problemas à estratégia de metas para a inflação: i) problema de ordem operacional, visto que existe um hiato temporal entre a ação da política monetária e a resposta da inflação, o que leva à baixa previsibilidade desta; e ii) credibilidade do Banco Central, já que a inflação apresenta-se de forma um tanto imprevisível, há dificuldade por parte do público em julgar o esforço empreendido pela autoridade monetária para alcançar a meta anunciada.

Além dessas, Mishkin (2000) chama atenção para os seguintes pontos críticos do regime: i) é muito rígido; ii) permite discricção da política econômica⁵⁸, o que, por sua vez, não elimina por completo o viés inflacionário⁵⁹, iii) possui potencial para aumentar a instabilidade do produto⁶⁰; iv) pode prejudicar o crescimento econômico⁶¹; v) não pode evitar o descontrole fiscal por si só; e vi) o câmbio flexível requerido pelo regime de metas para a inflação pode causar instabilidade financeira.

Outra vez, o debate sobre regras versus discricção na condução da política monetária vem à tona. A literatura especializada advoga que o regime de metas para inflação pode ser considerado como um sistema de regras que, ainda, permite discricção. Gonçalves (2001, p. 162) afirma que esse arranjo reúne os aspectos positivos de ambas as condutas, posto que:

“... ao mesmo tempo [em] que isola o Banco Central de pressões expansionistas sistemáticas – acarretadas por ciclos políticos ou conflitos de federalismo fiscal – deixa espaço de manobra para que (...) [a autoridade monetária] reaja contracíclicamente, evitando elevadas variâncias no produto real eventualmente ocasionadas pela incidência de choques negativos de oferta”.

Sicsú (2002a) reconhece que as taxas de inflação, nos setes países desenvolvidos (Austrália, Canadá, Espanha, Finlândia, Nova Zelândia, Reino Unido e Suécia) que adotaram a sistemática de metas para a inflação até então, vêm se mantendo em baixos patamares. No entanto, chama atenção para três aspectos interessantes. Primeiramente, o autor ressalta que, antes mesmo da implementação desse regime, essas economias já apresentavam trajetórias descendentes da taxa de variação do nível dos preços; portanto, a redução da inflação poderia ser resultado de forças que já estavam em movimento antes mesmo da adoção das metas.

O segundo ponto destacado pelo autor refere-se à refutação do argumento de que o regime de metas para a inflação seria o responsável pela manutenção da taxa de inflação em níveis aceitáveis, em decorrência da constatação de que todos os demais países com economias desenvolvidas que não possuem metas para a inflação têm conseguido manter suas taxas de inflação em baixos níveis⁶².

Os dados apresentados pelo autor, para o período de 1990 a 1998, demonstram que a inflação anual cresceu em média 3,4% para os países que adotam metas para a inflação, enquanto, para aqueles que não o fazem, a inflação média foi de 3,2%, diferença considerada sem significância.

⁵⁸ No entanto, a discricção da política econômica é ressaltada por alguns autores como necessária ao bom desempenho da economia, dado que acreditam que as economias, na maioria das vezes, estão operando abaixo da taxa natural do produto e, portanto, as políticas governamentais podem expandir a demanda agregada da economia no curto prazo, estimulando investimentos produtivos, que terão efeitos de longo prazo sobre a atividade econômica do país.

⁵⁹ Por outro lado, os defensores desse regime argumentam que o custo de perda de credibilidade inibirá o Banco Central de promover a geração de inflação surpresa.

⁶⁰ Os que se opõem a este argumento advogam que esse regime não requer um foco exclusivo sobre a inflação, o que necessita é simplesmente que o controle da inflação seja o objetivo principal da política monetária.

⁶¹ Os adeptos desse regime acreditam que o cumprimento das metas é a principal contribuição que a política monetária pode fornecer para um bom desempenho do produto.

⁶² Uma explicação plausível para as baixas pressões inflacionárias, ao longo dos anos 1990, repousa no desaquecimento econômico verificado em diversas economias ao longo destes anos.

Por fim, o autor chama atenção para o fato de que não é patente que o regime de metas tem criado um cenário positivo para o crescimento econômico nesse período, o que contradiz um dos principais argumentos em prol da adoção do regime de metas para a inflação. Dados demonstram que a variação anual média do PIB foi semelhante para os dois grupos de países, 2,5% para os que não adotaram o regime e 2,7% para aqueles que o introduziram.

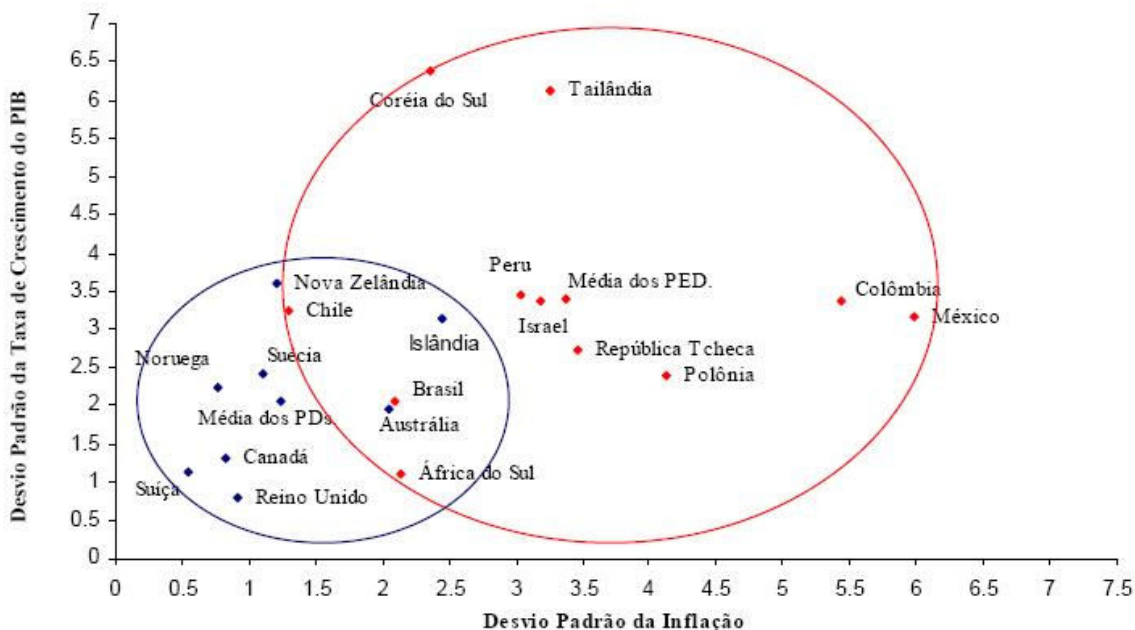
Em face desses fatos e argumentos, o autor advoga que não se pode afirmar que o regime de metas para a inflação é o responsável pela boa *performance* da inflação nos países desenvolvidos ao longo dos anos 1990.

Fraga, Goldfajn & Minella (2003) buscam avaliar o desempenho do regime de metas para a inflação em economias em desenvolvimento *vis-à-vis* o desempenho alcançado por esse regime em economias desenvolvidas.

Por meio da utilização de estatística descritiva, os autores chamam atenção para o fato de que o regime de metas para a inflação tem sido bem sucedido na consecução de baixas taxas de inflação. No entanto, tem apresentado pior desempenho nos países em desenvolvimento, posto que a inflação média para o período posterior à implementação desse regime em tais países tem se situado em níveis superiores aos verificados nos desenvolvidos – 5,95% contra 2,50% – e os desvios em relação às metas estipuladas tem sido mais comuns naqueles.

Destacam, ainda, que as taxas de inflação, de câmbio, de crescimento do produto e de juros apresentam comportamento mais volátil em países em desenvolvimento. Ressaltam que o *trade-off* mais desafiador enfrentado por esses países é o das variabilidades do crescimento do produto e da taxa de inflação. O gráfico 6 demonstra que os países em desenvolvimento (PED) tendem a se concentrar no quadrante superior direito do gráfico, na região que apresenta maiores variabilidades para o produto e inflação.

Gráfico 6 – Taxa de crescimento do PIB e desvio padrão da Inflação.



Fonte: FRAGA, GOLDFAJN & MINELLA (2003)

Os autores advogam que as possíveis explicações para o pior comportamento dessas variáveis em países em desenvolvimento são: i) a baixa credibilidade dos Bancos Centrais junto aos agentes econômicos na gestão da política monetária; ii) a presença de maiores níveis de inflação; e iii) a manifestação do que os autores denominam de dominâncias fiscal, financeira e externa.

3.10 Conclusão

Neste capítulo, abordou-se a questão da autonomia dos Bancos Centrais, na visão da teoria convencional e da teoria pós-keynesiana. Depois do histórico sobre os bancos centrais, levantaram-se os fundamentos teóricos e os resultados empíricos das pesquisas que buscaram descobrir os efeitos econômicos da autonomia.

Em seguida, alguns outros aspectos essenciais foram considerados, como a compatibilidade entre a autonomia, de um lado, e as demais atribuições tradicionais dos bancos centrais, de outro.

Dentre os fundamentos teóricos da autonomia do Banco Central, o mais influente foi o que aponta a existência de um viés inflacionário decorrente da falta de credibilidade da política monetária para perseguir a estabilidade de preços. Esse problema surge diante da existência de vários objetivos a nortear a ação do Banco Central, alguns dos quais incompatíveis com o controle da inflação.

A autonomia do Banco Central visa a construir a credibilidade da política monetária e, com isso, reduzir ou eliminar o viés inflacionário. Ao mesmo tempo, preserva a flexibilidade exigida para que a política possa contribuir com a estabilização da produção e da taxa de desemprego em torno das respectivas tendências de longo prazo.

A opção pela autonomia seguida por inúmeros países durante a década de noventa esteve relacionada ao regime de metas para inflação, com a exceção relevante do Banco Central Europeu. Nesse contexto, a autonomia assume a forma instrumental e não a de objetivos, vale dizer, o governo adota a meta e o Banco Central usa livremente os instrumentos para alcançá-la.

Existem importantes cuidados a serem tomados para que a autonomia leve aos resultados esperados pela sociedade. A autonomia pode levar à excessiva valorização do controle da inflação e, por conseqüência, a custos desnecessários em termos de produção e de taxa de desemprego. Este risco é particularmente importante quando se considera que parte relevante das pesquisas empíricas indica que os custos das políticas de redução da inflação são diretamente proporcionais ao grau de autonomia dos bancos centrais que as adotam.

As pesquisas empíricas que tratam da relação entre autonomia do Banco Central e nível de inflação indicam que existe associação, mas não meramente causal. A autonomia integra as políticas e instituições adotadas a partir do surgimento de suficiente suporte político ao controle da inflação e, muitas vezes, aparece apenas para preservar uma inflação já controlada.

No Brasil, após a redução da inflação para níveis mais baixos, adotou-se o regime de metas para a inflação, em 1999. Nesse contexto, discute-se a admissão da autonomia instrumental do Bacen. A intenção é elevar a credibilidade da política monetária para, ao longo do tempo, alcançar a estabilidade de preços, por meio das metas.

Sobre o regime de metas para a inflação, viu-se que a política monetária é uma das políticas econômicas governamentais que devem ser utilizadas conjuntamente com as demais políticas para se atingir níveis socialmente aceitáveis (e tecnicamente sustentáveis) de emprego e inflação. Uma política monetária voltada somente para manter a inflação sob controle está, na verdade, sendo sub-utilizada.

Muitos formuladores de política monetária, inclusive aqui no Brasil, já afirmaram muitas vezes que, na prática, existem somente duas âncoras: a cambial e as metas de inflação. Como a primeira é considerada insustentável nos tempos da globalização dos mercados de câmbio, resta a segunda. Esse argumento não é totalmente correto. Nem mesmo todos os economistas que acreditam na existência da taxa natural de desemprego e na curva de Phillips aceitam tal afirmativa. Milton Friedman, por exemplo, está entre aqueles que condenam explicitamente a fixação de metas de inflação e a concessão de plena liberdade aos dirigentes do Banco Central para alcançar o objetivo estabelecido. Por outro lado, autores keynesianos afirmam, grosso modo, que uma correta e responsável administração monetária, fiscal e cambial associada à instituição de regras claras são as âncoras de que o nível de preços necessita. Cabe ressaltar que as economias desenvolvidas que não aderiram ao regime de metas, também não possuem âncora cambial, mas todas têm mantido a inflação em níveis aceitáveis.

Nenhum país, entre aqueles de economia desenvolvida, reduziu a inflação em razão da adoção de metas. Como foi mostrado, não há evidências de que conceder ao Banco Central a tarefa única de alcançar uma meta de inflação seja benéfico.

Com isso, evidencia-se neste exame, que não há evidências claras que possam gerar um consenso em torno do debate sobre a eficiência ou não do regime de metas para a inflação.

CAPÍTULO 4 – CONCLUSÃO GERAL

Este trabalho, no primeiro capítulo, tratou das propriedades da moeda na visão da ortodoxia e heterodoxia econômica, observando como divisor de correntes teóricas, a aceitação ou não da teoria quantitativa da moeda e da lei de Say no curto e/ou longo prazos. Foi possível perceber que a noção de neutralidade da moeda relaciona-se estreitamente com considerações favoráveis à lei de Say e à teoria quantitativa da moeda, o que torna tal noção adequada para traçar a linha divisória entre ortodoxia e heterodoxia econômicas e mais particularmente entre ortodoxia monetária, que defende tais idéias, e heterodoxia monetária, que nega criticando tanto a neutralidade da moeda, mesmo no curto prazo, quanto a lei de Say e a teoria quantitativa.

Neste sentido, mesmo quando os autores do *mainstream* admitem efeitos de longo prazo decorrentes de impulsão monetária é preciso acompanhar o processo de transmissão para perceber que estes efeitos passam, necessariamente, pela variação do nível geral de preços, e afetam o comportamento dos agentes interferindo ou não sobre as variáveis reais, o que significa a aceitação (até a curto prazo) da teoria quantitativa da moeda. Isto afirma a neutralidade da moeda e, então, o caráter ortodoxo deste tipo de pensamento.

Dentro da heterodoxia, o que conduz à idéia de não neutralidade da moeda tanto no curto quanto no longo prazo é a noção de que a moeda pode afetar não apenas a produção, mas a capacidade produtiva em alguns setores, mudando de forma permanente os preços relativos.

No segundo capítulo, mostraram-se os modelos de reputação e delegação como forma de mitigar o problema do viés inflacionário. O aparecimento do viés surge, como visto neste trabalho, de uma política discricionária, ou seja, quando a política monetária (Banco Central) não segue alguma regra estabelecida. Como vimos, podemos citar como exemplo de regras o regime de metas de inflação.

Em relação à reputação das autoridades, mostrou-se que os gestores da política monetária para sustentar a sua reputação e adquirir autoridade e prestígio perante o público devem manter a inflação e o desemprego em níveis socialmente aceitáveis. É *mister* que o *policymaker* obtenha sucesso para que verdadeiramente adquira reputação - em razão de que esta é estimada pelos agentes com base no desempenho passado.

Em relação à autonomia do Banco Central, a qual abordamos no capítulo anterior, logo após apresentarmos um breve histórico sobre alguns desdobramentos dessa questão, mostramos os fundamentos teóricos e os resultados empíricos das pesquisas que buscaram descobrir os efeitos econômicos gerados em consequência da autonomia.

Dentre os fundamentos teóricos da autonomia do Banco Central, o mais influente foi o que aponta a existência de um viés inflacionário da política monetária para perseguir a estabilidade de

preços. Esse problema surge diante da existência de vários objetivos a nortear a ação do Banco Central, alguns dos quais incompatíveis com o controle da inflação.

Verificou-se que a idéia da proposta de autonomia do Banco Central visa construir a credibilidade da política monetária e, com isso, reduzir ou eliminar o viés inflacionário. Ao mesmo tempo, preserva a flexibilidade exigida para que a política possa contribuir com a estabilização da produção e da taxa de desemprego em torno das respectivas tendências de longo prazo.

As pesquisas empíricas que tratam da relação entre autonomia do Banco Central e nível de inflação indicam que existe associação, mas não meramente causal. A autonomia integra as políticas e instituições adotadas a partir do surgimento de suficiente suporte político ao controle da inflação e, muitas vezes, aparece apenas para preservar uma inflação já controlada.

No Brasil, após a redução da inflação para níveis mais civilizados, adotou-se o regime de metas para a inflação, em 1999. Nesse contexto, discute-se a partir da admissão da autonomia instrumental do Bacen, a intenção de ganhar credibilidade, ao longo do tempo, para alcançar a estabilidade de preços, por meio das metas. No entanto, nenhum país, entre aqueles de economia desenvolvida, reduziu a inflação em razão da adoção de metas. Como foi mostrado, não há evidências de que conceder ao Banco Central a tarefa única de alcançar uma meta de inflação seja benéfico.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMADEO, E. J., DUTT, A. K. “Os Keynesianos Neo-Ricardianos e os Pós-Keynesianos”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro, v. 17, n.3, p.561-604, dez. 1987.
- AKERLOF, G. A. & YELLEN, J. L. “A Near-Rational Model of the Business Cycle with Wage and Price Inertia”. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, Supplement, p. 823-838, 1985.
- ALESINA, A ; R. GATTI. “Independent Central Banks: Low Inflation at no Cost?” *The American Economic Review*, v. 85, n. 2, p. 196-200, May 1995.
- ALESINA, A. “Comment”. NBER Macroeconomics Annual, v. 10, p. 287- 295, 1995.
- ALESINA, A. & SUMMERS, L. H. “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance” *Journal of Money, Credit and Banking*, May (1993).
- ALESINA, A. *Politics and Business Cycles in Industrial Democracies*. Economic Policy, Cambridge, Cambridge University Press, n. 8, p. 57-87, Apr. 1989.
- ALESINA, A. “Macroeconomics and Politics”. NBER Macroeconomics Annual, v. 3, p. 13-52, 1988.
- ALESINA, A. “Alternative Monetary Regime: a Review Essay”. *Journal of Monetary Economics*, v. 21, p. 175-183, 1988.
- ALESINA, A. & TABELLINI, G. “Rules and Discretion with Non coordinated Monetary and Fiscal Policies”, *Economic Inquiry*, vol. XXV, n. 4, October (1987).
- ALESINA, A. “Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game”. *The Quarterly Journal of Economics*, n. 102, p. 651-678, Aug. 1987.
- ARESTIS, P. & SAWYER, M. “The Nature and Role of Monetary Policy When Money is Endogenous”, The Levy Economics Institute Working Paper, WP 374, March (2003).
- BACKUS, D; DRIFFILL, J. “Rational Expectation and Policy Credibility Following a Change in Regime”. *The American Economic Review*, v. 75, p. 530-538, 1985.
- BALL, L., SHERIDAN, N. “Does Inflation Targeting Matter?” March 2003. (NBER Working Paper, 9577).
- BALL, L. “What Determines the Sacrifice Ratio?” – in *Monetary Policy*”, edited by Gregory Mankiw. The University of Chicago Press, 1994.
- BARBOSA, E. S. *Uma exposição introdutória da macroeconomia novo-clássica*. In: SILVA, M. L. F. (Org.) *Moeda e produção: teorias comparadas*. Brasília: UnB, 1992 p.233-284.
- BARRO, R.J. “World Interest Rates and Investment”. NBER Working Papers 3849, National Bureau of Economic Research, Inc. 1992
- BARRO, R.J. “Novos-Clássicos e Keynesianos, ou os Mocinhos e os Bandidos”. *University of Harvard* (1989).
- BARRO, R.J. “Reputation in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information”. *Journal of Monetary Economics*, v. 17, p. 3-20, jan. 1986.

BARRO, R. J. & GORDON, D. B. "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model", *Journal of Political Economy*, vol. 91, p.589-610, 1983a.

BARRO, R. J. & GORDON, D. B. "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, p.101-121, 1983b.

BARRO, R. J. & FISHER, S. "Recent Developments in Monetary Theory". *Journal of Monetary Economics*, 2, pp. 133-167. 1976.

BEDDIES, C. H. "Selected Issues Concerning Monetary Policy and Institutional Design for Central Banks: a Review of Theories." IMF Working Paper, n. 00/140, ago 2000.

BADE, R. and M. PARKIN, "Central Bank Laws and Monetary Policy," Department of Economics, University of Western Ontario, Canada, 1982.

BERNANKE, B., LAUBACH T., MISHKIN F.; POSEN A. *Inflation Targeting: Lesson from the international experience*. Princeton, NJ : Princeton University Press, 1999.

BERNANKE, B. et. Alli. "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience". Princeton University Press: Princeton, 1999.

BERNANKE, B. S., MISHKIN, F. S. "Inflation Targeting: a New Framework for Monetary Policy?" January 1997. (NBER Working Paper, 5893) Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w5893>

BLANCHARD, O. & FISCHER, S. *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge: MIT Press (1996).

BLANCHARD, O. J. "Novos-Clássicos e Novos-Keynesianos: a Longa Pausa." *Literatura Econômica*, número especial, p.16-30, junho 1992.

BLANCHARD, O. & KİYOTAKI, N. "Monopolistic Competition and the Effects of Aggregate Demand". *American Economic Review*, vol. 77, September, pp. 647-666 (1987).

BLINDER, A. *Bancos Centrais: Teoria e Prática*. São Paulo: Editora 34, 1999.

BLINDER, A. What Central Bankers Could Learn from Academics – and vice versa. *Journal of Economic Perspective*, v. 11, n. 2, p. 3-19, Spring, 1997.

CALVO, GUILLERMO A. "On the Time Inconsistency of Optimal Policy in a Monetary Economy." *Econometrica*, n. 46, p. 1411-1428, 1978.

CARVALHO, F.J.C. "Políticas Econômicas para Economias Monetárias". In: Lima, G., Sicsú, J. & De Paula, L. F. (orgs.), *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Campus (1999).

CARVALHO, F.J.C. "Economic Policies for Monetary Economies." *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 17, n. 4, p. 31-51, 1997.

CARVALHO, F. J. C. "Independência do Bacen e Disciplina Monetária". *Revista de Economia Política*, v. 15, n. 4, p. 134-141, out./dez. 1995.

CARVALHO, F. J. C. *Moeda, Produção e Acumulação: uma Perspectiva Pós-Keynesiana*. In: SILVA, M. L. F. (Org.) *Moeda e produção: teorias comparadas*. Brasília: UnB, p.163-191, 1992.

CARVALHO, F. J. C. *Fundamentos da Escola Pós-Keynesiana: a Teoria de uma Política Monetária*. In: AMADEO, Eduardo (Org.). *Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico*. São Paulo: Marco Zero, 1989. p. 179-194.

CARVALHO, F. J. C. “Fundamentos da Escola Pós-Keynesiana: a Teoria de uma Economia Monetária”. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1988. p.27 (Texto para Discussão, n.176).

CLARIDA, R; GALI, J; GERTLER, M. “The Science of Monetary Policy: a New Keynesian Perspective”. *Journal Economic Literature*, v. 37, p. 1161-1707, 1999.

CROCCO, M. A., 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. p.123-138.

CUKIERMAN, Alex. *Bank Central Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*. Boston: MIT Press, 1994. First edition 1992.

_____, WEBB, S.; NEYAPATI, B. “Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes”. *The World Bank Economic Review*, v. 6, n. 3, p. 353-398, Sept. 1992.

CW. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. 30 volumes. London: MacMillan e Cambridge: Cambridge University Press. Os volumes são identificados pelas iniciais CW, seguidos pelo número do volume.

DAVIDSON, P. *Controversies in Post Keynesian Economics*, Aldershot-UK/Vermont-USA: Edward Elgar (1991).

DAVIDSON, P. *Money and the Real World*. 2nd ed. MacMillan Co. 1978.

DE HAAN, J. “The European Central Bank: independence, accountability and strategy: a review.” *Public Choice*, n. 93, p. 395-426, 1997.

DE HAAN, J. “Why does Central Bank Independence Yield Lower Inflation?: a Taxonomy of Arguments and Empirical Evidence” University of Groningen, 1995.

DEBELLE, G; FISCHER, S. “How independent should a central bank be? In: Fuhrer, Jeffrey C. (org.): *Goals, guidelines and constraints facing monetary policymakers.*” *Federal Reserve Bank of Boston*, 1995. p. 195-221 (Conference Series, n. 38).

DORNBUSCH, R. *Novos-clássicos e Keynesianos*. *Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, número especial, p.31-42, jun. 1992.

DOW, S., FUENTES, C. *The Political Economy of Monetary Policy*. In: Arestis, P., Sawyer, M. (ed.). *op.cit.*, 1998.

DOW, S. *Post Keynesianism as Political Economy: A Methodological Discussion – working paper series 89/93*, University of Stirling, Department of Economics. (1989)

DRAZEN, A. *Political Economy in Macroeconomics*. New Jersey: Princeton University Press, 2002.

EIJFFINGER, S.; DE HAAN J. “The Political Economy of Central Bank Independence.” New Jersey: Princeton University, *Special Papers in International Economics*, n 19, 1996.

- FISHER, I. "The Rate of Interest", New York: Kelley. (1930).
- FISCHER, S. "Central-bank Independence Revisited." *The American Economic Review*, v. 85, n. 2, May, p. 201-206, 1995a.
- FISCHER, S. "Modern Approaches for Central Banking." *Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research*, Mar. NBER Working Paper, n. 5064, 1995b.
- FISCHER, S. "Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule". *Journal of Political Economy*, vol. 85, n^o1 (1977).
- FORDER, J. "The Theory of Policy Credibility". *Review of Political Economy*, v. 13 (1), p. 5-25, 2001.
- FRAGA, A., GOLDJAN, I., MINELLA, "A. Inflation Targeting in Emerging Market Economies." *Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research*, Jun. 2003.
- FREITAS, M. C. P. "Evolução dos Bancos Centrais e seus Desafios no Contexto da Globalização Financeira." *Revista Estudos Econômicos*, v. 30, n. 3, jul./set. p. 397-417, 2000.
- _____, FERREIRA, C. K. L. *Análise Comparada dos Bancos Centrais e Gestão da Política Monetária*. São Paulo: Fundap/IESP, 1990. (Relatório parcial n. 2 do projeto Formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado – Convênio Fundap-SCTDE).
- _____ *Quantity Theory of Money, The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited (1989).
- _____ *An Independent Central Bank, in Monetary Economics Controversies in Theory and Policy*, Toronto: J. Prager (1971).
- FRIEDMAN, B.M. "Stability and Rationality in Models of Hyperinflation". *International Economics Review*, Vol. 19, No. 1, February (1978).
- _____ "The Role of Monetary Policy". *American Economic Review*, 58, n^o 1 (March 1968):1-17 (1968).
- FRIEDMAN, M. & SCHWARTZ, A. "A Monetary History of the United States, 1897-1960," *National Bureau of Economic Research, New York, Columbia University Press* (1963).
- FRIEDMAN, M. "The Quantity Theory of Money: A Restatement, *Studies in the Quantity Theory of Money*", Chicago, IL: University of Chicago Press. 1956.
- FUHRER, J. "The (Un)Importance of Forward-Looking Behavior in Price Specifications". *Journal of Money, Credit and Banking* 29, p. 338-350, ago. 1997.
- GONÇALVES, C. E. S. "Metas de Inflação e Mecanismos de Transmissão de Política Monetária: o Caso Brasileiro". *Economia Aplicada*, São Paulo, v.5, n.1, p.159-176, jan.- mar. 2001.
- GOODFRIEND, M. & KING, R. G. "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", *NBER Macroeconomics Annual*, (1997).
- GOODHART, C. A. E.; HUANG, H. "Time Inconsistency in a Model With Lags, Persistence, and Overlapping Wage Contracts". *Oxford Economic Papers*, v. 50, p. 378-396, 1998.

- GRILLI, V, MASCIANDARO D.; TABELLINI G., “Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries”. *Economic Policy*, v. 13, p. 341-392, 1991.
- GUTIÉRREZ, E. “Inflation Performance and Constitutional Central Bank Independence: Evidence from Latin America and the Caribbean.” (*IMF Working Paper*) 2003.
- HAHN, F. *Equilibrium and Macroeconomics*. Oxford: Basil Blackwell (1984).
- HETZEL, R. L. “Central Bank Independence in Historical Perspective: a Review Essay”. *Journal of Monetary Economics*, n. 25, p. 165-176, 1990.
- HUME, D. *Essays of Money. Political and Literary*, Oxford: Oxford University Press (1752 ; 1963).
- KALDOR, N.. *The Scourge of Monetarism*, Oxford: Oxford University Press, 1986.
- KEYNES, J. M. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan and Cambridge University Press (1983).
- KING, R. & Plosser, C. I. “Real Business Cycles and the test of the Adelmans,” *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 33(2), p. 405-438, April, 1994.
- KYDLAND, F. E. & PRESCOT, E. C. “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”. *Journal of Political Economy*, vol. 85, n. 3, June (1977).
- LIBÂNIO, G. A. “Temas de Política Monetária: uma Perspectiva Pós-Keynesiana”. UFMG/Cedeplar (2004).
- LAIDLER, D. E. W. *Taking Money Seriously and Other Essays*, London: Philip Allan (1990).
- LAVOIE, M. *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Aldershot: Edward Elgar, 1992.
- LIPSEY, R. G. “The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in United Kingdom – 1862-1957: A Further Analysis. *Economica*”, 27 (105): 1-31, (1960).
- LOHMANN, S. “Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility”. *The American Economic Review*, v. 82, n. 1, p. 273-286, Mar. 1992.
- LUCAS, R. E., JR. “Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs”. *American Economic Review*, Nashville, v. 63, n.3, p.326-334, Jun. 1973.
- LUCAS, R. E., JR. “Expectations and the Neutrality of Money”. *Journal of Economic Theory*, San Diego, v.4, n.1, p.103-124, abr. 1972.
- MANGANO, G. “Measuring Central Bank Independence: a Tale of Subjectivity and of its Consequences”. *Oxford Economic Papers*, n. 50, p. 468-492, 1998.
- MCCALLUM, B. T. “Crucial Issues Concerning Central Bank Independence.” *Journal of Monetary Economics*, n 39, p. 99-112, 1997.

MANKIW, N. G. “The Inexorable and Mysterious Tradeoff Between Inflation and Unemployment”, paper prepared as the *Harry Johnson Lecture* at The Annual Meeting of the Royal Economic Society, July (2002).

_____ “Macroeconomics”. Fifth Edition, Worth Publishers, 2003.

_____ *A Quick Refresher Course in Macroeconomics, Journal of Economic Literature*, vol. XXVIII, December, (1990).

_____ “Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, May, pp. 529-537 (1985).

MAZIERO, P; WERLANG S. R. C. *Política Monetária e Autonomia do Banco Central*. In: Giambiagi, F., J. Reis G.; Urani A.(orgs.): *Reformas no Brasil: Balanço e Agenda*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.

MENDONÇA, H. F. de. “Metas para a Taxa de Câmbio, Agregados Monetários e Inflação”. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v.22, n.1(85), p.34-52, jan.-mar. 2002b.

MENDONÇA, H. F. “A Teoria da Independência do Banco Central: uma Interpretação Crítica”. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 30, n. 1, p. 101-127, jan./mar. 2000.

MINSKY, H. “Stabilizing an Unstable Economy” New Haven: Yale University Press, 1986.

MINSKY, H. *Inflation, Recession and Economic Policy*, Armonk, New York: M. E. Sharpe (1982).

MISHKIN, F. S. “Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?” *Cambridge, MA: National Bureau Economic Research*, 2004. NBER, Working Paper, n. 10646.

MISHKIN, F. S. “The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy,” NBER Working Paper 9291, National Bureau of Economics Research, Inc. 2002.

MISHKIN, F. S. “Inflation Targeting in Emerging-Market Countries.” *The American Economic Review*, Boston, v.90, n.2, p.105-109, may. 2000.

MOLLO, M. L. R. The “Endogeneity of Money: Marxian and Post-Keynesian Concepts Compared” *Research in Political Economy*, 18 (1999).

MOORE, B. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge: Cambridge University Press (1988).

NEUMAYER, P. “Currencies and the Allocation of Risk: The Welfare Effect of a Monetary Union.” *The American Economic Review*, vol. 88, n. 1, (1998).

PATINKIN, D. *Money Interest and Prices*, New York, Harper and Row, (1956/1965).

_____ *Neutrality of Money. The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited (1989).

PERSSON, T.; TABELLINI G. (eds), *Monetary and Fiscal Policy*, Volume 2: *Politics*, Cambridge, MA: MIT Press, 1994b.

PERSSON, T.; TABELLINI G. *Designing Institutions for Monetary Stability. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, v. 39, 1993.

PHELPS, E.S. “Phillips Curves, Expectation of Inflation, and Optimal Unemployment Over Time” *Economica* 34, nº 135 (august 1967): 254-81.

PIGOU, A. C. *The Value of Money*. Quarterly Journal of Economics. v. 17, p. 1917.

POSEN, A. S. “Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: a Missing Link?” Oxford economic papers, n. 50, p. 335-359, 1998.

POSEN, A. S. “Declarations are not enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence”. NBER Macroeconomics Annual, v. 10, p. 253-274, 1995.

RICARDO, D. *Princípios de Economia Política e Tributação*, São Paulo: Abril Cultural, (1817/1982).

ROGOFF, K. “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”. *Quarterly Journal of Economics*, v. 100, p. 1169-89, nov. 1985.

ROMER, D. H., *Advanced Macroeconomics*, New York: McGraw-Hill, 2nd. ed., 2001.

ROTEMBERG, J. *Monopolistic Price Adjustment and Aggregate Output*, *Review of Economic Studies*, vol. 44, p. 517-531. 1982

ROUSSEAS, S. *Post Keynesian Monetary Economics*, London: Macmillan, (1986).

STUDART, R. *O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento*, em Lima, Sicsú e de Paula (1999).

SABBÁN, V. C, ROZADA M. G.; POWELL A. “A New Test for the Success of Inflation Targeting.” 2003, Mimeo.

SARGENT, T. and N. WALLACE, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic,” Federal Reserve Bank of Minneapolis *Quarterly Review*, 5(3), p. 1-17, Winter 1981.

SICSÚ, J. “Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma Proposta Pós-Keynesiana”. *Análise Econômica*, ano 21, n. 39 (2003).

_____ “Teorias e Evidência do Regime de Metas Inflacionárias”. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 1 (85), p. 23-33, jan./mar. 2002.

_____ “Credible Monetary Policy: a Post Keynesian Approach.” *Journal of Post Keynesian Economics*, EUA, v. 23, n. 4, p. 669-687, 2001.

_____ “Reputação das Autoridades Monetárias e Credibilidade das suas Políticas: uma Abordagem Pós-Keynesiana.” *Estudos Econômicos*, v. 27, n. 1, p. 5-27, 1997.

SMITHIN, J. “Controversies in Monetary Economics” – Ideas, Issues and Policy, Hants : Edward Elgar, (1994).

SVENSSON, L. E. O. “Inflation Forecast Targeting: Implementing e Monitoring Inflation Targets”. *European Economic Review*, v. 41, p. 1111– 46, 1997.

SVENSSON, L. "Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks, and Linear Inflation Contracts". *Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research*, Sept. 1995. NBER Working Paper, n. 5251.

WALLER, C. "A Bargaining Model of Partisan Appointments to the Central Bank". *Journal of Monetary Economics*, n. 29, p. 411-428, 1992.

WALLER, C. "Monetary Policy Games and Central Bank Politics". *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 21, n. 4, p. 422-431, Nov. 1989.

WALSH, C. E. "Speed Limit Policies: The Output Gap and Optimal Monetary Policy," *American Economic Review*, forthcoming, 2003.

WALSH, C. E. "Optimal Contracts for Central Bankers". *The American Economic Review*, v. 85, n. 1, Mar. 150-167, 1995a.

WICKSELL, K. *Lectures on Political Economy*, Londres: Routledge and Kegan Paul, (1906).

WU, T. Y. - "Does Inflation Targeting Reduce Inflation? An Analysis for the OECD Industrial Countries" - *Working Paper Series N° 83* - Banco Central, Maio de 2004.

VINER, J. *Studies in the Theory of International Trade*, New York: A. M. Kelley. (1937).

Banco Central do Brasil, Boletins, Atas Copom, Relatório Focus, etc. Em www.bacen.gov.br