

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO
PAULO**

Fabiana de Lima Silva

**O sistema de metas de inflação e a crítica pós-
keynesiana: uma aplicação para o Brasil**

SÃO PAULO,

2009

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Fabiana de Lima Silva

O sistema de metas de inflação e a crítica pós-keynesiana: uma aplicação para o Brasil

Dissertação apresentada à Banca Examinadora como requisito parcial à obtenção do título de MESTRE em Economia Política pela Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, sob orientação da Prof. Dra. Patrícia Helena F. Cunha.

SÃO PAULO,

2009

BANCA EXAMINADORA

AGRADECIMENTOS

Manifesto minha gratidão a todos aqueles que acompanharam, direta ou indiretamente, minha caminhada em busca de um pouco mais de conhecimento.

A todos os professores da PUC/SP, que muito contribuíram para meu aprimoramento acadêmico.

Ao professor Carlos Eduardo, que com sua cordialidade e acolhimento, teve participação importante em minha decisão de vir para São Paulo.

À professora Patrícia Cunha, agradeço a disponibilidade, comentários, sugestões e principalmente a paciência com minha mudança rumo.

À Sônia Petrohilos, pessoa maravilhosa e de uma generosidade singular, agradeço o incentivo, as palavras de apoio, por ouvir minhas inquietações e me confortar.

A todos os amigos do mestrado, agradeço a amizade, o companheirismo e cumplicidade. Nossa convivência foi muito prazerosa e de grande aprendizado para mim. Agradeço especialmente aos amigos de convivência mais próxima Adriano Sampaio, Bruno Beltrame, Daiane Alcântara, Estela Capelas, Javier Toro, Guilherme Mello, Osmar Sanches e ao quase bolsista Jorge Félix.

A todas as pessoas ligadas ao Programa de Estudos Pós Graduated em Economia Política da PUC/SP, um ambiente acolhedor, pluralista, de intenso e enriquecedor debate, no qual encontrei uma verdadeira extensão de minha casa.

À professora Cristina de Freitas e ao professor João Machado, pela participação em minha banca, pelos comentários e sugestões valiosíssimos, meu muito obrigada.

A Cláudia Kohler, Denis Santos, Natália Lion e Bárbara Oliveira pela amizade e convivência.

Ao Paulo Van Noije, meu anjinho, agradeço o carinho, a alegria, companheirismo, a leitura dos capítulos e suas sugestões sempre bem humoradas. Sua ajuda foi fundamental para que eu conseguisse chegar ao fim desta jornada.

Por último e mais importante, manifesto minha eterna e profunda gratidão aos meus pais, Antônio e Aparecida, e ao meu irmão Fábio, pelo apoio incondicional e incentivo constante. O amor de vocês que me impulsiona e me encoraja em cada desafio. Muito obrigada por acreditarem em mim e por assumirem meus sonhos como seus.

RESUMO

Este trabalho busca analisar a experiência brasileira com o sistema de metas de inflação no período de 1999 a 2007, sob a perspectiva pós-keynesiana. Para tanto, inicialmente é descrito o arcabouço teórico do novo consenso macroeconômico, que sustenta a proposição e gestão deste sistema, bem como suas implicações para as economias emergentes. Em seguida apresenta-se o entendimento da corrente pós-keynesiana sobre a política monetária e sua crítica ao sistema de metas de inflação. Por fim, faz-se uma análise do sistema de metas de inflação no Brasil, considerando a crítica pós-keynesiana. Conclui-se que o sistema de metas de inflação logrou relativo êxito em seu objetivo de estabilidade com implicações negativas em termos de crescimento do produto interno da economia. Adicionalmente, este sistema apresenta um viés anti-crescimento que mostra-se ainda mais exacerbado, dadas as peculiaridades da economia brasileira.

Palavras-chave: sistema de metas de inflação; política monetária pós-keynesiana, teoria pós-keynesiana, novo consenso, taxa de juros.

ABSTRACT

This work analyzes the Brazilian experience with the inflation targeting system from 1999 to 2007 under the post Keynesian perspective. For this purpose, the New Consensus in Macroeconomics, which supports the proposition and management of this system, is described as well as the implications for emerging economies. The second chapter presents the understanding of the post Keynesian monetary policy and its criticism to the inflation targeting system. Finally, this work analyzes the inflation targeting system in Brazil, considering the post Keynesian critique. It concludes that the system of inflation targeting achieved relative success in its goal of stability with negative implications in terms of output growth of domestic economy. In addition, this system presents anti-growth bias that shows itself even more exacerbated, given the peculiarities of the Brazilian economy.

Keywords: inflation targeting system, post Keynesian monetary policy, post Keynesian theory, New Consensus Macroeconomic, interest rate.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	7
LISTA DE FIGURAS E GRÁFICOS.....	8
INTRODUÇÃO	9
1 SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO: O NOVO CONSENSO DE POLÍTICA MONETÁRIA.....	11
1.1 Aspectos teóricos e perspectiva histórica do sistema de metas de inflação	12
1.1.1 Os fundamentos da Escola Novo-Clássica	12
1.1.2 O viés inflacionário e a tese de independência do banco central.....	18
1.2 O sistema de metas de inflação na prática.....	28
1.2.1 O novo consenso de política monetária	28
1.2.2 Operacionalidade e prática do Sistema de Metas de Inflação	31
1.2.3 O sistema de metas de inflação em países emergentes.....	39
2 A ALTERNATIVA À VISÃO CONVENCIONAL: A ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA E A CRÍTICA AO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO	46
2.1 Os fundamentos da Escola Pós-Keynesiana	47
2.1.1 A evolução do pensamento de Keynes.....	47
2.1.2 Os princípios teóricos da economia monetária de produção	50
2.1.3 A incerteza e a não neutralidade da moeda.....	54
2.2 A teoria pós-keynesiana da política monetária.....	57
2.3 A crítica pós-keynesiana ao sistema de metas de inflação	66
3 ANÁLISE DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	77
3.1 Antecedentes do Sistema de Metas de Inflação: dos impasses da estabilização sob âncora cambial ao câmbio flutuante	77
3.2 A adoção do Sistema de Metas de Inflação: arranjo institucional e modelo estrutural do BACEN	80
3.2.1 Aspectos institucionais do sistema de metas de inflação.....	82
3.2.2 Ferramentas operacionais do BACEN	84
3.3 A Experiência brasileira com o Sistema de Metas de Inflação	88
3.4 Análise do sistema de metas de inflação no Brasil, à luz do referencial teórico pós-keynesiano	99
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	123
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	127

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Meta ajustada para a inflação de 2003 e 2002.....	94
Tabela 2: Composição do IPCA 2001 a 2003.....	105
Tabela 3: Composição do IPCA em 2004.....	108
Tabela 4: Composição do IPCA em 2005, 2006 e 2007.....	114
Tabela 5: Superávit primário (% PIB): Metas e resultados.....	119

LISTA DE FIGURAS E GRÁFICOS

Figura 1: O sistema de metas de inflação como “consenso” de política monetária.....	27
Figura 2: Transmissão da política monetária segundo o BACEN.....	88
Gráfico 1: Inflação no Brasil durante o período de câmbio administrado.....	79
Gráfico 2: Desempenho do Sistema de Metas de Inflação (1999 a 2007).....	90
Gráfico 3: Taxa de crescimento real (%) do PIB de 2000 a 2007 - grupo BRIC.....	101
Gráfico 4: Índice de preços ao consumidor (%) de 2000 a 2007 - grupo BRIC.....	101
Gráfico 5: Evolução da taxa Selic (ago/1999 a dez/2002).....	103
Gráfico 6: Taxa de variação anual IPCA, IPCA monitorados e IPCA livres.....	106
Gráfico 7: PIB 1999 a 2003 (variação percentual - acumulado em 4 trimestres).....	107
Gráfico 8: Utilização da Capacidade Instalada na indústria versus Formação Bruta de Capital Fixo (2003 a 2005).....	109
Gráfico 9: Evolução da taxa Selic (jan/2003 a dez/2005).....	110
Gráfico 10: PIB 2004 e 2005 (variação percentual - acumulado em 4 trimestres).....	111
Gráfico 11: Evolução da taxa de câmbio nominal R\$/US\$ (jul/1999 a dez/2007).....	111
Gráfico 12: Evolução da taxa Selic (jan/2005 a dez/2007).....	112
Gráfico 13: Índice de taxa de câmbio frente ao dólar: Brasil demais países da América Latina (jul 2003=100).....	113
Gráfico 14: Evolução índice de preços das <i>commodities</i> . 2002 a 2007 (base jan 2002=100).....	113
Gráfico 15: Índice de Rentabilidade das Exportações. 1999-2005 (agos de 2004 = 100).....	115
Gráfico 16: Formação Bruta de Capital Fixo (%PIB). 1999 a 2007 (acumulado nos últimos 12 meses).....	116
Gráfico 17: PIB 2006 e 2007 (variação percentual - acumulado em 4 trimestres).....	117
Gráfico 18: Carga tributária como porcentagem do PIB.....	119
Gráfico 19: Dívida Mobiliária Federal- Percentual por Indexador.....	121
Gráfico 20: Taxa Selic esperada e efetiva.....	122

INTRODUÇÃO

Um dos principais debates da macroeconomia é a questão da condução da política monetária. Para os defensores do sistema de metas de inflação, notadamente os teóricos novo-clássicos e os novo-keynesianos, a política monetária deve ser baseada em regras e com objetivo único de estabilidade de preços. Segundo esta corrente, a moeda é neutra no longo prazo e o nível de atividade econômica gira em torno da taxa natural de desemprego. Desse modo, políticas discricionárias são consideradas inócuas, pois provocam somente aumento do nível geral de preços, sem qualquer alteração do nível de emprego e produto. No longo prazo, o nível de atividade é determinado pela oferta agregada.

Os opositores desse tipo de política, principalmente os pós-keynesianos, defendem que a moeda exerce um impacto real sobre a economia, seja no curto ou no longo prazo. Num ambiente permeado pela incerteza, a demanda por moeda é um comportamento preventivo e racional que, no entanto, afeta também a demanda por bens e serviços. A política monetária é considerada um importante instrumento para se promover o pleno emprego e não deve ser subutilizada com o objetivo exclusivo de controlar o nível geral de preços.

No Brasil, o regime de metas para a inflação foi adotado em 1999, após o colapso do sistema monetário baseado na ancoragem cambial. Para o governo e para o banco central, a economia precisava de uma nova âncora nominal e o sistema de metas de inflação foi considerado a melhor estratégia para garantir a estabilidade de preços.

Em uma avaliação geral, o sistema de metas de inflação no Brasil alcançou relativo sucesso em seu objetivo: a taxa média de inflação medida pela IPCA para o período de 2000 a 2007 foi de 7,0%.

Contudo, para pós-keynesianos, a de sistemática de metas de inflação possui um viés anti-crescimento, pois implica na manipulação da taxa de juros em nível maior que aquele condizente com o pleno emprego.

O objetivo deste trabalho é analisar criticamente o sistema de metas de inflação no Brasil sob a perspectiva pós-keynesiana. Mais especificamente, estudaremos as implicações do sistema de metas de inflação, considerando as peculiaridades da economia brasileira.

O primeiro capítulo descreve os fundamentos históricos e teóricos da escola novo-clássica, a prática e operacionalidade desse tipo de política monetária, bem como suas implicações para economias emergentes. O segundo capítulo apresenta a crítica ao

arcabouço teórico do sistema de metas de inflação, à luz da abordagem pós-keynesiana, incluindo os conceitos de credibilidade e reputação da autoridade monetária e sobre a questão da independência de metas e instrumentos do Banco Central. O terceiro e último capítulo faz uma descrição da experiência brasileira com o sistema de metas de inflação e uma análise crítica da mesma sob o argumento teórico no qual este trabalho se apóia.

1 SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO: O NOVO CONSENSO DE POLÍTICA MONETÁRIA

Atualmente, o regime de metas de inflação tem norteado a condução da política monetária de vários países no mundo. Desde a implementação pioneira da Nova Zelândia, em 1990, a política monetária pautada em regras e com o objetivo primordial de estabilidade do nível de preços expandiu-se entre os bancos centrais, seja em países desenvolvidos ou em desenvolvimento. Construído sob o arcabouço teórico novo-clássico, o sistema de metas de inflação recebeu posteriormente a adesão dos economistas novo-keynesianos.

O relativo consenso em torno da superioridade desse modelo de política monetária baseia-se na idéia de que os *policymakers* têm um incentivo, especialmente nos ciclos eleitorais, de explorar o *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego, isto é, diminuir o desemprego abaixo de sua taxa natural, em troca de um pouco mais de inflação. O viés inflacionário da política econômica causaria flutuações deletérias e desnecessárias, uma vez que altera somente o nível de preços, sem nenhum efeito de longo prazo nas variáveis reais, como produto e o emprego, que dependeriam, dentre outros fatores, do padrão tecnológico e da produtividade do capital e do trabalho. Sob essa ótica, a moeda é neutra e a política monetária deve ter como objetivo único o controle da inflação. O comprometimento irrestrito com uma meta para a inflação anularia o viés inflacionário. Para efeito, delega-se a política monetária a um banco central independente operacionalmente para alcançar a estabilidade de preços. Neste sistema, a taxa de juros é balizada de acordo com a meta de inflação estipulada, representando o principal instrumento de política monetária.

A despeito de algumas diferenças em relação ao arranjo institucional e flexibilidade das regras, observa-se na literatura econômica convencional contemporânea a preponderância dessa forma de condução da política monetária. Ao estipular metas para o nível geral de preços, a autoridade monetária busca ancorar as expectativas inflacionárias dos agentes de forma que a inflação efetiva seja igual à inflação esperada. O sucesso de tal política depende da credibilidade da autoridade monetária, ou seja, da percepção dos agentes quanto ao comprometimento do banco central com a meta e se ela é sustentável. A estratégia contempla o anúncio prévio de uma meta de crescimento para um determinado índice de inflação, transparência das ações e comunicação constante com os agentes.

Este capítulo apresenta os pressupostos teóricos e aspectos históricos que alicerçam o sistema de metas de inflação. Em seguida, faz-se uma descrição de suas características principais, da operacionalidade e prática, bem como as implicações para as economias emergentes.

1.1 Aspectos teóricos e perspectiva histórica do sistema de metas de inflação

1.1.1 Os fundamentos da Escola Novo-Clássica

O regime de metas de inflação encontra sustentação no arcabouço teórico da Escola Novo-Clássica. Esta corrente foi inaugurada no final da década de 1970, a partir dos escritos de Lucas (1972), Sargent & Wallace (1975, 1976), à qual contribuíram mais tarde Kydland & Prescott (1977) e Barro & Gordon (1983). Tal abordagem tem suas raízes na Escola de Chicago, liderada por Milton Friedman.

Friedman e seus seguidores defendiam explicitamente a primazia da estabilidade de preços como objetivo central da política monetária e o mecanismo de regras na condução da mesma, em detrimento do discricionarismo. A partir da idéia de taxa natural de desemprego e de expectativas adaptativas dos agentes econômicos, Friedman, juntamente com Phelps, desenvolveu uma nova versão para a Curva de Phillips¹.

A taxa natural de desemprego, conforme definição do próprio Friedman (1968),

[...]é o nível que seria produzido pelo sistema walrasiano de equações de equilíbrio geral, desde que nelas sejam embutidas as reais características estruturais dos mercados de trabalho e de mercadorias, inclusive as imperfeições de mercado, a variabilidade estocástica nas ofertas e demandas, o custo de reunir informações sobre postos de trabalhos vagos e disponibilidades de mão-de-obra, os custos de mobilidade e assim por diante². (FRIEDMAN, p. 259, 1968)

A idéia de expectativas adaptativas se baseia no entendimento de que os agentes econômicos balizam suas escolhas correntes tendo como base suas expectativas formadas a partir do comportamento dos preços observados no passado, ou seja, são formadas de forma adaptativa. O efeito prático desta idéia é que a inflação esperada pelos agentes no período t

¹ A Curva de Philips original estabelecia um *trade-off* permanente entre inflação e desemprego.

² Friedman esclarece que a taxa natural de desemprego não é imutável. Ela pode variar devido a mudanças institucionais no mercado de trabalho e pode apresentar valores diferentes entre os países.

(π_t^e) está diretamente relacionada à inflação observada nos períodos anteriores $(\pi_{t-1}, \pi_{t-2}, \pi_{t-3} \dots)$

Na Curva de Phillips versão Friedman, a variável relevante é a variação da inflação. Segundo o autor, a Curva de Phillips apresenta inclinação negativa somente no curto prazo, devido aos erros no processo de formação das expectativas dos agentes. O *trade-off* temporário é entre a taxa de desemprego e a variação na taxa de inflação esperada. No longo prazo a Curva de Phillips é vertical.

[...] o afastamento da taxa de desemprego efetiva em relação à taxa natural não se sustenta, a não ser com mais expansão monetária, e portanto mais inflação. Dessa forma, qualquer tentativa de afetar a taxa real de desemprego através de uma política de juros mais baixa que a taxa natural tem impactos temporários sobre a renda real e impactos mais duradouros sobre as expectativas inflacionárias. (MADI, M. A. C. p. 227 in CARNEIRO, 2003)

A partir do entendimento dos impactos do ativismo monetário, Friedman constrói sua argumentação em favor de regras rígidas na condução da política monetária. Para o autor, as instabilidades econômicas resultavam principalmente de intervenções governamentais. Devido às defasagens interna e externa³, a política monetária pode causar um aprofundamento das flutuações cíclicas.

A razão para a propensão a reagir além do necessário parece clara: o fato de as autoridades monetárias não levarem em conta o hiato entre suas ações e os efeitos subsequentes da economia. Elas tendem a determinar suas ações pelas condições de hoje – mas suas ações só vão afetar a economia seis, ou nove, ou doze, ou quinze meses mais tarde. Portanto, elas vêm impelidas a pisar no freio ou no acelerador – dependendo do caso - com força excessiva. (FRIEDMAN, p. 268, 1968)

As reflexões de Friedman contra-atacaram a crítica keynesiana ao reforçar os postulados clássicos e sugerir que a Grande Depressão dos anos 30 foi resultado da contração da oferta de moeda pelo governo americano. Na mesma linha de pensamento, a elevação acentuada do nível geral de preços observada ao longo da década de 1960 estaria relacionada à excessiva taxa de expansão monetária em 1953 e 1954 e em 1959 e 1960. (FRIEDMAN, 1968).

³ A defasagem interna corresponde ao período entre a ocorrência de um choque e a tomada de medidas por parte das autoridades; a defasagem externa é intervalo de tempo entre a adoção da medida e o surgimento de seus efeitos. (MODENESI, 2005)

Friedman defendia que os *policymakers* deveriam abster-se de qualquer intervenção na economia, impedindo que a própria moeda seja fonte de perturbações. A condução da política monetária deveria seguir uma regra fixa para uma variável que a autoridade possa de fato controlar, qual seja, o estoque monetário.

A ênfase de regras rígidas na condução da política monetária inspirou políticas baseadas em metas para algum agregado monetário em diversos países durante a década de 1970. Outros utilizaram regra para taxa de câmbio como âncora nominal para a inflação⁴. No entanto, tais políticas fracassaram e foram gradualmente abandonadas. No caso das metas monetárias, o insucesso se deveu principalmente à instabilidade da velocidade de circulação da moeda que prejudicava a previsibilidade da relação entre os agregados monetários e o nível geral de preços. Ademais, o processo de inovações financeiras tornou esta relação bastante frágil. As âncoras cambiais foram abandonadas, na maioria dos casos, em virtude da incapacidade das autoridades monetárias em acomodar os choques causados pelos fluxos especulativos de capital na década de 1990.

Embora possua vinculação com a escola monetarista, a Escola Novo-Clássica apresenta diferenças substanciais em relação à abordagem inaugurada por Friedman. Os teóricos novo-clássicos compartilham com os monetaristas a hipótese da taxa natural de desemprego e da neutralidade da moeda no longo prazo. Por outro lado, se distanciam desses últimos em 3 aspectos. O primeiro aspecto diz respeito ao mecanismo de formação das expectativas; o segundo se refere à hipótese de equilíbrio contínuo dos mercados; por último, os teóricos novo-clássicos apresentam uma versão particular para explicar o comportamento da oferta agregada.

A Escola Novo-Clássica sustenta que o mecanismo de formação das expectativas dos agentes não se baseia somente na experiência passada (*backward looking*), como descrito pelas expectativas adaptativas. Ao contrário, os agentes buscam antecipar eventos futuros (*forward looking*) de maneira racional, condicionando à experiência passada ao

⁴ O regime de metas cambiais consiste em atrelar o valor da moeda doméstica à moeda de um país com inflação reduzida através do câmbio. Assim, a taxa de variação dos preços dos bens transacionáveis fica subordinada à inflação externa. Este regime requer um volume de reservas suficiente para ancorar as expectativas quanto à taxa de câmbio futura. A principal desvantagem é que a autoridade monetária fica incapaz de exercer o poder discricionário pelo comprometimento de manter a paridade do câmbio em relação à moeda-âncora. Sob câmbio fixo e plena mobilidade de capitais, uma política monetária expansionista, por exemplo, não tem efeito sobre o nível de produto (Trindade Impossível). Isso porque a queda na taxa de juros provoca saída de capitais, o que leva a autoridade monetária a intervir vendendo divisas e retirando moeda doméstica de circulação. No final do processo, a taxa de juros volta ao nível inicial e o volume de reservas externas é menor que o nível anterior.

conjunto de todas as informações disponíveis. Nesta abordagem, os agentes são cientes quanto ao mecanismo prático de funcionamento da economia e usam o conjunto de informações disponíveis na tomada de decisões, considerando todas as possíveis conseqüências das mesmas e de forma a evitar erros passados. O conjunto de informações se refere ao pleno conhecimento das características das variáveis econômicas relevantes, as ações de política econômica já feitas, em curso e a realizar, as estratégias regulares dos *policymakers* e o mecanismo de funcionamento dos mercados financeiros, de bens e serviços.

O conceito de expectativas racionais foi apresentado inicialmente por Muth (1961) no artigo “*Rational Expectations and the Price Movements*” e posteriormente incorporado à análise macroeconômica através dos trabalhos de Lucas (1972), Sargent e Wallace (1975,1976). As idéias difundidas por tais autores representavam um aperfeiçoamento metodológico importante em relação às expectativas adaptativas dos monetaristas. De fato, o entendimento das expectativas adaptativas se mostrava pouco lógica, pois considerava que os agentes não incorporavam as informações correntes em suas decisões, não conseguiam estabelecer um processo de aprendizado e nem que pudessem revisar suas expectativas, incorrendo em erros sistemáticos e na mesma direção, ou seja, de forma viesada. Muth (1961) sugeriu que cada agente possuía uma distribuição subjetiva de probabilidades para prever o comportamento das variáveis econômicas, ponderada pelas informações disponíveis. O termo “racional” expressa o comportamento dos agentes que maximizam suas funções de utilidade através desse processo. Se o conjunto de informações é completo para todos, a média das expectativas de todos os agentes coincide com o comportamento efetivo das variáveis. (CARVALHO, 2000)

Assim, a expectativa de inflação é dada pela esperança matemática da inflação no período t , ponderada pelo conjunto de informações disponíveis; como este é completo, a expectativa de inflação seria igual à efetiva.

O modelo de equilíbrio geral walrasiano é outro pressuposto-chave da Escola Novo-Clássica. Segundo este modelo, a flexibilidade total dos preços e ação otimizadora dos agentes, cada qual buscando maximizar suas funções-objetivo, possibilita a equalização entre oferta com a demanda através do ajustamento de preço, assegurando automaticamente o equilíbrio. Este equilíbrio é também eficiente no sentido de Pareto, ou seja, quando todos os possíveis ganhos de troca foram completamente exauridos e o sistema encontra-se em posição estável.

Em um sistema de equilíbrio geral só os preços relativos importam. Neste sentido, de acordo com Lucas (1972), o conjunto de informações é fundamental para explicar o comportamento da oferta agregada. Diante de um aumento da inflação, todos os preços se elevam na mesma proporção, de forma a manter constante os preços relativos. No entanto, as firmas não têm certeza de que se encontram diante de um aumento geral dos preços ou de um aumento do seu preço relativo. No primeiro caso, a reação racional-maximizadora da firma seria manter inalterado o nível de produção. No segundo caso, a reação consistiria em contratar mais trabalhadores e elevar a produção. Do mesmo modo, se a firma acredita que houve uma queda do seu preço relativo, isto poderia resultar em queda do produto agregado. Em resumo, as firmas possuem um problema de “extração de sinal”, pois não conseguem distinguir corretamente uma mudança geral de preços de uma mudança de preços relativos. Uma ação por parte das autoridades monetárias que surpreenda os agentes econômicos pode fazer com que o produto (e o emprego) se desvie de sua taxa natural. Sendo assim, apenas quando há informação perfeita é que a neutralidade da moeda valeria também para o curto-prazo.

If the factor disturbing the economy is exclusively monetary, then current price will adjust proportionally to changes in the money supply. Money is neutral in the short run, in the classical sense that the equilibrium level of real cash balances, employment, and consumption will remain unchanged in the face even of unanticipated monetary changes. [...] If, on the other hand, the forces disturbing the economy are exclusively real, the money supply being held fixed, disturbances will have real consequences.

[...] monetary changes have real consequences only because agents cannot discriminate perfectly between real and monetary demand shifts. Since their ability to discriminate should not be altered by a proportional change in the scale of monetary policy, intuitions suggest that such scale changes should have no real consequences. (LUCAS, 1972)

Se os agentes são racionais e se os mercados estão em equilíbrio contínuo, a moeda só poderá afetar o lado real da economia se o conjunto de informações não é completo para todos os agentes. Em outras palavras, na presença de informação imperfeita, tem-se a não neutralidade da moeda no curto prazo.

É a introdução das expectativas racionais e dos fundamentos microeconômicos na análise macroeconômica que estabelece o distanciamento entre as abordagens de Lucas e a de Friedman.

A centralidade da racionalidade tem resultados ainda mais fortes na análise da dinâmica macroeconômica presente nos trabalhos de Sargent e Wallace (1976). A partir das

inovações teóricas propostas por Lucas (1972), esses autores sustentavam que, dada a expectativa quanto à variação do estoque de moeda, o público é capaz de inferir corretamente a trajetória das outras variáveis econômicas. Além disso, a percepção pública quanto ao comportamento dos *polycymarkers* é tão acurada que qualquer mudança na forma de condução da política econômica é facilmente incorporada nas expectativas dos agentes. Neste modelo de expectativas completamente racionais, políticas anti-cíclicas são ineficazes para alterar variáveis reais, exceto se tal política surpreender os agentes.

In this system, there is no sense which the authority has the option to conduct countercyclical policy. To exploit the Phillips curve, it must somehow trick the public. But by virtue of the assumption that expectations are rational, there is no feedback rule that the authority can employ and expect to be able systematically to fool the public. This means that the authority cannot expect to exploit the Phillips curve even for one period. (SARGENT & WALLACE, p. 13, 1976)

O estoque monetário depende de dois fatores: um componente sistemático (ou uma regra de *feedback*) dado pelo desvio da taxa natural de desemprego do seu nível natural no período anterior e por um fator conhecido somente pela autoridade monetária. Se o componente sistemático é incorporado nas expectativas dos agentes, a taxa natural de desemprego só poderá desviar de seu nível natural devido a 3 fatores: i) uma variação não antecipada do estoque monetária; ii) choque de demanda; iii) choque de oferta. Assim, a variação surpresa da oferta de moeda pode causar impactos reais na economia. No entanto, seus efeitos se restringem a um curto prazo, pois a moeda é neutra no longo prazo. As flutuações econômicas mais duradouras seriam conseqüências de choques exógenos de oferta, como por exemplo, alterações no padrão tecnológico ou na produtividade do capital ou do trabalho. (MODENESI, 2005)

Em resumo, na medida em que os agentes racionais conseguem incorporar instantaneamente qualquer informação, a política monetária é ineficaz, inclusive no curto prazo. De acordo com essa proposição, a moeda não é apenas neutra, é superneutra.

A aceitação das proposições novo-clássicas foi favorecida pelo questionamento da capacidade do pensamento econômico até então dominante em explicar o fenômeno de estagflação (inflação combinada com desemprego) observada ao longo da década de 1970 na maioria dos países. Segundo a Escola Novo-Clássica, o aumento da taxa natural de desemprego se deveu ao choque negativo na oferta de petróleo em 1973. O ativismo

monetário empreendido à época não teve outro efeito a não ser elevar o nível geral de preços.

1.1.2 O viés inflacionário e a tese de independência do banco central

Sob a égide do arcabouço teórico novo-clássico, vários economistas direcionaram suas pesquisas para o estudo das práticas de política monetária. Kydland & Prescott (1977) desenvolveram a teoria da inconsistência dinâmica, que se tornaria o elemento chave do argumento novo-clássico para a defesa do uso das regras na gestão da política monetária.

Na análise desses autores, o gestor de política econômica controla as taxas de inflação e desemprego, via administração da política de demanda agregada, a fim de minimizar a função de perda de bem estar social. Além disso, considera-se que aumentos não antecipados do nível de preços aumentam o nível de produto real, em consonância com o modelo expectacional da Curva de Phillips.

Em determinado período t , o governo anuncia a taxa de inflação que será implementada no período $t + 1$, consistente com a política ótima que minimiza a função perda de bem-estar social. As decisões dos agentes serão tomadas com base na performance econômica esperada, condizente com a taxa de inflação anunciada. Porém, no período $t + 1$, a política anunciada em t não é mais a escolha ótima, pois as expectativas já estão formadas. O *policymaker* tem incentivo a reduzir o desemprego abaixo de seu nível natural, uma vez que ele não está sujeito às mesmas restrições do período anterior. Em cada período de tempo t , a escolha ótima é a melhor escolha, dada a situação corrente. O incentivo de alterar a política original torna esta mesma política inconsistente no tempo⁵.

Para Kydland & Prescott (1977), a aplicação do controle ótimo no contexto de expectativas racionais é ótima no curto prazo, mas inconsistente e ineficiente no longo prazo. “Fazer o melhor, dada a situação atual” produzirá inflação excessiva e o desemprego não estará muito abaixo do que seria se a taxa de inflação estivesse no nível socialmente ótimo. A política discricionária é inferior e seu uso se deve a falta de mecanismos que induza os *policymakers* a considerarem os efeitos futuros de suas políticas. Segundo estes autores, uma possível solução para este problema consistiria na criação de um arranjo institucional que dificultasse o acionamento do viés inflacionário, como por exemplo, uma legislação de regras rígidas para as políticas monetária e fiscal a serem aplicadas por um

⁵ Para detalhes ver Romer (2006)

período determinado de tempo. Tais regras devem ser de conhecimento público e fácil entendimento, permitindo identificar quando as mesmas não forem cumpridas.

We find that a discretionary policy for which policymakers select the best action, given the current situation, will not typically result in the social objective function being maximized. Rather, by relying on some policy rules, economic performance can be improved. In effect this is an argument for rules rather than discretion, but, unlike Friedman's (1948) argument, it does not depend upon ignorance of the timing and magnitude of the effects of policy. (KYDLAND & PRESCOTT, p. 474, 1977)

Para a teoria novo-clássica, o sucesso da política monetária depende da sua credibilidade. Uma política goza de credibilidade se os agentes privados acreditam que o *policymaker* não sucumbirá aos incentivos de rompimento das regras. (SICSÚ, 1999). Já nas palavras de Mendonça (p. 47, 2002) “uma política inspirará maior credibilidade se ela sinalizar aos agentes uma chance reduzida da ocorrência de inconsistência temporal”.

Barro & Gordon (1983) sugeriram que o próprio mecanismo de interação entre o *policymaker* e o público cria incentivos subjetivos para que a condução da política seja consistente no tempo. A lógica desse mecanismo se baseia na idéia de reputação. Na análise desses autores, a política econômica, seja fiscal ou monetária, é conduzida ao longo do tempo e não de uma vez por todas. Existem pelo menos 2 períodos consecutivos sob gestão do mesmo *policymaker*. Não somente os agentes procuram prever a conduta do *policymaker*, como este se preocupa com as conseqüências futuras de suas ações. A possibilidade de julgamento *ex-post* por parte dos agentes privados sobre comportamento do *policymaker* faz com que este considere, *ex-ante*, a maneira com que suas ações irão afetar as expectativas dos agentes e assim, o desempenho da economia.

No modelo Barro & Gordon mais simples, de 2 períodos, os agentes privados não têm certeza quanto às preferências do gestor público, isto é, não sabem *a priori* que se trata de um *policymaker* conservador ou um que tolere um pouco mais de inflação em troca de menor desemprego. Somente através da observação da conduta do *policymaker*, que o público poderá formar opinião e expectativas. Por outro lado, o *policymaker* é ciente que suas atitudes são passíveis de julgamento e punição e por isso mesmo envolvem uma troca intertemporal entre benefícios correntes de menor desemprego e os custos futuros de uma inflação mais alta e sem alteração do produto. Diante deste quadro, o gestor público ficará

inibido de usar a discricionarismo em favor de sua reputação⁶. Para Barro & Gordon, a própria interação dinâmica entre público e governo fará com que a política econômica seja consistente no tempo sem a necessidade de comprometimento formal ou alguma regra fixa.

Assim, há um custo futuro que é a contrapartida do benefício corrente. Esse custo constitui-se numa força inibidora da capacidade discricionária, chamada força reputacional – tal força pode inclusive ser, na visão de Barro & Gordon, uma substituta perfeita das *commitment technologies*; o viés inflacionário dos *policymakers* seria amainado pelas forças reputacionais. (SICSÚ, p. 288, 1999)

Dentre as propostas de solução da problemática do viés inflacionário, o modelo Barro e Gordon (1983) não obteve a mesma repercussão que a sugestão apresentada por Rogoff (1985)⁷. Segundo este autor, o viés inflacionário poderia ser eficientemente anulado se a condução da política monetária for delegada *ex-ante* a um indivíduo com maior aversão à inflação que a média da sociedade. Uma vez que as expectativas são formadas, a independência implica na impossibilidade de o dirigente conservador ser destituído *ex-post* do cargo. Portanto, o arranjo institucional ideal demandaria a independência de objetivos e instrumentos para o banco central, o que isolaria a política monetária da influência inflacionária do *policymaker*, garantindo a harmonização entre o curto prazo e longo prazo.

A análise de Rogoff inspirou uma vasta literatura teórica e empírica em prol da independência do banco central. Além do viés inflacionário, essa abordagem incorporou também os argumentos da teoria dos ciclos políticos, segundo a qual os políticos tendem a usar a política monetária em duas circunstâncias: no caso da dominância da autoridade fiscal sobre a monetária e nos ciclos eleitorais. No primeiro caso, o governo força a autoridade monetária a financiar o déficit público via emissão monetária, haja vista que o recurso alternativo (elevação dos impostos) é anti-popular. No segundo caso, o governo pode pressionar a autoridade monetária a usar política monetária para aumentar o produto, explorando o *trade off* de curto prazo entre inflação e desemprego, especialmente em períodos próximos ao pleito eleitoral. O viés inflacionário é acionado como medida

⁶A idéia de reputação parece mostrar-se como pré-condição para credibilidade: "... se por exemplo o BC ao longo de sua história obteve êxito no combate à inflação (o que implica conquista de reputação) os agentes acreditam que o BC terá sucesso no controle da inflação, o que, por sua vez, denota alto grau de credibilidade." (MENDONÇA, p. 106, 2000)

⁷ Sobre o modelo Barro & Gordon, Blinder afirma: "Em círculos de bancos centrais, é visto como óbvio que a acumulação e destruição do capital de reputação se parece mais com expectativas adaptativas do que racionais – têm uma defasagem em relação à realidade."(BLINDER, p. 63, 1999)

populista para favorecer a reeleição do grupo político no poder ou a eleição de candidatos ligados a esse grupo^{8 9}.

A independência do banco central na formulação de objetivos e no uso de instrumentos para alcançá-los, segundo seus proponentes, confere maior credibilidade à política monetária, já que sob esse arranjo, a autoridade monetária teria liberdade e facilidade de conduzir a política econômica sem a interferência de pressões políticas de qualquer ordem. Nesta circunstância, independência de objetivos implica independência de instrumentos, mas o contrário não se verifica. Independência de instrumentos, também chamada independência operacional, pressupõe ausência de dominância fiscal (Fischer, 1995 *apud* Mendonça, 2000). Em outros termos, “a conduta da política monetária não pode ser ditada por constrangimentos de ordem fiscal [...]o governo deve ser capaz de alavancar recursos necessários à sua gestão sem fazer uso da *seignorage*” (FERREIRA & JAYME JÚNIOR, 2005).

A partir de meados da década de 1980, a tese de independência do banco central ganhou destaque não somente nos meios acadêmicos como também no meio político. A experiência inflacionária e de recessão, observada na maioria dos países a partir do choque do petróleo de 1973, combinada com a falência do sistema de Bretton Woods, contribuíram para a mudança na orientação das políticas econômicas.

Se ao longo das décadas de 1950 e 1960 havia tolerância com a inflação associada às práticas fiscais e monetárias de cunho keynesiano, no final da década de 1970, a elevação do patamar inflacionário no mundo tornou-se o maior problema para o equilíbrio macroeconômico e a instabilidade dela derivada passou a ser vista como fator impeditivo do crescimento econômico. Enquanto o mundo atravessava a chamada “década perdida”, o bom desempenho econômico da Alemanha, que já possuía um banco central (*Bundesbank*) altamente independente, reforçou sobremaneira essa tendência. Daí a ênfase na estabilização monetária e a crescente importância dada ao papel do banco central como a única instituição capaz de salvaguardar o poder de compra da moeda, da qual depende o desempenho de toda a economia.

⁸ Para maiores detalhes sobre ciclos políticos e econômicos, consultar: Alesina (1989 e 1995), Hibbs (1977), Nordhaus (1975), Waller (1989)

⁹ Segundo Cukierman (1996), os incentivos para o viés inflacionário também podem ser diferentes entre os países industrializados e em desenvolvimento. Para os primeiros, as considerações sobre emprego são mais relevantes. Para os últimos, a senhoriagem e o financiamento de déficits orçamentários são mais importantes.

A alteração no *status quo* rumo ao consenso relativo quanto à preponderância do controle da inflação e ao efeito positivo da independência do banco central no alcance desse objetivo pode ser ilustrada pelo significativo número de países que realizaram alterações nas legislações de forma a tornar a autoridade monetária mais independente. À época da assinatura do Tratado de *Maastrich*, em 1991, para os países que pleiteavam a entrada na União Monetária Européia, uma das condições era que o país fortalecesse a independência de seu banco central. Além disso, o Tratado recomendava explicitamente que os bancos centrais deveriam ter como objetivo central a manutenção da estabilidade monetária (CUKIERMAN, 1996).

A literatura empírica proporcionou argumento adicional aos defensores da tese. Vários estudos mostram que, na média, países cujos bancos centrais são mais independentes apresentam taxas de inflação mais baixas.

Diferentes critérios foram usados para medição da independência do banco central. Nos países desenvolvidos, índices de independência baseados na legislação revelam-se variáveis bem próximas ao grau de independência. Já nos países em desenvolvimento, em que o cumprimento das leis é geralmente insatisfatório, variáveis associadas ao comportamento e independência observável dos bancos centrais, mostram-se mais significativos que índices legais (CUKIERMAN, 1996).

Os resultados mostraram que nível de inflação e variabilidade da inflação se relacionavam negativamente com o grau de independência legal dos países industrializados (Cukierman 1992; Cukierman, Webb e Neyapti 1992; Alesina e Summers 1993; Grill, Masciandaro e Tabelinni 1991). Como era de se esperar, essa relação não é evidente nos países em desenvolvimento (Cukierman 1992; Cukierman, Webb e Neyapti 1992)

A relação entre rotatividade dos presidentes do banco central e a inflação mostrou-se positiva e robusta para o caso dos países em desenvolvimento e nula para os países desenvolvidos (Cukierman 1992; Cukierman, Webb e Neyapti 1992). Nenhum trabalho mostrou uma evidência robusta entre crescimento econômico e independência do Banco Central¹⁰.

¹⁰ É interessante e necessário destacar que a literatura empírica a favor da tese de independência do Banco Central apresenta fragilidade metodológica e de resultados reconhecida pelos próprios autores. Cukierman, Webb & Neyapti (1992) recomendam cautela no uso dos resultados, pois os indicadores são incompletos e cheios de ruídos. Alesina & Summers (1993) sugerem análise empírica mais detalhada, uma vez que os dados foram explorados de forma superficial. Assim, a tese de independência do Banco Central permanece fundamentada mais em argumentos teóricos e políticos do que empíricos. (MODENESI & MODENESI, 2005)

O principal ponto de divergência entre os defensores da tese de independência do banco central diz respeito ao conceito de independência e ao *trade off* entre o viés inflacionário e estabilização subótima. No arranjo institucional proposto por Rogoff - respaldado por Cukierman (1992, 1996) Cukierman; Cukierman, Webb e Neyapit (1992); Alesina (1989) - o conceito de independência é usado em seu sentido amplo, refere-se à independência de objetivos e instrumentos, isto é, liberdade para formular as metas da política monetária e autonomia para executá-las.

Os críticos desse modelo sustentam que delegação da condução da política monetária a um tecnocrata não eleito e conservador implica em uma estrutura extremamente arbitrária e sem flexibilidade para reagir de forma ótima aos choques de oferta. Para esta abordagem, as instituições responsáveis pela execução de políticas públicas devem não somente corresponder às preferências da sociedade como também submeter-se ao escrutínio público, mesmo que indiretamente. O arranjo institucional ideal seria aquele em que o governo, na condição de representante dos cidadãos e de suas preferências, determina os objetivos de política monetária e encarrega o banco central a tarefa de buscar tais objetivos, com liberdade de execução. Neste caso, o conceito de independência se refere à autonomia operacional. Sustenta-se que o conservadorismo extremado anula a possibilidade de discernimento e bom senso do uso da política monetária. Isso impediria a coordenação de políticas públicas, acarretando custos sociais elevados, especialmente em períodos de recessão¹¹.

Dentre os modelos alternativos ao conservadorismo *a la* Rogoff, Persson e Tabellini (1994) sugeriram uma solução que resgata a idéia de Kydland & Prescott de uma tecnologia de comprometimento e incentivos que faça com que a autoridade monetária internalize corretamente os efeitos de suas escolhas sobre as expectativas de inflação. Um exemplo consistiria em fazer com que o salário do presidente do banco central variasse inversamente à inflação (BLINDER, 1999). De modo similar, Walsh (1995), propôs um contrato entre o governo e o banco central que permite a maximização do bem-estar social e ao mesmo tempo elimina o viés inflacionário.

¹¹ Lohman (1992) sugere que o modelo Rogoff poderia ser aprimorado se admitisse, em ocasiões excepcionais, como num choque de oferta, a hipótese de o governo revogar a decisão de um dirigente de Banco Central muito conservador. Tal medida deveria ser permitida se o governo assumisse o ônus dessa atitude. Segundo o autor, a possibilidade de ter uma medida ignorada seria suficiente, no equilíbrio, para que o dirigente do Banco Central não cometesse erros na "dosagem" de conservadorismo. No entanto, a proposta mostra fragilidade no aspecto lógico por tratar como independente um Banco Central sujeito a tal constrangimento.

Walsh (1995) sugeriu um contrato linear ótimo em que o principal (governo) oferece benefícios para o agente (banco central), se este atingir os objetivos e punições no caso de descumprimento. O exemplo usado pelo autor consiste em contrato em que a remuneração do dirigente do Banco Central varie linearmente ao cumprimento (descumprimento) de metas para a inflação, mas que preserve a discricionariedade no caso de choques de oferta. O autor ressaltou ainda que para a credibilidade deste arranjo, o conjunto de penalidades deveria ser determinado previamente à realização dos contratos

Svesson (1997a), apontou dificuldades práticas e políticas de implementação do modelo de contrato de Walsh (1995). A dificuldade prática refere-se ao fato de que a função objetivo do banco central incorpora dois componentes essencialmente diferentes: um componente de custo, medido em unidades monetárias, e um componente medido em unidades de utilidades¹². No aspecto político, a dificuldade se deve ao fato de que a remuneração mais alta do dirigente do banco central, por estar relacionada à inflação mais baixa, pode gerar descontentamento no público, se ela estiver associada a um maior desemprego (SVESSON, 1997). Além disso, Svesson demonstrou que a delegação da política monetária pautada em metas de inflação pré-determinadas e amplamente divulgadas, alcança o mesmo nível ótimo de bem-estar social do contrato de Walsh, sem as dificuldades práticas e políticas supracitadas. Na prática, o autor propôs um arranjo que incluía tanto elementos do modelo de Rogoff (delegação) quanto elementos do modelo Walsh (metas de inflação).

No arranjo de Svesson (1997a), a preferência da sociedade entre inflação e desemprego corresponde a uma função de perda social, quadrática na inflação e no desemprego. Estipula-se uma meta explícita para a inflação e uma meta implícita, mas conhecida, para o emprego e delega-se a condução da política monetária a um banco central independente operacionalmente para minimizar essa função de perda de bem estar social, sem interferência de outros interesses do governo. O sucesso de tal política pressupõe alto grau de transparência, responsabilização e prestação de contas a sociedade

O regime de política monetária baseada em metas para a inflação surge então como solução da discussão teórica sobre o melhor arranjo institucional capaz de garantir

¹²Blinder (1999) manifesta ceticismo quanto à eficácia desse tipo de contrato. O autor argumenta, através de experiência própria, que no mundo prático, a possibilidade de ter seu salário reduzido em virtude de um aumento da inflação não representa grande incentivo para um dirigente de banco central, já que ele está voluntariamente abrindo mão de um alto salário no mercado financeiro ou como executivo para prestar um serviço público.

credibilidade para a política monetária. Uma vez que esta prescrição de regime é o resultado do debate interno da Escola Novo-Clássica, ele assume, portanto, todos os seus pressupostos: a existência de uma taxa natural de desemprego; equilíbrio contínuo de mercado, com flexibilidade de preços e salários; neutralidade da moeda no curto e longo prazo; Curva de Phillips expectacional (ou similarmente, oferta agregada descrita pela curva de oferta de Lucas).

Paralelamente, tem-se a emergência de um Novo Consenso Macroeconômico, formado pelos economistas novo-clássicos e novos-keynesianos. O novo consenso está baseado em 3 pilares principais: i) políticas macroeconômicas (fiscal e monetária) são potencialmente desestabilizadoras e incapazes de afetar o lado real da economia no longo prazo; ii) a política monetária deve ter como único objetivo a estabilidade do nível geral de preços, condição necessária para o crescimento econômico; iii) o nível de atividade econômica flutua em torno na NAIRU (*non accelerating inflation rate of unem ployment*). (SETTERFIELD, 2006; ARESTIS & SAWER, 2002; LAVOIE, 2006; NEVES & OREIRO, 2008).

Da sobreposição do Novo Consenso Macroeconômico com o aprimoramento teórico da tese de independência do banco central, tem-se o novo consenso de política monetária, baseada no sistema de metas de inflação e na taxa de juros como instrumento principal¹³. Neste contexto, faz-se necessário elucidar algumas questões.

No debate regras versus discernimento, monetaristas da Escola de Chicago e teóricos novo-clássicos, estiveram do mesmo lado do embate. Apesar da divergência de argumentos na defesa do uso de regras, ambas as escolas teóricas compartilham da hipótese da taxa natural de desemprego, da neutralidade da moeda no longo prazo e da estabilidade do nível de preços como objetivo central da política monetária. No entanto, Friedman revelou-se enfaticamente contra a independência do banco central, por considerar, ironicamente, que a moeda importa, pois pode “atrapalhar” o equilíbrio do sistema econômico.

A adesão ao Novo Consenso Macroeconômico por economistas novos-keynesianos como Woodford (2001a, 2001b) e Walsh (2002) *apud* Farhi (2007) é coerente pois :

[...] os novos-keynesianos são um novo arcabouço teórico de crítica ao equilíbrio walrasiano, sem significar, contudo, um rompimento com a ortodoxia, como fica claro na aceitação da hipótese das expectativas racionais. Ao contrário da visão prevalecente até então no *mainstream*, essa nova escola considera que existem

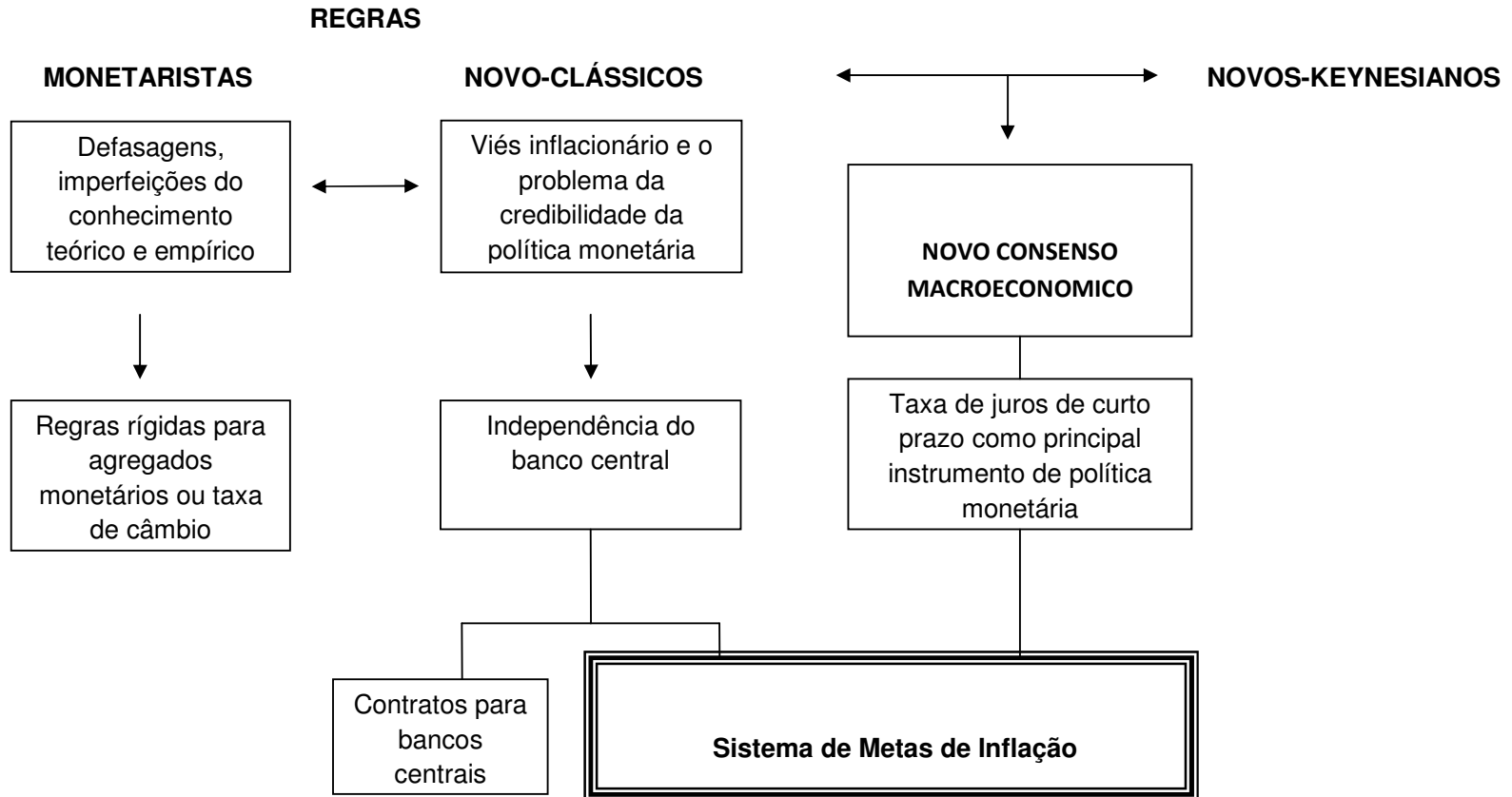
¹³ A concepção do novo consenso de política monetária está resumida de forma esquemática no final dessa subseção.

falhas de mercado, devido à rigidez nos preços e salários, sendo que, no mercado financeiro, elas são decorrentes da assimetria de informação.” (NEVES & OREIRO, p. 107, 2008)

Desse modo, enquanto os novo-clássicos consideram a política monetária ineficaz no curto e no longo prazo (exceto quando ela surpreende os agentes), os economistas novos-keynesianos admitem seus efeitos sobre variáveis reais no curto prazo em função das imperfeições do mercado, que provocam rigidez de preços e salários, permitindo a manutenção de preços mesmo nos casos de choque de demanda. (NEVES & OREIRO, 2008)

Por outro lado, mesmo no seio desse “novo consenso” de política monetária, alguns teóricos como Mishkin (1997), Bernanke (1999) e o próprio Svensson (1999) sustentam que o sistema de metas de inflação não representa uma regra rígida de fato, mas um regime híbrido com certa flexibilidade, como será visto na próxima seção.

Figura 1: O sistema de metas de inflação como “consenso” de política monetária



1.2 O sistema de metas de inflação na prática

1.2.1 O novo consenso de política monetária

O significativo número de países que, ao final da década de 1990 e início dos anos 2000 apoiavam-se no sistema de metas de inflação, ilustra a consolidação de um modelo de política monetária no mundo. No ano de 2008, 23 países utilizavam formalmente este sistema. Após a Nova Zelândia (1990), vieram Canadá (1991), Reino Unido e Israel (1992), Austrália e Suécia (1993), Coreia do Sul, República Tcheca e Polônia (1998); Brasil, México, Chile e Colômbia (1999); Suíça, Tailândia e África do Sul (2000), Islândia, Noruega e Hungria (2001), Filipinas (2002) Indonésia (2004) e Turquia (2006). O Peru adotou o regime informalmente em 1994 e formalmente a partir de 2000. Finlândia e Espanha aderiram em 1993 e 1995, respectivamente, até a integração monetária na União Européia, em 1998, quando transferiram a responsabilidade de suas políticas monetárias ao Banco Central Europeu (BCE). Embora não utilize o sistema de metas, o BCE tem como prioridade a estabilidade dos preços, além de possuir independência legal para formular e executar a política monetária. (FUNDAP, 2008).

O novo consenso de política monetária, concebido originalmente dentro do arcabouço novo-clássico, reflete uma convergência não só de objetivos (estabilidade de preços) como de métodos (metas para a inflação e taxa de juros de curto como instrumento principal) (FONTANA & PALACIO-VERA, 2002).

A mudança de paradigma de política monetária foi desencadeada pela experiência inflacionária e recessiva dos anos de 1970 e 1980, observada na maioria dos países. A estabilidade do nível geral de preços adquiriu *status* de condição necessária, embora não suficiente, para o crescimento econômico. Sob a premissa da neutralidade da moeda, diversos países promoveram alterações em suas legislações a fim de conceder maior independência para as autoridades monetárias. Uma vez que os *policymakers* “sofrem” do viés inflacionário, somente o banco central independente possuiria credibilidade para alcançar de maneira mais eficiente e menos dolorosa o objetivo da estabilidade de preços.

No que se refere ao método, a mudança foi influenciada pelo fracasso do uso de regras para a expansão monetária e das regras cambiais como instrumento para disciplinar o comportamento dos preços. O abandono das regras monetárias veio com o reconhecimento da instabilidade da função de demanda por moeda e a ausência de uma relação segura entre

a renda nominal e os agregados monetários (M1, M2, M3). Por isso, o anúncio da escolha de um determinado agregado monetário e a sua meta não indicava claramente as intenções da autoridade monetária e, portanto, não serviam como guias perfeitos para as expectativas inflacionárias, nem parâmetro para responsabilização¹⁴ (MISHKIN, 1999). As regras cambiais, por sua vez, se mostravam cada vez mais insustentáveis no contexto de globalização financeira devido à perda de autonomia decorrente da tentativa de sustentar a meta cambial num cenário com livre mobilidade de capitais.

Os fatores supracitados justificaram a adoção das metas de inflação em alguns países por não implicar nos problemas impostos pelos outros regimes. Uma ilustração se baseia no fato de Estados Unidos, Inglaterra e Canadá terem abandonado formalmente as metas monetárias na década de 1980¹⁵. Outro exemplo refere-se ao fato de Reino Unido, Suécia e Brasil, terem adotado o sistema de metas de inflação após sofrerem ataques especulativos em contexto de âncoras cambiais. (FUNDAP, 2008)

Em função das dificuldades de operacionalidade da política monetária, a literatura empírica concentrou-se na tentativa de conciliação entre as práticas econômicas e o *mainstream* acadêmico. Uma alternativa foi apresentada por Taylor (1993), após observar o comportamento da taxa de juros de curto prazo nos Estados Unidos, entre 1987 e 1992. Taylor demonstrou que a prática de política monetária em alguns países poderia ser satisfatoriamente descrita por uma regra, por ele derivada, em que a taxa de juros de curto prazo é ajustada em resposta aos desvios da taxa de inflação à sua meta e do produto em relação ao seu nível natural (compatível com a taxa natural de desemprego). Em sua formulação original, a regra de Taylor é dada pela seguinte equação:

$$r = r^n + \pi_{t-1} + A_\pi (\pi - \pi^d) + A_y (y - y^* / y^*)$$

¹⁴ Dentre os países que adotaram o sistema de metas monetárias, e Alemanha e Suécia obtiveram algum êxito no controle da inflação no médio e longo prazo. No entanto, tal sucesso se deve ao fato desses países terem usado um sistema pragmático, não estrito, para metas monetárias. No regime pragmático, além da meta monetária, tem-se, concomitantemente uma meta de inflação. (MENDONÇA, 2002). Autores como Bernanke (1996); Mishkin (1999); Svensson, (1999); Muscatelli et al. (2000) *apud* Fontana & Palacio-Vera (2002) sustentam que as ações do *Bundesbank* estão mais próximas de metas de inflação que metas monetárias.

¹⁵ Após o abandono do sistema de metas monetárias, a política monetária nos Estados Unidos não “abraçou” explicitamente o sistema de metas de inflação, embora use metas implícitas, conforme o entendimento de Mishkin (1999). O Banco Central americano, Federal Reserve (Fed), tem oficialmente dois objetivos de igual importância: estabilidade de preços e o pleno emprego. Além disso, possui independência legal para buscar esses objetivos. Sobre a originalidade da política monetária americana na era Greenspan, consultar Heron (2006).

onde r é a taxa de juros nominal de curto prazo (a taxa dos fundos federais americanos); r^n é a taxa de juros de equilíbrio; A_π e A_y são os coeficientes de reação da política (ambos iguais a 0,5 na versão original); π é a taxa de inflação corrente e π^d é a meta para a taxa de inflação; π_{t-1} é a taxa de inflação dos últimos quatro trimestres; y é o produto efetivo e y^* é o nível de produto natural (TAYLOR, 1993). Conforme equação, a taxa de juros de curto prazo deve ser elevada quando a taxa de inflação efetiva superar a meta e/ou quando o produto efetivo ultrapassar o seu nível natural.¹⁶

A estratégia basilar do sistema de metas de inflação consiste no anúncio prévio e amplamente divulgado de uma meta numérica para um determinado índice de inflação. Sob as premissas de pleno conhecimento do mecanismo de funcionamento da economia por parte do público e do comportamento racional, essa estratégia, quando crível, faz com que todos os agentes direcionem suas previsões de preço para um valor médio correto. O êxito da autoridade monetária em coordenar as expectativas dos agentes supera o problema da informação imperfeita, garantindo o pleno emprego. “Assim, tais metas coordenam a formação de expectativas inflacionárias dos agentes e a fixação de preços e salários” (FERREIRA, p.20, 2004)

Segue-se que, diante de uma pressão inflacionária, a autoridade monetária ajusta a taxa de juros de acordo com o desvio da meta de inflação. Os agentes econômicos, cientes dessa alteração, convergem suas expectativas de inflação para a meta proposta. A inflação efetiva, além de convergir de fato para a meta, também não provoca confusões entre mudança no nível geral de preços com mudanças nos preços relativos e o equilíbrio macroeconômico é mantido. Desde que a autoridade monetária tenha credibilidade, não há o *trade-off* entre inflação e desemprego, mesmo no caso de uma política que combata uma inflação já existente, uma vez que a moeda é neutra e não afeta o lado real da economia. O problema da imperfeição das informações, que poderia desviar a taxa de desemprego de seu nível natural (ou do produto potencial), seria eliminado já no curto-prazo quando há um regime de metas de inflação num contexto de credibilidade das autoridades monetárias. (RESENDE & LIMA, 2007).

¹⁶ A regra de Taylor pode ser considerada uma modernização na retórica e na tecnicidade matemática do conceito de taxa de juros de equilíbrio de longo prazo de Wicksell, que corresponde à taxa de juros natural correlata à taxa natural de desemprego. (SICSÚ, 2003a)

1.2.2 Operacionalidade e prática do Sistema de Metas de Inflação

Para a implementação bem sucedida do regime de metas de inflação, a literatura especializada (MASSON, SAVASTANO & SHARMA, 1997; DEBELLE, 1997; SCHAECHTER ET ALL, 2000; MISHKIN & SCHMIDT-HEBBEL, 2001, CARARE ET ALL, 2002) aponta alguns pré-requisitos importantes, que podem ser resumidos em 4 categorias:

- Independência institucional: o banco central deve ter autonomia para conduzir a política monetária, ficando isolado de pressões políticas e fiscais que possam interferir em seu compromisso com a estabilidade de preços.

- Infra-estrutura técnica: o banco central deve possuir aparato técnico desenvolvido para executar e monitorar a política monetária, o que inclui modelos robustos de previsão de inflação, compreensão da dinâmica e especificidades da econômica, dos mecanismos de transmissão, das defasagens temporais etc.

- Estrutura macroeconômica: os preços devem ser desregulados, ou seja, não devem ser monitorados pelo governo. A economia deve ser pouco sensível às variações dos preços de *commodities* e da taxa de câmbio e deve ser pouco “dolarizada”, além de não possuir outra âncora nominal. A existência de mais de uma âncora dificulta processo o direcionamento das expectativas, além de representar uma fonte de inconsistência de política econômica. Outro fator importante é a ausência de dominância fiscal. Como fora discutido anteriormente, esta é uma condição para a independência operacional do banco central. A possibilidade de financiamento do déficit público pelo banco central dificulta o comprometimento da autoridade monetária com a estabilidade de preços. Neste sentido, a política fiscal deve estar subordinada à política monetária.

- Sistema financeiro sólido: existência de sistema bancário estável e hígido e mercado de capitais desenvolvido que permitam a eficácia dos mecanismos de transmissão da política monetária¹⁷.

Ao analisarem a prática de política monetária em alguns países, Bernanke & Mishkin (1997) concluem que o sistema de metas de inflação está mais próximo de um “quadro de referência” que uma política de regras mecânicas. A busca pela estabilidade de preços, no

¹⁷ A recomendação de atendimento de pré-requisitos é especialmente direcionada aos países emergentes, uma vez que a especificidade de suas economias pode dificultar o pleno funcionamento do sistema de metas de inflação. No entanto, a necessidade de atendimento dos pré-requisitos não é uma questão consensual entre os autores. Na seção 2.2.3, discutiremos com mais detalhes este assunto.

contexto do sistema de metas de inflação, envolve um arranjo institucional complexo, dentro do qual é possível alguma flexibilidade.

We focus on the practice rather than the theory of inflation targeting because we believe that the rhetoric associated with inflation targeting is often misleading [...] inflation targeting is better understood as a policy framework, whose major advantage is increase transparency and coherence of policy, and in which fairly flexible, even discretionary monetary policy actions can be accommodated” (BERNANKE & MISHKIN, p. 2, 1997)

Embora apresente algumas variações, a estratégia de implementação do sistema de metas para a inflação possui alguns elementos comuns entre os países: i) anúncio oficial de uma meta para a inflação para um ou mais horizontes temporais; ii) compromisso institucional com a estabilidade monetária, a qual estão subordinados todos os outros objetivos; iii) comunicação constante com os agentes sobre ações correntes e futuras de política monetária, bem como instrumentos utilizados; iii) transparência da estratégia de interação e comunicação com o público; iv) responsabilização da autoridade monetária com a política monetária. (MISHKIN, 2000)

De acordo com Svensson (1999), uma das maiores vantagens do sistema de metas de inflação é que sua própria dinâmica de funcionamento contribui no sentido de aumentar o comprometimento da autoridade monetária, eliminando o viés inflacionário. Para sucesso da política monetária, é imprescindível que as metas para inflação sejam amplamente divulgadas e facilmente compreendidas e monitoradas pelos agentes. A prioridade dada a estabilidade do nível geral de preços, referendada por metas quantitativas baixas para taxa de inflação, provê um mecanismo de monitoramento e julgamento *ex post* da performance da autoridade monetária, além de ancorar e estabilizar as expectativas de inflação. A responsabilização direta pelo cumprimento/descumprimento da meta confere credibilidade à política monetária.

Quanto à definição da meta, observa-se diferentes práticas. No Reino Unido e na Turquia, a fixação da meta é competência do governo. Em outros países como Austrália, Canadá, Nova Zelândia e Colômbia, a definição é feita pelo governo em conjunto com o banco central, ou com posterior consulta à autoridade monetária, como nos casos da Coreia, Indonésia, Israel, África do Sul e Tailândia. Já na Hungria, Polônia, República Tcheca, a responsabilidade pela fixação da meta pertence ao banco central e em alguns casos (Chile e Peru) há ainda consulta ao governo (FUNDAP, 2008). A independência formal da

autoridade monetária é observada em poucos casos, mas a maioria possuiu autonomia operacional para atingir a meta.

Conforme apresentado, o trabalho seminal de Taylor (1993) afirmou a taxa de juros de curto prazo como instrumento tecnicamente eficiente de política monetária. No entanto, a principal desvantagem da regra de Taylor é que seu uso restrito pode implicar em movimentos bruscos na taxa de juros. Além disso, ela está baseada somente informações passadas, sem nenhuma consideração sobre as expectativas dos agentes.

A regra de Taylor descreve uma função de reação direta para um instrumento, em termos de inflação corrente. Segundo Svensson (1997b, 1999), regras para instrumentos são mais freqüentemente referendadas pela literatura. Para o autor, no entanto, os bancos centrais, em geral, utilizam muito mais do que simples regras mecânicas como prescrição de política monetária. A razão é que, na prática, a autoridade monetária não tem controle perfeito sobre inflação. A inflação corrente está determinada por decisões tomadas em período anterior e somente a inflação futura pode ser afetada. Além disso, os canais de transmissão da política monetária afetam a inflação com defasagens de tempo.

A taxa de juros de curto prazo afeta a demanda agregada com defasagem de um período e esta afeta a inflação, via oferta agregada (Curva de Phillips) também com defasagem de um período. Pelo canal das expectativas, a política monetária afeta as expectativas dos agentes sobre a evolução da economia e da demanda agregada. Uma elevação da taxa de juros sustenta expectativas de redução da demanda agregada, que após um período, afeta a inflação, via mudança dos preços e salários.

Pelo canal de preço dos ativos, a política monetária afeta o preço dos ativos relativos e a riqueza real. Uma elevação da taxa de juros torna os títulos mais atraentes que as ações, acarretando uma queda no preço das mesmas. Daí tem-se dois processos. A queda no valor de mercado das ações em relação ao custo de reposição do capital (razão conhecida como q de Tobin) induz uma redução do investimento na economia, com defasagem de um período. A queda do investimento implica diminuição da demanda agregada, que após um período, afeta a inflação. Também pelo canal de preço dos ativos, a queda do preço das ações diminui o valor da riqueza financeira (entendida como o nível de ações em posse do público) o que denota queda no consumo, sendo a inflação afetada em período posterior. (MENDONÇA, 2001)

Pelo canal de crédito, a elevação da taxa de juros reduz as reservas e depósitos bancários, o que leva a uma redução do volume de empréstimos concedido pelos bancos. A

queda na disponibilidade de recursos no mercado tende a reduzir a demanda agregada com defasagem de um período e esta afeta a inflação, também com defasagem de um período. (MENDONÇA, 2001)

Em economias abertas, existe ainda o mecanismo da taxa de câmbio, que é afetada pela diferença entre a taxa nominal de juros doméstica e internacional e pelas expectativas de taxa de câmbio (condição da paridade descoberta da taxa de câmbio). O câmbio afeta a inflação direta e indiretamente. Na forma direta, uma mudança na taxa de câmbio altera os preços em moeda doméstica dos produtos importados finais e assim o cálculo do índice de preços. Por este canal, a defasagem com que a taxa de câmbio afeta a inflação é bem curta. Indiretamente, a taxa de câmbio afeta a inflação de duas maneiras. Na primeira, alterações na taxa nominal de câmbio afetam a taxa de câmbio real, que por sua vez, afeta preços relativos entre os produtos domésticos e estrangeiros. A mudança de preços relativos afeta a demanda doméstica e externa por produtos internos, impactando na demanda agregada, que irá afetar a taxa de inflação em período posterior. Na segunda forma indireta, a taxa de câmbio afeta os preços domésticos dos insumos importados, que eventualmente poderá afetar os salários nominais. Em ambos os casos, haverá mudança no custo de se produzir os produtos domesticamente. A defasagem temporal desse último canal é maior que a defasagem do canal da demanda agregada.

Além das defasagens dos mecanismos de transmissão da política monetária, existe ainda incerteza em relação ao estado corrente da economia, às defasagens de outros fatores de política monetária e seus desdobramentos futuros.

No mundo prático, o controle imperfeito da inflação dificulta não só a operacionalidade da política monetária pelo banco central como também o monitoramento e avaliação da performance da política monetária pelo público.

A previsão da inflação pelo banco central para o horizonte de controle (2 períodos) torna-se a meta intermediária ideal a ser perseguida devido a vários fatores. Primeiro, a previsão da inflação para dois períodos a frente é mais altamente correlacionada com a inflação dois períodos a frente que qualquer outra variável. Segundo, a previsão da inflação para dois períodos é mais facilmente controlada e monitorada pelo banco central e pelo público, do que a inflação corresponde em si. E mesmo que o banco central não revele sua previsão para inflação, o público pode utilizar-se de previsões feitas por acadêmicos e pesquisadores fora do banco central como uma *proxy* para monitorar a autoridade monetária.

Por fim, sistema de metas de inflação baseado em previsão para inflação é mais transparente, mais simples e mais apropriado que outro tipo de política monetária.

A previsão da inflação é um guia importante para política monetária, uma vez que esta contém informações a respeito da inflação no tempo de alcance da meta. Se a previsão da inflação desviar da meta, o banco central deve usar o instrumental adequado, dado o conjunto de informações relevantes, para que a meta seja alcançada. O mesmo vale para desvios do produto (SILVA & PORTUGAL, 2002)

Toda ação do banco central é sempre “olhando para a frente” (*forward-looking*), ou seja, o banco está sempre respondendo hoje a pressões inflacionárias que possam pôr em risco o alcance da meta de inflação no futuro. Essa característica da política monetária é a principal diferença entre metas de inflação e outros regimes monetários. (SILVA & PORTUGAL, p. 8, 2002)

Embora a função de reação dos bancos centrais, no contexto de metas de inflação, não seja em geral, uma função de reação conforme a regra de Taylor original, existe um consenso em torno da taxa de juros como instrumento mais eficiente de política monetária (FONTANA & PALACIO-VERA, 2002).

A análise sistema de metas de inflação traz implicações adicionais no contexto das economias abertas. Isso porque a taxa de câmbio é um importante mecanismo de transmissão da política monetária e está relacionada com a taxa de juros através da paridade descoberta da taxa de juros. Em economias abertas com livre mobilidade de capitais, os ativos financeiros domésticos são substitutos perfeitos dos ativos estrangeiros. A rentabilidade das aplicações em ativos estrangeiros é determinada pela taxa de juros internacional (r^*). Já as aplicações em ativos domésticos oferecem rendimento igual à taxa de juros interna (r) e possuem risco de desvalorização cambial (d^e). Considerando-se que a expectativa de desvalorização cambial é fixa, a equação que define a paridade descoberta da taxa de juros ($r = r^* + d^e$) determina que qualquer diferença entre a taxa de juros doméstica e internacional provocará uma variação cambial de forma a equilibrar a taxa de retornos dos títulos.

Um aumento da taxa de juros internacional, por exemplo, eleva a rentabilidade dos títulos financeiros estrangeiros, estimulando a saída de capitais e depreciando o câmbio. A desvalorização cambial eleva os preços em moeda doméstica dos produtos importados, resultando em aumento da taxa de inflação interna.

No caso de um choque negativo de termos de troca (“Prebisch shock”, segundo Eichengreen, 2002) a queda nas receitas de exportação levará a uma queda de demanda agregada, como também à depreciação cambial. Nesta situação, observam-se dois efeitos contrários sobre a inflação. De um lado tem-se o repasse da desvalorização cambial sobre os preços dos produtos importados (*passthrough*) e de outro, o efeito deflacionário da queda da demanda agregada. Segundo Eichengreen (2002), o efeito inflacionário tende a predominar.

Para Mishkin, a autoridade monetária não pode negligenciar os efeitos de choques da taxa de câmbio sobre a inflação. O banco central deve promover pequenos ajustes na taxa de juros para suavizar flutuações da taxa de câmbio, mas com objetivo único de afetar a inflação e não de evitar a flutuação cambial, que deve seguir a direção determinada pelo mercado. Tal medida, para ser coerente com a lógica do sistema de metas de inflação, deve ser usada eventualmente e de forma transparente, informando aos agentes suas motivações e impactos esperados. Caso contrário, o público poderá considerar a ação da autoridade monetária uma inconsistência com outros objetivos, o que prejudicaria sua credibilidade.¹⁸ (Mishkin & Schmidt-Hebbel, 2001; Truman, 2002)

A comunicação entre a autoridade monetária e o público é um fator fundamental no sistema de metas de inflação. De maneira geral, a comunicação envolve a publicação de relatórios regulares com descrição detalhada do cenário econômico interno e externo, o comportamento da inflação e das variáveis econômicas mais relevantes, a previsão da inflação, ações recentes da autoridade monetária e suas motivações, ações programadas para o curto e médio prazo, seus objetivos e possíveis desdobramentos. Outro meio é a publicação das atas de reuniões da equipe responsável pela política monetária. O papel da comunicação é coordenar as expectativas dos agentes de forma a anular o problema da informação imperfeita. Isso diminui os custos sociais de políticas de desinflação, além de permitir o uso de discricão em casos de choque de oferta, sem comprometer a credibilidade.

¹⁸ O sistema de metas de inflação incorpora implicitamente as conclusões do modelo Mundell-Fleming – ver Obstfeld (2001). Este modelo analisa a eficácia de políticas econômicas (fiscal e monetária) para cada tipo de regime cambial, sob as hipóteses de perfeita mobilidade de capitais, ajuste instantâneo das transações correntes e estabilidade das expectativas em relação ao câmbio. Neste modelo, sob câmbio fixo, somente a política fiscal tem algum efeito sobre o nível de produto e emprego. A perda de autonomia de política monetária é ilustrada pela Trindade Impossível (ver nota de rodapé número 4). Já no caso de câmbio flexível, a conclusão é que a política fiscal expansionista não logra resultado, mas há autonomia de política monetária. As principais vantagens do câmbio flexível seriam o equilíbrio automático do balanço de pagamentos e autonomia de política monetária. A despeito dos efeitos decorrentes do câmbio sobre a inflação, defensores do sistema de metas de inflação sustentam que, devido ao fato de o arranjo institucional deste regime depender da flexibilidade da taxa de câmbio, a autonomia de política monetária e a possibilidade de resposta a choques externos é automática.

Além disso, há redução da incerteza sobre o curso futuro da inflação, facilitando as decisões de poupança e investimento e reduzindo a volatilidade dos mercados financeiros.

Um aspecto importante do modelo de gestão é a escolha do índice de preços que será usado como referência para a meta de inflação. Um bom índice deve apresentar metodologia de cálculo simples, ampla e regular divulgação e dever ser de fácil entendimento pelo público em geral. Em todos os países, o índice escolhido é o de preços ao consumidor. A maioria utiliza o índice de preços ao consumidor cheio; somente Canadá e Tailândia utilizam o índice que mensura o núcleo da inflação (*core inflation*). Esse tipo de índice exclui preços de elevada variabilidade, muito suscetíveis a choques de oferta, como o preço de alimentos e energia ou ainda preços associados a movimento da taxa de juros. África do Sul e Inglaterra usam índice cheio que exclui apenas o pagamento de juros de hipotecas.

Uma parte da literatura considera o *core* da inflação mais adequado por anular os efeitos temporários e refletir a tendência de longo prazo da inflação. O índice cheio torna o alcance da meta mais árduo, além de gerar maior instabilidade do instrumento. (SILVA & PORTUGAL, 2002). Por outro lado, há os que argumentam que a utilização do núcleo da inflação pode dar ao público a impressão de uso oportunista de um índice que traz resultados mais favoráveis à autoridade monetária, comprometendo a sua credibilidade. Outra crítica diz respeito “à difícil compreensão das medidas de *core* pelo público e a incapacidade de tais medidas refletirem precisamente o custo de vida da população” (FERREIRA & PETRASSI, p. 10, 2002)

Outras questões importantes se referem à utilização de uma meta pontual para a inflação ou o uso de bandas e o horizonte temporal das metas. A vantagem do uso de uma meta pontual é a maior clareza da política monetária, além de tornar mais eficiente o mecanismo de ancoragem das expectativas de inflação. O estabelecimento de um piso e um teto, no lugar de uma meta pontual, pode fazer com que média das expectativas seja assimétrica. Um exemplo é a experiência do Reino Unido. Durante o período em que utilizou bandas de flutuação (1%-4%), as expectativas de inflação neste país se situam no topo da banda, ao invés de se concentrarem em torno do ponto médio (2,5%) (SILVA & PORTUGAL, 2002).

Por outro lado, o uso de um intervalo em torno de um ponto médio permite uma margem de manobra da política monetária bastante relevante, especialmente em ocasiões de choque de oferta. Neste quadro, a escolha da largura da banda implica um *trade off* entre

flexibilidade e credibilidade. Uma banda mais ampla permite maior flexibilidade, mas pode indicar menor comprometimento com a estabilidade monetária. Uma banda estreita indica forte comprometimento com a estabilidade de preços, mas aumenta a probabilidade de a taxa de inflação efetiva escapar do intervalo, prejudicando a credibilidade. Ademais, “o estrago à imagem do banco central derivado da perda do cumprimento de uma banda de meta é consideravelmente maior do que aquele derivado da perda de uma meta pontual” (ROCHA, p. 7, 2007)

A escolha do horizonte temporal para cumprimento da meta também envolve um *trade off* entre credibilidade e flexibilidade. Considerando-se a defasagem temporal entre a aplicação dos instrumentos de política monetária e seus efeitos sobre a inflação, “a escolha do horizonte apropriado envolve um balanço entre os custos de volatilidade de *gap* de produto e taxa de juros contra os benefícios de se manter a taxa de inflação dentro da meta estabelecida” (ROCHA, p. 6, 2007). Quanto maior o horizonte de tempo, maior é a flexibilidade e menos drástica é a reação às flutuações. A contrapartida é a menor credibilidade da política monetária. Quanto mais curto, menor a flexibilidade, maior volatilidade dos instrumentos e maior a credibilidade. Apenas Israel, Indonésia e Brasil utilizam o horizonte temporal de 12 meses (índice acumulado de janeiro a dezembro) conforme o calendário gregoriano. Na África do Sul, a meta é fixada para doze meses após o anúncio. Os demais países utilizam horizonte de médio prazo (2 ou 3 anos) ou de longo prazo (4 anos ou mais) como México e Tailândia. Na Nova Zelândia o horizonte não está definido *a priori*, sendo determinado a cada novo mandato do chefe do banco central. Na Austrália também não há um horizonte pré-determinado para a convergência da meta (ROCHA, 2007; FARHI, 2007; FUNDAP, 2008)

O último aspecto a ser destacado é a existência de cláusulas de escape para justificar o descumprimento das metas. Desde que pré-estabelecidas, ou seja, desde que façam parte conjunto de regras estabelecido antes do início do “jogo”, o uso das cláusulas de escape não significa uma política inconsistente no tempo. As circunstâncias consideradas aceitáveis para o descumprimento da meta ou sua revisão contemplam efeitos aleatórios e fora do escopo de influência da autoridade monetária, como desastres naturais, interrupção dos fluxos de capitais, mudanças abruptas nos preços das *commodities* e de petróleo etc. Nestes casos, é importante que banco central justifique detalhadamente ao público suas ações, as razões para o descumprimento da meta e as medidas a serem tomadas. África do Sul, Canadá, República Tcheca e Suíça são exemplos de países que usam cláusulas de escape

explícitas. (FERREIRA E PETRASSI, 2002)

1.2.3 O sistema de metas de inflação em países emergentes

O sistema de metas de inflação merece análise particular no contexto dos países emergentes. A compreensão das peculiaridades dessas economias é de suma importância para se analisar as implicações que essa alternativa de política monetária pode trazer ao desempenho macroeconômico das mesmas.

As economias em desenvolvimento apresentam algumas características estilizadas como: fracas instituições fiscais e financeiras, histórico inflacionário, baixa credibilidade da autoridade monetária, dificuldade de previsão da inflação, fragilidade e volatilidade externa. Em outros termos, as economias em desenvolvimento, em geral, assumem um perfil que não corresponde às pré-condições recomendadas para a adoção do sistema de metas de inflação.

A recomendação de atendimento de pré-requisitos está baseada na observação das características apresentadas por algumas economias desenvolvidas que tiveram êxito na implementação do sistema de metas de inflação. No entanto, alguns autores como Mishkin & Schmidt-Hebbel (2001), Batini & Laxton (2006) e até mesmo economistas do *staff* do Fundo Monetário Internacional (FMI), como Carare *et al* (2002) e Truman (2002), reconhecem que a experiência das economias emergentes (e até mesmo alguns casos específicos de economias desenvolvidas) sugerem que os pré-requisitos são mais desejáveis que necessários. Muitos países adotaram o sistema de metas sem satisfazer um ou mais dos pré-requisitos mencionados anteriormente. Segundo Mishkin & Schmidt-Hebbel (2001) e Mishkin (2004) as experiências com a adoção do sistema de metas de inflação equivalem a um processo *learning by doing*.

Because the inflation commits the government to keeping inflation low, it can be argued that inflation targeting can help promote fiscal and financial reforms because the it now becomes clearer that the government reforms if the inflation targeting regime is to be successful. If an inflation targeting is to be sustainable, a commitment to and work on these reforms is required when an inflation targeting regime is implemented. (MISHKIN, p. 11, 2004)

Não obstante, há um consenso quanto à relevância dos pré-requisitos para a funcionalidade do regime de metas e das sérias conseqüências resultantes da insuficiência dos mesmos. Além disso, algumas das pré-condições (como estrutura técnica bem

desenvolvida, solidez financeira, ausência de dominância fiscal) são importantes para o êxito de qualquer tipo de política monetária (MISHKIN, 2004; TRUMAN, 2002).

É certo também que as economias emergentes não representam um conjunto homogêneo. Apesar das diferentes experiências, economias que passaram por períodos inflacionários apresentam problemas como elevadas expectativas de inflação - devido à baixa credibilidade da autoridade monetária - e dificuldade de controle e previsão da inflação. Adicionalmente, observa-se frequentemente a presença de heranças do passado inflacionário, como incidência de preços controlados pelo governo e mecanismos de indexação, o que confere um grau de persistência para inflação.

A adesão ao sistema de metas quando a autoridade monetária não possui credibilidade e a inflação apresenta-se bem acima do objetivo consistente de longo prazo (mais de 10%), torna a política monetária extremamente difícil e custosa em termos de produto. Isso porque o arranjo institucional tende a ser mais rígido, voltado para a conquista da credibilidade, com forte ênfase ao cumprimento das metas vis a vis os seus custos. (Bernanke *et al*, 1999, Fraga, Goldfajn & Minella, 2003) .

Por outro lado, países que optaram por essa alternativa de política monetária em cenário de inflação declinante ou baixa, estão mais preocupados com a manutenção da estabilidade de preços. Assim, o desenho institucional do sistema de metas é mais flexível, com maior preocupação com os malefícios de excessiva volatilidade da taxa de juros e do produto. (MISHKIN & SCHMIDT-HEBBEL, 2001; ROCHA, 2007)

Para Masson, Savastano & Sharma (1997) *apud* Mishkin & Schmidt-Hebbel (2001), a estratégia ideal é aderir ao regime de metas de inflação informalmente, aumentando o grau de formalidade conforme observa-se sucesso no *front* de desinflação.

Conforme Masson, Savastano & Sharma (1997), a ausência de dominância fiscal é um fator essencial para a sustentabilidade do sistema de metas de inflação. Para as economias emergentes, esta é uma condição ainda mais importante, uma vez que estas apresentam sistema tributário ineficiente e acesso limitado ao mercado de capitais - isto é, existe maior propensão a utilização de mecanismos inflacionários para financiar os déficits do governo. Para os autores, o fortalecimento da estrutura fiscal nessas economias constitui requisito que deve ser satisfeito antes da adesão ao sistema de metas de inflação. A questão da disciplina fiscal é essencial mesmo no caso em que o governo tem facilidade de acesso ao mercado de capitais. A existência de déficits fiscais crescentes aumenta as expectativas de inflação, dificultando a execução da política monetária. A autoridade monetária se vê

obrigada a elevar a taxa de juros de curto prazo na tentativa de cumprir a meta anunciada. Em função disso, tem-se o aumento do serviço da dívida e do seu próprio estoque. Assim, é necessário que a política fiscal seja subserviente à política monetária, isto é, ela deve auxiliar no cumprimento da meta de inflação.

Outro requerimento importante para a adoção do sistema de metas é a estabilidade do sistema financeiro. De acordo com Carare *et al* (2002), um sistema financeiro estável pode ser definido como aquele que, do ponto de vista dos mercados, possui mínima vulnerabilidade a crises, manifestada, por exemplo, por baixo prêmio de risco. Um sistema financeiro instável, em geral, não dispõe de boas práticas prudenciais e de gestão de risco, a supervisão pelo governo é fraca ou ineficiente e as instituições assumem posições bastante alavancadas. A fragilidade do sistema é tal que um aumento da taxa de juros pelo banco central (que vise “enxugar” a liquidez da economia) pode levar a quebra dessas instituições. Em uma situação efetiva, o banco central ficaria impelido a exercer o seu papel de garantidor da liquidez, injetando recursos para evitar a colapso do sistema,

Para Trumam (2002), a instabilidade do sistema financeiro constitui um obstáculo potencial à estratégia do regime de metas de inflação uma vez que é alta a probabilidade de o próprio banco central agir de forma inconsistente no tempo, através do uso de medidas que ensejam expectativas inflacionárias e que em última instância, dificultam o alcance da meta. Ainda segundo o autor, se os custos para salvar o sistema financeiro implicarem em aumento substancial do déficit público, observa-se também uma situação de dominância fiscal.

Contudo, o efeito da taxa de câmbio sobre a taxa de inflação é a questão mais intensamente debatida no que diz respeito às economias emergentes. Calvo *apud* Mishkin (2004) é bastante cético quanto à viabilidade do regime de metas nestas economias. Para Eichengreen (2002), a questão não é que o sistema de metas não seja exequível em economias abertas e vulneráveis, mas sim que ele é muito mais difícil de ser operado.

Quando analisamos o sistema de metas de inflação em economias abertas com livre mobilidade de capitais vimos que, nos casos de choques externos, devido aos efeitos das variações da taxa de câmbio sobre a inflação, é desejável algum ajuste na taxa de juros para suavizar a variação do câmbio. Essa medida é consistente com o sistema de metas de inflação desde que o banco central comunique ao público suas razões, deixando claro que o objetivo final continua sendo a meta de inflação.

No entanto, essa questão é consideravelmente mais complexa para as economias emergentes devido à elevada volatilidade cambial e a maior vulnerabilidade de suas economias. Assim, a necessidade de intervenções na taxa de juros pode ocorrer com maior intensidade e frequência, o que implica em perda da autonomia de política monetária, inconsistência de objetivos e elevada volatilidade da taxa de juros e do produto.

Critics of inflation targeting, of whom Guillermo (Calvo) has been a prominent one (e.g. Calvo, 1996a, Calvo, 2001 and Calvo and Mendoza, 2000) have argued that inflation targeting may too much discretion to monetary policy and so may not provide a sufficient nominal anchor. (MISHKIN, p. 14, 2004)

As economias emergentes apresentam maior dificuldade em levantar empréstimos externos denominados em sua própria moeda (pecado original) ou empréstimos através de títulos de mais longo prazo em moeda nacional. Em geral, esses países apresentam déficits estruturais em transações correntes, o que implica na dependência de capitais externos para “fechar” o balanço de pagamentos. Isso se deve, em geral, à estrutura produtiva menos complexa, na qual se observa elevada dependência de insumos importados, pauta de exportação composta por produtos de baixo valor agregado ou ainda pela presença de multinacionais, que representam um canal de saída de recursos pela remessa de lucros e dividendos¹⁹. Por sinal, o comportamento dos fluxos de capitais em direção aos países emergentes está ligado não só aos ciclos internacionais de liquidez, mas também às condições fiscais e monetárias. Quanto maior a percepção da instabilidade fiscal-monetária somada ao grau de aversão ao risco dos investidores, maior a volatilidade dos fluxos de capitais em direção a esses países.

A vulnerabilidade externa é entendida como a maior sensibilidade às oscilações do câmbio. O impacto de uma depreciação cambial sobre o nível geral de preços é mais forte nos países emergentes devido ao *passthrough* mais acentuado. (EICHENGREEN, 2002; HO & McCAULEY, 2003). As principais razões deste fato se devem ao peso dos bens comerciáveis na cesta de consumo e ao passado inflacionário. Os países emergentes, em geral, apresentam baixos níveis de renda *per capita*, o que implica menores gastos com bens-serviços (não comerciáveis). Assim, a cesta de consumo desses países tende a conter parcela maior de produtos comerciáveis, que são mais suscetíveis a variações do câmbio, do

¹⁹ É importante destacar que muitas das economias emergentes registraram superávit em transações correntes no período 2002-2007 em resultado da elevação da demanda e preço das *commodities* em razão do forte dinamismo das economias asiáticas, sobretudo China e Índia.

que os países desenvolvidos. Episódios de elevada inflação tendem a potencializar a sensibilidade dos agentes à inflação, desencadeando mecanismos de indexação formal. Neste contexto “uma depreciação cambial percebida como persistente da taxa de câmbio pelos agentes econômicos pode resultar em conseqüências inflacionárias.”(FARHI, p. 9, 2007)

Outro aspecto da vulnerabilidade cambial é o excessivo volume de dívidas (interna e externa) em moeda estrangeira, enquanto os ativos são predominantemente denominados em moeda nacional. Em situação de depreciação cambial causada por um choque do mercado financeiro internacional, o descasamento de valor dos passivos e ativos implica em perda de patrimônio. A deterioração do balanço patrimonial aumenta os problemas de seleção adversa e risco moral, prejudicando os investimentos e, com efeito, a atividade econômica. (Mishkin, 2004).

Diante desses fatos, percebe-se que países emergentes têm maior propensão a fazer uso de intervenções na taxa de juros com o intuito de suavizar variações cambiais. Em função da dependência de capitais externos, alguns países praticam elevadas taxas de juros para terem acesso às divisas internacionais. A vulnerabilidade dos *balance sheets* a crises cambiais constitui um motivador adicional do uso da taxa de juros como moderador das flutuações da taxa de câmbio. No caso de um choque do mercado financeiro externo, a elevação da taxa de juros é freqüentemente usada para conter saídas abruptas de capitais.

Se por um lado, a taxa de juros contribui para moderar a desvalorização cambial e, com efeito, a inflação, de outro torna as exportações menos competitivas, ampliando o desequilíbrio externo. Em face da instabilidade característica dos sistemas financeiros emergentes, elevações na taxa de juros também podem resultar em escassez de liquidez, potencializando a fragilidade dos sistemas financeiros domésticos. Ademais, taxas de juros elevadas atraem capitais especulativos de curto-prazo, além de elevarem o custo da dívida pública, alimentando expectativas inflacionárias.

Conforme exposto anteriormente, um choque negativo dos termos de troca, (“Prebisch shock”), tem dois efeitos contrários: um inflacionário (depreciação cambial) e outro deflacionário (queda da demanda agregada decorrente da redução das receitas com exportação), onde o primeiro é geralmente mais forte. A resposta da autoridade monetária dependerá do peso dado à estabilização do produto. Se houver alguma consideração sobre a estabilização do produto, o banco central hesitará em elevar a taxa de juros, por saber que a inflação, tudo mais constante, cairá subsequentemente. Se, ao contrário, o peso dos desvios

da inflação em relação à meta predominar, a autoridade monetária buscará moderar o efeito inflacionário da depreciação cambial, elevando a taxa de juros.

No caso das economias emergentes, devido à falta de credibilidade, o peso dado à inflação é geralmente mais elevado. Mas nessa circunstância, um aumento da taxa de juros pode não ser resposta ótima, pois reduzirá ainda mais a demanda agregada, levando à economia a uma recessão (Mishkin, 2004).

Em suma, seja devido a um choque do mercado financeiro, seja devido a um choque real, dependendo da reação do banco central, a política monetária pode apresentar um caráter altamente pró-cíclico.

A discussão do “*fear of floating*” (medo de flutuar)²⁰ pode ilustrar o dilema que envolve a adoção do regime de metas de inflação em economias emergentes. Se por um lado a elevada vulnerabilidade externa demanda maiores intervenções na taxa de câmbio com o intuito de fazer cumprir a meta de inflação, de outro, a autoridade monetária não pode prescindir da flexibilidade requerida para a taxa de câmbio, sob pena de tornar a política monetária inconsistente.

Desse modo, a complexidade do funcionamento do sistema de metas de inflação nos países emergentes está intrinsecamente ligada às peculiaridades de suas economias e gira em torno do *trade-off* entre a conquista da credibilidade e a necessidade de flexibilidade.

É importante ressaltar que não se trata de considerar que economias desenvolvidas são imunes a problemas financeiros, fiscais e monetários. A dificuldade reside no fato de que, nas economias emergentes, estes problemas são mais intensos e mais fortemente relacionados, o que acaba por reforçar uns aos outros e exacerbar a vulnerabilidade externa²¹. (Calvo & Mishkin, 2003)

Devido a estes fatores, entende-se a ênfase dada pela literatura convencional (Carare *et al*, 2002; Eichengreen, 2002; Fraga, Goldfajn & Minella, 2003) sobre a importância de reformas institucionais que aumente a credibilidade da autoridade monetária e que dê sustentação ao sistema de metas de inflação nos países em desenvolvimento. Tais reformas dizem respeito principalmente ao fortalecimento da posição fiscal do governo (busca de

²⁰ A literatura do “*fear of floating*” (medo de flutuar) concentra-se em debate em torno das razões pelas quais os países evitam grandes oscilações na taxa de câmbio. A principal referência é o trabalho de Calvo & Reinhart (2000). Estes autores demonstraram que muitos países, apesar de declararem adoção de câmbio flutuante, praticam formas disfarçadas de intervenção na taxa de câmbio. Para eles, a razão principal para a intervenção no mercado de câmbio é a falta de credibilidade da autoridade monetária.

²¹ A crise financeira de 2008 mostrou que a estabilidade do sistema financeiro também é importante para as economias centrais.

superávit fiscal) e do sistema financeiro, com a adoção de medidas de regulação e supervisão permanentes.

2 A ALTERNATIVA À VISÃO CONVENCIONAL: A ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA E A CRÍTICA AO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO

A obra de Keynes, em particular a *Teoria Geral* (1936), representa uma visão alternativa ao pensamento clássico - e em decorrência, ao novo-clássico. No sistema econômico descrito por Keynes, a moeda desempenha um papel próprio, afetando motivos e decisões. Em outras palavras, a moeda não é neutra no curto ou no longo prazo e, conseqüentemente, a política monetária exerce um impacto real e duradouro sobre a economia.

O ponto de partida da perspectiva keynesiana é a constatação de que a incerteza sobre o futuro cria uma demanda por segurança, por algum meio que permita flexibilidade para reagir a imprevistos. Neste âmbito, a moeda, por ser o instrumento máximo de liquidez e reserva de valor, constitui um ativo desejado por si mesmo.

Keynes introduz a idéia de economia monetária de produção como um conceito mais fidedigno do mundo real. Na economia monetária de produção, em contraste com a economia de produção neutra ou cooperativa, a moeda, além de exercer as funções de meio de troca e unidade de conta, é um meio de conservação de riqueza, uma proteção contra incerteza.

Devido à preferência pela liquidez, famílias e empresas podem adiar seus gastos em consumo e investimentos, causando insuficiência de demanda efetiva, ou seja, o equilíbrio econômico²², tende a ocorrer abaixo do nível de pleno emprego. Neste âmbito, flutuações do nível de atividade da economia ocorrem em função das alterações nos portfólios dos agentes, provocadas por mudanças das avaliações subjetivas a respeito do futuro incerto. Em outros termos, o sistema econômico pode alcançar diversas posições, cada uma

²² De acordo com Chick (1993), o equilíbrio em Keynes está relacionado com o poder de efetuar mudanças. Quando o desejo de mudança se combina com o poder de efetuar a mudança, temos desequilíbrio. Neste termo, o poder dos trabalhadores em aumentar o nível de emprego em um quadro onde não há muitos estímulos aos empresários em contratar é nenhum e, portanto, esta situação se configura um estado de equilíbrio. "Haverá desequilíbrio se, e somente se, os indivíduos cujas expectativas foram frustradas tiverem o poder de efetuar a mudança. Se as expectativas das empresas forem frustradas - se elas não puderem obter mão-de-obra suficiente pelo salário esperado ou suas vendas as surpreenderem (em qualquer sentido) - o salário e a oferta de emprego se alterarão na próxima oportunidade. Isso é desequilíbrio." (Chick, p. 24, 1993). Aqui, torna-se evidente o papel das expectativas na determinação de equilíbrio. A importância das expectativas está relacionada com a atividade. Desse modo, o equilíbrio, como o "período" ou "prazo" é um constructo intelectual, condicional, definido com referência às restrições impostas para analisar a atividade. (CHICK, 1993)

correspondendo a certo nível de preferência pela liquidez. Para Keynes, a incerteza é o elemento principal para se compreender o desemprego involuntário como o resultado mais provável que o pleno emprego descrito pelos clássicos.

O entendimento de Keynes sobre o verdadeiro funcionamento das modernas economias capitalistas implica em uma proposição de política monetária completamente diferente daquela defendida pelo *mainstream*. Para este autor, a política monetária é não somente um importante instrumento contra-cíclico, que deve ser conduzido de acordo com os diferentes estados de expectativas, a fim de alcançar o pleno emprego, como também uma política capaz de influenciar a distribuição de renda e que por esse motivo, deve ter objetivos de longo prazo.

Este capítulo tem como objetivo apresentar a crítica ao sistema de metas de inflação através da obra de Keynes e das contribuições de economistas pós-keynesianos cujo traço comum não é apenas o compartilhamento de certos pontos de partida teóricos sobre os quais se tenta construir um modelo coerente de teoria econômica, mas também “às premissas que aquele autor identificou para servir como guia não apenas para a intervenção político-econômica, mas também e, sobretudo, para erigir uma teoria econômica alternativa à então (como hoje) visão dominante” (CARVALHO, 1982) .

A primeira seção faz uma breve apresentação do pensamento de Keynes e dos axiomas da escola pós-keynesiana. A segunda apresenta a lógica de funcionamento das economias monetárias de produção a partir dos fundamentos teóricos descritos na primeira parte. A terceira seção discute as implicações de política monetária pós-keynesiana e a última seção apresenta os argumentos contrários ao arcabouço teórico do sistema de metas de inflação.

2.1 Os fundamentos da Escola Pós-Keynesiana

2.1.1 A evolução do pensamento de Keynes

Os primeiros trabalhos de Keynes, sobretudo *O Tratado sobre a Reforma Monetária* (1923) refletem sua inclinação para o estudo da teoria monetária e sua formação marshalliana. A moeda é considerada fundamentalmente neutra, sua função é apenas fazer circular o fluxo de produção. Keynes acreditava que variações na quantidade de moeda teriam impactos reais somente no curto prazo, em função dos efeitos sobre o comportamento

dos agentes e, conseqüentemente, sobre a demanda por moeda, conforme a teoria quantitativa da moeda em sua versão Cambridge²³. No longo prazo, o nível de preços se ajustaria a quantidade de moeda, preservando o nível de renda real.

O trabalho seguinte de maior destaque, *Tratado sobre a moeda* (1930), representa a fase de transição do pensamento de Keynes. Suas reflexões trazem algumas inovações em relação à teoria clássica, mas sem esboçar um rompimento com a mesma. O autor se concentra na análise da evolução histórica da moeda e do sistema financeiro enquanto fornecedor de crédito e defende a moeda na economia capitalista como uma moeda de crédito, criada pelos bancos como obrigação contra si mesmo. O autor também analisa a política monetária.

Keynes descreve dois circuitos de circulação da moeda: o circuito industrial e o circuito financeiro. No primeiro, a moeda é meio de pagamento, seu papel é girar produtos e serviços. O volume de moeda depende da velocidade de circulação da moeda, isto é, do intervalo médio durante o qual a moeda é retida entre as transações por parte do público. No segundo, a moeda gira ativos financeiros (ações, títulos da dívida pública) conforme as expectativas de seus retornos. Neste sistema, se houver expectativas de perda de capital pela posse de ativos financeiros, isto é, caso haja expectativa de queda dos preços dos títulos no futuro (o mesmo que aumento das taxas de juros), os agentes vão privilegiar a retenção de moeda no lugar de títulos. Em contraste, se as expectativas forem de aumento nos preços dos títulos, os agentes preferirão comprar títulos ao invés de demandarem moeda. A demanda por moeda, ao afetar a demanda por outros ativos afeta, assim, o próprio processo de acumulação de capital. Essa era a principal novidade no *Tratado*: o reconhecimento do papel da moeda enquanto reserva de valor. A moeda passa a ser concebida como um ativo alternativo às demais formas de riqueza.

O reconhecimento de algo empiricamente evidente (a moeda como reserva de valor) e a aceitação de uma teoria que não admitia tal possibilidade era um caminho insustentável para Keynes. O rompimento com a ortodoxia viria em 1936, com a publicação da *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. (CARVALHO, 1982).

²³ A teoria quantitativa da moeda (TQM), desenvolvida por Fisher, estabelece a identidade entre pagamentos em moeda e o total de bens e serviços comprados. Sua formalização é dada pela equação de trocas $MV=YP$ (onde M é a oferta de moeda, V é a velocidade de circulação, Y é o produto real e P o nível geral de preços). Na versão Cambridge a equação passa a $M= kPY$, onde k é uma proporção do nível de renda. O efeito comportamental pode se dar, por exemplo, quando variações na renda afetam o volume de compras potenciais, afetando também o volume de saldos monetários que indivíduos e empresas desejam reter em “caixa”. (CARVALHO *et al* 2000)

Já no prefácio à *Teoria Geral*, Keynes explicita a incompatibilidade do pensamento ortodoxo com a realidade econômica que descrevera e anuncia a construção uma nova teoria, sob novos fundamentos.

Quando comecei a escrever o meu *Tratado sobre a moeda* eu ainda estava me movimentando ao longo das linhas tradicionais, encarando a influência da moeda como algo, por assim dizer, separado da teoria geral da oferta e da demanda. Quando terminei de escrever o livro, tinha feito algum progresso na tentativa de encaminhar a teoria monetária no sentido de se tornar uma teoria da produção como um todo. Mas minha falta de emancipação das idéias preconcebidas apareceu naquilo que agora parece-me ser a falha principal das partes teóricas daquela obra (a saber os Livros III e IV), isto é, que eu não consegui lidar completamente com os efeitos das variações no nível de produção. [...] O presente livro, por outro lado, evolui para aquilo que é precipuadamente um estudo das forças que determinam as variações na escala da produção e do emprego como um todo e, embora se descubra que a moeda entra no esquema econômico de uma maneira essencial e peculiar, os detalhes monetários técnicos vão para o segundo plano. Uma economia monetária, iremos ver, é essencialmente uma economia em que as mudanças de pontos de vista sobre o futuro são capazes de influenciar o volume de emprego e não meramente a sua direção. (KEYNES, p. 4, 1936)

Por outro lado, alguns pós-keynesianos lamentam o fato de Keynes ter omitido em sua *Teoria Geral* parte do detalhamento monetário apresentado no *Tratado sobre a Moeda* e dos rascunhos da *Teoria Geral*, onde o autor apresenta originalmente o conceito de economia monetária de produção^{24 25}. Conforme Brothwell (1997) e Lima (2003), o texto preparatório da *Teoria Geral* retrata com mais fidelidade o pensamento original de Keynes sobre economia monetária de produção. É nos rascunhos que o autor estabelece com clareza a distinção entre a economia empresarial (ou monetária) e a economia cooperativa. Tal omissão resultou em uma simplificação do pensamento keynesiano, que permitiu interpretações equivocadas, como as da síntese neoclássica. Em 1937, Keynes publica artigo em resposta às críticas Ohlin sobre a sua teoria do financiamento do investimento. Na réplica, Keynes desenvolve um novo motivo para a demanda de moeda (motivo finança) além dos três apresentados na *Teoria Geral* (motivo transação, motivo precaução e motivo especulação).

²⁴ No *Tratado sobre a Moeda* (1930), Keynes apresenta a moeda em perspectiva história e analisa a interação entre agentes não-financeiros, agentes financeiros privados, Banco Central, agentes privados não residentes e bancos centrais estrangeiros. Para estudo dos extravios de detalhes monetários e omissão de elementos centrais na passagem do *Tratado sobre a Moeda* para a *Teoria Geral*, ver SILVA, (2008).

²⁵ Parte dos escritos preparatórios da *Teoria Geral* foram publicados em artigo em 1933. O desenvolvimento do conceito de economia monetária de produção está presente em *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, nos volumes XIII, XIV e XXIX.

2.1.2 Os princípios teóricos da economia monetária de produção

Para os economistas pós-keynesianos, como Davidson (1984) e Carvalho (1982, 1989), as reflexões de Keynes em sua *Teoria Geral* e demais trabalhos acadêmicos representam a construção de um novo paradigma para a ciência econômica, uma nova visão de mundo. Estes autores “codificaram” esta nova visão através de princípios teóricos ou axiomas, que representam a base da Escola Pós-Keynesiana.

Carvalho (1992) apresenta cinco princípios fundamentais para se compreender o conceito de economia monetária de produção: i) axioma da produção; ii) axioma da decisão; iii) axioma da não pré-conciliação de planos; iv) axioma da irreversibilidade do tempo e da incerteza e v) axioma das propriedades da moeda²⁶.

O axioma da produção estabelece que toda a produção de bens e serviços é feita pelas firmas visando à venda ao mercado. O processo é essencialmente temporal. As defasagens técnicas e de informações implicam que a produção é realizada sob expectativa de demanda, conferindo à atividade produtiva um caráter especulativo. O objetivo final é a acumulação de capital em sua forma mais flexível, o lucro monetário, o dinheiro, o poder de compra genérico. Na visão clássica, a firma é apenas um meio de satisfação das preferências dos agentes, definidas em termos de bens e serviços reais. Na economia monetária de Keynes, a firma é uma instituição autônoma, com objetivos próprios que não se confundem com a de seus proprietários (proprietários de capital interessados na distribuição de dividendos). O objetivo único da firma é terminar com mais dinheiro do que começou no início da produção. Como os salários são definidos em termos monetários, a moeda permite à firma, além da flexibilidade de poder de compra, o poder de comando sobre insumo essencial, o trabalho.

O axioma da decisão afirma que o poder de decisão sobre os processos econômicos pertencem às firmas. Isso porque os meios de execução da atividade produtiva pertencem às firmas e os trabalhadores possuem somente a força de trabalho. Como o capital possui o poder de comando em relação ao trabalho, é a firma que vai decidir iniciar ou não o processo de produção. Assim, o nível de emprego depende das decisões das firmas.

²⁶ Davidson (1984) apresentou três axiomas: i) o princípio da não neutralidade da moeda, ii) princípio da não-ergodicidade e iii) princípio dos contratos monetários.

O axioma da inexistência de pré-conciliação de planos se refere ao fato de que, nas economias monetárias, as firmas estão sujeitas a desapontamentos, pois não existe um mecanismo que garanta que a renda será gasta na aquisição da produção. Este axioma pode ser melhor entendido pela distinção feita por Keynes do que ele considera como economia de salário real ou cooperativa (nas quais se baseia a teoria clássica) da economia empresarial propriamente dita (economia monetária de produção).

Na economia de salário real ou cooperativa, não existe moeda. Os fatores de produção são remunerados com uma parte do produto total, proporcional à sua colaboração no processo produtivo ou em algo cuja conversão em produto está garantida *a priori*. Desse modo, toda a produção é consumida. Na economia empresarial neutra, a moeda existe, mas somente como meio de troca. O processo de produção cria os produtos e rendas (salários, lucros, juros) que são gastas na compra dessa produção. É como se houvesse um mecanismo que garantisse que o rendimento monetário de cada fator de produção fosse gasto na aquisição de uma parte proporcional da produção real. Neste caso, não há diferença substancial em relação à economia cooperativa.

Na economia empresarial propriamente dita ou economia monetária, a remuneração dos fatores de produção e os produtos são negociados em termos monetários. Tanto a firma quanto os trabalhadores têm objetivos definidos em termos monetários. A busca do ganho monetário se deve à flexibilidade que a posse do dinheiro confere ao seu detentor. “A moeda nessas economias, não é apenas um meio de circulação, ela também é um objeto de retenção. Os detentores de moeda não têm que definir em que a gastarão, nem quando”. (CARVALHO, p. 185, 1989) A possibilidade de uso alternativo da renda monetária à aquisição da produção corrente implica no problema da coordenação que caracteriza o axioma da não pré-conciliação de planos.

O axioma da irreversibilidade do tempo e da incerteza deriva da concepção de tempo usada nas análises de Keynes e dos pós-keynesianos. Para estes, o tempo é histórico, unidirecional, fluindo do passado para o futuro de modo irreversível.

A teoria clássica supõe o tempo lógico e mecânico, em que os eventos são reversíveis e podem se repetir de forma que os agentes desenvolvam um processo de aprendizado sobre os eventos. A repetição também permitiria o cálculo de distribuições de probabilidade para tais eventos. Nesta concepção, não existe incerteza e sim riscos perfeitamente conhecidos.

Conforme sustenta Davidson (1984), aceitar a teoria clássica implica em assumir o mundo como ergódico. Eventos ergódicos são aqueles em que a distribuição de probabilidades passada é mantida imutável tanto no presente quanto no futuro; com base no passado, os agentes têm bases sólidas para a tomada de decisão. (AMADO, 2000).

A não-ergodicidade é um conceito importante usado por Davidson (1984) para caracterizar a irreversibilidade do tempo. Na economia monetária de produção, os eventos não se repetem sob as mesmas condições e a revisão de planos e processos não pode se dar sem custos.

O princípio da não-ergodicidade está ligado a natureza dos chamados “eventos cruciais” Esses eventos são aqueles que, uma vez realizados, destroem as condições iniciais e o ambiente no qual eles ocorreram, de forma irreversível. Os eventos cruciais não são reaplicáveis de forma seriada. Não há, portanto, como calcular uma distribuição de probabilidades para tais eventos e seus resultados. Decisões econômicas, como de investimento, por exemplo, são cruciais, porque destroem as condições iniciais nas quais foram tomadas (AMADO, 2000)

O princípio da incerteza emerge do reconhecimento de tempo histórico, unidirecional, irreversível e da impossibilidade de se calcular distribuição de probabilidades para eventos econômicos. As decisões são realizadas em bases frágeis, pois as informações correntes e passadas nada dizem sobre o futuro. Em outras palavras, a incerteza existe porque o mundo econômico é não-ergódico.

O último axioma trata de duas propriedades fundamentais da moeda: a nula ou negligenciável elasticidade de produção e a nula ou negligenciável elasticidade de produção.

Diferentemente do que defende a escola novo-clássica, a moeda não possui apenas a função de meio de trocas. A moeda assume outras funções (unidade de conta, reserva de valor e meio de pagamento) que lhe confere papel relevante sobre as decisões dos agentes. Para Keynes, a primeira função da moeda é servir de unidade de conta. A moeda como unidade de conta permite a realização de contratos que relacionam transações em diferentes momentos. Um contrato de trabalho, por exemplo, permite que se estabeleça, no momento do contrato, o valor de cada unidade de esforço do trabalhador em termos de unidade de conta (moeda) por determinado período de tempo. Assim, cria-se um vínculo entre esses diferentes momentos (da realização do trabalho e de sua remuneração), garantindo à moeda poder de compra ao longo do tempo. No sistema permeado pela incerteza e por defasagens temporais no processo de produção, a coordenação das relações inter-firmas e intersetoriais

se dá através de um sistema de contratos que garantem os fluxos de produtos e serviços ao longo do processo de produção. Os contratos permitem que os processos econômicos se desenvolvam sem que sejam destruídos pela incerteza absoluta e pela instabilidade que ela gera.

O que permite à moeda possuir poder de compra é, definitivamente, sua relação com os “contratos de oferta”, em geral, e com os contratos envolvendo oferta de trabalho, em particular. Assim, é a taxa de salário monetário, que corresponde às unidades de moeda de conta que o trabalho pode comprar por uma unidade de esforço, que é a âncora à qual o nível de preços de todas as mercadorias reprodutíveis está atada” (DAVIDSON, p. 153, 1978 *apud* AMADO, 2000).

Assim, a função de unidade de conta é usada para grafar contratos e a moeda passa a exercer a função de reserva de valor. A função reserva de valor da moeda deriva da sua propriedade de transferir poder de compra do presente para o futuro, ou seja, a moeda é depositária ideal de riqueza. A função de meio de pagamento se deve pela propriedade de efetivar as obrigações contratuais e transações, extinguindo as relações de débito e crédito.

Os contratos são validados em moeda em virtude da nula elasticidade de produção e de substituição da moeda. São essas características que garantem a estabilidade do poder de compra da moeda e conseqüentemente, de sua elevada liquidez.

A nula ou negligenciável elasticidade de produção significa que um aumento da demanda por moeda não causará uma elevação de sua produção. Se a quantidade de moeda pudesse variar livremente, ela perderia seu valor e sua liquidez. Ademais, a sua produção é monopólio do banco central. A negligenciável elasticidade de substituição da moeda se deve ao fato de que quando seu preço sobe, isto é, quando a taxa de juros monetária aumenta, sua demanda não é redirecionada para outros ativos. Isto ocorre exatamente porque o aumento da taxa de juros monetária resulta do aumento do desejo dos agentes de reter a moeda.

É neste contexto que as elasticidades de produção e substituição de preconizadas por Keynes assumem sentido. O prêmio de liquidez da moeda é elevado em larga medida porque os agentes não antecipam que sua oferta possa ser persistentemente excessiva e sua raridade relativa a outros bens e ativos ameaçada. A limitação de oferta em última análise é o que limita as expectativas de poder de compra futuro da unidade monetária. (CARVALHO, p. 188, 1989)

Portanto, seja porque possui negligenciável elasticidade de produção, seja porque possui negligenciável elasticidade de substituição, a oferta de moeda não cresce de modo

repentino ou elevado, conferindo a ela uma vantagem de liquidez em relação aos demais ativos.

Uma vez apresentados os princípios teóricos da escola pós-keynesiana, a próxima seção busca o entendimento da lógica de funcionamento de um sistema onde a moeda é o elemento central.

2.1.3 A incerteza e a não neutralidade da moeda

A característica essencial de uma economia monetária de produção é a não-neutralidade da moeda. O elemento chave para se compreender essa característica é o princípio da incerteza.

A moeda representa um refúgio contra as inquietações decorrentes do futuro incerto. O atributo de liquidez e depositário ideal de riqueza da moeda permite flexibilidade de ação frente a imprevistos, funcionando como um *hedge* contra a incerteza. A moeda torna-se algo desejável por si mesma; sua retenção moeda é um comportamento racional frente ao nosso desconhecimento sobre o amanhã.

Na *Teoria Geral*, Keynes apontou três motivos pelos quais os agentes podem demandar moeda: motivo transação, motivo precaução e motivo especulação

O motivo transação diz respeito à retenção de moeda para operações de compra e venda de bens e serviços por parte de firmas e família, sendo uma proporção estável da renda. Este motivo tem relação com a moeda enquanto meio de troca. O volume demandado é determinado por atividades rotineiras, previsíveis e é gasto integralmente no período em que a renda é recebida. Neste tipo de demanda, a incerteza não tem relevância.

No motivo precaução, o volume de moeda demandado é função direta do grau de preferência pela liquidez. Ao contrário da demanda por transação, onde as despesas e recebimentos são, de certa forma, previsíveis, a demanda por precaução decorre da incerteza. A retenção de moeda visa segurança para atender a despesas inesperadas ou o aproveitamento de oportunidade de negócios lucrativos²⁷. A demanda por precaução está

²⁷ Um negócio lucrativo pode surgir, por exemplo, quando eventualmente um agente possuidor de bens de capital tenha que se desfazer de seus ativos em face à necessidade de adquirir liquidez imediata. A permuta de ativos de baixa liquidez por moeda implica em perdas de capital por parte do vendedor (o dono dos bens de capital) e ganhos de capital pelo comprador (o detentor de moeda)

relacionada à incerteza, no entanto, ela também é uma função estável da renda. (AMADO, 2000)

O motivo especulação diz respeito ao comportamento apostador dos agentes interessados nos ganhos de capital oriundos da retenção de um ativo ou outro. Na atividade especulativa, os apostadores não estão interessados no valor absoluto dos títulos e sim na mudança dos preços dos mesmos. Eles buscam antecipar mudanças na taxa de juros provocadas por oscilações nas expectativas, visando ganhos de capital.

Na teoria clássica, a taxa monetária de juros é o custo pela aquisição do crédito necessário para realizar seus investimentos. A taxa de juros corrente iguala a oferta e a demanda por crédito, isto é, poupança e investimento. Seu nível de equilíbrio depende das preferências intertemporais entre consumo e poupança dos agentes e da produtividade marginal do capital, ou seja, a taxa de juros é uma variável real.

Para Keynes e pós-keynesianos, a taxa de juros não é, como para a teoria clássica, o prêmio pela poupança. A poupança, sendo originada pela renúncia ao consumo, não pode ser influenciada pela taxa de juros, pois o juro é a recompensa pela renúncia à liquidez e não ao consumo.

Keynes define a taxa de juros como

[...] a recompensa da renúncia a liquidez, uma medida de relutância dos que possuem dinheiro alienar o seu direito de dispor do mesmo. A taxa de juros não é o preço que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o preço mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. (KEYNES, p. 122, 1936)

Assim, na teoria keynesiana, a taxa de juros é um fenômeno monetário, psicológico, subjetivo. Sendo o prêmio que deve ser oferecido pela renúncia à liquidez, a taxa de juros é um barômetro de nossas inquietações frente às incertezas quanto ao futuro.

No capítulo 17 da *Teoria Geral*, Keynes adapta a teoria da preferência pela liquidez para uma teoria em que os agentes escolhem seus portfólios com base na precificação de ativos, onde é analisada a taxa de juros própria para cada ativo. A idéia da taxa própria de juros se baseia no fato de que todo ativo está sujeito a um contrato à vista e a termo. A taxa própria de juros do ativo é dada por $r = a + q - c + l$, onde a é o valor de mercado do ativo, q é o rendimento esperado pela posse do ativo, c é custo de carregamento e l é o prêmio de liquidez.

A teoria da precificação de ativos caracteriza a demanda pelos diferentes ativos em termos do *trade-off* entre os rendimentos ($a + q - c$) e o prêmio de liquidez que oferecem. A peculiaridade da moeda é que a sua taxa própria de juros, isto é, a taxa monetária de juros é mais resistente à queda que qualquer outro ativo ($c = 0$; q é desprezível e l é elevado).

Neste contexto, a especulação depende da chamada “taxa de juros normal ou convencional”, ou o nível da taxa de juros subjetivamente estabelecido como seguro. O comportamento convencional é uma das formas de lidar com a incerteza. Os agentes agem pautando-se nas ações dos outros agentes, pois consideram que é melhor errar com o mercado que errar sozinho. Os indivíduos que apresentam comportamento jogador acreditam que suas apostas são mais corretas que as do mercado como um todo. Se, por exemplo, um especulador considera que a taxa de juros está alta e possui uma expectativa que ela irá cair, então ele acredita que o preço corrente do título associado a essa taxa de juros é baixo e no futuro, este preço vai aumentar. Dessa forma, o especulador reduzirá sua demanda de moeda, trocando-a por títulos a fim de vendê-los novamente quando seu preço subir. Do mesmo modo, se o especulador espera que o preço do ativo irá cair, ele venderá o ativo, demandando moeda pelo motivo especulação. (AMADO, 2000; CHICK, 1983)

Por ser um ativo alternativo aos demais, a demanda por moeda afeta a demanda por outros ativos. Quando as expectativas quanto ao futuro se tornam pessimistas, os agentes desviam a demanda por serviços, produtos ou bens que ofereçam rendimentos para a moeda. Contudo, os meios de produção e mão-de-obra tornados disponíveis pela redução da demanda por ativos reproduzíveis não são deslocados para a produção de moeda, a moeda apresenta negligenciáveis elasticidades de produção e substituição. (CARVALHO, 1989). Desse modo, a retenção de moeda provoca vazamento do fluxo circular da renda, afetando o ritmo e a natureza da acumulação de capital, pois a moeda não gasta em consumo não é usada, automaticamente, em gastos com investimentos. O entesouramento implica na falsificação da Lei Say e na possibilidade de equilíbrio macroeconômico aquém do nível de pleno emprego. Neste cenário é impossível conceber a moeda como um elemento neutro, seja no curto ou no longo prazo.

2.2 A teoria pós-keynesiana da política monetária

A política monetária, na visão pós-keynesiana, é um instrumento de intervenção eficaz para alterar o nível de atividade econômica, na medida em que pode estimular os agentes a alterarem a composição de seus portfólios. Mais precisamente, o papel da política monetária é criar um ambiente propício para a atividade econômica, induzindo os agentes a trocarem a liquidez da moeda, com rendimento nulo, pela iliquidez de bens de consumo e ativos de capital com retornos esperados positivos. (SICSÚ, 1997)

A autoridade monetária dispõe de três instrumentos de política monetária: i) a fixação compulsória de reservas bancárias; ii) a determinação dos preços dos empréstimos de liquidez (taxa de juros das operações de redesconto e iii) as operações de compra e venda de títulos (*open-market*).

Na teoria de política monetária keynesiana que visa à diminuição do desemprego, as operações de venda e compra de títulos constituem o instrumento mais eficiente de política monetária. Os dois primeiros instrumentos (reservas compulsórias e taxa de juros das operações de redesconto) afetam o volume de crédito que pode ser ofertado pelos bancos para satisfazer as necessidades de antecipação de receitas das empresas relativas às decisões de produção. No entanto, esses instrumentos não alteram a demanda por esses fundos de curto-prazo e menos ainda as decisões de investimento. De certo que a redução do percentual de depósitos compulsórios ou da taxa de redesconto, ao reduzir a taxa de juros de curto prazo, pode estimular o aumento de produção corrente, haja vista que "sempre existirão firmas com demandas de crédito não atendidas à taxa de juros corrente se a competição no mercado de crédito é imperfeita". (SICSÚ, p. 66, 1997). Mas esses instrumentos não são capazes de estimular diretamente a atividade produtiva.

Já as operações de mercado aberto podem afetar as decisões de investimento pois induzem os agentes (empresas, famílias e bancos) a alterarem a composição de seus portfólios. Quando o banco central compra títulos, há um aumento da oferta de moeda que leva a uma queda da taxa monetária de juros. Se a preferência pela liquidez dos agentes não se altera, a queda da taxa de juros poderá estimular o investimento, já que haverá projetos cuja eficiência marginal dos ativos de capital será maior que a taxa de juros. Os empresários, especialmente, serão estimulados a trocar a posse de ativo líquido (moeda) pela aquisição de bens de capital, que embora menos líquidos, teriam como recompensa renda esperada positiva.

A arte da política monetária pós-keynesiana, que visa ao aumento do produto ou, equivalentemente, à redução do desemprego, é transformar moeda-ativo em moeda meio de troca. A arte é induzir a viagem de moeda da circulação financeira para a circulação industrial. Então, recomenda-se aumentar o estoque monetário da circulação financeira por meio de operações de mercado aberto para reduzir a taxa de juros dos ativos líquidos com o objetivo de estimular estratégias privadas de recomposição de portfólios.(SICSÚ, p. 67, 1997)

Mas a disposição da autoridade monetária em conduzir a economia a um nível mais elevado de atividade pode não ser sancionada pelo público em geral (empresas, famílias e bancos). Parafraseando Keynes “(...) se entretanto, nós estamos tentados a afirmar que a moeda é a bebida que estimula o sistema para a atividade, devemos lembrar que podem existir alguns contratempores entre a taça e os lábios.” (KEYNES, CWJMK, vol. VII, p. 173, 1973, *apud* SICSÚ, 1997). Isso se deve ao fato de bancos serem os principais compradores de títulos. Se as reservas dos bancos são aumentadas em função de uma operação de compra do banco central e se os bancos tiverem aumentado sua preferência pela liquidez, a política monetária não terá efeito. Neste caso, os bancos estariam trocando ativos líquidos (títulos) pelo ativo plenamente líquido (moeda). Famílias e empresários também podem não corroborar com a intenção do banco central. No entanto, é a reação dos bancos enquanto principais compradores de títulos que determinará o efeito da política monetária.

Em outra situação possível de uma operação de compra de títulos pelo banco central, os bancos e demais agentes optariam em transformar a liquidez em compra de títulos financeiros. Novamente a política monetária pode ter efeitos nulos ou plenos (SICSÚ, 1997). Se os bancos (também empresas e famílias) direcionarem a moeda para compra de ativos financeiros no mercado secundário, a política não terá efeito. Se optarem pela aquisição de títulos de longo prazo emitidos no mercado primário por empresas desejosas de investir, a política monetária terá sucesso em estimular o emprego.

A operação da política monetária dependerá da sintonia entre a autoridade monetária e o setor bancário, que vai sancionar ou não a política conforme suas próprias expectativas de retorno e de preferência pela liquidez. Se houver sintonia entre esses agentes, a ação do banco central terá impacto na disponibilidade de crédito de curto-prazo oferecido pelos bancos às firmas e principalmente na aquisição de bens de investimento, através do mecanismo indireto de realocação de *portfólio*, primeiro dos bancos e depois das firmas investidoras. Contudo, Carvalho (1994b) ressalta que essas considerações não devem ser

interpretadas como afirmação de impotência da política monetária. “O efeito de qualquer política econômica, que não seja a compulsão direta depende da avaliação dos agentes a respeito de seus objetivos, da sua sustentabilidade e de outros fatores da mesma natureza.”²⁸ (CARVALHO, p. 50. 1994b)

O caráter ativista da política monetária pós-keynesiana, focada na busca do pelo emprego, não significa um comportamento leniente com a inflação. Em seu *Essay in Persuasion*, Keynes afirma que a inflação é injusta e a recessão é inconveniente e que “não é necessário compararmos um mal com outro. É necessário reconhecer que ambos são males que devem ser evitados” (Keynes, p. 15, 1972 *apud* Sicsú, 2002).

A visão pós-keynesiana do processo inflacionário - apoiada principalmente em Davidson (1994) e Minsky (1986) - identifica sete tipos de inflação: i) inflação de salários; ii) inflação de grau de monopólio ou de lucro; iii) inflação de rendimentos decrescentes; iv) inflação importada; v) inflação decorrente de choques de oferta; vi) inflação de impostos e vii) inflação de demanda. (SICSÚ, 2003)

A inflação salarial decorre de um aumento de salário nominal, se tudo mais constante. Quando a diferença entre a taxa de desemprego efetiva e a taxa de pleno emprego (hiato de emprego) é pequena, maiores são as chances de os trabalhadores conseguirem ganhos individual ou coletivamente e mais facilmente os empregadores conseguirão repassar essa elevação de custos aos preços. Pressões inflacionárias desse tipo são potencialmente mais perigosas quanto menor for o hiato do desemprego. Inflação de salário também pode ocorrer quando o hiato de desemprego é elevado, desde que um grupo significativo de trabalhadores consiga, por meio de habilidades diferenciadas, obter ganhos salariais e ainda, quando os empresários possuem algum poder de mercado que permite repassar essa elevação de custo para os preços sem perda de demanda significativa. Porém, a situação mais comum é mesmo quando o hiato do emprego reduzido tende a aumentar as chances de a inflação de salários ocorrer, uma vez que os empresários têm mais liberdade para aumentar preços²⁹.

A inflação de lucros está relacionada com a estrutura de concorrência dos mercados. Nos setores em que o grau de concentração é elevado, os empresários podem praticar preços

²⁸ Ainda segundo Carvalho (1994), a discussão da importância da avaliação dos agentes privados a respeito da política econômica foi tomada como uma descoberta da nova economia clássica, embora já tivesse sido abordada por Keynes. A abordagem pós-keynesiana sobre este assunto ficará mais clara na parte final desta seção, quando discutiremos a questão da credibilidade da política monetária.

²⁹ Se o reajuste salarial é acompanhado de ganhos de produtividade, não há impacto inflacionário.

relativamente mais altos, já que dispõem de elasticidade-preço favorável a elevação de suas margens de lucro. A inflação de lucros depende do grau de monopólio da economia.

A inflação de retornos decrescentes assume importância quando a economia se encontra muito próxima do pleno emprego. Nesta situação, o trabalho torna-se menos eficiente relativamente ao capital e trabalhadores menos qualificados vão sendo incorporados ao processo de produção, o que eleva os custos unitários do trabalho e em última instância, pressiona o nível geral de preços da economia.

A inflação importada depende do grau de abertura de uma economia. Quanto maior o grau de abertura, maiores serão os gastos com produtos importados vis a vis os gastos com serviços (não comerciáveis) e com a aquisição da produção nacional. Neste contexto, um aumento em moeda estrangeira dos preços dos produtos importados ou uma desvalorização da moeda doméstica em relação à moeda estrangeira, resultará em aumento dos preços dos bens importados em moeda doméstica que compõem o índice geral de preços internos. Para as empresas que utilizam produtos importados para fins de comercialização (caso dos bens de consumo final) ou como insumos, a elevação dos preços em moeda nacional das importações significa um aumento de custos. Neste âmbito, quanto maior o hiato do emprego e o grau de concentração da economia, mais facilmente este aumento de custo será repassado aos preços, isto é, maior o potencial da inflação importada.

Inflação de choques negativos de oferta pode ser ilustrada, por exemplo, por uma quebra de safra agrícola, por uma catástrofe natural ou no caso de escassez de energia elétrica. O grau de repasse da elevação de custos para os preços dependerá, como no caso da inflação importada, do tamanho do hiato de emprego e do grau de concentração da economia.

Inflação de impostos decorre do repasse do aumento da alíquota de tributação aos preços. O potencial da inflação de impostos será tanto maior quanto menor o hiato do emprego e maior o grau de monopólio do mercado que negocia os produtos sobre os quais incida o aumento da alíquota.

O último tipo de inflação, a inflação de demanda, refere-se ao estado hipotético de pleno emprego dos fatores produtivos. Nesta situação, a oferta agregada seria inelástica e qualquer aumento da demanda se refletiria integralmente em elevação do nível geral de preços. A demanda agregada teria efeito no nível de preços do mercado à vista (*spot markets*) e no ajustamento da quantidade. A persistência da inflação ocorreria como resultado do conflito distributivo entre trabalhadores e empresários. Apesar de o mercado

futuro não sofrer influência da demanda, ele é determinado pelo fluxo dos preços de oferta de bens e serviços que estão relacionados às margens de lucro desejadas pelos empresários e o nível de salário real desejado pelos trabalhadores. (DAVIDSON, 2006)

Nota-se que inflação de demanda é considerada uma abstração teórica. Uma vez que a insuficiência de demanda efetiva não é meramente temporária e o desemprego involuntário constitui um problema sistêmico das economias monetárias de produção, o estado de pleno emprego é uma situação muito particular, de raríssima ocorrência e relacionado a um conjunto de circunstâncias muito específicas. Por isso, a corrente pós-keynesiana sustenta que as pressões inflacionárias são fundamentalmente pressões de custos, que tem origem pelo lado da oferta. Seus efeitos podem ter maior ou menor impacto, dependendo do hiato de emprego, do grau de abertura e do grau de monopólio da economia. Este último aspecto é considerado mais importante para os pós-keynesianos, o que denota ao processo inflacionário o caráter de conflito distributivo, seja entre trabalhadores e empresários, entre classes de empresários ou países capitalistas ou ainda entre o governo e a sociedade.

Para cada tipo de inflação, a medida adequada envolve instrumentos diversos de política econômica. A inflação de impostos deve ser evitada pelo próprio governo. Inflação de salários e a inflação de lucros podem ser combatidas por uma política de tributação baseada na renda que cria desincentivos através de impostos mais elevados para as empresas que concedam reajuste salarial ou aumente sua margem de lucros acima dos ganhos de produtividade. A inflação de rendimentos decrescentes não pode ser eliminada no curto-prazo, mas pode ser evitada ou amenizada no longo prazo por políticas de qualificação e treinamento de trabalhadores, bem como pelo incentivo ao desenvolvimento tecnológico. O potencial da inflação importada deve ser eliminado preferencialmente por políticas industriais voltadas para o investimento que promovam diversificação da exportação (o que reduz a escassez de divisas) e a ampliação da oferta doméstica (que contribui para diminuir a demanda por bens importados). Finalmente, a inflação resultante de um choque de oferta pode ser reduzida com medidas fiscais. Uma quebra de uma safra de trigo, por exemplo, pode ser combatida pela redução de sua tarifa de importação, de modo a compensar a elevação do preço do produto.

Desse modo, a política monetária preconizada pela abordagem pós-keynesiana é implementada basicamente na circulação financeira com objetivo *ad hoc* de afetar a circulação industrial, através de seus efeitos sobre a demanda agregada. O papel do banco central é administrar a quantidade de moeda e, com efeito, a taxa de juros, em função do

estado de expectativas correntes, com vistas ao pleno emprego (o que não se confunde com tendência inflacionária). Além disso, a autoridade monetária deve atuar de forma coordenada com outros setores do governo, objetivando à preservação da estabilidade de preços.

A política monetária que almeja o pleno emprego com estabilidade de preços é, de certa forma, paradoxal, pois a taxa monetária de juros é essencialmente convencional. Os agentes têm uma idéia do que julgam ser o nível de taxa de juros normal ou seguro e esperam que a taxa de juros flutue em torno desse nível. Mas o conceito de normalidade assim concebido é bastante subjetivo. Em função disso, a taxa de juros compatível com o nível de emprego socialmente desejado pode ser considerada baixa em relação ao seu nível “normal” e induzir os agentes a antecipar o seu aumento. Para Keynes, a autoridade monetária deve agir de forma transparente, visando influenciar as expectativas e a fim de diminuir incerteza e instabilidade. Num cenário em que se almeja a estabilização do emprego, a autoridade monetária deve manter a taxa de juros deprimida e informar ao público que ela assim permanecerá. (CARVALHO, 1999)

Neste âmbito, as medidas de política monetária keynesiana vão além do uso de instrumento de mercado aberto no intuito de estimular a demanda. A política monetária precisa atuar também sobre o canal psicológico, criando um ambiente otimista e motivador para que os agentes se sintam realmente estimulados a aumentar investimento e consumo. A política monetária precisa ser abrangente e conduzida de forma coordenada com as demais políticas econômicas, especialmente a fiscal.

A questão sobre a interação entre os agentes econômicos e principalmente sobre as expectativas em relação à política monetária ainda é um ponto pouco debatido dentro da Escola Pós-Keynesiana, apesar de já ter sido abordada implicitamente por Keynes. Pós-keynesianos como Siscú (1999) reconhecem a importância da credibilidade e reputação da autoridade monetária (conceitos caros à teoria novo-clássica) para a eficácia da política monetária. A credibilidade de uma política monetária envolve a crença na sua factibilidade. O autor admite que a falta de credibilidade pode dificultar e até impedir que a política monetária, seja ela estabilizadora ou de conquista de pleno-emprego, alcance seu objetivo. A idéia de reputação refere-se ao comportamento pregresso da autoridade monetária e também traz algumas lições para a política monetária pós-keynesiana, tais como: i) o reconhecimento de que a política monetária envolve movimentos repetidos de ação e interação entre a autoridade monetária e os agentes privados; ii) políticas percebidas como incorretas

acarretam custos de implementação e perda de reputação, prejudicando o sucesso de políticas futuras. (SICSÚ, 1999).

Sicsú (1999) traz a discussão sobre o binômio credibilidade-reputação da autoridade monetária para dentro da teoria pós-keynesiana, porém, e como não poderia deixar de ser, sob uma perspectiva diferente da teoria novo-clássica. Enquanto para esta a noção de credibilidade da política monetária diz respeito à crença por parte do público de que a autoridade monetária manterá a política vigente, para a teoria pós-keynesiana a política monetária crível ou factível é a política eficiente. Sicsú descreve os critérios de eficiência que, segundo ele, são apresentados nos escritos de Keynes de forma dispersa e obscura:

Uma política monetária eficiente seria aquela que, primeiro, persegue um objetivo não-ambíguo, segundo, cria o mínimo de espaço de utilização 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. (SICSÚ, p. 291, 1999)

Assim, políticas percebidas como ineficientes não teriam credibilidade. Para Libânio (2004), a credibilidade da política monetária pós-keynesiana está associada a sua consistência. Segundo o autor, essa característica dependeria da percepção de quão correta e adequada seja a política para a conjuntura em que foi elaborada, da factibilidade dos objetivos traçados, e por fim, que a política monetária não seja contraditória e/ou incoerente com outros objetivos do governo e outras políticas macroeconômicas (fiscal e cambial em especial).

A necessidade de coordenação das políticas econômicas não significa subordinação. A política monetária não deve satisfazer objetivos fiscais em detrimento de objetivos monetários e vice-versa. As políticas devem ser conduzidas de maneira coerente com os objetivos do governo em geral e a interação das políticas fiscal e monetária, em particular, não pode estimular expectativas inflacionárias.

Enquanto na teoria novo-clássica as forças reputacionais são inibidoras do discricionarismo, na teoria pós-keynesiana elas são inibidoras do uso irresponsável e errado de instrumentos de política monetária. (SICSÚ, 1999). “As autoridades monetária com reputação emitiriam sinais que seriam entendidos pelos agentes como sinais de comando” (SICSÚ, p. 296, 1999). Uma autoridade monetária com credibilidade e reputação pode induzir à formação de expectativas auto-realizáveis, pois é capaz de criar um contexto econômico em que as expectativas são validadas pela realidade, o que reduz inclusive a

necessidade de intervenção efetiva. A noção pós-keynesiana sobre a capacidade da política monetária em atingir variáveis reais também é diversa daquela adota pela escola novo-clássica. Enquanto para esta a capacidade depende do “elemento surpresa”, da assimetria de informação, para a aquela, é resultado da clareza de informações e sinais.

Finalmente, cabe discutir a questão da soberania na condução da política monetária no contexto de economias financeiramente integradas. Sob câmbio flexível e plena mobilidade de capitais, a perda de autonomia de política monetária diz respeito à diminuição do grau de liberdade da determinação da taxa de juros.

No sistema monetário internacional contemporâneo, a moeda americana é o núcleo de um sistema hierarquizado no qual a posição das outras moedas está relacionada ao seu grau de conversibilidade. A conversibilidade diz respeito à aceitação da moeda nacional como meio de pagamento, unidade de conta e denominação dos contratos e ativo de reserva. O dólar possui o maior grau de conversibilidade. As moedas dos demais países centrais também são usadas para denominação de contratos em nível internacional e, em menor grau, em relação ao dólar, como ativo de reserva pelos investidores estrangeiros. Já as moedas dos países periféricos não conseguem desempenhar a função de reserva de valor, de garantia contra a incerteza, ou seja, suas moedas são inconvertíveis. (PRATES, 2008).

No mercado financeiro global, riscos e rentabilidade são considerados em conjunto para que haja plena conversibilidade entre títulos domésticos (ou periféricos) em títulos livres de risco. Os investidores estrangeiros exigem um prêmio de risco em relação à taxa de juros dos títulos do tesouro norte-americano (*Treasury Bonds* ou *T-bonds*) para adquirir títulos denominados em outras moedas, isto é, uma remuneração adicional que compense o investimento em títulos de baixa qualidade vis a vis os títulos americanos³⁰. De outra forma, os investidores residentes em países periféricos aceitam remuneração inferior para aplicar em moedas fortes. (CARNEIRO, 1999; PRATES, 2005)

Para as economias de moeda inconvertível, num contexto de aumento da preferência pela liquidez dos investidores internacionais (predomínio dos “ursos”³¹ na “circulação

³⁰ O prêmio de risco é a base de definição do indicador calculado por agências multilaterais e privadas conhecido como risco-país. O risco-país avalia também uma série de variáveis (taxa de crescimento do produto, relação exportação dívida-externa, relação dívida interna-PIB, total das amortizações/reservas externas) que se denomina “fundamentos macroeconômicos”. Por indicar o grau de confiança em um país, o risco-país é funciona como um termômetro pelos investidores internacionais.

³¹ Keynes denominou de “urso” o agente que vende títulos para evitar perda de capital e “touro” aquele que compra títulos no intuito de obter ganhos de capital. Em uma economia aberta, “tours” compram títulos se não esperam uma desvalorização cambial maior que o diferencial de juros doméstico e internacional. De

financeira global”), a taxa de câmbio tende a se desvalorizar. Como a capacidade do governo de ofertar a moeda-chave é geralmente limitada pela escassez de reservas, a desvalorização cambial desencadeada pelo aumento da preferência pela liquidez só poderá ser compensada com aumento da taxa de juros doméstica.³² (SICSÚ, 2008)

Se os governos consideram desvalorizações cambiais indesejadas e se não dispõe de reservas (como ocorre na maioria nos casos) para influenciar o câmbio através de aumento da oferta da moeda-chave, há uma perda de autonomia na determinação da taxa de juros doméstica, uma vez que a autoridade monetária tende a reagir a uma desvalorização cambial com elevação da taxa de juros para compensar o aumento da preferência dos investidores internacionais. (PRATES, 2005; AMADO, 2006; SICSÚ, 2008)

As implicações desta prática pode ir além da restrição de soberania para fixar uma taxa de juros no nível que favoreça o emprego e crescimento. No cenário dominado por “ursos”, a elevação da taxa de juros pode, ao contrário do que desejaria a autoridade monetária, fomentar ainda mais a preferência pela liquidez e a fuga de capitais. Isso porque a elevação da taxa de juros pode elevar a percepção do risco de *default*, isto é, pode ser interpretada como um aumento do risco de o governo não conseguir honrar a dívida e não o contrário. (BRESSER PEREIRA & NAKANO, 2002)

Neste sentido, economistas pós-keynesianos (Carvalho, 2004; Carvalho e Sicsú, 2004; Amado, 2006; Prates & Cintra, 2008) sustentam que os países devem preservar a soberania sobre a política de pleno emprego. Para tanto, defendem a limitação da liberdade de movimentação de capitais entre os países, especialmente os especulativos de curto prazo. Segundo os autores, controles sobre os fluxos de capitais permitiriam a diminuição da influência do comportamento dos “touros” e “ursos” sobre a taxa de câmbio.^{33 34}

outra forma “ursos” acreditam que a haverá uma desvalorização cambial superior ao diferencial de juros e vendem os ativos. (SICSÚ, p. 440, 2008)

³² Vale ressaltar que a reversão das expectativas pode ser induzida por eventos não fundamentais (rumores). Neste caso, mesmo países considerados solventes no ponto de visto externo podem sofrer saída súbita de capitais devido ao efeito contágio e ao comportamento de manada. O efeito contágio ocorre quando um rumor (fundamentado ou não) leva os investidores internacionais a fazer uma realocação de portfólio por considerarem custosa a coleta de informações a respeito dos fundamentos macroeconômicos (situação fiscal, financeira e monetária) de um determinado país. O comportamento de manada ocorre quando um grupo de agentes imita os demais. (PAULA, OREIRO & SILVA, 2003).

³³ A taxa de câmbio é *influenciada* e não *determinada* por touros e ursos já que o dólar circula não só na “esfera financeira global”, mas também na “esfera industrial global”, onde são negociados por importadores, exportadores, investidores de bens de capital etc. (SICSÚ, 2008)

[...] a regulamentação dos fluxos de capitais de curto prazo pelos bancos centrais nacionais seria necessária para estabilizar as instituições financeiras e garantir a autonomia para a política econômica das economias nacionais. Nesse sentido [Keynes] afirmou: “a meu ver, toda a administração da economia doméstica depende da liberdade de se ter a taxa de juros apropriada, independentemente das taxas vigentes em outros lugares do mundo” (PRATES & CINTRA, p. 181, 2008)

2.3 A crítica pós-keynesiana ao sistema de metas de inflação

O cerne da crítica pós-keynesiana ao sistema de metas de inflação perpassa necessariamente à concepção de mundo na qual este paradigma de política monetária está estruturado. A aceitação do princípio da incerteza e da preferência pela liquidez como fatores característicos do mundo produtivo implica no abandono da hipótese de neutralidade da moeda no curto e no longo prazo e a interdependência entre as dimensões financeira e produtiva da economia passam a ser consideradas. Neste sentido, o “Novo Consenso Macroeconômico” revela-se altamente questionável.

A primeira indagação a ser feita é em que medida os diversos mercados – de bens, serviços, trabalho – se ajustam automaticamente e de forma a alcançar uma alocação ótima dos recursos do ponto de vista do sistema econômico como um todo. Mais especificamente, a objeção que se faz é em relação à hipótese de que ofertantes e demandantes se encontram no mercado com o mesmo poder de decisão. Tomando o mercado de trabalho como exemplo, seria o mesmo que considerar a existência de um mecanismo automático que reduza ou aumente os salários reais de forma a equilibrar a oferta e procura de mão-de-obra. Neste âmbito, o desemprego seria decorrente de falhas de mercado ou da recusa de alguns trabalhadores em aceitar o salário vigente. No mundo real, no entanto, é possível encontrar diversos trabalhadores que não conseguem emprego, mesmo estando dispostos a aceitar salários rebaixados. O desemprego involuntário é uma prova de que trabalhadores e empresários não confrontam com o mesmo poder de escolha. “Em última instância, quem define quando e quanto contratar são os empresários” (CROCCO, JAYME JUNIOR, p. 10, 2003)

³⁴ No *Tratado sobre a Moeda* (1930), Keynes já indicava possíveis medidas para preservação da autonomia de política econômica como manutenção de alto nível de reservas e taxa discriminatória sobre compra de ativos financeiros domésticos e estrangeiros. (CARVALHO, 2008)

Conforme o axioma da inexistência de pré-conciliação de planos, os empresários decidem o quanto produzir com base em uma expectativa de demanda, mas não têm nenhuma garantia sobre o quanto conseguirão vender e lucrar. A atividade produtiva é essencialmente especulativa pois não existe um mecanismo de coordenação entre os processos de produção e gastos. Logo, os níveis de produto e emprego não correspondem necessariamente à plena utilização da capacidade produtiva. Aliás, foram raros na história do capitalismo, os períodos em que as economias operaram no nível de pleno emprego.

A negação das hipóteses de equilíbrio automático do mercado e da Lei de Say nos leva inevitavelmente à negação da hipótese de que a economia gira em torno de uma taxa natural de desemprego. Este conceito, difundido por Friedman, é conclusão de uma construção teórica aceita indubitavelmente pelo Novo Consenso, que descreve o mundo real como uma economia perfeitamente competitiva em equilíbrio walrasiano - apesar de os novos-keynesianos apresentá-lo de forma mais sofisticada, considerando que pode ocorrer falhas de mercado. De acordo com Carvalho (1994), o conceito de taxa natural de desemprego é teoricamente problemático, dadas as muitas restrições necessárias para a sua validade, “restrições estas que nem o mais delirante estudioso de equilíbrio geral ousaria propor ser realistas” (Carvalho, p. 137. 1994b). Por sinal, a dificuldade de se demonstrar empiricamente qual seria a taxa natural de desemprego motivou pesquisadores a utilizar o conceito mais moderno de NAIRU, a taxa de desemprego que não gera pressões inflacionárias. (CROCCO, JAYME JUNIOR, 2003). Segundo Carvalho (1994b), para aqueles que aceitam a construção teórica mencionada, o que importa não é o realismo das premissas, mas se as previsões do modelo resistem à falsificação pelo teste empírico.

Enquanto adeptos da taxa natural de desemprego consideram que alterações estruturais ocorrem somente devido à mudanças exógenas das condições de oferta (mudança nas preferências sociais entre trabalho e lazer, na produtividade do capital e do trabalho e mudanças institucionais³⁵), para Keynes e pós-keynesianos o desenvolvimento dos recursos produtivos, que determina a trajetória de crescimento do produto potencial, é ele próprio determinado pela demanda agregada.

Na teoria pós-keynesiana, o longo prazo é entendido como um “processo em andamento” determinado por uma seqüência de resultados de curto prazo associados a um certo nível de utilização da capacidade produtiva. Uma vez que “o coeficiente de utilização

³⁵ Por exemplo, países que tem mais mecanismos de proteção ao trabalho tenderiam a ter maiores taxas naturais de desemprego

da capacidade produtiva é determinado pela demanda, a trajetória efetiva do produto e da renda, que descreve a trajetória de crescimento da economia, é ela própria determinada pela demanda”. (LIMA, p. 12, 2008)

A demanda agregada influencia os dois principais componentes da taxa natural de crescimento da economia: a taxa de crescimento da força de trabalho e a taxa de crescimento do progresso tecnológico.³⁶ (LAVOIE, 2006)

Uma taxa elevada de crescimento da demanda agregada afeta disponibilidade de mão-de-obra, pois incentiva potenciais trabalhadores a entrarem para a força de trabalho, além de encorajar trabalhadores de outras regiões a migrarem para o local que em que o crescimento é maior. Nos países em desenvolvimento, o efeito também pode ser uma realocação de oferta de mão-de-obra do setor informal para o setor formal. (LIBÂNIO, 2008) Adicionalmente, o incremento da demanda afeta as decisões de investimento das firmas, que reflete no ritmo de acumulação de capital. Por seu turno, o aumento da taxa de crescimento da relação capital-trabalho tem impacto positivo na produtividade do trabalho.

O processo de mudança tecnológica orientado pela demanda foi pioneiramente desenvolvido por Nicolas Kaldor (1957;1958) através de sua Função de Progresso Tecnológico e da adaptação da Lei de Verdoon³⁷. (LIMA, 2008).

Se a taxa natural de crescimento da economia é determinada pelas alterações tecnológicas, de produtividade e oferta de trabalho decorrentes do crescimento da demanda agregada, isto significa que a taxa natural de crescimento é endogenamente determinada pela taxa de crescimento corrente da demanda. E se a taxa de crescimento da economia é endógena, o nível de produto potencial de pleno emprego não pode ser tomado como um ponto pré-determinado em direção ao qual a economia irá necessariamente convergir. Ao contrário, o sistema econômico se move continuamente com a trajetória do produto efetivo. A posição de equilíbrio de longo prazo não é independente da trajetória atual da economia, ou seja, a história importa! (LIBÂNIO, 2008).

³⁶ Harrod (1939) foi quem introduziu o conceito de taxa natural de crescimento. Curiosamente, apesar de ter sido um dos discípulos de Keynes em Cambridge, ele tratou o crescimento econômico como determinado pelo lado da oferta. DUTT (2006)

³⁷ A Função de Progresso Técnico relaciona os processos de aprofundamento de capital diretamente com aumentos da produtividade do trabalho, sem o recurso a uma função de produção. A Lei de Verdoon estabelece uma relação de causalidade em que o aumento do produto, induzido pelo aumento da demanda, provoca um aumento da produtividade do trabalho. Essa relação de causalidade é cumulativa e decorre da existência de retornos de escala estáticos e dinâmico na economia.

Leon-Ledesma & Thirlwall (2002) investigaram a endogeneidade da taxa de crescimento natural. Para tanto, os autores testaram a sensibilidade da taxa natural de crescimento da economia - definida como a taxa que mantém o desemprego constante - em relação à taxa de crescimento atual³⁸. A análise contemplou dados de 15 países da OCDE no período 1961 a 1995. Os resultados suportam a idéia de endogeneidade da taxa natural de crescimento. (LIBÂNIO, 2008; LIMA, 2008).

Desse modo, além de apontar os problemas relativos à sua sustentação teórica e comprovação empírica, a escola pós-keynesiana defende que a NAIRU é possivelmente endógena e se altera constantemente. Com base nesta proposição, pode-se apontar duas objeções ao sistema de metas de inflação. A primeira se refere à razoabilidade de se conduzir a política monetária pautada em regra que tem como referência uma variável que está em constante mutação. A segunda objeção é baseada na análise de Lavoie (2002) *apud* Libânio (2005) sobre o comportamento do banco central no contexto do sistema de metas de inflação. De acordo com o autor, um aumento temporário na taxa de juros, em resposta ao desvio da taxa de inflação em relação à sua meta, induz um aumento permanente na taxa de desemprego. Em outros termos, falta à teoria convencional o entendimento de que a política monetária é, acima de tudo, uma política de administração da demanda agregada e, por isso mesmo, ela tem efeito sobre a NAIRU e toda trajetória de longo prazo da economia.

Se a economia é instável e a insuficiência de demanda efetiva é um problema crônico das economias capitalistas, não é razoável que a autoridade monetária fique “amarrada” a regras, tal como no sistema de metas de inflação, abstendo-se de agir quando se faz necessário. Para Carvalho (1994) o mero reconhecimento da incerteza é suficiente para se descartar regras de validade geral para a condução das autoridades monetárias. A política monetária requer flexibilidade para responder de forma adequada a cada contexto econômico. Libânio (2000) vai mais longe ao afirmar que uma política de regra pode ser considerada desprovida de credibilidade *a priori*. Dado elevada possibilidade de o sistema econômico se alterar, uma política desenhada e executada em um determinado contexto, deixa de ser adequada em outro contexto. Com isto, “não é provável atribuir credibilidade a uma política que, desejada para certa conjuntura, seja mantida quando tal conjuntura não mais prevaleça.” (LIBÂNIO, p. 77, 2000)

³⁸ Nesta definição de taxa natural de crescimento, o desemprego decresce quando a taxa de crescimento atual se encontra acima do seu nível natural. (LIBÂNIO, 2008)

Na concepção novo-clássica, os *policymakers* sofrem de uma tendência inflacionária que implica, *a priori*, em baixa credibilidade para a política monetária. Em função disso, a política monetária deve ser executada por um banco central independente de pressões política e guiado por regras determinadas de forma a permitir maior avaliação de sua conduta. Crocco & Jayme Júnior (2003) destacam as implicações decorrentes dessa concepção de credibilidade para a governança da política monetária. Para os teóricos do *mainstream*, a autoridade monetária só consegue atingir seus objetivos se tiver credibilidade, isto é, ser independente e guiado por regras de forma a sinalizar ao público que não mudará a política vigente. Ainda de acordo com esta visão, uma política para conquistar credibilidade deve atingir seus objetivos. Em outros termos, tal conceito de credibilidade incorre em um problema de circularidade: credibilidade é condição e resultado de política monetária. Segundo Crocco & Jayme Júnior (2003) a maior implicação para as economias em que vigora esta concepção é que

[...] esta circularidade impõe um caráter extremamente antidemocrático à condução da economia. A necessidade de se implementar políticas confiáveis para a obtenção dos resultados desejados faz com que políticas alternativas à dominante sejam excluídas *a priori*. A possibilidade de se testar outras políticas é descartada por definição. (CROCCO & JAYME JÚNIOR, p. 13, 2003)

Para pós-keynesianos, a credibilidade de uma política está relacionada à percepção de sua eficiência e consistência por parte dos agentes, ou seja, ela é determinada por fatores endógenos à sociedade. Já a teoria novo-clássica da credibilidade pode ser considerada essencialmente ideológica: uma política econômica é crível se estiver de acordo com os seus pressupostos sobre o funcionamento da economia.

O sistema de metas de inflação preconiza que o arranjo institucional ideal e coerente com a estabilidade de preços deve garantir independência, principalmente operacional, ao banco central. Economistas pós-keynesianos não reconhecem um dilema entre inflação e desemprego nem uma tendência inflacionária inerente à política monetária (FREITAS, 2006).

De acordo com Sicsú (2002) o viés inflacionário dos *policymakers* não encontra respaldo na realidade. Para o autor, acreditar em uma tendência inflacionária de ministros e parlamentares é o mesmo que considerá-los como irresponsáveis e que “sempre estariam dispostos a trocar a situação corrente de estabilidade por benefícios de curto termo e instabilidade de longo termo” (Sicsú, p. 26, 2002).

O arcabouço institucional subjacente ao sistema de metas de inflação parte da concepção de que os bancos centrais foram criados com a função de ser o guardião do poder de compra, como se esta fosse sua natureza intrínseca. Carvalho (1995) sustenta que, sob esta ótica, assume-se que o banco central tem uma função objetivo do mesmo modo que consumidores e firmas e que deixado livre, irá reagir de acordo com a sua natureza própria, isto é, perseguir a estabilidade de preços. Mas a verdade é que essas instituições foram criadas para relaxar restrições sobre o crédito e a circulação monetária, isto é, ajustar a oferta de moeda de modo a acomodar oscilações em sua demanda. (CARVALHO, 1995).

A análise da evolução histórica do desenvolvimento dos bancos centrais evidencia como estas instituições assumiram de forma gradativa e inter-relacionada às funções hoje consideradas típicas de um banco central (emissor da moeda legal, banco dos bancos e prestador de última instância) e não que foram instituídos com a função exclusiva de assegurar a estabilidade do nível geral de preços (FREITAS, 2006)

Outra questão passível de crítica diz respeito ao significado de independência. Segundo Carvalho (1995), a despeito de alguns aspectos legais usualmente referendados pela literatura para medir independência - duração do mandato da diretoria do banco central, possibilidade do executivo demitir um membro da diretoria, entre outros - não garantem a independência preconizada, pois eles não evitam alguma articulação entre o governo e o banco central. Em outras palavras, a cessão de independência à autoridade monetária não é uma ação apolítica ou técnica, apesar do discurso. (CARVALHO, 1995; CROCCO & JAYME JÚNIOR, 2003)

Mas a objeção primordial que se faz à tese de independência do banco central é o fato de se considerar tal instituição como um poder à parte do governo, como incapaz de influenciar outros tipos de políticas. Sob a ótica pós-keynesiana, a independência do banco central é inconcebível inclusive nos casos em que a meta de inflação é estipulada pelo governo e o banco central possui “apenas” independência operacional - ou autonomia - para alcançá-la. Isso porque mesmo nesta versão mais atenuada de independência, é o banco central quem livremente determina a variável-chave da economia: a taxa de juros. Desse modo, não há diferença substancial entre independência e autonomia. (CROCCO & JAYME JÚNIOR, 2003; CARVALHO, 2005)

É exatamente a determinação da taxa de juros que é o fulcro da questão. A fixação da taxa de juros não é uma questão puramente técnica, porque ela envolve *trade-offs* entre objetivos, como a estabilidade de preços e a aceleração do crescimento. Fomentar a inflação não estimula o crescimento, mas elevar a taxa de juros para conter pressões inflacionárias por certo o estrangula. (CARVALHO, p. 335, 2005 - grifo nosso)

Quando o banco central pode determinar unilateralmente a taxa de juro, sua ação inevitavelmente se confrontará com outras políticas, como a fiscal, industrial e cambial. A política monetária baseada em taxa de juros reais elevadas, com vistas a manter a inflação baixa, acaba por elevar do custo financeiro da dívida pública e boa parte da execução orçamentária do Tesouro fica condicionada às ações do banco central. Tal política produz um desequilíbrio fiscal, emitindo sinais inconsistentes ao setor privado. O resultado pode inclusive ir contra o objetivo de estabilidade, uma vez que há um aumento das expectativas inflacionárias decorrente das incertezas quanto ao comportamento futuro da dívida do governo. (CROCCO & JAYME JÚNIOR, 2003)

De acordo com Freitas (2006), a ênfase excessiva dada à estabilidade pode dificultar uma reação rápida pelo banco central na iminência de uma crise financeira, uma vez que “há uma evidente contradição entre a função de guardião do valor da moeda e a função de prestamista em última instância” (FREITAS, p. 283, 2006). A instabilidade financeira é uma característica intrínseca do sistema capitalista e mesmo países com forte regulação prudencial estão sujeitos à crises financeiras. A inação do banco central num contexto de crise em função de uma meta de inflação pode culminar com a insolvência de um sistema financeiro nacional.

A literatura do sistema de metas de inflação sustenta que a autoridade monetária não deve perseguir uma taxa de câmbio concomitantemente à meta de inflação - sob pena de inconsistência de política - como também o objetivo de taxa de câmbio seria redundante, uma vez que o próprio arranjo do sistema de metas de inflação é suficiente para assegurar que a taxa de câmbio se estabeleça em seu valor de equilíbrio. A lógica subjacente a este argumento é que a taxa de câmbio nominal junto às taxas de juros internacional e doméstica satisfazem a paridade descoberta da taxa de juros. Com isto, a taxa de juros que o banco central fixa para atingir a meta de inflação, considerando a normalidade do fluxo internacional de capital, determina univocamente a taxa de câmbio compatível com seu equilíbrio de curto-prazo. (FRENKEL, 2008)

Contudo, economistas pós-keynesianos sustentam que devido à hierarquia existente entre as moedas no âmbito internacional, os ativos financeiros locais e internacionais não

são substitutos perfeitos, como preconiza a concepção original da paridade descoberta da taxa de juros. A instabilidade dos fluxos internacionais de capitais é uma característica intrínseca do sistema econômico que decorre da incerteza e da preferência pela liquidez

Sob o sistema de metas de inflação combinado com ausência de controle sobre o fluxo de capitais, cria-se um ambiente perverso para se implementar qualquer tipo de política cambial ou industrial consistente, especialmente nos países emergentes ou periféricos. Isso porque esses países têm maior propensão a praticar taxa de juros mais elevadas, seja para conter a demanda agregada (seguindo a lógica do sistema de metas de inflação) seja para prevenir ou estancar fuga de capitais e seus efeitos inflacionários. Na mesma lógica, a taxa de juros elevada contribui substancialmente no cumprimento das metas de inflação através do efeito deflacionário da apreciação cambial sobre os preços dos bens comerciáveis. Ou seja, esses países têm maior propensão a praticar uma taxa de câmbio sobrevalorizada artificialmente pela taxa de juros. O resultado desse arranjo é a diminuição dos incentivos para o empresário do setor exportador realizar investimentos (e gerar empregos) diante de uma taxa de câmbio extremamente impeditiva. Desse modo, tem-se mais um aspecto da falta de coordenação entre as diversas políticas que emerge da sistemática de metas para a inflação, conduzida por um banco central independente/autônomo. (FRENKEL, 2008)

Finalmente, cabe a crítica concepção sobre o processo inflacionário. Para a teoria ortodoxa, o detonador vem sempre do lado da demanda. Para pós-keynesianos, pressões inflacionárias decorrem, na maioria dos casos, do lado da oferta, como resultado do repasse de aumento de custos aos preços.

Em uma economia guiada pelo sistema de metas de inflação, qualquer desvio da expectativa da inflação em relação a sua meta, independentemente do motivo, levará a um aumento da taxa de juros.³⁹ Entretanto, a taxa de juros, enquanto único instrumento de

³⁹ Segundo Lavoie (2004) *apud* Modenesi (2008), a ampla aceitação da taxa de juros como instrumento eficiente de política monetária é o único elemento verdadeiramente inovador do Novo Consenso Macroeconômico porque marca a “rejeição do verticalismo e a substituição de uma regra para o crescimento da moeda por uma regra para a taxa de juros real (regra de Taylor)”. Este fato é visto com certo entusiasmo por economistas pós-keynesianos como Fontana e Palácio-Vera (2002) e Setterfield (2006) que consideram a aceitação da moeda endógena por parte do *mainstream*, como uma aproximação parcial e restrita da teoria monetária ortodoxa e heterodoxa. “A emergência do Novo Consenso Macroeconômico marca o reconhecimento tardio, feito pelo *mainstream* ortodoxo, de que o volume de base monetária é o subproduto da atuação do banco central que se comporta como um fazedor de preços no mercado de reservas bancárias. É bem verdade que não se trata propriamente de uma reconciliação. Essa aproximação é limitada e de forma alguma resulta da superação de divergências fundamentais entre a ortodoxia monetarista e a teoria pós-keynesiana”. (Modenesi, p. 3, 2008)

política monetária ataca somente os sintomas da inflação - aumento do nível de preços - e não as causas - aumento dos custos - (SICSÚ, 2004).

De acordo com Sicsú (2004), sob o sistema de metas de inflação, a taxa de juros é “remédio” para tudo e em função disso, este regime é eficiente para derrubar qualquer tipo de inflação (de oferta ou de demanda). A elevação da taxa de juros reduz os investimentos, resfriando toda a economia. Com a queda da demanda agregada, os empresários têm maior dificuldade de repassar o aumento de custos aos preços, uma vez que o nível de vendas já estaria reduzido.

No primeiro momento, a queda da inflação responde à compressão das margens de lucro dos empresários. No segundo momento, os empresários buscam recuperar as margens de lucros através da redução de custos, isto é, demitindo os trabalhadores. O efeito é repressivo sobre a inflação, mas também sobre a economia. Até as empresas que não realizaram aumento de preços acabam sendo prejudicadas pela elevação dos custos financeiros e pela queda nas vendas, sendo que muitas acabam entrando em falência.

Ainda seguindo o raciocínio de Sicsú (2004), quando a economia começa a demonstrar algum sinal de recuperação, as empresas que conseguiram sobreviver buscam recuperar o volume de vendas e a margem de lucro elevando novamente os preços. De outro lado, a autoridade monetária responde com novo aumento da taxa de juros e o ciclo recomeça. A política monetária antiinflacionária do sistema de metas de inflação, além de atacar somente os sintomas da inflação, tem efeito colateral devastador sobre toda a economia. (SICSÚ, 2004)

A despeito das críticas ao arcabouço teórico e suas implicações, o sistema de metas de inflação apresenta uma grande vantagem: a questão da transparência na condução da política monetária. De fato, em nenhum outro tipo de política monetária observou-se a exigência de arranjo institucional que focasse tão expressivamente na questão da transparência. E a corrente pós-keynesiana reconhece os benefícios da maior visibilidade de objetivos e decisões de política monetária principalmente por reduzir o grau de incerteza quanto aos rumos futuros da economia. (LIBÂNIO, 2004)

Recentemente, alguns economistas pós-keynesianos como Setterfeld (2005) e Palley (2006) têm explorado a potencial compatibilidade entre o regime de metas de inflação e a economia pós-keynesiana. O modelo desenvolvido por Setterfeld (2006) mostra que a definição de metas para a taxa de inflação e para o produto real é compatível com a teoria pós-keynesiana desde que se considere a demanda efetiva como determinante do produto

real e o processo inflacionário como resultado do conflito distributivo entre trabalhadores e empresários. A função de reação do modelo estabelece o manejo da demanda agregada e, por conseguinte, do produto real, através da taxa de juros, enquanto se busca simultaneamente a aproximação da inflação à sua meta através de políticas de renda capaz de manipular a vontade e capacidade dos trabalhadores de aumentar a taxa de crescimento dos salários nominal. A partir do modelo, o autor conclui que metas moderadas para a taxa de inflação são potencialmente benéficas, já que metas muito rígidas têm efeitos negativos sobre economia real e taxas elevadas poderia prejudicar as funções exercidas pela moeda e o crescimento da economia.⁴⁰

Outros economistas pós-keynesianos como Squeff, Oreiro e Paula (2008) analisam a compatibilidade do sistema de metas de inflação com a teoria pós-keynesiana através do arranjo institucional. O trabalho se refere especificamente às economias emergentes e busca analisar se arranjos institucionais mais flexíveis do sistema de metas de inflação são mais compatíveis com uma melhor performance do crescimento econômico do que os arranjos menos flexíveis. Os autores concluem que o sistema de metas de inflação é compatível com a abordagem pós-keynesiana, desde que tenha objetivos de maximização do produto concomitantemente à estabilidade do nível de preços. O arranjo ideal deve possuir flexibilidade suficiente para a condução da política monetária como metas numéricas mais altas, horizonte de convergência mais amplo, uso do *core* da inflação etc. A constatação mais importante feita pelos autores é que para as economias emergentes, o sistema de metas de inflação pode não ser suficiente e outros instrumentos devem ser utilizados para se evitar aumentos na taxa de juros, como controle prudencial do crédito, políticas de renda e controle sobre o fluxo de capital de curto prazo.

Apesar de abordagens alternativas serem negadas por teóricos mais rigorosos como Carvalho (2005) e Sicsú (2004), para todos aqueles que se consideram economistas pós-keynesianos, a taxa de juros não é uma panacéia como no sistema de metas de inflação concebido pelo Novo Consenso Macroeconômico e “políticas alternativas devem buscar

⁴⁰ Pouco depois de publicar o seu trabalho Setterfield elaborou, em co-autoria com Gilberto Tadeu Lima, um aprimoramento do modelo original. No modelo extensivo, os autores incorporaram o papel das expectativas no processo inflacionário e consideraram a variedade de funções de reação que podem resultar da intervenção discricionária de ambas as autoridades monetárias e não-monetárias. Os resultados corroboram com o primeiro modelo que estabelece uma compatibilidade completa da teoria pós-keynesiana com o sistema de metas para a inflação. Adicionalmente, os autores sugerem que *policymakers* podem aderir ao sistema de metas sem conseqüências adversas para a economia real, desde que seja usado um *mix* apropriado de políticas econômicas. (SETTERFIELD & LIMA, 2008)

atacar as causas da inflação (a elevação de custos), e jamais os sintomas” (SICSÚ, p. 6, 2004)

Um ambiente de cooperação e de busca de consenso deveria ser construído para que a inflação pudesse ser controlada com mais certeza e menos atritos [...]. Portanto, instrumentos específicos jurídicos, de política tributária, monetária, cambial, industrial e outros deveriam ser utilizados *todos juntos* para controlar a inflação. Não deveria ser somente uma instituição (o banco central), com sua política (a monetária), a responsável pelo controle da inflação. (SICSÚ, p. 109, 2003)

3 ANÁLISE DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

O objetivo deste trabalho é analisar a condução do sistema de metas de inflação no Brasil. Em nosso pensamento, a abordagem de Keynes e de seus seguidores é a que mais se aproxima do mundo em que realmente vivemos. Desse modo, o presente capítulo faz um estudo crítico do sistema de metas de inflação no Brasil durante o período de 1999 a 2007, considerando as peculiaridades da economia brasileira.

A primeira seção deste capítulo faz uma descrição do período que antecede o sistema de metas de inflação no Brasil. A segunda apresenta o arranjo institucional e o modelo estrutural do Banco Central do Brasil (doravante BACEN) que serve de base para a condução da política monetária. A terceira seção apresenta de forma geral a experiência brasileira com o sistema de metas de inflação, sob a ótica da autoridade monetária. Finalmente, a última seção cumpre a proposta deste trabalho.

3.1 Antecedentes do Sistema de Metas de Inflação: dos impasses da estabilização sob âncora cambial ao câmbio flutuante

A implantação do Plano Real, em 1994, logrou êxito em derrubar abruptamente a inflação no Brasil, que desde meados da década de 1980 encontrava-se em patamares elevados. O plano de estabilização foi estruturado a partir do diagnóstico que o processo inflacionário decorria principalmente do desequilíbrio das contas públicas e do repasse de parte da inflação passada para a inflação corrente, a chamada inércia inflacionária. A partir desse diagnóstico, adotou-se em primeiro lugar o ajuste fiscal de curto prazo para reduzir o déficit público e em seguida, fez-se a reforma do sistema monetário, primeiro com a indexação total e depois desindexação total. Os preços ao consumidor, medidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor, passaram de uma taxa mensal de 48,24%, em junho de 1994, para 7,75% em julho e 1,85% em agosto. Para sustentar a estabilidade do nível de preços, a taxa de juros foi mantida elevada para conter a demanda agregada, impedir que houvesse monetização da dívida - já que havia um grande temor que os ativos financeiros fossem resgatados com a queda das taxas de inflação - e principalmente para preservar a

taxa de câmbio valorizada em relação ao dólar, servindo como âncora nominal para a taxa de inflação doméstica⁴¹.

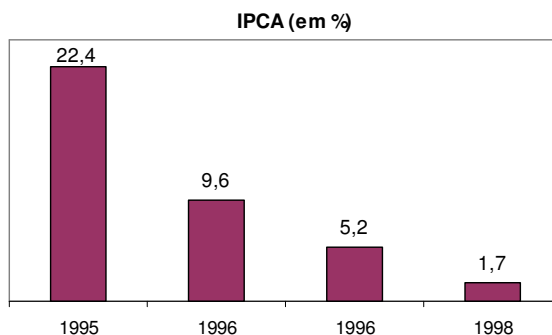
A estratégia de estabilização através da âncora cambial apresentou três etapas diferentes. A primeira etapa (julho a outubro de 1994) foi marcada por uma ampla oferta de divisas e a manutenção da taxa de juros elevada no contexto de abertura financeira para preservar o influxo de capital e a apreciação cambial. Estabeleceu-se um sistema de banda cambial assimétrica que determinava limite máximo para a desvalorização e liberdade para o câmbio apreciar⁴². A segunda etapa (outubro a março de 1995) foi caracterizada pela adoção de uma banda informal para a variação da taxa de câmbio nominal de modo a limitar a excessiva apreciação cambial. Após a eclosão da crise mexicana em dezembro de 1994, houve uma reversão do fluxo de capitais para o Brasil, assim como para outros países emergentes, como um reflexo do efeito contágio, mas esse movimento teve rápida duração. A terceira etapa (março de 1995 a janeiro de 1999) foi marcada pela adoção formal de banda de variação para a taxa de câmbio combinada com reajustes pré-fixados para o câmbio (mini-desvalorizações) com o objetivo de corrigir gradualmente a excessiva apreciação das etapas anteriores. Nesta fase, manteve-se alto nível da taxa de juros nominal e real, com vistas a preservar o fluxo de capitais externos. (PAULA, OREIRO & SILVA, 2003; FERREIRA, 2004)

A estratégia de câmbio administrado foi vitoriosa em seu objetivo de estabilização de preços. A taxa de inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) sofreu forte redução no período de 1995 a 1998 (gráfico 1).⁴³

⁴¹ Concomitantemente à reforma monetária, o Estado promoveu o aprofundamento das mudanças iniciadas no governo Collor, guiadas pelas recomendações liberais do “Consenso de Washington”, baseadas na crença na eficiência de mercado, em detrimento das chamadas “práticas keynesianas”. As recomendações contemplavam, entre outras coisas, ajuste fiscal, estabilidade de preços como condição para o crescimento de longo prazo, reformas previdenciárias, privatização de empresas estatais, liberalização e desregulamentação financeira e abertura comercial como forma de aumentar a concorrência e eficiência do setor produtivo.

⁴² Esta etapa também foi sustentada pelo acúmulo de reservas feita pelo BACEN a partir de 1992.

⁴³ Em que se pese os benefícios da estabilização, a estratégia de política monetária adotada trouxe sérias implicações para o país. A apreciação cambial elevou consideravelmente o *quantum* e os valores das importações enquanto as exportações evoluíram mais lentamente. A conta de serviços e renda também se deteriorou em função do aumento com gastos em viagens internacionais e transportes e pagamentos de juros. Somados, estes fatores resultaram em crescentes déficits em transações correntes que foram financiados pelo capital estrangeiro. O fluxo de capital estrangeiro que “fechava” a conta externa se deveu às boas condições internacionais de liquidez, à elevada taxa de juros e também às receitas de privatização. Para preservar a estabilidade de preços, os recursos que entravam no país eram esterilizados através das operações de mercado aberto. O custo deste processo foi elevação da relação dívida total líquida do setor público/PIB, que passou de 30,4% em dezembro de 1994 para algo em torno de 41,7% em dezembro de 1998, a despeito do aumento da carga tributária e das receitas com privatização.

Gráfico 1: Inflação no Brasil durante o período de câmbio administrado

Fonte de dados: IBGE – elaboração própria

A combinação e permanência por período demasiadamente longo de câmbio quase fixo e sobrevalorizado, com o excesso de liberdade ao capital estrangeiro, causara um desequilíbrio externo que se mostrara insustentável com a crescente instabilidade internacional. Em 1997, a deterioração do cenário internacional foi resultado da crise que atingiu os países do leste asiático. Em outubro de 1998, a crise da Rússia contaminou vários mercados emergentes, principalmente o Brasil. Além da forte retração de crédito direcionado ao país, ataques especulativos contra a moeda brasileira (repercussão da crise da Rússia) fizeram as reservas internacionais despencarem. Em novembro, o governo iniciou negociações com o FMI para obtenção de ajuda financeira emergencial de cerca de US\$ 41,5 bilhões, sob condicionante de maior austeridade fiscal. O ajuste fiscal estabeleceu metas de superávit primário como proporção do PIB para o setor público (governo central, estados e municípios e empresas estatais) para os anos de 1999, 2000 e 2001 (3,10%; 3,25% e 3.50% respectivamente). A taxa de juros foi gradualmente reduzida, chegando a 31, 2% ao ano no final de dezembro.

No entanto, o anúncio do acordo com o FMI não foi suficiente para reverter a crescente instabilidade da economia brasileira. Em janeiro de 1999 ocorreu novo ataque especulativo contra o Real o que forçou o abandono da política de câmbio administrado. O COPOM elevou a taxa de juros para conter os efeitos inflacionários da desvalorização cambial, mas já indicava na ata da 32ª reunião, possíveis reduções no futuro.

A adoção do câmbio flutuante coincidiu com o novo ciclo político iniciado com o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso. Após a mudança cambial, o COPOM se reuniu novamente em março, sob o comando de Armínio Fraga, novo presidente do BACEN. Na ocasião, o sistema de metas de inflação foi mencionado oficialmente pela primeira vez como uma possível alternativa de política monetária. No entanto, a prioridade naquele momento era debelar as incertezas geradas pela desvalorização cambial e melhorar o nível de confiança na economia brasileira. Entre 18 de janeiro (data da mudança do regime cambial) e dia 3 de março de 1999, a moeda nacional sofreu uma expressiva desvalorização em relação ao dólar, passando de R\$ 1,21 para R\$ 2,16 e a inflação estava em aceleração. Em nota explicativa da reunião de 04/03/1999, o COPOM declarou que o objetivo primeiro do BACEN era a estabilidade de preços e que sob câmbio flutuante, a estabilidade dependia da austeridade fiscal e austeridade monetária compatível com a política fiscal. Ainda segundo o COPOM, como no curto prazo a política fiscal é dada, o instrumento efetivo para conter pressões inflacionárias seria a taxa de juros. Desta forma, decidiu-se pela elevação da taxa de juros (de 37% para 45% ao ano) com viés de baixa⁴⁴, uma vez que a inflação era decorrente da desvalorização cambial e esperava-se o retorno sustentado do câmbio a níveis mais realistas.

3.2 A adoção do Sistema de Metas de Inflação: arranjo institucional e modelo estrutural do BACEN

Apesar de o sistema de metas de inflação ter sido apontado já na ocasião de posse da nova diretoria do BACEN como uma alternativa de política monetária, pouco se sabia sobre o referido sistema. Enquanto medidas explícitas eram adotadas no intuito de acalmar os nervos dos mercados financeiros, os novos membros do *staff* do BACEN trabalharam internamente no planejamento institucional e no desenvolvimento de técnicas adequadas de modelos de previsão de inflação, que dariam suporte à tomada de decisões da nova política monetária. Uma das primeiras medidas adotadas neste sentido foi a criação de um

⁴⁴ Nesta reunião foi decidida também a extinção da sistemática de bandas de flutuação para determinação da taxa Selic em prol da fixação de uma meta para a mesma, bem como o uso do mecanismo de viés “Até então, o COPOM definia valores para a Taxa Básica do Banco Central (TBC) e para a Taxa de Assistência do Banco Central (Tban), que consistiam no piso e no teto para a flutuação da taxa de juros Selic, respectivamente, a qual por sua vez era determinada diariamente no mercado interbancário, respeitando-se os referidos limites de sua flutuação.” (MODENESI, p. 359/360, 2005). O viés indica possibilidade de o presidente do BACEN alterar a meta para a taxa SELIC entre reuniões agendadas do COPOM.

departamento de pesquisas dentro do BACEN composto por três áreas: uma para estudos sobre risco financeiro, outra para precificação e microeconomia bancária e a área exclusiva para estudo do sistema de metas de inflação. Esta última, composta por 14 membros, concentrou-se no estudo da literatura do Novo Consenso Macroeconômico. (BOGDANSKI *et al*, 2000)

Uma série de medidas foram tomadas com o objetivo de fortalecer a posição fiscal do governo. Em março foi aprovado o projeto de lei de extensão da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF). O governo anunciou corte de gastos e aumento temporário de alguns impostos como COFINS (contribuição e financiamento da seguridade social), CSLL (contribuição social no lucro líquido) e IOF (imposto sobre operações financeiras). Como resultado, o superávit primário do setor público alcançou 4,1% do PIB já primeiro trimestre de 1999, ultrapassando a meta anual do governo. (BOGDANSKI *et al*, 2001)

De acordo com Bogdanski *et al* (2000), a adoção do sistema de metas de inflação foi justificada por ser um mecanismo mais adequado para ancorar as expectativas de inflação. A determinação de uma meta explícita para a taxa de inflação traria mais comprometimento por parte do banco central e maior transparência à política monetária. Segundo os autores, estes argumentos foram suficientes para convencer o Presidente e o ministro da Fazenda (Pedro Malan) de que esta seria a estratégia mais adequada para o Brasil. Como o país estava sob tutela do FMI (em função do empréstimo contraído em 1998) este órgão foi consultado e se mostrou igualmente receptivo com a proposta, auxiliando inclusive na organização de um seminário internacional, onde as experiências de diretores e acadêmicos com o sistema de metas de inflação seriam apresentadas⁴⁵.

Nos meses de abril, maio e junho, observou-se a diminuição das expectativas de inflação e apreciação do câmbio. Com ambiente mais calmo, a sistemática de metas para a inflação como diretriz de política monetária foi instituída em 21 de junho de 1999 pelo Decreto N. 3.088.

⁴⁵ O Seminário Internacional ocorreu em maio de 1999, no Rio de Janeiro e foi organizado pelo FMI juntamente com o BACEN.

3.2.1 Aspectos institucionais do sistema de metas de inflação

O Decreto N. 3.088, que oficializou o sistema de metas de inflação, estabelecia que o índice de preços a ser adotado, as metas e os respectivos intervalos de tolerância para o mesmo seriam determinados pelo Conselho Monetária Nacional (CMN), mediante proposta do ministro da Fazenda, observando-se que a fixação das metas deveria ocorrer até 30 de junho de 1999 para os anos 1999, 2000 e 2001 e que, a partir de 2002, as metas para o ano $t + 2$ seriam anunciadas até 30 de junho do ano t .

O art. 2º do referido decreto conferia independência de instrumentos ao BACEN para executar as medidas necessárias para o cumprimento das metas. O art. 4º definia que a meta seria considerada cumprida quando a variação acumulada da inflação relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário – medida pelo índice escolhido - se situasse dentro do intervalo de tolerância. O parágrafo único do mesmo artigo estabelecia que, no caso de não cumprimento da meta, o presidente do BACEN deveria divulgar, por meio de carta aberta ao ministro da Fazenda, as razões do descumprimento com detalhamento das causas, as medidas para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos, bem como o prazo no qual se esperava que as referidas medidas produzissem efeito. Determinou-se também o comprometimento do BACEN com a divulgação de relatórios trimestrais, contendo análises do desempenho do sistema de metas de inflação, resultados de medidas anteriores e avaliação prospectiva da inflação.

Em conformidade com o Decreto 3.088, o CMN determinou, através da Resolução N. 2615, de 30 de junho de 1999, que o índice de referência a ser utilizado seria o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE⁴⁶. O mesmo documento determinava metas de 8%, 6% e 4% para os anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente, com intervalo de confiança de $\pm 2\%$ para cada ano.

De acordo com Bogdanski *et al* (2000), a adoção de metas decrescentes entre 1999 e 2001 se justificava pela ausência de indícios de um processo inflacionário que demandasse uma estratégia de desinflação gradualista. A pressão inflacionária era decorrente de um choque deflagrado em janeiro de 1999, pela desvalorização cambial, que forçava um

⁴⁶ O IPCA indica a variação de preços de uma cesta de consumo de famílias com faixa de renda de 1 a 40 salários mínimos. Este índice consiste na média aritmética ponderada dos 11 índices coletados nas regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Salvador, Recife, Fortaleza, Belém, Curitiba, Porto Alegre, no município de Goiânia e no Distrito Federal, calculados conforme índice de Laspeyres (salvo alguns itens alimentícios calculados conforme índice de Paasche)

realinhamento de preços relativos. Em 1998, antes da ocorrência do choque, o Brasil havia experimentado estabilidade de preços: a taxa de inflação anual foi de cerca de 1,7%. Desse modo, justificava-se a opção pela desinflação rápida, assim que o processo de realinhamento de preços relativos cessasse. O uso do índice “cheio”, sem qualquer expurgo, era essencial - pelo menos na fase inicial do sistema de metas de inflação - devido à baixa credibilidade da política monetária. Para os autores, devido ao fato de a sociedade brasileira ter experimentado no passado recente recorrentes manipulações no nível geral de preços, o uso de algum tipo de expurgo na etapa inicial da nova política monetária poderia alimentar suspeitas de supressão futura de algum item do índice usado como referência para a meta. Isso dificultaria a construção da credibilidade e, por conseguinte, o mecanismo ancoragem das expectativas. Também não havia cláusulas de escape.

Com relação à questão da transparência, esta foi considerada essencial desde o início da nova política monetária. Neste sentido, duas instâncias de comunicação foram criadas para prover maior interação entre o BACEN e o público. A primeira começou a ser desenvolvida ainda no período de transição da política monetária, com a criação, em abril de 1999, do Grupo de Comunicação Institucional (GCI) que mais tarde passou a se chamar Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores (GERIN). A este grupo competia a função de coletar e monitorar diariamente as expectativas do mercado sobre a evolução das principais variáveis macroeconômicas, a fim de dar subsídio para as decisões de política monetária. Inicialmente, 50 instituições financeiras e consultorias eram sondadas pelo BACEN (em 2004 este número era de 104 instituições). As informações com as projeções anuais para os principais índices de inflação e crescimento do PIB eram coletadas através de telefone, fax ou correio eletrônico. Com o tempo e a importância crescente do monitoramento das expectativas, a pesquisa foi substancialmente aprimorada. A partir de novembro de 2001, os dados passaram a ser coletados *on line*, o que possibilitou o cálculo em tempo real das estatísticas da amostra e o fornecimento de relatórios diários para o COPOM. Além disso, outras informações foram incorporadas na sondagem (outros indicadores de inflação, taxa de câmbio, taxa de juros, dados fiscais e sobre o balanço de pagamentos) e com maior periodicidade (mensais e trimestrais).⁴⁷ (MARQUES *et al*, 2003)

⁴⁷ Para melhorar a capacidade preditiva das instituições, o BACEN desenvolveu o Top 5, um *ranking* que classifica as instituições com base no índice de acerto de suas previsões de curto, médio e longo prazo. (MARQUES *et al*, 2003)

A outra instância de comunicação com os agentes foi instituída para dotar a população de capacidade para entender e monitorar as medidas do BACEN. As decisões tomadas nas reuniões mensais do COPOM passaram a ser anunciadas imediatamente após o encontro, acompanhadas por breves notas com explicações de suas motivações. A partir de 2000, atas detalhadas das reuniões passaram a ser disponibilizadas para o público uma semana após o fim do encontro. Outro canal de comunicação consistia na publicação dos Relatórios trimestrais com informações pormenorizadas sobre a performance do sistema de metas de inflação, resultados de medidas passadas e análise prospectiva para inflação, com ênfase especial às hipóteses adotadas nos processos de previsão que engendram as decisões e o uso de determinados instrumentos. (BOGDANSKI *et al* , 2000)

3.2.2 Ferramentas operacionais do BACEN

Para dar suporte à sistemática de metas de inflação, o BACEN desenvolveu um sofisticado grupo de modelos que permitem previsões para as principais variáveis macroeconômicas e fornecem a melhor base de informações possíveis para a tomada de decisões. Para o processo de previsão, o BACEN faz uso de 3 ferramentas principais: i) modelos estruturais; ii) modelos não-estruturais ; iii) modelos de indicadores antecedentes e núcleo de inflação.

Os modelos estruturais buscam captar as relações entre as variáveis através de relações teóricas conhecidas. A maior utilidade dos modelos estruturais é permitir identificar, através dos mecanismos de transmissão, os impactos e defasagens de política monetária. Neste intuito, o BACEN desenvolveu um modelo estrutural para estudar os mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. As principais conclusões foram: i) a taxa de juros afeta o consumo de bens duráveis e gastos com investimento em um período entre 3 a 6 meses e, com efeito, as mudanças na demanda agregada afetam a taxa de inflação com defasagem de cerca de 3 meses; ou seja, variações na taxa de juros têm efeito completo sobre a taxa de inflação - via demanda agregada – após cerca de 6 a 9 meses; ii) pelo canal direto, alterações na taxa de juros nominal afeta a taxa de câmbio contemporaneamente e posteriormente a taxa de inflação através da “inflação importada”; iii) o mecanismo de crédito não tem se mostrado significativo e sua importância como canal de transmissão das mudanças da taxa de juros sobre a inflação é negligenciável. (BOGDANSKI *et al* , 2000)

Os modelos estruturais são completados por um conjunto de modelos não estruturais de curto prazo. Modelos não-estruturais usam somente relações estatísticas entre as variáveis, sem relação econômica explícita, como os modelos VAR (vetor auto-regressivo). Os principais objetivos do uso desses modelos são: i) fornecer projeções alternativas de inflação de curto prazo; ii) estimar, a partir dos resultados, a taxa real de juros e iii) simular choques específicos sobre os componentes do IPCA. O último tipo de modelo para previsão busca identificar tendências e pontos de inflexão para o comportamento da inflação. (BACEN, RELATÓRIO DE INFLAÇÃO)

A família de modelos estruturais considerados pelo BACEN para definição da taxa de juros pode ser resumida pelas seguintes equações básicas:

A curva IS

A curva IS representa o lado da demanda da economia, expressando o hiato do produto como função de suas próprias defasagens, da taxa real de juros (*ex ante* ou *ex post*) e da taxa real de câmbio. De acordo com Bogdanski *et al* (2000), a IS assim considerada pode revelar-se simplista, dependendo das questões que se deseja analisar. A política fiscal, por exemplo, tem um efeito importante sobre a demanda agregada e precisava ser considerada explicitamente, já que o governo brasileiro tinha um comprometimento de promover um forte ajuste fiscal. Neste sentido, uma variável fiscal foi incluída diretamente na curva IS.

A Curva de Phillips

A Curva de Phillips representa os fatores do lado da oferta. Ela expressa a taxa de inflação corrente como função de suas próprias defasagens, das expectativas de inflação, do hiato do produto e de mudanças na taxa de câmbio real.

De acordo com o arcabouço teórico do sistema de metas de inflação, somente a especificação com inflação esperada (*forward looking*), motivada pelas expectativas racionais, deveria ser argumento da Curva de Phillips. No entanto, estimativas feitas com informações defasadas apresentaram melhor ajuste. Para os técnicos do BACEN, os resultados podem ser explicados pelo fato da evolução passada da inflação conter informações relevantes sobre sua evolução. Assim, a Curva de Phillips utilizada pelo BACEN incorpora uma especificação *backward-looking* da inflação (inércia) combinada com uma especificação *forward-looking*.

Diversas estimativas foram realizadas para as duas especificações (*forward- looking* e *backward looking*) e na maioria dos testes, o coeficiente estimado para a inflação esperada era de 1,5 vez maior que o associado à inflação passada. Este resultado pareceu estranho porque significava um grau de credibilidade que ainda não havia sido alcançado pelo regime de metas de inflação. Ademais, a discrepância significava também uma inércia muito baixa e, portanto, um ajuste da inflação e do produto mais rápido que parece na realidade. Em função dos aspectos mencionados, optou-se por uma solução pragmática: os coeficientes utilizados na equação de Phillips foram obtidos a partir da média aritmética dos coeficientes usados nas duas especificações⁴⁸. (BACEN, RELATÓRIO DE INFLAÇÃO, 1/2000).

Na estrutura de formação de preços no Brasil, uma parcela considerável dos componentes do índice de referência escolhido para as metas de inflação (IPCA) refere-se a bens e serviços que seguem uma lógica de reajuste diferente da dos demais, os chamados preços administrados.

Até abril de 2001, a inflação projetada dos preços administrados era feita fora do modelo e adicionada à Curva de Phillips como um “choque” à inflação. No Relatório de junho de 2001, o modelo da Curva de Phillips foi revisado e a variável dependente (a taxa de inflação corrente) substituída pela inflação de mercado. De acordo com o BACEN, a Curva de Phillips deve explicar a formação dos preços que são reajustados livremente. Conforme esperado, os coeficientes estimados do hiato do produto e da expectativa de inflação aumentaram em relação à especificação anterior, mas não houve alteração significativa no impacto do hiato do produto e da inflação esperada sobre a inflação total (inflação livre + inflação administrada). Ainda segundo o relatório, a maior diferença entre a especificação revisada e a anterior foi uma redução no coeficiente estimado do repasse da variação cambial para a inflação. Este resultado se deve ao fato de que boa parte dos preços administrados é indexada ao IGP (Índice Geral de Preços), muito sensível a variações na taxa de câmbio⁴⁹.

Condição de Paridade descoberta da taxa de juros

⁴⁸ Conforme a concepção novo-clássica das expectativas racionais, os agentes podem antecipar a inflação de forma que, na ausência de surpresas, a política monetária não tem custos em termos de variação do produto necessária para fazer com que a inflação atinja a meta. No Relatório de Inflação de março de 2001, o BACEN reconhece que a especificação mista significa uma postura conservadora, mas ressalta que à medida que o programa de metas ganhasse credibilidade, a inflação esperada deveria convergir para a meta e o custo em termos de produto diminuiria.

⁴⁹ Os preços administrados respondem por cerca de 30% do IPCA.

A condição de equilíbrio no mercado cambial é representado pela condição de paridade descoberta da taxa de juros dada pela equação que relaciona o diferencial entre as taxas de juros doméstica e externa com a taxa esperada de desvalorização cambial e com o prêmio de risco. Nesta relação, duas variáveis são exógenas: a taxa de juros internacional e o prêmio de risco. De acordo com o BACEN, a taxa de juros internacional é relativamente estável e pode ser projetada a partir dos contratos de comércio nos mercados futuros internacionais. Já o prêmio de risco é bastante volátil e está relacionado principalmente com os fundamentos macroeconômicos e a fatores subjetivos de difícil previsão. No intuito de endogeneizar o prêmio de risco, o BACEN assume esta variável relacionada diretamente à política fiscal. A hipótese considerada é que avanços fiscais levam a reduções adequadas do prêmio de risco.

Regra para taxa de juros

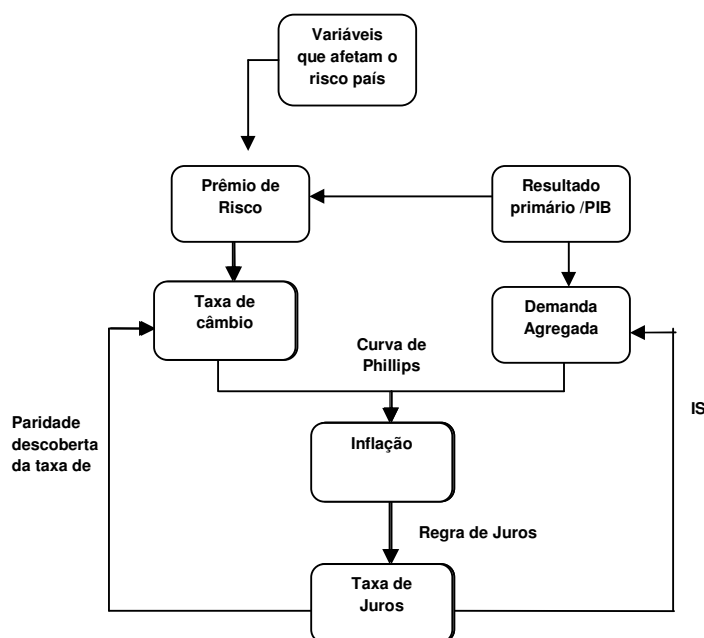
A regra para o principal instrumento primário de política monetária pode ser especificada através de uma trajetória plenamente exógena da taxa de juros, por uma combinação linear de um sistema de variáveis (como a regra de Taylor) ou uma função de reação ótima calculada determinística e estocasticamente.

A regra da trajetória exógena de taxa de juros é considerada útil para analisar as consequências de uma trajetória particular da taxa de juros, como as implicações para os instrumentos do mercado financeiro e sobre a evolução do orçamento público. A aplicação deste tipo de especificação da regra é útil também para a comunicação institucional. As projeções de inflação publicadas pelo BACEN são construídas sob a hipótese de que a taxa de juros permanecerá constante ao longo do tempo. Através de inspeções visuais pode-se inferir se a política monetária deve ser alterada e em que direção.

Combinando a curvas IS, a Curva de Phillips, a condição de paridade descoberta da taxa de juros e a regra para a taxa de juros, o modelo estrutural básico de simulação e previsão está determinado. Através do modelo, é possível construir cenários econômicos diversos e suas projeções de inflação e simulação dos mecanismos de transmissão da política monetária e seus efeitos a partir da regra. Os resultados podem fornecer previsões para a inflação com medidas de dispersão e assimetria; previsões para o produto; trajetória das taxas de juros real e nominal e simulações dinâmicas dos choques exógenos.

Além das informações extraídas do modelo estrutural, o COPOM utiliza outras informações, como aquelas oriundas das pesquisas de previsão de inflação e produção dos institutos e consultorias privadas. O diagrama a seguir (reproduzido de Bogdanski *et al*, 2000) explicita os dois instrumentos de política econômica (taxa de juros Selic e superávit primário) e mostra as relações de política monetária assumidas pelo BACEN.

Figura 2: Modelo estrutural de política monetária segundo o BACEN



Fonte: Bogdanski *et al* (2000)

3.3 A Experiência brasileira com o Sistema de Metas de Inflação⁵⁰

A adesão ao sistema de metas de inflação ocorreu num período de instabilidade da confiança dos mercados internacionais na economia brasileira. Poucos meses após o colapso cambial, o BACEN aderiu formalmente ao sistema de metas de inflação e de forma bastante

⁵⁰ Esta seção apresenta o comportamento do sistema de metas de inflação e as justificativas apresentadas pelos fazedores de política para a tomada de suas decisões.

concisa com as premissas do sistema: a taxa de juros garantiria o equilíbrio interno e o câmbio livre o equilíbrio externo. A maior parte dos pré-requisitos foram atendidos desde o início: a responsabilização e as conseqüências do descumprimento das metas já estavam determinadas; promoveu-se um forte ajuste fiscal para dar suporte a esta política (o qual se deu prosseguimento com destaque para a Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000, que determinava limites para os gastos governamentais), instituiu-se um amplo canal de comunicação com os agentes e um departamento de pesquisa para dar suporte às decisões. Além disso, o fortalecimento do sistema financeiro, que já havia sido iniciado em 1997 pelo PROER, foi aprofundado em 1999 com melhorias sobre a regulação e supervisão prudencial, em consonância com o Acordo de Basiléia⁵¹. (EICHENGREEN, 2002)

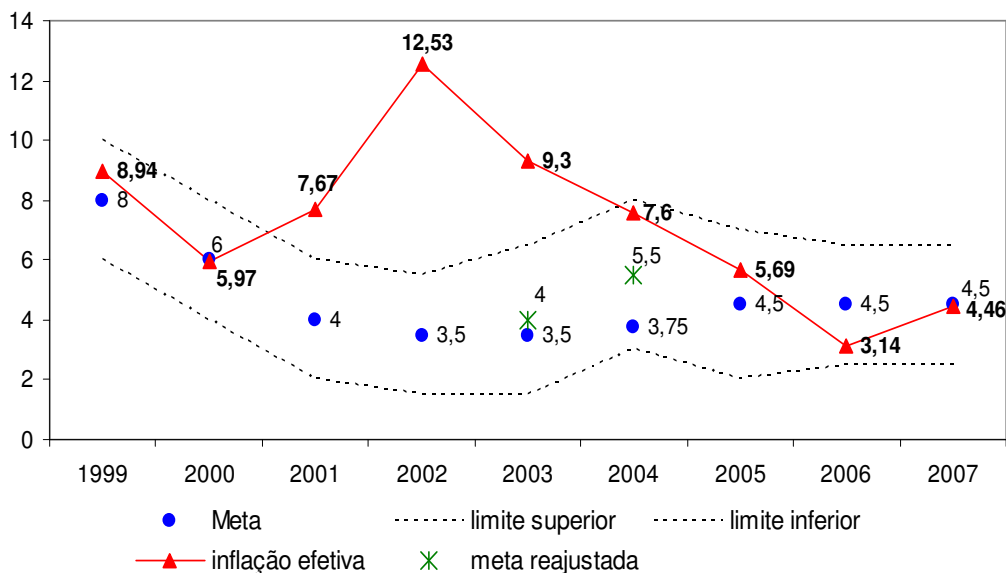
Tendo a estabilidade de preços como único objetivo e a taxa de juros como único instrumento, o COPOM atua a partir da avaliação da tendência futura da inflação e procura analisar as causas de eventuais diferenças entre a projeção e a meta. Segundo a autoridade monetária, choques de demanda (produto efetivo maior que o produto potencial) devem ser combatidos integralmente de forma a reconduzir à inflação à sua meta). Nos casos de choques de oferta, o impacto sobre o nível de preços deve ser acomodado (sem resposta de política monetária) de forma a permitir o realinhamento dos preços relativos), mas se combate os efeitos secundários (inerciais) do choque. (RELATÓRIO DE INFLAÇÃO, 01/2002)

À época da implantação do sistema de metas, o BACEN reconhecia a rigidez do desenho institucional como um problema decorrente da falta de credibilidade conjugada à forte instabilidade característica de um período de transição do regime de câmbio administrado para câmbio flutuante. Segundo a autoridade monetária, era preciso primeiro restabelecer a confiança na economia brasileira. À medida que esta fosse conquistada, as expectativas de inflação convergiram mais rapidamente à meta e os custos da política monetária seriam reduzidos. Ademais “o uso de índice cheio e ausência de cláusula de escape justifica a adoção do intervalo de tolerância relativamente amplo de 2 por cento em torno da meta central e certamente faz o anúncio das metas muito mais rigoroso do que eles podem inicialmente parecer.” (BOGDANSKI *et al*, p. 13, 2000)

⁵¹ Um dos pré-requisitos não atendidos desde o início do sistema de metas de inflação brasileiro é a independência legal do banco central, que recebeu autonomia operacional. Segundo Carare *et al* (2002), embora o quadro legal de apoio ao sistema de metas de inflação acrescente credibilidade, um banco central adquire credibilidade principalmente através da conduta consistentemente com as medidas pré-anunciadas.

O gráfico 2 mostra o desempenho da política de metas para a inflação no período de 1999 a 2007.

Gráfico 2: Desempenho do Sistema de Metas de Inflação (1999 a 2007)



Fonte : BACEN – elaboração própria

O gráfico 2 mostra que as metas para taxa de inflação não foram cumpridas em 2001, 2002 e 2003. Além disso, as metas originais para 2003 e 2004 eram de 3,5% e 3,75% e foram alteradas para 4,0% e 5,5%, respectivamente, e os intervalos de tolerância ampliados para 2,5%. Em Carta Aberta, o BACEN fez nova alteração para a meta de 2003, passando de 4,0% para 8,5%, sem intervalo de variação. Se assumirmos as metas originais, também não poderíamos considerar que a meta de 2004 fora cumprida. Se assumirmos os primeiros ajustes, a meta de 2004 pode ser considerada cumprida. Seguindo a análise com base nos ajustes de metas, não podemos considerar que a meta para 2003 foi cumprida pois o ajuste de 8,5% foi um reajuste do centro da meta, sem banda de variação. Tal reajuste, apesar de não ter sido oficialmente reconhecido pelo CMN, mostra alguma flexibilidade por parte do COPOM.

A inflação acumulada ao final de **1999** ficou em 8,9% - acima da meta de 8,0% mas dentro do limite de tolerância. O alcance deste resultado não foi muito tranqüilo. A desvalorização cambial e o aumento das tarifas de serviços públicos e dos preços dos

combustíveis foram compensados pela excepcional safra agrícola no segundo trimestre de 1999 - que possibilitou um choque de oferta positivo - e pela forte contenção fiscal (o superávit primário do setor público foi de 4,0% do PIB).

Nos últimos meses do ano, observou-se alguma desaceleração dos preços no atacado e ao consumidor. A queda da taxa de juros foi mitigada porque, segundo o COPOM, a desaceleração dos preços precisava ser confirmada. A cautela dos formuladores de política econômica também foi justificada devido às incertezas externas e seus possíveis impactos sobre a taxa de câmbio e, por conseguinte, sobre os preços administrados. A taxa de juros fechou o ano a 19,0%. Ademais, de acordo com as simulações do BACEN, na ausência de choques, a manutenção da taxa de juros neste nível permitiria o alcance das metas em 1999, 2000 e 2001.

O ano de **2000** foi bastante favorável. A inflação medida pelo IPCA ficou abaixo da meta (5,97%). As incertezas do cenário internacional se dissiparam, contribuindo para a redução da volatilidade cambial. A melhoria na confiança dos consumidores e empresas com o arrefecimento da inflação, tanto no atacado quanto nos preços ao consumidor, permitiu um tímido relaxamento da política monetária. Na última reunião do ano, o COPOM decidiu pela redução da taxa Selic de 16,5% a.a. para 15,75% a.a, com base em uma expectativa otimista para o ano de 2001. Esperava-se a queda dos preços da gasolina; o aumento da safra agrícola e a estabilidade das expectativas dos agentes de mercado.

Em **2001**, as expectativas de continuidade do bom desempenho econômico observado no ano anterior foram revertidas logo no início do ano. A taxa de inflação acumulada no ano ficou em 7,67% (3,67% acima do centro da meta). Em carta aberta dirigida ao ministro da Fazenda em 16 de janeiro de 2002, o presidente do BACEN justificou o descumprimento da meta estabelecida para 2001 em razão dos choques externos e internos que atingiram a economia brasileira.

Em janeiro de 2001, o Real voltou a se desvalorizar. O movimento de saída de capitais se acelerou a partir de abril, devido principalmente às pressões externas em função da crise na Argentina. A desvalorização da taxa média de câmbio mensal foi de 21,56% só no primeiro semestre de 2001. A taxa de juros, que se encontrava em torno de 15,25% a.a em março, foi elevada sucessivamente até atingir 19,0% a.a. em julho, mantendo-se nesse patamar até dezembro. O aumento da taxa de juros refletia a preocupação em neutralizar os efeitos secundários da desvalorização cambial. O quadro externo foi agravado pela maior volatilidade do preço do petróleo, pela desaceleração da economia mundial devido ao fraco

desempenho do Japão e países da zona do Euro e ao ataque terrorista nos Estados Unidos. Em outubro, o Real acumulou uma desvalorização de 42,6% no ano.

No cenário interno, a crise do setor energético suscitou, a partir de junho, uma política de racionamento de energia que restringiu fortemente a produção industrial. O crescimento acentuado dos preços administrados por contrato refletiu principalmente o aumento das tarifas de energia elétrica. Simulações do modelo estrutural básico do BACEN, considerando a manutenção da taxa Selic em 19,0% a.a. apontavam que a inflação ficaria muito próxima do limite superior (6,0%).

Em agosto de 2001, o Copom formalizou o abandono da meta. Segundo o BACEN, a contração da política monetária só não foi maior devido aos custos que poderia causar em termos de atividade econômica. Ademais, considerava-se que os choques eram de natureza temporária. Com trajetórias esperadas de câmbio e dos preços administrados mais favoráveis, a projeção para a inflação para 2002, divulgada na mesma carta aberta, foi de 3,7% - próxima ao centro da meta (3,5%) - supondo juros mantidos em 19% a.a. Para 2003, a projeção foi de 2,5%, abaixo do centro da meta de 3,25%.

No entanto, a turbulência experimentada em 2001 intensificou-se em **2002**. Os primeiros meses do ano foram caracterizados por estabilidade monetária e cambial e melhora do risco-país, o que permitiu duas reduções consecutivas de 0,25% na taxa Selic (em fevereiro e março). Nas três reuniões posteriores, o COPOM optou pela manutenção da taxa em 18,5% em função do aumento das expectativas de inflação. Na 70^a reunião, realizada em abril, o COPOM indicou que, tendo em vista a nova estimativa do efeito primário do choque dos preços administrados e a inércia herdada de 2001, passaria a mirar uma inflação entre 4,5% e 5,0%. A partir de maio, observa-se uma forte inflexão do quadro macroeconômico, com expressivo processo de desvalorização da taxa de câmbio, que chegou a atingir a cotação de R\$/US\$ 3,80 em outubro ante R\$/US\$ 2,34 em março.

A deterioração externa se deveu, sobretudo, à crise de confiança do mercado internacional na economia brasileira, em meio às incertezas da sucessão presidencial. A iminência da vitória de Luiz Inácio Lula da Silva (Lula) - um candidato da oposição e outrora favorável à moratória da dívida pública externa - no contexto de ampla abertura financeira, desencadeou uma fuga de capitais.

Através de um Decreto de 26 de junho de 2002, o CMN elevou a meta de inflação de 2003 para 4,0% e ampliou o intervalo de tolerância para $\pm 2,5\%$. Na reunião de julho, o COPOM abandonou a meta reavaliada para 2002 e passou a mirar a meta revisada para

2003. Segundo os formuladores de política monetária, a medida estava ancorada na literatura do sistema de metas: diante de choques intensos, o horizonte de convergência da meta poderia ser alongado de 12 para 18 meses, pois é preciso maior intervalo de tempo para anular completamente os efeitos secundários de choques passados. A alteração abriu espaço para nova redução da taxa básica de juros para 18,0% a.a.

Os resultados desfavoráveis foram novamente mais intensos que as expectativas do COPOM. A deterioração do cenário macroeconômico a partir de setembro tornou a meta da taxa Selic incompatível com a nova meta estabelecida para 2003. O relaxamento da política monetária em julho foi bruscamente revertido em outubro, quando o COPOM decidiu por unanimidade elevar a taxa de juros de 18,0% para 21,0% a.a. Nas duas últimas reuniões do ano a Selic foi fixada em 22,0% e 25,0% respectivamente. A inflação acumulada no ano atingiu 12,5% (o maior nível desde o Plano Real), extrapolando o limite superior da meta revisada.

No início de 2003, coube Henrique Meirelles, o novo presidente do BACEN, a responsabilidade de redigir a carta aberta ao ministro da Fazenda com as razões do descumprimento da meta de 2002. No documento, Meirelles relatou o cenário macroeconômico perverso de 2002 descrito anteriormente e atribuiu o descumprimento da meta a três fatores: i) depreciação cambial; ii) evolução dos preços administrados por contrato e monitorados e iii) deterioração das expectativas de inflação. Na mesma carta aberta, defendeu o conceito de meta ajustada, no qual à meta preestabelecida pelo CMN adiciona-se os impactos da inércia herdada no ano anterior e o efeito primário do choque dos preços administrados e por contrato. Este efeito corresponde à parte da inflação destes preços que excede a meta, descontada dos efeitos do câmbio e da inércia inflacionária⁵².

De acordo com Meirelles, é prática comum entre Bancos Centrais, quando confrontados com choques perversos de oferta, amortecer os efeitos secundários sobre os preços e diluir a convergência da inflação corrente às metas em período mais longo.

Os impactos da inflação do ano anterior, via inércia, não devem necessariamente ser combatidos em um único ano calendário. Também baseado na melhor prática internacional e tendo em vista a inflação ocorrida em 2001, o COPOM entendeu que os efeitos inerciais deveriam ser neutralizados em um prazo mais longo do que um ano. (BANCO CENTRAL, CARTA ABERTA AO MINISTRO DA FAZENDA, p. 10, 21 de janeiro de 2003)

⁵² A metodologia do cálculo da meta ajustada é apresentada no Relatório de Inflação de junho de 2002 e na Nota Técnica do BACEN N. 22

Com base nesta argumentação, o BACEN sugeriu uma meta ajustada para 2003 e 2004 de 8,5% e 5,5% respectivamente. A tabela a seguir mostra a composição das metas ajustadas.

Tabela 1: Meta ajustada para a inflação de 2003 e 2002

Item	2003	2004
(a) Meta para a inflação decidida pelo CMN	4.0	3.75
(b) Choque dos Preços Administrados e Monitorados	1.7	1.1
(c) Inércia a ser combatida nos anos seguintes	2.8	0.6
Inércia herdada ao ano anterior (total)	4.2	1.0
sobre os preços administrados	1.4	0.4
sobre os preços livres	2.8	0.6
(d) Meta ajustada [= (a) + (b) + (c)]	8.5	5.5

OBS: 1) para o cálculo do choque retira-se o efeito da inércia e do câmbio sobre a inflação dos administrados; 2) a inércia a ser combatida nos anos seguintes equivale a 2/3 da inércia herdada do ano anterior.

Fonte: Carta aberta do BACEN, 2003

A taxa de inflação de **2003** foi de 9,3%, ficando portanto 0,8% acima da meta ajustada de 8,5%. O principal fator explicativo da inflação (63,% ou 5,9 pontos percentuais do valor da taxa acumulada de 9,3%) se deveu ao componente inercial da inflação de 2002. Como a meta ajustada de 8,5% não foi definida pelo CMN, mas sim proposta pelo BACEN, nova carta explicativa se fez necessária.

A maior parcela da inflação de 2003 ocorreu nos primeiros meses. “A inflação dos cinco primeiros meses de 2003 alcançou 6,7%, ou seja, 73% da variação do IPCA verificada em todo o ano”(MODENDESI, p. 381, 2005).

Segundo o BACEN, o comprometimento da política de metas e da política fiscal possibilitou a reversão do quadro anterior de crise de confiança. O COPOM elevou a taxa de juros Selic de 25,0% para 25,5% a.a. em janeiro e em fevereiro elevou-a novamente para 26,5%, nível mantido até junho. As expectativas de inflação 12 meses à frente se aproximaram da trajetória de metas ajustadas, caindo em 5 pontos percentuais entre janeiro e junho. Adicionalmente, observou-se uma apreciação da taxa de câmbio a partir de março e abril, abrindo espaço para a flexibilização da política monetária. Em julho de 2003, o COPOM iniciou um processo gradual de redução da taxa Selic, até esta atingir o nível de 16,5% em dezembro (e aproximando-se do nível mínimo de 15,25% até então observado após o Plano Real). Desse modo, os desajustes em relação à meta observados no primeiro semestre foram compensados pelo quadro favorável do segundo semestre, quando a inflação acumulou apenas 2,49%. (BACEN, CARTA ABERTA, p. 3, 2004; MODENESI, 2005).

Em 23 de junho de 2003, através de Decreto presidencial n. 4.761, autorizou-se a adoção da meta ajustada de 5,5% para 2004 como a meta oficial. O BACEN comunicou a alteração através da Resolução n. 3.108, que também anunciou o estabelecimento da meta de 4,5% para 2005. Ambas as metas (de 2004 e 2005) tinham intervalo de tolerância de 2,5 pontos percentuais para mais ou para menos.

A desaceleração dos preços no atacado e ao consumidor observados a partir de fevereiro de 2004, somada aos resultados positivos bastantes expressivos da balança comercial (favorecidos pela elevação dos preços das *commodities*) e à trajetória estável das expectativas da inflação para 2004 e 2005, permitiram dois cortes consecutivos de 0,25% na taxa de juros em março e abril. Nas quatro reuniões subsequentes, o COPOM optou por manter a Selic em 16,0% a.a. Dentre os fatores que contribuíram para a postura mais cautelosa do COPOM destacam-se os choques não previstos pelo cenário projetado pelo BACEN, como elevação do preço do petróleo e da cotação internacional dos preços dos minérios, produtos metálicos.

Em setembro, as incertezas quanto ao cenário externo somaram-se à preocupação da autoridade monetária com os indicativos de forte expansão da atividade econômica a partir de junho. De acordo com ata da reunião de 15 de setembro de 2004, o ritmo de preenchimento do hiato do produto não parecia ser compatível com a convergência da inflação à meta (vários índices de preços indicavam que a inflação iria superar a meta central de 5,5%), o que justificou a elevação da taxa de juros para 16,25% a.a. De acordo com o relato da ata, o desvio da taxa de inflação de 2004 em relação ao centro da meta teria um impacto, via mecanismos de inércia, de 0,9% sobre a inflação de 2005, mas “a flexibilidade inerente ao regime de metas permite que a inércia inflacionária não seja integralmente combatida em um só ano”. Desse modo, o COPOM decidiu mirar uma meta de 5,1% em 2005 de forma a acomodar 2/3 da inércia herdada de 2004. Já a meta para 2006 foi fixada em 4,5% pelo CMN, com redução do intervalo de tolerância da meta, que retomou a 2% para mais ou para menos.

Contudo, a ausência de sinais de convergência para a trajetória da meta - refletida na deterioração das expectativas do mercado - determinou a elevação da taxa de juros nas 3 últimas reuniões de 2004. A Selic passou a 16,75% em outubro, 17,25% em novembro e 17,75% em dezembro. A taxa de inflação de 2004 ficou em 7,6%, pouco abaixo do limite superior de 8,0%.

Os primeiros cinco meses de **2005** foram marcados pelo aprofundamento da contração da política monetária iniciada no final de 2004. A taxa de juros Selic sofreu elevações sucessivas até atingir o patamar de 19,75% a.a. em maio de 2005. Este processo, que implicou nas maiores taxas de juros reais observadas desde 1999, decorreu, segundo COPOM, do hiato decrescente de produto, do risco de transmissão da alta dos preços industriais no atacado sobre os preços no varejo e da deterioração das expectativas de inflação - pouco sensibilizadas pela postura mais restritiva da política monetária e pela reavaliação das expectativas de apreciação da taxa de câmbio, dado os expressivos superávits em transações correntes.

O movimento de ascensão da taxa de juros foi interrompido ao longo do segundo quadrimestre diante dos sinais inequívocos de arrefecimento da inflação. Com a consolidação do processo de desinflação, o COPOM deu início ao relaxamento da política monetária, efetuando sucessivos cortes na taxa Selic de setembro a dezembro, até atingir o nível de 18,0% a.a. A taxa de inflação medida pelo IPCA encerrou o ano em 5,69% - menor índice observado desde a adoção do regime de metas e pouco acima da meta de 5,1% almejada pelo COPOM.

Em **2006**, o cenário interno e externo extremamente favorável permitiu a continuidade do relaxamento da política monetária iniciado em 2005. Em praticamente todos os diagnósticos feitos pelo COPOM, os dados referentes à atividade econômica mostravam uma trajetória de expansão em ritmo condizente com as condições de oferta. A despeito da elevação dos preços de *commodities* importantes, das incertezas quanto à trajetória das taxas de juros das economias industrializadas e dos possíveis e não negligenciáveis impactos da elevação dos preços do petróleo sobre o IPCA, os modelos usados pelo BACEN indicavam elevada probabilidade de continuidade do cenário benigno para a inflação em direção à meta. A taxa Selic foi reduzida em todas as reuniões do COPOM, fechando o ano em 13,25% a.a. A convergência ininterrupta das expectativas da inflação para a trajetória da meta somada ao cenário externo de elevada liquidez e particularmente favorável às perspectivas de financiamento da economia brasileira contribuíram sobremaneira para a taxa de inflação de 3,14% em 2006, abaixo da meta oficial e o menor nível observado para o período 1999-2008.

Em **2007**, o cenário benigno para a inflação contribuiu para o prosseguimento do ciclo de flexibilização da política monetária. Nas três primeiras reuniões o COPOM diminuiu o ritmo de cortes na taxa de juros: as reduções foram de 0,25% em oposição à

seqüência de três cortes de 0,75% e cinco cortes de 0,50% em 2006. De acordo com os membros do comitê, a despeito de os dados não sugerirem probabilidade elevada de pressões significativas sobre a inflação no curto prazo e da expansão das importações (que contribuía de forma relevante para que os efeitos inflacionários do crescimento sustentado da demanda agregada continuasse limitado), a conveniência de reduzir a magnitude dos cortes era justificável devido às defasagens da política monetária. Segundo o COPOM, parte importante dos efeitos dos cortes dos juros já realizados ainda não havia se refletido no nível de atividade e tampouco os efeitos da atividade sobre a inflação tiveram tempo de se materializar.

Contudo, nas reuniões de junho e julho as reduções na taxa de juros voltaram a 50 pontos percentuais. A maioria do COPOM argumentou que a expressiva contribuição do setor externo – especialmente pela disciplina exercida sobre os preços dos bens transacionáveis e por meio da ampliação dos investimentos (em ambiente de demanda aquecida) mitigaria os riscos presentes no cenário prospectivo para a inflação. Em setembro, o cenário interno e externo favoráveis permitiram mais uma redução na taxa de juros, dessa vez de 0,25%, e a Selic atingiu 11,25% a.a., o menor nível até então observado no regime de metas de inflação. Nas duas últimas reuniões do ano, o COPOM foi mais cauteloso e manteve a taxa de juros inalterada. De acordo com as atas, a decisão refletia às incertezas quanto aos mecanismos de transmissão da política monetária, ao aumento observado dos preços dos alimentos e os efeitos esperados da expansão das transferências governamentais e de outros impulsos fiscais para 2008. A taxa de inflação observada em 2007 ficou em 4,46%, abaixo da meta de 4,5%, tal como em 2006.

Segundo os membros do BACEN, as maiores dificuldades na execução do sistema de metas de inflação no Brasil estiveram relacionadas à baixa credibilidade do regime em seu estágio inicial e aos choques internos e externos. A baixa credibilidade se refletiu na dificuldade inicial de fazer com as expectativas de inflação dos agentes privados convergissem para metas em certo período de tempo. E isto ocorreu a despeito da consonância com a maior parte dos pré-requisitos sugeridos pela literatura do sistema de metas de inflação. Em 2001 e 2002, a economia brasileira sofreu um severo choque negativo do setor elétrico e forte desvalorização cambial que tiveram impactos significantes sobre a inflação. Em 2001, cerca de 38% da inflação se deveu a depreciação cambial e em 2002 essa parcela foi de 46%. Outro obstáculo reconhecido pelos membros do BACEN diz respeito ao elevado peso preços administrados. As regras contratuais de ajustes de preços de serviços

como eletricidade e telefonia resultam em alto grau de persistência da inflação. A imperfeita credibilidade, somada à presença de fator *backward-looking* implicou, em volatilidade da taxa de juros e do produto para levar a inflação para a trajetória da meta (FRAGA, GOLDFAJAN & MINELLA, 2003)

Na avaliação Minela *et al* (2003), a construção da credibilidade da política de metas de inflação no Brasil foi resultado da transparência das ações, da disciplina fiscal do governo (que sinaliza autonomia e consistência à política monetária) e da forte reação da autoridade monetária aos desvios das expectativas de inflação em relação à meta. Através de estimações econométricas para o período de janeiro de 2000 a junho de 2002, Minella *et al* (2002) mostram que o BACEN reagiu fortemente às mudanças nas expectativas de inflação, o indica que a política monetária foi *forward looking*. Para Minela *et al* (2003), a deterioração das expectativas de inflação em 2002 não refletiu falta de credibilidade na condução da política monetária durante o período, mas sim a incerteza sobre a manutenção dessa mesma política no futuro.

Outro aspecto do processo de construção da credibilidade diz respeito à forma com que a autoridade monetária respondeu aos choques. Conforme visto no capítulo 1, sob sistema de metas de inflação, alguns bancos centrais lidam com choques através da flexibilidade do *design* do regime, como uso de cláusulas de escape, núcleo de inflação como índice de referência. Segundo Fraga, Goldfajan & Minella (2003), a escolha do BACEN em ajustar de forma transparente as metas de 2003 e 2004 foi diretamente baseada na concepção de que no sistema de metas de inflação deve-se neutralizar os efeitos secundários de choques e acomodar os efeitos primários. O principal argumento contrário ao uso do núcleo de inflação é o fato de este índice ser menos representativo da do poder de compra e no caso do Brasil, a exclusão dos preços administrados significaria eliminar cerca de 30% da representatividade da cesta de consumo. Cláusulas de escape é um recurso mais similar à meta ajustada, mas define circunstâncias específicas para as quais o descumprimento das metas pode ser justificada. Ademais, o uso da meta ajustada é uma medida coerente com a flexibilidade do sistema defendida por Bernanke (1999).

De acordo com os autores, a principal vantagem do mecanismo de metas ajustadas é que este é um procedimento essencialmente *forward-looking*, que define claramente a nova meta que a autoridade monetária irá perseguir, além de explicar claramente o cálculo da mesma. Para os autores, a despeito da potencial perda de credibilidade devido à alteração na meta original, os ganhos em termos de transparência e comunicação foram muito mais

significativos. Ademais, a manutenção da antiga meta poderia afetar a credibilidade de outra forma, uma vez que os agentes poderiam considerá-la inatingível.

De acordo com Bevilaqua *et al* (2007), a consolidação da estabilização a partir de 2005 refletiu a postura firme do BACEN em seu papel de ancorar as expectativas de inflação. Os autores encontraram evidências da redução do componente *backward-looking* nas expectativas de mercado. Exercícios econométricos indicam que os erros das projeções do mercado também diminuíram substancialmente a partir de 2004 e que as metas de inflação têm funcionado como importantes atratores das expectativas de inflação.

3.4 Análise do sistema de metas de inflação no Brasil, à luz do referencial teórico pós-keynesiano

A adoção do sistema de metas de inflação no Brasil foi amparada no “amplo consenso” entre economistas e dirigentes de banco centrais que o objetivo principal da política monetária é a estabilidade de preços e que a sistemática de metas para a taxa de inflação é a melhor estratégia para alcançar tal objetivo. Conforme o primeiro Relatório de Inflação “a política monetária produz efeitos reais apenas no curto prazo e médio prazo, ou seja, no longo prazo, a moeda é neutra. O único efeito existente no longo prazo é sobre o nível geral de preços”. (RELATÓRIO DE INFLAÇÃO, p. 89, 01/1999)

Na avaliação geral, o sistema de metas de inflação alcançou relativo sucesso em seu objetivo: a taxa média de inflação no Brasil medida pela IPCA para o período de 2000 a 2007 foi de 7,0%. No período entre 1999 a 2002, o objetivo de estabilidade macroeconômico estava implícito nas condicionalidades do acordo com o FMI (ajuste fiscal e estabilidade monetária). Ao “abraçar” o sistema de metas de inflação como a única forma de se garantir nível de inflação baixo e estável, o banco central e o governo brasileiro ignoraram por completo o debate nada recente conduzido pela corrente heterodoxa sobre a não-neutralidade da moeda. Também não houve debate nem estudo prévio quanto a adequação de tal regime vis a vis as peculiaridades da economia brasileira. Conforme visto anteriormente, nem mesmo os técnicos do BACEN eram familiarizados com o assunto.

No mandato Lula, a concordância com este arranjo ficou implícita na carta dirigida ao povo brasileiro, em 2002, na qual a aliança política em torno da candidatura de Lula, se comprometia, no caso da vitória no processo eleitoral, honrar contratos e consolidar a

estabilização da economia. Este anúncio foi importante para “acalmar” os nervos do mercado internacional. O novo ciclo político, iniciado em 2003 com a posse de Lula, manteve-se os pilares da política monetária vigente. Sob a presidência de Henrique Meirelles, a equipe que assumiu o BACEN em 2003 deu continuidade ao sistema de metas com a mesma miopia teórica que a equipe anterior.

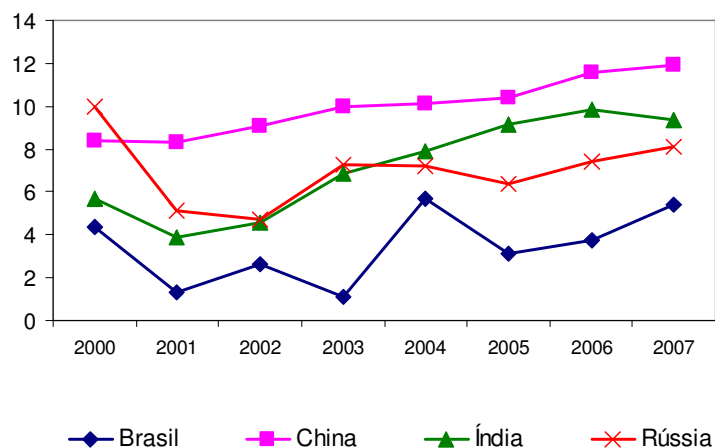
Entretanto, não se pode considerar que essa seja a única forma de condução da política monetária. Não obstante as diferenças estruturais, históricas, culturais, políticas, que influenciam o desempenho econômico, mostra-se relevante fazer uma comparação com alguns outros países, com algumas características (como por exemplo: país em desenvolvimento, populoso) parecidas com o Brasil.

Uma boa aproximação para esse intento parece ser uma comparação dentro do grupo dos principais países emergentes dos anos 2000, quais sejam Brasil, Rússia, Índia e China (grupo denominado BRICS⁵³). Enquanto Rússia, Índia e China optaram por políticas consistentes e coordenadas entre si com vistas a objetivos múltiplos (crescimento econômico, estabilidade externa e interna), no Brasil optou-se pelo sistema de metas de inflação, câmbio flutuante e metas de superávit primário.

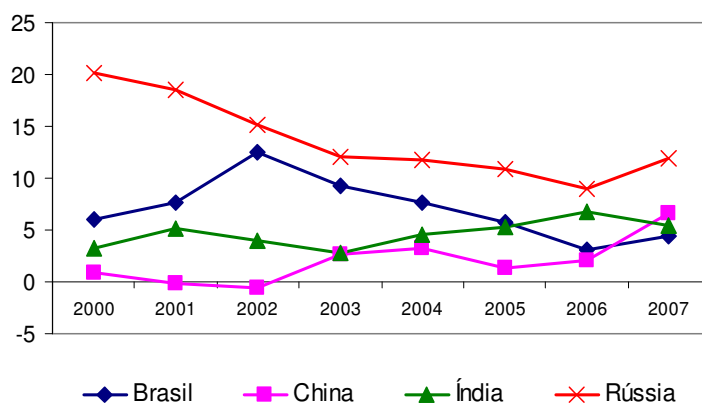
Pela análise do desempenho econômico desses países, o Brasil- único país que adota o sistema de metas de inflação - possui a pior performance (gráfico 3). A taxa média de crescimento do PIB para o período de 2000 a 2007 foi de apenas 3,43% no Brasil, enquanto para China, Índia e Rússia essa taxa foi de 9,97%, 7,13% e 7,0%, respectivamente, conforme dados do FMI.

Não obstante a adoção do sistema de metas de inflação, a média da taxa de inflação no Brasil para o mesmo período (7,0%) é maior que aquelas observadas na China e na Índia (2,0% e 4,67% respectivamente) segundo dados do FMI. Apesar de a média de inflação na Rússia ter sido de 13,67% entre 2000 e 2007, este país conseguiu combinar taxas anuais declinantes de inflação (gráfico 4) com bom econômico no período, sem o uso da estratégia de metas de inflação.

⁵³ A sigla BRIC foi criada em 2001 pelo economista Jim O’Neill do grupo Goldman Sachs, para designar os 4 principais países emergentes do mundo.

Gráfico 3: Taxa de crescimento real (%) do PIB de 2000 a 2007 - grupo BRIC

Fonte: FMI - elaboração própria

Gráfico 4: Índice de preços ao consumidor (%) de 2000 a 2007 - grupo BRIC

Fonte: FMI - elaboração própria

Assim sendo, sem se esquecer da ressalva de que existem diversos fatores que influem na trajetória de crescimento, os dados apresentados parecem corroborar as idéias da corrente pós-keynesiana apresentadas na seção 2.3, sendo possível entender os resultados encontrados, ou seja, de que no Brasil, a obsessão pela estabilidade monetária através de um só instrumento - a taxa de juros - pode ser considerado um dos principais fatores para explicar o pior desempenho em termos de produto, bem como a maior volatilidade do mesmo.

Para analisarmos mais profundamente como o uso da sistemática de metas para a inflação como regime de política monetária tem sido um fator crucial para impedir um melhor nível de atividade econômica no caso do Brasil, é preciso, antes de mais nada, compreender algumas peculiaridades da economia brasileira que condicionam o modo pelo qual a política monetária opera no país.

A economia brasileira é caracterizada pelo acentuado caráter inercial da estrutura de formação de preços. Parte considerável do IPCA (cerca de 30%) é composta por preços administrados ou controlados pelo governo. Segundo própria definição dos técnicos do BACEN, preços administrados por contrato ou monitorados são aqueles preços

[...]cuja sensibilidade a fatores de oferta e demanda é menor, mas não necessariamente aqueles que são diretamente regulados pelo governo; ou então, aqueles que, a despeito de estarem relacionados com oferta e demanda, dependem de autorização ou conhecimento prévio de algum órgão do poder público” (FIGUEIREDO & FERREIRA, p. 5, 2002)

Dentre os itens com preços administrados compreendem: gás encanado, imposto predial e territorial urbano (IPTU), taxas de emplacamento e licenciamento de veículos, taxa de água e esgoto, serviços de utilidade pública (tarifas de ônibus urbanos e intermunicipais, metrô e telefonia, energia elétrica, planos de saúde, pedágio), derivados de petróleo e itens cujos preços podem ser considerados virtualmente livres (álcool, empregado doméstico e passagens aéreas). (FIGUEIREDO & FERREIRA, 2002)

Além disso, cabe destacar o elevado grau de abertura da conta de capitais. Este fator merece destaque, pois faz com que a taxa de juros se torne também um importante determinante do comportamento da taxa de câmbio. (CARVALHO, 2005)

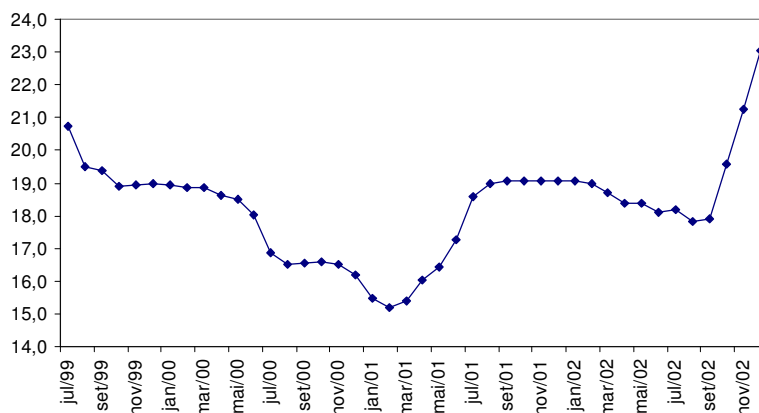
O processo inflacionário e o desempenho econômico

A despeito do reconhecimento da corrente pós-keynesiana quanto à eficácia da política ortodoxa em combater o aumento do nível de preços, o que procuraremos mostrar é que no Brasil, as principais causas da inflação não têm relação estreita com o aumento da demanda em relação à oferta. As pressões de inflação observadas em 2001, 2002 e 2003, que levaram ao descumprimento das metas, decorreram principalmente do lado da oferta, ou uma inflação de custos.

No caso brasileiro, a inflação importada, principalmente devido às desvalorizações cambiais e à interação entre a inflação importada e a estrutura de formação de preços, se constitui na principal causa da inflação.

O “bom” desempenho observado em 2000 se deveu à baixa inflação importada, favorecida pela redução da volatilidade da taxa de câmbio após a desvalorização em 1999. Em 2001, além do choque negativo de oferta do setor elétrico, houve forte reversão das expectativas dos investidores internacionais em relação aos mercados emergentes, provocando forte desvalorização cambial, que no Brasil foi da ordem de 21%. Em 2002, a desvalorização cambial foi de 44% e se deveu principalmente ao ataque especulativo contra o Real, quando o mercado financeiro passou a exigir retornos crescentes para continuar absorvendo títulos frente às preocupações reais com sucessão presidencial e possível mudança de política macroeconômica⁵⁴. As desvalorizações cambiais como as de 2001 e 2002 tiveram impactos significativos sobre a inflação. Devido ao comprometimento com uma meta de inflação, a reação da autoridade monetária foi elevar a taxa de juros (seu único instrumento) de forma a trazer a inflação de volta à meta.

Gráfico 5: Evolução da taxa Selic (ago/1999 a dez/2002)



Fonte: BACEN - elaboração própria

Conforme descrito anteriormente, a elevação da taxa Selic se deu em ritmo acelerado entre abril e agosto de 2001 e foi mais atenuada no resto do ano. Segundo a equipe

⁵⁴ Além disso, é importante considerar as incertezas quanto ao desempenho das economias centrais, a crise de confiança nos mercados de capitais e a falência de grandes empresas americanas acentuaram a restrição de crédito externos às economias emergentes (FARHI, 2005)

econômica, o choque externo combinado com o choque interno merecia maior prudência na contração monetária, pois poderia levar a uma restrição ainda maior à atividade econômica. Isto sinalizava o reconhecimento inegável dos efeitos da política monetária sobre o lado real da economia.

Contudo, cerca de 30% do IPCA, índice de referência para meta, é composto por itens que não são afetados pela elevação da taxa de juros, ou seja, os preços administrados ou monitorados por contrato. Em relação aos bens comerciáveis, alguns setores exportadores de *commodities* de qualidade conseguem impor reajustes nos preços internos de forma a equipar com o custo de oportunidade dos mercados externos e portanto, são indiferentes à elevação da taxa de juros. Os ramos do setor exportador que trabalham com produtos de qualidade mais inferior têm uma demanda externa mais restrita, que os obriga a vender parte de sua produção ao mercado interno e só conseguem repassar parte da desvalorização cambial aos preços internos. Assim, os empresários destes ramos sofrem com a taxa de juros elevada e à conseqüente restrição de demanda interna. A redução da demanda impõe uma queda da margem de lucro desses empresários, que para se manter no mercado interno, evitam fazer reajuste de preços. Já os setores dos bens não comerciáveis sofrem diretamente o impacto da elevação da taxa de juros através da redução de custos e margem de salários. O problema maior é que os preços deste setor (não comerciáveis) representam apenas um terço do IPCA. Em outros termos, as taxas de juros têm de ser extremamente elevadas para conduzir a reduções substanciais nos preços dos bens não comerciáveis e parte dos comerciáveis, até que o nível médio de preços atinja a meta buscada pela autoridade monetária. (FARHI, 2004).

Além dos aspectos destacados, os efeitos do *passthrough* da desvalorização cambial sobre a inflação - reconhecidamente maior nas economias emergentes - são mais exacerbados no Brasil devido ao vetor inercial e ao elo de transmissão dos preços administrados. Os itens administrados têm sistemática de reajuste anual com base nos Índices Gerais de Preços (IGP's), introduzindo um vetor de inércia à inflação. Os setores de energia elétrica e telefonia, por exemplo, em virtude dos contratos firmados no processo de privatização entre as distribuidoras e as agências reguladoras, têm suas tarifas reajustadas pelo Índice Geral de Preços (IGP), da Fundação Getúlio Vargas. Os IGP's têm forte peso dos preços por atacado (predomínio de *commodities* e bens semi-faturados) e são muito mais sensíveis a choques de oferta. Desse modo, estes serviços (e outros bens e serviços com preços administrados ou controlados) impõe um componente inercial por terem suas tarifas

reajustadas pelos IGP's acumulados nos últimos doze meses. De acordo com Modenesi & Modenesi (2005), trata-se de um retrocesso à luz da história econômica recente do país, pois foi re-introduzido um piso para a inflação, abaixo do qual ela dificilmente se reduzirá.

Neste âmbito, os reajustes dos preços administrados realizados em 2002 refletiram o impacto da desvalorização cambial em 2001. A desvalorização cambial de 2002, por sua vez, se refletiu nos preços administrados de 2003. A tabela abaixo explicita a decomposição da inflação de 2001, 2002 e 2003.

Tabela 2: Composição do IPCA (2001 a 2003)

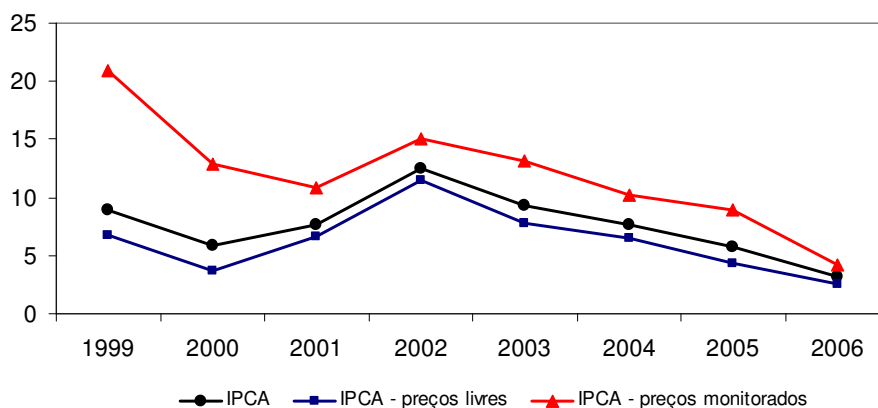
Componente	2001	2002	2003
IPCA (variação %)	7,70	12,53	9,30
inércia	0,70	0,93	5,90
expectativa	-	1,65	1,70
repasso cambial	2,90	5,82	-1,10
inflação livre*	2,40	2,28	1,10
inflação de administrados**	1,70	1,85	1,70

*excluindo repasse cambial, inércia e expectativas
 **excluindo repasse cambial e inércia

Fonte: BACEN

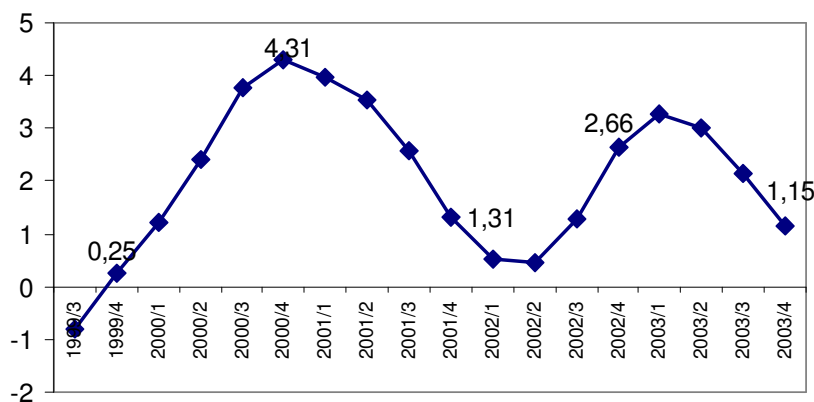
Os dados acima evidenciam a importância da inflação importada para explicar a inflação de 2001 e 2002 e o fator inercial via preços administrados para a inflação de 2003. Em 2001, a desvalorização cambial respondeu por cerca de 37,6% da inflação e em 2002, este valor foi de 46,44%. Já a inércia explicou cerca de 63% da inflação de 2003. Além do fator inercial, como os IGP's são muito influenciados pela taxa de câmbio, os preços administrados representam um canal de amplificação do *passthrough*.

Através do gráfico 6 é possível observar que a variação dos preços monitorados é superior à variação dos preços livres em todo período de 1999 a 2006, ilustrando que o controle sobre o IPCA se dá pela redução substancial dos preços livres. É interessante citar a conclusão de Gomes & Aidar (2004) após analisarem a condução da política monetária entre 1999 e 2003 através do instrumental de séries temporais. De acordo com os autores “o governo atua sempre sobre os preços livres e monitora-os, de certa forma, enquanto que os preços monitorados são, de certa maneira, deixados livres, ao sabor das oscilações cambiais e outras” (GOMES & AIDAR, p. 17, 2004)

Gráfico 6: Taxa de variação anual IPCA, IPCA monitorados e IPCA livres

Fonte: BACEN – elaboração própria

Dados os aspectos expostos, tem-se que os impactos negativos do combate à inflação de custos através da taxa de juros - conforme a análise de Sicsú (2002) apresentada na seção 2.3 - são ainda mais perversos, dadas as peculiaridades da economia brasileira. A elevação da taxa de juros ataca somente os sintomas da inflação e não as causas, que se devem principalmente aos preços monitorados. A forma de reajuste dos mesmos implica em uma redistribuição de renda em favor de certos grupos. Além disso, o problema é mais grave quando se constata que, em geral, os bens e serviços cujos preços são administrados entram como custos de produção de muitos processos produtivos, como os impostos (cujos aumentos poderiam ser evitados pelo próprio governo e podem, de certa forma, constituir uma inflação de impostos), petróleo e derivados, energia elétrica, entre outros. As empresas do segmento de preços livres - mais sensíveis às elevações das taxas de juros - acabam reduzindo a produção (devido à retração da demanda) ou reduzindo custos através de demissões, a fim de minimizar a redução das margens de lucros. A consequência disso é uma inflação reprimida, já que, ao menor sinal de melhoria da demanda, essas empresas tentam recuperar suas margens de lucros através do reajustes de preços. O gráfico abaixo ilustra o viés anti-crescimento da política monetária.

Gráfico 7: PIB - 1999 a 2003 (variação percentual -acumulado em 4 trimestres)

Fonte: IBGE – elaboração própria

Enquanto a taxa de crescimento real do PIB foi de 4,31% em 2000, o desempenho econômico em 2001, 2002 e 2003 foram medíocres: 1,31%, 2,66% e 1,15% respectivamente. A taxa média de crescimento do PIB dos demais países do grupo BRIC em 2001, 2002 e 2003 foram de 5,76%, 6,12% e 8,0% respectivamente.

A partir do final de 2003, o cenário interno e externo favoráveis resultaram em um choque positivo na economia, permitindo à continuidade do relaxamento da política monetária iniciado em 2003 até a maior parte do primeiro semestre de 2004. Além disso, teve-se o início de uma política deliberada de aumento da oferta de crédito (sobretudo crédito pessoal) conduzida pelo governo. Com isso, a taxa de crescimento do PIB em 2004 foi de 5,71%, um desempenho razoável, se comparado aos 3 anos anteriores. Ao analisarmos a composição do IPCA em 2004 (tabela 3), vemos que cerca de 60% da variação do índice de preços se deveu à inflação de preços livres. Este dado reflete a inflação reprimida no período anterior. A sutil recuperação da atividade econômica permitiu que as empresas do segmento livre realizassem os reajustes de preços que foram reprimidos no período anterior, de forma a recompor, ao menos parcialmente, suas margens de lucro.

Tabela 3: Composição do IPCA em 2004

Componente	2004
IPCA (variação %)	7,60
inércia	0,28
expectativa	0,37
repasso cambial	-0,34
inflação livre*	4,53
inflação de administrados**	2,93

*excluindo repasse cambial.inércia e expectativas
 ***excluindo repasse cambial e inércia

Fonte: BACEN

Porém, o viés anti-crescimento da política monetária de metas de inflação manifestou-se mais uma vez nesta ocasião. Entre os últimos meses de 2004 até meados de 2005, o COPOM realizou uma forte contração da política monetária, justificada principalmente pelo rápido estreitamento do hiato do produto.

O BACEN acompanha a evolução do hiato do produto através de 4 metodologias do produto potencial: tendência linear (TL), filtro *Hodrick-Prescott* (HP), função de produção *Cobb-Douglas* (FP) e uma forma híbrida que combina os dois últimos (HPFP). No Relatório de Inflação de dezembro de 2003, o BACEN reconhece que tais métodos não incorporam as informações de variáveis que explicam a variação do produto potencial como a evolução dos fatores de produção e a produtividade. No mesmo Relatório, afirma que a estimação a partir da função de produção contorna as limitações do uso de TL e do filtro HP, mas logo em seguida ressalta que tal metodologia depende do comportamento de variáveis de difícil mensuração, como estoque de capital e quantidade de trabalho. No Relatório de Inflação de setembro de 2005, o BACEN reconhece explicitamente as deficiências de cada metodologia e das discrepâncias de resultados entre elas.

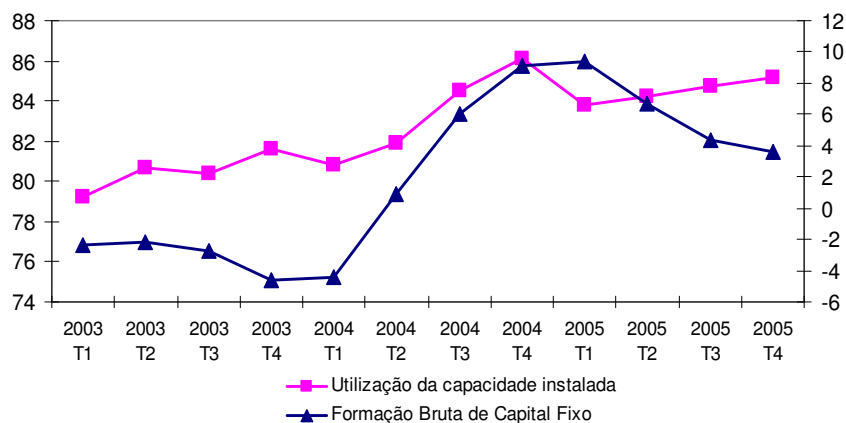
A dificuldade da autoridade monetária em lidar com o cálculo do produto potencial e, portanto do hiato do produto - variável fundamental do modelo estrutural do BACEN para prever a inflação evidencia - sugere uma corroboração com a argumentação feita pelos pós-keynesianos de que produto potencial é possivelmente endógeno.

A metodologia usada pelo BACEN para cálculo do produto potencial, através de técnicas de tendência linear e filtro HP, são puramente estatísticas e consistem em extrair uma tendência de uma série de dados (como produção industrial, por exemplo). Como a tendência de longo prazo é extraída dos valores observados, “o crescimento potencial da economia ao final da amostra é revisado na medida em que novas observações são

incorporadas. Se o PIB cresce, a tendência é revisada para cima, se o PIB cai, a tendência é revisada para baixo” (IEDI, p. 17, 2006). Já a metodologia da função de produção, apesar de possuir uma fundamentação econômica, é fundamentada na ótica da oferta, ou seja, ela não admite que o produto potencial depende da evolução da demanda agregada. Assim, os cálculos utilizados pelo BACEN usam informações passadas, que muitas vezes não refletem as condições correntes da economia e por isso não deveriam ser usadas para nortear decisões de política monetária.

Como decorrência da sua filiação teórica, a autoridade monetária não considerou o fato de que períodos de aumento do investimento comumente coincidem ou são ligeiramente precedidos pelo aumento do nível de utilização da capacidade instalada da economia (gráficos 8). Em consonância com a corrente pós-keynesiana, importantes organismos representativos do setor produtivo, como a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP, 2005) e o Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI, 2006) sustentam o papel da demanda agregada na determinação do produto potencial. De acordo com estas instituições, é natural que aumentos da utilização da capacidade produtiva levem à pressões localizadas de inflação, devido ao aumento dos investimentos estimulados pelas expectativas otimistas dos empresários, como o que se observou em 2004. Aumentos do investimento, por seu turno, levam a um salto do produto potencial, gerando o aumento de oferta necessário para afastar o risco de pressões inflacionárias.

Gráfico 8: Utilização da Capacidade Instalada na indústria (%) * versus Formação Bruta de Capital Fixo (2003 a 2005)**



*Média no trimestre, pesquisa qualitativa da Fundação Getúlio Vargas

**Variação percentual – acumulado nos últimos 4 trimestres

Fonte: IPEADATA – elaboração própria

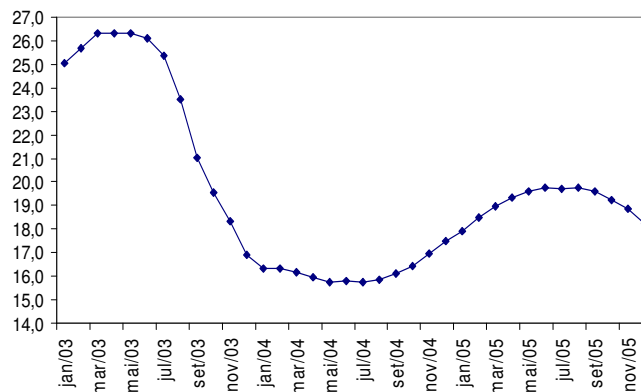
A abordagem pós-keynesiana aceita a eficácia da política de juros para combater pressões localizadas de demanda. Contudo, o manejo da política monetária baseada no conceito de produto potencial impede a correta identificação das causas destas pressões. Neste sentido, o uso da taxa de juros pode ter conseqüências desastrosas para o crescimento econômico.

Interromper prematuramente uma expansão por medo da inflação pode acabar prejudicando a própria política de controle inflacionário, pois se a política monetária não permite um aumento do investimento e da produtividade, o produto potencial não cresce e qualquer pequena expansão da economia sempre parecerá representar uma ameaça inflacionária. Em decorrência, se reproduz o “stop and go”, tão característico da trajetória da economia nos últimos anos e que vem impedindo o crescimento sustentado brasileiro. (IEDI, p. 2, 2006)

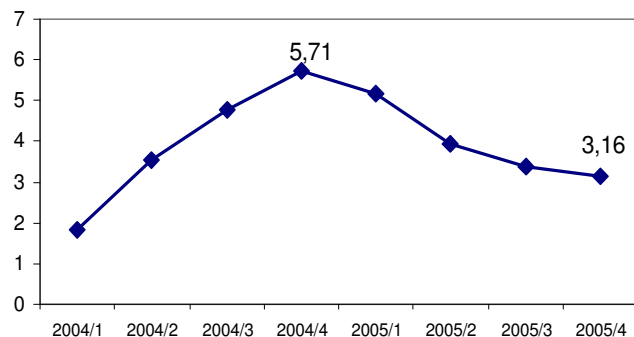
Em outras palavras, o Banco Central pode acabar “produzindo” o hiato do produto que justifica sua política monetária (IEDI, p. 22, 2006)

Desse modo, aumento da taxa de juros iniciada pelo COPOM em fins de 2004, justificada pelo fechamento do hiato do produto acabou por abortar o potencial crescimento econômico sustentado da economia brasileira. Esta reversão da contração da política monetária ajuda a explicar o fraco desempenho econômico do Brasil em 2005, em face do dinamismo internacional e da ausência de choques severos. A atividade econômica declinou em 2005 e o crescimento no ano foi de apenas 3,16% (China, Índia e Rússia cresceram 10,4%, 9,13% e 6,4% respectivamente)

Gráfico 9: Evolução da taxa Selic (jan/2003 a dez/2005)

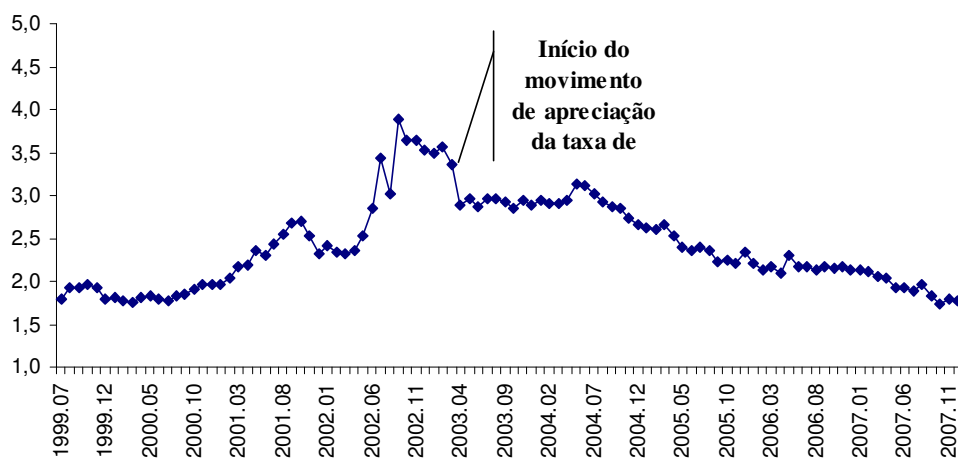


Fonte: BACEN – elaboração própria

Gráfico 10: PIB - 2004 e 2005 (variação percentual -acumulado em 4 trimestres)

Fonte: IBGE – elaboração própria

Conforme mencionado, a economia brasileira passou por um choque externo positivo ao longo de 2003. O gráfico 11 mostra que o movimento de apreciação da taxa de câmbio brasileira perdurou até o final de 2007.

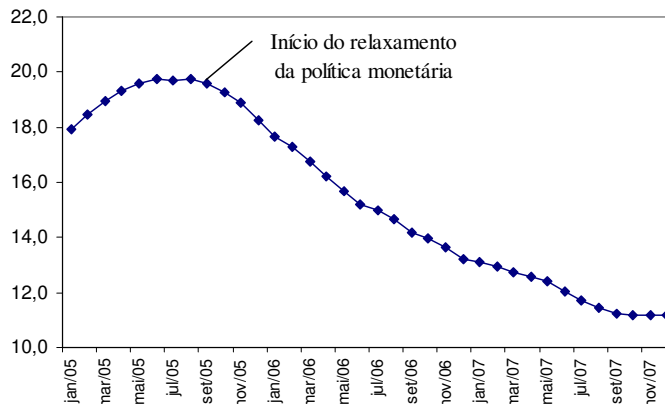
Gráfico 11: Evolução da taxa de câmbio nominal R\$/US\$ (jul/1999 a dez/2007)

Fonte: BACEN – elaboração própria

A expansão da liquidez internacional observada a partir de 2003 esteve mais ligada à redução da aversão aos riscos dos investidores internacionais em relação aos mercados emergentes e a política monetária dos países centrais. Em praticamente todos os países emergentes observou-se a redução do risco-país e a apreciação das moedas locais. (FARHI, 2005)

Por um lado a liquidez internacional permitiu um certo afrouxamento da política monetária em comparação com os anos anteriores (gráfico 12).

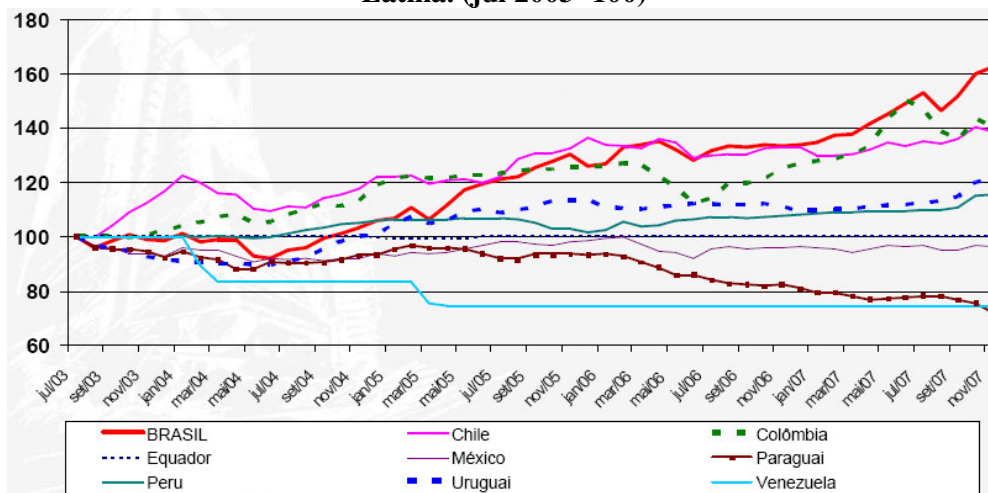
Gráfico 12: Evolução da taxa Selic (jan/2005 a dez/2007)



Fonte: BACEN - elaboração própria

Contudo, de acordo com Farhi (2005), neste ciclo de bonança internacional, os preços dos ativos e, principalmente, a taxa de câmbio brasileira tiveram uma valorização superior a dos demais países emergentes. Estudos feitos pela FIESP mostram que a variação do real entre 2003 e 2007 foi superior não só à variação da moeda dos principais países da América Latina e dos países asiáticos, como também em relação ao Euro e às moedas do Reino Unido e Japão. O gráfico a seguir ilustra a superioridade da apreciação da moeda brasileira em relação às moedas dos demais países latino americanos.

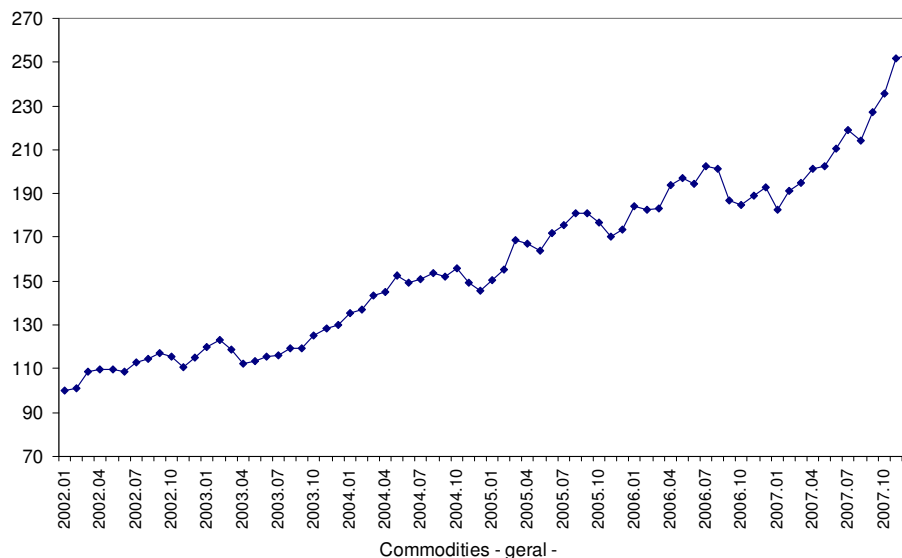
Gráfico 13: Índice de taxa de câmbio frente ao dólar: Brasil e países da América Latina. (jul 2003=100)



Fonte: FIESP (2007)

Não por coincidência, as taxas de inflação em 2005, 2006 e 2007 ficaram dentro do limite de tolerância das metas, a despeito do aumento do preço das *commodities* no mesmo período, uma fonte de elevação de custos (gráfico 14).

Gráfico 14: Evolução índice de preços das *commodities* – período 2002 a 2007 (base jan 2002=100)



Fonte: IPEADATA- elaboração própria

A análise da composição da inflação em 2005, 2006 e 2007 evidencia o peso do efeito deflacionário da apreciação cambial, fundamental para o cumprimento das metas.

Tabela 4: Composição do IPCA em 2005, 2006 e 2007

Componente	2005	2006	2007
IPCA (variação %)	5,69	3,14	4,46
inércia	0,77	0,47	0,01
expectativa	0,27	-0,13	-0,43
repasso cambial	-2,06	-0,55	-1,12
inflação livre*	3,41	1,76	5,03
inflação de administrados**	3,31	1,60	0,96

*excluindo repasse cambial, inércia e expectativas
 ***excluindo repasse cambial e inércia

Fonte: BACEN

A despeito da queda da taxa de juros nominal, a superioridade da apreciação do Real, comparativamente às outras moedas de outros países, revelou o conservadorismo da autoridade monetária brasileira. O comprometimento com uma meta de inflação levou o BACEN a recorrer à sobrevalorização da taxa de câmbio, induzida pela elevação da taxa de juros, para atenuar os efeitos domésticos do processo inflacionário global, decorrente do aumento dos preços das *commodities*. É importante citar que além da valorização cambial, outro fator de restrição do repasse do aumento de custos veio da política do governo de não repassar integralmente para os preços domésticos da gasolina e óleo diesel as elevações externas do preço do petróleo.

A valorização do câmbio resultante do elevado diferencial entre o juro doméstico e internacional foi usado ativamente como instrumento anti-inflacionário (FARHI, 2005). O efeito inflacionário da elevação dos preços das *commodities* seria repassado não só aos preços comerciáveis, mas também aos administrados, dado o peso das *commodities* na formação de seus indexadores, os IGP's.

Desse modo, efetivou-se mais uma vez o combate de uma inflação de custos através da elevação da taxa de juros. Contudo, a partir do final de 2006, os aumentos nos preços internacionais das *commodities* foi maior que a valorização do real. Daí até o final de 2007, tem-se uma maior pressão sobre a taxa de inflação.

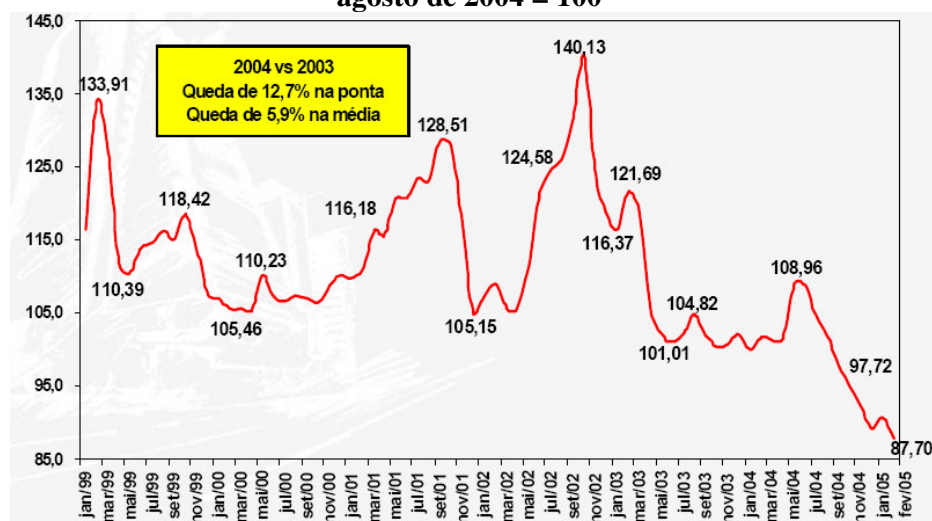
A sobrevalorização do Real tem o efeito de baratear o preço dos produtos importados, mas dificulta o reajuste de preços dos similares nacionais pelo temor do empresariado interno à competição do produto importado. Outra séria consequência da

apreciação cambial é perda de competitividade do setor exportador, uma das principais fontes de ganhos de produtividade para a economia. De acordo com Gala

Para um dado nível de preços em dólares de produtos comercializáveis, a apreciação cambial representa uma queda imediata e intensa de preços de venda e margens de lucro em reais em toda a cadeia que trabalha com preços internacionais, especialmente nos setores que não têm poder de mercado.
(GALA, Jornal Valor Econômico, 08/07/2008)

Estudo da FIESP ilustra o efeito deletério da apreciação cambial sobre a margem de lucro das empresas exportadoras. O gráfico 15 mostra a forte queda da rentabilidade das exportações a partir de meados de 2004.

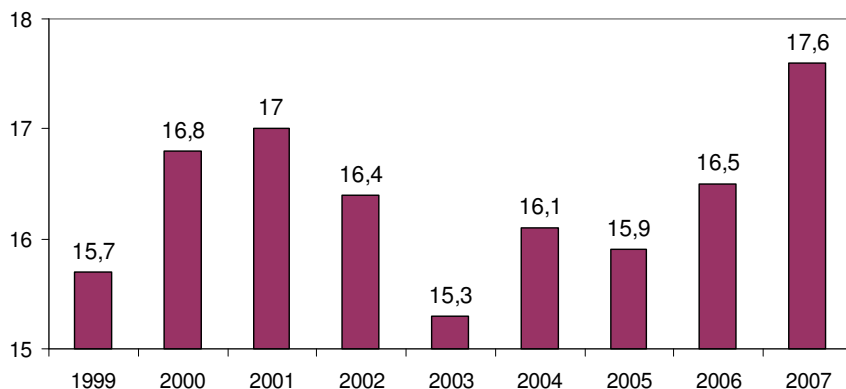
Gráfico 15: Índice de Rentabilidade das Exportações (1999-2005)
agosto de 2004 = 100



Fonte: FIESP (2005b)

Com lucros reduzidos, os empresários do setor exportador não têm incentivos para investir e gerar emprego. Contudo, há de se destacar o aumento da taxa de investimento em 2006 e 2007. Em 2007, especialmente, a taxa de investimento chegou a 17,6% do PIB, maior valor desde a adoção do sistema de metas de inflação.

**Gráfico 16: Formação Bruta de Capital Fixo (% PIB) 1999 a 2007
(acumulado nos últimos 12 meses)**

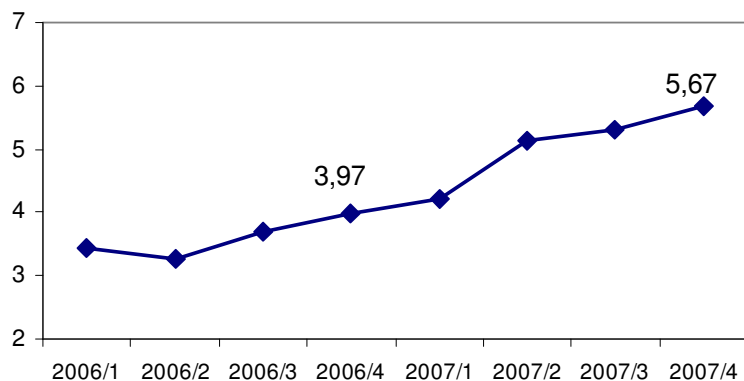


Fonte: IBGE – elaboração própria

O aumento do investimento pode ser explicado pela redução na taxa de juros reais neste período. A taxa Selic em termos reais atingiu o ápice de 12,8% a.a. em agosto de 2005 e a partir daí começou um movimento de queda até atingir algo em torno de 6,4% a.a. em dezembro de 2007. Apesar da redução, essa taxa ainda era uma das maiores do mundo em 2007. (FUNPAP, 2008).

Por outro lado, o aumento dos investimentos é parcialmente explicado pela própria valorização cambial. Segundo dados do IBGE, os principais responsáveis pela expansão dos investimentos em 2007 (medidos pela formação bruta de capital fixo) foram a produção e a importação de máquinas e equipamentos, que tiveram alta de 19,3%. Máquinas e equipamentos representaram 60% do investimento. Já a construção civil registrou crescimento de 5,1%. Conforme argumentação de Gala (2008), a importação de máquinas e equipamentos tem um efeito restrito sobre o crescimento de longo prazo, pois geralmente envolve substituição de máquinas velhas e não geram aumento substancial de emprego.

O PIB brasileiro cresceu 3,97% e 5,67% em 2006 e 2007, respectivamente. De acordo com os dados do FMI, China, Índia e Rússia cresceram 11,6%, 9,8% e 7,4% em 2006, respectivamente. Em 2007, as taxas de crescimento do PIB desses três países foram de 11,9%, 9,3% e 8,1% respectivamente.

Gráfico 17: PIB 2006 e 2007 (variação percentual - acumulado em 4 trimestres)

Fonte: IBGE – elaboração própria

Diante do que fora exposto, nota-se que a inflação brasileira é fundamentalmente de custos. O regime de metas de inflação, por utilizar somente a taxa de juros como instrumento de política monetária, age somente sobre os sintomas, isto é, restringindo o repasse dos custos para os preços ou inibindo o fator inercial, sem atacar as causas da inflação. Para fazer cumprir determinada meta de inflação, a autoridade monetária pratica taxas de juros reais mais elevadas, desestimulando o vazamento do capital da esfera financeira para a industrial. Neste quadro, o setor produtivo fica semi-estagnado e oneroso, empregos deixam de ser criados e o crescimento econômico pode ficar comprometido.

A questão da credibilidade e da coordenação de política econômica

Segundo os gestores da política de metas de inflação, os principais fatores que levaram ao não cumprimento das metas em 2001, 2002 e 2003 estiveram relacionados aos choques externos e internos que atingiram a economia e à baixa credibilidade da autoridade monetária no estágio inicial do regime, que limitava a ancoragem das expectativas. A consolidação da estabilização a partir de 2005 estaria ligada à melhoria da credibilidade combinada com a ausência de choques relevantes no período.

Contudo, cabe questionar até que ponto a estratégia adotada não funcionou nos referidos anos devido aos argumentos apresentados ou à arquitetura macroeconômica imposta pelo próprio regime de metas. A inflação importada é uma das principais fontes de aumentos de custo no Brasil e está intimamente relacionada ao elevado grau de abertura

financeira, além do fator inercial. Sob livre mobilidade de capitais, a combinação da sistemática de metas de inflação e câmbio flutuante “passou a mostrar seu potencial de transmitir à atividade econômica a instabilidade gerada nos mercados financeiros” (FARHI, p. 156, 2005).

A estabilização observada a partir de 2005 só foi possível devido ao cenário externo favorável que permitiu ao BACEN buscar ativamente a apreciação cambial como forma de combate à inflação.

A postura da autoridade monetária brasileira na ocasião do início do movimento de ascensão do preço internacional do petróleo pode ilustrar a implicação da incorporação da concepção novo-clássica de credibilidade na condução da política monetária, calcada na irreversibilidade das medidas, na impossibilidade de surpresas ou ações inesperadas e não na consistência das mesmas, como defende a corrente pós-keynesiana. Naquele período, o Copom passou a divulgar sua preocupação com a potencial espiral inflacionária, de forma a sinalizar seu comprometimento com a estabilidade. A preocupação excessiva da autoridade monetária acabou contaminando também os agentes, que passaram a acreditar cada vez mais que a inflação iria de fato aumentar. (FARHI, 2005)

Ao tentar elevar a sua credibilidade e convencer esses agentes de que está seriamente comprometido com a estabilidade de preços, a autoridade monetária obteve um efeito perverso de, ao invés de induzir melhoras nas expectativas dos agentes, provocar o que queria evitar: projeções persistentemente acima da meta definida. (FARHI, p. 90, 2004)

Desse modo, o Copom acabou por dificultar sua tarefa de ancorar as expectativas.

No sistema de metas de inflação, a conquista da credibilidade perpassa a manutenção de boas condições fiscais. Elevações na taxa de juros com objetivo de manter a inflação controlada tem o efeito colateral de aumentar a dívida pública que, por seu turno, pode estimular expectativas inflacionárias, caso a dívida entre em uma trajetória crescente. No Brasil, as metas de superávit primário para o setor público, implementadas como contra partida da ajuda financeira do FMI em 1998, serviram como instrumento auxiliar no caminho de construção da credibilidade. Superávits primários passaram a representar os recursos destinados ao pagamento do serviço da dívida, indicando que o governo poderia manejar a taxa de juros em função da meta de inflação e ao mesmo tempo preservar a sustentabilidade da dívida no longo prazo. A elevação da meta de superávit primário no início do novo governo sinalizava o objetivo de conquista da credibilidade do mercado. A

tabela 5 mostra que no período de 1999 a 2007, o superávit efetivo só não foi superior à meta em 1999 e em 2003.

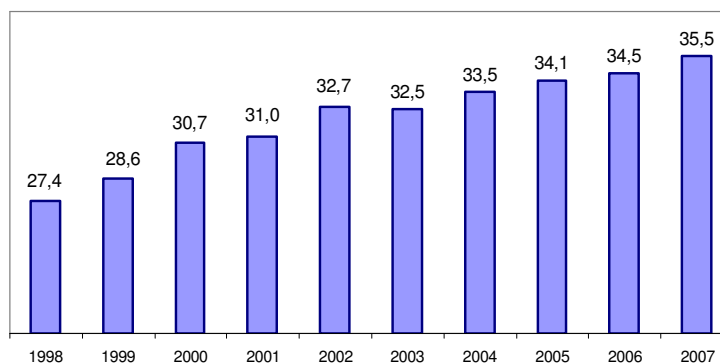
Tabela 5: Superávit primário (% PIB): Metas e resultados

	Meta	Resultado
1999	2,97	2,92
2000	3,03	3,24
2001	3,08	3,35
2002	Inicial: 3,19 1a Revisão: 3,42 2a Revisão: 3,53	3,55
2003	Inicial: 3,43 Revisão: 3,89	3,89
2004	Inicial: 3,87 Revisão: 4,09	4,18
2005	3,83	4,35
2006	3,82	3,88
2007	3,8	3,98

Fonte: BACEN

Teoricamente os superávits primários atenuariam o efeito pró-cíclico da política monetária. Contudo, esses resultados ocorreram com a elevação da carga tributária.

Gráfico 18: Carga tributária como porcentagem do PIB



Fonte: Instituto Brasileiro de Planejamento tributário

Estas constatações refletem a descoordenação de política econômica decorrente da sistemática de metas de inflação. O aumento dos impostos é uma das fontes de pressões inflacionárias, de acordo com a visão pós-keynesiana. Num ambiente de demanda reprimida,

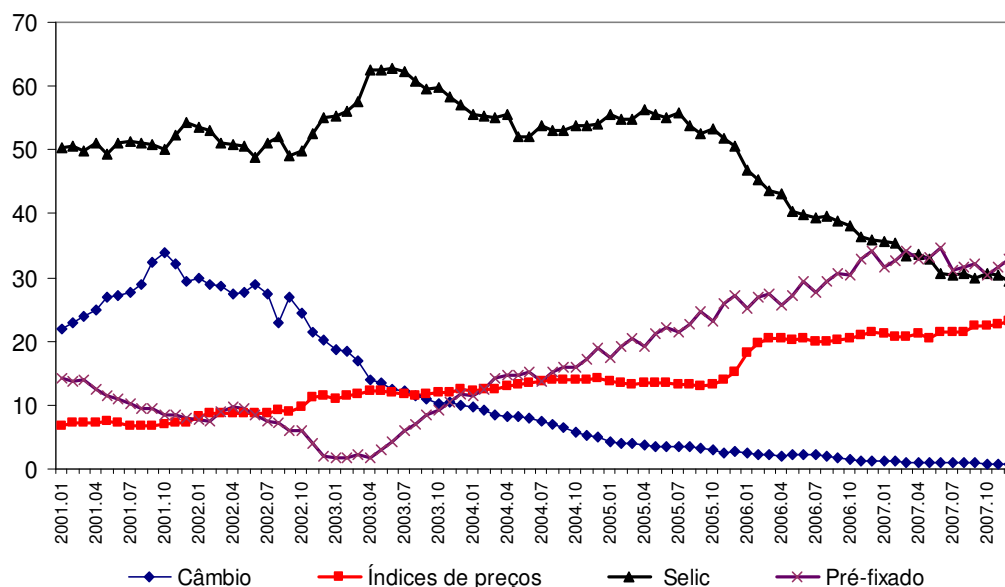
algumas empresas não conseguem repassar o aumento de custos aos preços e acabam demitindo funcionários ou mesmo fechando.

A estratégia de construção da credibilidade no Brasil, além ter sido pautada na demonstração de uma postura inabalável no combate à inflação, esteve voltada principalmente para os mercados financeiros nacional e internacional e não para a sociedade como um todo.

No Brasil, é evidente o peso da circulação financeira na economia. Além da dependência de atração de recursos externos para fechar a conta do balanço de pagamentos, existe uma forte inter-relação entre a política monetária e o mercado de dívida pública. Parte desta dívida é pós-fixada⁵⁵ ou paga juros indexados ao dólar. Este arranjo cria uma assimetria de interesses, uma vez que há uma classe de agentes que se beneficia diretamente com elevações da taxa de juros ou da taxa de câmbio. A crise de 2002, que levou a uma fuga de capitais do país foi gerada pelas incertezas em relação à manutenção da política de metas de inflação com o ciclo político que se iniciaria em 2003, mas principalmente pelas preocupações com a possibilidade de o novo governo renegar a dívida pública ou reestruturá-la. “O mercado financeiro passou a exigir retornos crescentes para continuar absorvendo títulos públicos, contando com a atitude condescendente do governo para atendê-lo” (CARVALHO, p. 88, 2003).

O gráfico 19 mostra o aumento da parcela relativa à dívida atrelada ao câmbio nos anos de 2001 e 2002 (em 2001 pela redução da liquidez internacional e em 2002 pela crise de confiança da economia brasileira).

⁵⁵ A causa deste fenômeno remontado do período inflacionário. Para manter a atratividade dos títulos públicos, o Tesouro passou a emitir a partir de 1986 um título indexado à taxa over-Selic – as Letras Financeiras do Tesouro (LFT's). Assim, a taxa que utilizava para remunerar as sobras de caixa dos bancos, isto é, a taxa usada como meta operacional (over-Selic) para alcançar a taxa básica de juros da economia é a mesma taxa que remunera uma parte dos títulos da dívida pública (pós-fixada). Desse modo “se o Banco Central impõe ao mercado de moeda de curtíssimo prazo a mesma taxa que remunera títulos da dívida pública, é óbvio que todos tenham preferência por aplicações em juros pós-fixados e de curtíssimo prazo” (NAKANO, p. 11, 2005).

Gráfico 19: Dívida Mobiliária Federal - Percentual por indexador

Fonte: IPEADATA- elaboração própria

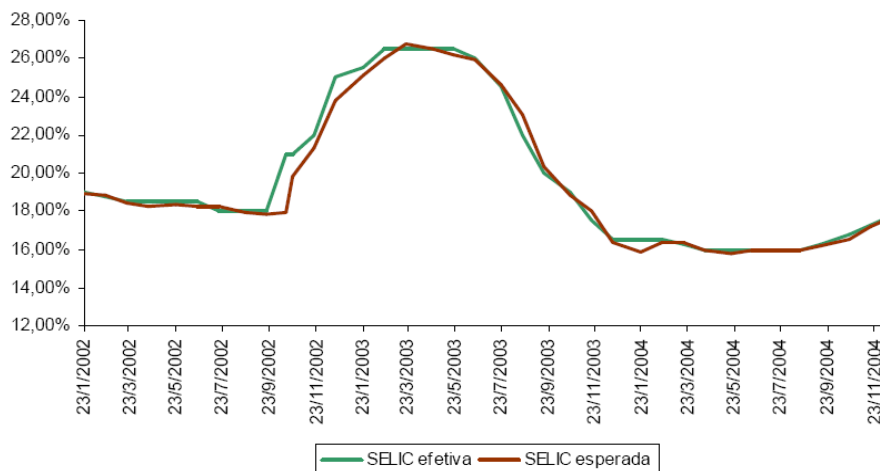
Adicionalmente, os dados usados pelo BACEN para calcular suas projeções de inflação não consideram as expectativas dos verdadeiros formadores de preços (o setor real). O universo consultado pelo GERIN é majoritariamente composto por instituições do mercado financeiro (84 instituições financeiras, sendo 52 bancos, 23 administradores de recursos e 9 corretoras); 14 consultorias e 6 entidades não financeiras de classe. No Relatório de Inflação de dezembro de 2004, o BACEN reconhece esta crítica e rebate argumentando que as instituições financeiras, pela própria natureza da atividade profissional, têm maior capacidade de previsão e que previsões coletadas no setor real (em uma pesquisa específica) se aproximaram muito daquelas feitas pelo mercado financeiro. (RELATÓRIO DE INFLAÇÃO, 04/2004)

Contudo, dado que o mercado financeiro detém a maior parte da dívida pública, existem fortes indícios que as expectativas usadas nas projeções do BACEN podem ser tendenciosas.

Há razões para se acreditar que as previsões de inflação, coletadas pelo Bacen junto a participantes do mercado financeiro, não espelhem as expectativas do mercado em relação à taxa de inflação futura. Se determinado agente econômico percebe que pode afetar a Selic, manipulando o que declara como sendo a sua inflação esperada, então há forte incentivo para que ele não revele o verdadeiro valor esperado para a taxa de inflação”. (LIMA E BRISNE, p. 75, 2003)

O gráfico abaixo mostra como a trajetória da taxa Selic é próxima à Selic esperada (medida pelo valor médio das expectativas dos agentes na véspera da reunião do COPOM).

Gráfico 20: Taxa Selic esperada e efetiva



Fonte: (Hussne, 2006)

Os dados do gráfico 19 mostra que o aumento da parcela de títulos pré-fixados (a partir de 2003) e da parcela vinculados a índices de preços (a partir de 2006) no total da dívida pública. Isto corrobora a afirmação de Bevilaqua (2007) quanto ao aprimoramento alcançado no processo de ancoragem das expectativas, facilitando a colocação dos títulos pré-fixados. Entretanto, diante da evidente influência da circulação financeira na economia, podemos considerar que o alcance da credibilidade do sistema de metas de inflação propalada pelos seus gestores foi construída para não surpreender ou corroborar as expectativas dos mercados financeiros nacional e internacional. Contudo, tal postura traz implicações bastante diversas para o restante da sociedade, pois represa a riqueza na esfera financeira de forma desfavorável para os agentes que comandam o setor produtivo.

A valorização da taxa de câmbio, através da atração de capitais, foi explorada como fator deflacionário que se mostrou eficaz, mas que deixou o país extremamente vulnerável a um movimento de saída no futuro. O mercado financeiro “olha” para a capacidade de pagamento das dívidas do governo - ou para os bons fundamentos da economia - mas ele está voltado sobretudo para a exploração das oportunidades de especulação com a taxa de juros e não para as expectativas de investimentos produtivos.

Desse modo, a estabilização através da sistemática de metas de inflação no Brasil além de possuir um viés anti-crescimento, revela-se extremamente frágil.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sob o sistema de metas de inflação, a condução da política monetária no Brasil no período de 1999 a 2007 obteve relativo sucesso em seu objetivo de estabilidade, concomitantemente ao aprimoramento da transparência e comunicação com os agentes econômicos. Contudo, o desempenho da economia brasileira no período revelou-se insatisfatório, comparativamente aos principais países emergentes.

Conforme fora exposto nesta pesquisa, o principal corolário do Novo Consenso Macroeconômico é a primazia pela estabilidade de preços. De acordo com esta concepção, a moeda é neutra no longo prazo e o nível de atividade econômica gira em torno da taxa natural de desemprego. Assume-se que os agentes são racionais e sabem avaliar uma política monetária já que conhecem o funcionamento da economia. Desse modo, políticas discricionárias são consideradas inócuas, pois só provocam aumento no nível geral de preços, sem qualquer alteração do nível de emprego e produto. Somente os processos que surpreendem os agentes é que podem causar mudanças sobre variáveis reais no curto prazo. No longo prazo, o nível de atividade é determinado pela oferta agregada.

Sob esse prisma, a política monetária baseada em metas para algum índice de preços e taxa juros de curto-prazo como instrumento principal surge como a melhor estratégia para se alcançar o objetivo único de estabilidade. Para tanto, a independência do banco central é fundamental para assegurar credibilidade no processo de convergência da meta.

Para a teoria pós-keynesiana, no entanto, a política monetária é um importante instrumento para se promover o pleno emprego e não deve ser subutilizada com o objetivo exclusivo de controlar o nível geral de preços, tal como no sistema de metas de inflação.

Para essa corrente, pressões inflacionárias podem ter origem tanto do lado da oferta quanto da demanda. No primeiro caso, as pressões inflacionárias podem ser combatidas principalmente por políticas fiscais e de renda. Já as pressões de demanda, podem ser combatidas via taxa de juros, porém, mesmo essas, precisam ser cuidadosamente analisadas para que se escolha a forma correta de combatê-las.

A sistemática de metas de inflação não conhece outro instrumento senão a taxa de juros. Segundo pós-keynesianos, a política monetária de juros altos é eficiente para estabilidade do nível de preços, independentemente da causa da elevação. Entretanto, a maioria das fontes de pressões inflacionárias advém do lado da oferta, da elevação de custos.

Por isso, o uso da taxa de juros como única forma de combate à elevação de preços geralmente ataca somente os sintomas – elevação de preços – e não as causas.

No Brasil, as principais causas da inflação têm origem do lado da oferta, principalmente a inflação importada: o elevado contágio de desvalorizações cambiais sobre a inflação, ou o *passthrough*, característico dos países emergentes e potencializado no Brasil, em função da ausência de controle sobre os fluxos de capitais. Além disso, o índice de preços usado como referência para as metas possui elevado peso de itens cujos preços são administrados, que pouco ou nada tem a ver com a interação entre a oferta e a demanda. Estes preços ficaram acima dos preços livres no período analisado, uma vez que estão atrelados a contratos indexados aos IGP's, bastante sensíveis às variações cambiais. Tal indexação constitui um fator inercial propagador de choques.

Em função do comprometimento com uma meta para a taxa de inflação, a autoridade monetária acaba por praticar taxa de juros elevadas, que têm efeito de dificultar a passagem dos aumentos de custos para os preços, mas não restringe o aumento de custos. O “sucesso” da política monetária no Brasil está relacionado à manutenção dos juros em nível mais elevado do que aquele compatível com o equilíbrio de pleno emprego que, ao resfriar a atividade econômica, restringe os reajustes de preços decorrente do aumento dos custos. Além disso, a estrutura particular de formação de preços da economia brasileira amplifica os efeitos deletérios desta política monetária voltada para um único objetivo e de um único instrumento.

Desse modo, o sistema de metas de inflação, construído sob um arcabouço teórico irrealista, é sem dúvida eficiente em seu objetivo, mas condena a economia a um estado de semi-estagnação e a uma desarticulação entre seus setores.

A visão predominante no Brasil ignora a distinção entre as esferas financeira e industrial, sendo incapaz de explicar o impacto da política monetária sobre atividade produtiva. Devido à incerteza, é compreensível que a moeda seja retida como forma de segurança. Por ser um ativo alternativo aos demais, a demanda por moeda afeta a demanda por outros ativos. A prática de taxa de juros elevada desestimula o vazamento da riqueza da esfera financeira para a industrial. O setor produtivo fica semi-estagnado e oneroso e empregos deixam de ser criados.

Não obstante o viés anti-crescimento, a condução do sistema de metas de inflação no Brasil esteve voltada principalmente para a construção da credibilidade junto ao mercado financeiro. Ao satisfazer as expectativas deste setor, tal conduta criou uma assimetria de

interesses dentro da sociedade, uma vez que existe uma classe de agentes que se beneficia diretamente com altas da taxa de juros. Além disso, desencadeou uma descoordenação de políticas econômicas, já que sob taxa de juros elevados, a sustentabilidade da dívida pública, importante variável de ancoragem das expectativas inflacionárias, esteve relacionada ao cumprimento de metas de superávits primários. Estas, por seu turno, foram alcançadas com o auxílio da elevação da carga tributária, importante fonte de elevação de custos.

Em países em desenvolvimento e sem controle de capitais, como o Brasil, a política de juros elevados atrai capitais especulativos de curto prazo, que saem e entram do país conforme o “humor” do mercado internacional. Conseqüentemente, o país se torna extremamente vulnerável a instabilidade externa e crises cambiais, que tanto impacto têm sobre a inflação no Brasil. Assim, a “estabilidade” monetária alcançada com tão elevado custo em termos de emprego e produto, revela-se de certo modo frágil, pois está ligada aos mercados financeiros, que são inerentemente instáveis.

A política monetária compatível ou não prejudicial ao crescimento econômico no Brasil perpassa a correta identificação das fontes de pressões inflacionárias e o combate de suas causas, e não de seus sintomas. Em segundo lugar, considera-se relevante medidas de cunho estrutural/institucional que permitam a remoção dos mecanismos inerciais e de redistribuição de renda gerados pelos itens cujos preços são administrados ou monitorados por contrato. Além disso, faz-se necessária uma maior restrição à liberdade de fluxo de capitais, que tanto condiciona a condução da política monetária doméstica às variações das preferências pela liquidez de agentes que não participam do setor real da economia.

No âmbito de possíveis desdobramentos do tema, aponta-se que a proliferação do sistema de metas de inflação ocorreu concomitantemente ao movimento global de desinflação - associado a maior integração comercial⁵⁶ - e ao excesso de liquidez no mercado internacional. Ademais, a crise financeira dos EUA⁵⁷, que contaminou praticamente todas as economias do mundo, exigirá dos acadêmicos e das autoridades monetárias, novas considerações acerca da sistemática de metas de inflação e do papel dos bancos centrais.

⁵⁶ As taxas de inflação declinaram em todo mundo até 2006; em 2007 subiram em razão da elevação dos preços dos alimentos, por fatores estruturais e conjunturais.

⁵⁷ A crise financeira internacional teve início em meados de 2007, com a elevação da inadimplência e desvalorização de imóveis e de ativos financeiros associados ao mercado americano de hipotecas de alto risco (*subprime*). O ápice da crise ocorreu em setembro de 2008, com a quebra do grupo financeiro *Lehman Brothers* e a fragilização de outras instituições, desencadeando crise de liquidez e pânico que se tornou global.

Neste sentido, mostra-se interessante analisar os constrangimentos ditados pela política de regras em contexto de crise financeira globalizada e a forma de conduta das principais autoridades monetárias. No que concerne à ação do banco central brasileiro ante o impacto da crise, o argumento aqui defendido é reforçado. Enquanto vários bancos centrais, inclusive aqueles formalmente independentes, promoveram o relaxamento da política monetária para atenuar os efeitos recessivos da crise, o COPOM optou por manter inalterada a taxa de juros Selic nas duas reuniões posteriores à eclosão da crise, ignorando inclusive os apelos do próprio presidente da República para uma ação pró-ativa da autoridade monetária. Além disso, a forma de gestão de liquidez do banco central brasileiro, a partir da diminuição das (elevadas) exigências de depósitos compulsórios, chama a atenção para um instrumento de política monetária, que embora pouco mencionado nas atas do COPOM e nos relatórios de inflação, é mais uma peculiaridade da economia brasileira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALESINA, Alberto. Macroeconomics and Politics. In FISCHER, Stanley. *NBER Macroeconomics Annual*, p. 17-52, Cambridge, Mass.: MIT Press, 1988

_____ Political and business cycles in industrial democracies. *Economic Policy*, Cambridge, Cambridge University Press, n.8, p 57-87, April, 1989.

_____ Elections, party structure, and the economy. In: BANKS, J.; HANUSHEK, E. (Eds.) *Modern political economy*. New York: Cambridge University, 1995.

ALESINA, Alberto & SUMMERS, Lawrence. Central Bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, May 1993.

AMADO, Adriana Moreira. Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda. Porto Alegre, *Ensaio FEE*, vol. 21, n. 1, p. 44-81, 2000.

_____ Controle de capitais e instabilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana. In SICSÙ, João & FERRARI FILHO, Fernando. *Câmbio e Controles de Capitais – Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*, p. 86-104, Rio de Janeiro, Elsevier, 2006

ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm. “New Consensus”, New Keynesianism, and the Economics of the “Third Way”. *Levy Economics Institute of Bard College*. Working Paper n. 364, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Atas das Reuniões do COPOM. Disponível em: www.bcb.gov.br/?SISMETAS.

_____ Carta Aberta. Brasília: BCB, 2002.-2004. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SISMETAS>.

_____ Relatório Trimestral de Inflação. Vários números.

BARRO, R. J. & GORDON, D.B. Rules discretion and reputations in a model of monetary policy. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper 1079, 1983.

BATINI, N. & LAXTON, D. Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets. *Banco Central do Chile, Working Paper 406*, 2006.

BERNANKE, Ben S. What Does the Bundesbank Target? *National Bureau of Economic Research*. Working Paper 5764, Cambridge, Mas. 1996.

BERNANKE, B. S. & MISHKIN, Frederic S. Inflation Targeting: a new framework of monetary policy. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 5893, 1997.

BEVILAQUA, Afonso *et al.* Taming Inflation Expectations. *Banco Central do Brasil, Working Paper Series N.129*, 2007.

BLINDER, Alan. *Bancos centrais: teoria e prática*. São Paulo, Editora 34, 1999.

BOGDANSKI, Joel *et al.* Implementing inflation targeting in Brazil. *Banco Central do Brasil, Working Paper Series N.10*, 2000.

_____ Inflation Targeting in Brazil: Shocks Backward-Looking Prices, and IMF Conditionality. *Banco Central do Brasil, Working Paper Series N.24*, 2001.

BRESSER-PEREIRA, Luis Carlos & NAKANO, Yoshiaki. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*, vol. 22, n. 3 p. 146-180. 2002.

BROTHWELL, J.F. The. Relation of the General Theory and the Classical Theory. In HARCOURT e RIACH, P. (orgs) A Second Edition of General Theory, Routledge, London and New York, 1997, vol. 1, p. 3-16, 1997.

CALVO, Guillermo & MISHKIN, Frederic S. The Mirage os Exchange Rate for Emerging Market Countries. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, n. 4, 2003

CALVO, Guillermo & REINHART, Carmem. Fear of floating. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 7993*, 2000.

CARARE, Alina; SCHAECHTER, Andrea; STONE, Mark; ZELMER, Mark. Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targenting. *International Monetary Fund, Working Paper 02/102*, 2002

CARNEIRO, Ricardo. Globalização Financeira e Inserção Periférica. *Economia e Sociedade*, n.3, p. 58-92, 1999.

CARNEIRO, Ricardo (Org.) *Os clássicos da economia*, v. II São Paulo, Editora Ática, 2003.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Moeda, Produção e Acumulação: uma perspectiva pós-keynesiana, In SILVA, Maria Luiza Falcão (org) *Moeda e Produção: Teorias comparadas*, Ed. UnB, Brasília, 1982.

_____ Fundamentos da Escola Pós-Keynesiana: a teoria de uma economia monetária. In: AMADEO, E. *Ensaio Sobre Economia Política Moderna*. São Paulo, Marco Zero, 1989.

_____ *Mr Keynes and the Post Keynesians – Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*. Aldershot: Elgar, 1992.

_____ Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, vol. 13, n. 3, julho-setembro, 1993.

_____Temas de Política Monetária Keynesiana. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, p. 33-61. 1994.

_____A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações céticas. *Revista de Economia Política*, vol. 15, p. 134-141 outubro/dezembro, 1995.

_____Perdas e danos no jogo de erros da política econômica. Observatório da Cidadania, Rio de Janeiro, p. 85 - 93, dezembro, 2003.

_____Controle de Capitais: Uma Agenda de Pesquisa. *Revista de Economia Contemporânea*, vol. 8, n. 2, p. 283-298, 2004.

_____Uma contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 25, n. 4, p. 323-336, outubro/dezembro, 2005.

_____Keynes e a Globalização Financeira. In: SICSÚ, João & VIDOTTO, Carlos. *Economia do Desenvolvimento: Teorias e Políticas Keynesianas*, p. 14-45, Rio de Janeiro, Elsevier, 2008.

CARVALHO, Fernando Cardim & SICSÚ, João. Controvérsias Recentes sobre Controle de Capitais. *Revista de Economia Política*, vol. 24, n. 2, p. 163-184, 2004.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Et al *Economia Monetária e Financeira - Teoria e Prática*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2000.

CHICK, Victoria. *Macroeconomia Após Keynes. Um Reexame da Teoria Geral*. Rio de Janeiro, Forense Universitária, 1993.

CROCCO, Marco & JAYME JUNIOR, Frederico Gonzaga. Independência e Autonomia do Banco Central: Mais Sobre o Debate. Universidade Federal de Minas Gerais. *Cedeplar - Texto para Discussão* n. 199, 2003.

CUKIERMAN, Alex. A Economia do Banco Central. Rio de Janeiro, *Revista Brasileira de Economia*, vol. 50, n. 4, out/dez 1996.

_____ *Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1992.

CUKIERMAN, Alex; WEBB, Steven; NEYAPTI, Bilin. Measuring the independence of Central banks and its effects on policy outcomes. *World Bank Economic Review*, vol.6, n. 3, 1992.

DAVIDSON, Paul. *Money and real world*. London, Macmillan, 1978 *apud* AMADO, Adriana Moreira. Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda. Porto Alegre, *Ensaio FEE*, vol. 21, n. 1, p. 44-81, 2000.

_____ Reviving Keynes's Revolution. *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer, 1984.

_____ Finance, Funding, Saving and Investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 9, n. 1, p. 101-110, Fall, 1986.

_____ *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham, Edward Elgar, 1994.

_____ Colocando as evidências em ordem: macroeconomia de Keynes versus velho e novo keynesianismo. In: LIMA, Gilberto Tadeu, SICSÚ, João. Siqueira; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues (org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. p. 35-64. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1999.

_____ Can, or should, a Central Bank Inflation Target. *Journal of Post Keynesiana Economics*, vol. 28, n.4, 2006.

DEBELLE, Guy. Inflation Targeting in Practice. *International Monetary Fund*, Working Paper 97/35, 1997.

DUTT, Amitava K. Aggregate demand, aggregate supply and economic growth, *International Review of Applied Economics*, vol. 20, No 3, p. 319-336, 2006.

EICHENGREEN, Barry. Can Emerging Markets Float? Should they Inflation Target? Banco Central do Brasil, *Working Series Papers* N. 36, 2002.

FARHI, Maryse. Metas de inflação e o medo de crescer. *Política Econômica em Foco*, n.4, 2004.

_____ A ineficácia da política monetária. *Política Econômica em Foco*, n.5, 2004b.

_____ O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. *Política Econômica em Foco*, n.7, 2005.

_____ Análise comparativa do regime de metas de inflação: *pass-through*, formatos e gestão nas economias emergentes. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, *Texto para Discussão* N. 127, 2007.

FERRARI FILHO, FERNANDO. A Moeda Internacional na Economia de Keynes. In LIMA, Gilberto Tadeu, SICSÚ, João. Siqueira; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues (org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. p.328-339. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1999.

FERREIRA, Alexandre Batista. *Metas de Inflação e Vulnerabilidade Externa no Brasil*. 163 p. Dissertação de Mestrado em Economia. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004.

FERREIRA, Thaís Porto & PETRASSI, Myrian Beatriz S. Regime de Metas para a Inflação: resenha sobre a experiência internacional. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 30, 2002.

FIESP. *Regime de Metas de Inflação para o Brasil*, 2005. Disponível em: www.fiesp.com.br/download/pesquisa/regime_metas_infla%C3%A7ao.pdf

_____ Os 7 capitais da política econômica, 2005b. Disponível em: www.fiesp.com.br/economia/pdf/pecado_capital_politica_economica.pdf.

_____ Efeitos da Taxa de Câmbio sobre a indústria de transformação, 2007. Disponível em: www.fiesp.com.br/economia/pdf/efeito_tx_camb_sobr_ind_transf.pdf

FIGUEIREDO, Francisco Marcos & FERREIRA, Thaís Porto. Preços Administrados e Inflação no Brasil. *Banco Central, Texto para Discussão N. 59*, 2002.

FISCHER, Stanley. Central bank independence revisited. *The American Economic Review*, May, 1995.

FONTANA, Giuseppe & PALACIO-VERA, Alfonso. Monetary policy rules: what are we learning? *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 24, n. 4, p. 547-568, Summer, 2002.

FRAGA, Armínio, GOLDFAJN, Ilan & MINELLA, André. Inflation targeting in emerging market economies. *Banco Central do Brasil, Working Paper n.76*, 2003.

FREITAS, Maria Cristina Penido. Banco Central Independente e coordenação das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. *Economia e Sociedade*, v. 15, n. 2 (27), p. 269-293, 2006.

FRENKEL, Roberto. O esquema de *inflation targeting* e o objetivo da taxa de câmbio real nas economias em desenvolvimento. In In: SICSÛ, João & VIDOTTO, Carlos. *Economia do Desenvolvimento: Teorias e Políticas Keynesianas*, p. 97-117, Rio de Janeiro, Elsevier, 2008.

FRIEDMAN, Milton. The role of monetary policy. *American Economic Review*, vol.58 (1), p.1-17, 1968.

_____ O papel da política monetária. *American Economic Review*, v.58 (1), p.1-17, 1968. Republicado em: CARNEIRO, Ricardo (Org). *Os Clássicos da economia*. vol. II, p. 254-270. São Paulo, Editora Ática, 2003.

FUNDAP, Grupo de Conjuntura. *Regime de Metas de Inflação em perspectiva comparada*. Disponível em: <http://debates.fundap.sp.gov.br>.

GALA, Paulo. REAL - Câmbio competitivo é crucial para crescimento. *Jornal Valor Econômico*, 08/07/2008

GIAMBIAGI, Fábio & CARVALHO, José Carlos. *Revista de Economia Política*, vol. 22, n. 3, 2002.

GRILL, V.; MASCIANDARO, D. & TABELLINI, G. Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. *Economic Policy*, n. 13, 341-392, 1991.

GOMES, Cleomar & AIDAR, Otávio. Metas Inflacionárias, preços livres e administrados no Brasil: uma análise econométrica. In: *Anais do XII Encontro Nacional de Economia (ANPEC)*, João Pessoa, 2004.

HERON, Edwin Le. Alan Greenspan, the confidence strategy. *Revista de Economia Política*, v. 26, n. 4 (104), p. 502-517, out/dez, 2006.

HIBBS, A. Political parties and macroeconomic policy. *American Political Science Review*, v. 71, n. 4, p. 1467-1487, Dec. 1997.

HO, C., MCCAULEY, R. N. Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting merging market economies. *Bank for International Settlements, Working Paper 130*, 2003.

HUSSNE, Rodrigo Delgallo. *O funcionamento do regime de metas no Brasil*. 104 p. Dissertação de Mestrado em Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2006.

IEDI (Instituto de Estudos para Desenvolvimento Industria). *Produto Potencial e Crescimento*, 2006. Disponível: www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20060329_prod_pot.pdf

KEYNES, John Maynard. *Teoria geral do emprego, do juro e do dinheiro*. São Paulo, Abril Cultural, 1985.[1936]

_____ Teorias Alternativas da taxa de juros. In *Clássicos da Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1989[1937a].

_____ A teoria ex ante da taxa de juros. In *Clássicos da Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1988[1937b].

_____The General Theory and After: Part I, Preparation. London. Macmillan, 1971.
(*The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. XIII)

_____ Essays in Persuasion. London, MacMillan, 1972.

KALDOR, Nicholas. A Model of Economic Growth. *Economic Journal*, 67, p. 591–624, 1957.

_____ *Capital Accumulation and Economic Growth in Further Essays on Economic Theory*. Holmes & Meier Publishers, Nova York, 1958.

_____ *The Scorge of Monetarism*. Oxford: Oxford University Press, 1982.

KYDLAND, Finn E. & PRESCOTT, Edward. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*, vol.85, n.3, p. 473-492, jun., 1977.

LAVOIE, Marc. A Post-Keynesian Alternative to the New Consensus on Monetary Policy. Paper presented at the ADEK Conference , Dijon, 2002.

_____The new consensus on monetary policy seen from a Post Keynesian perspective. In LAVOIE e SECCARECCIA (Eds), *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*. Cheltebnham, Edward-Elgar, 2004.

_____A Post-Keynesian amendment to the New Consensus on Monetary Policy. *Metroeconomica*, vol. 57, n. 2, p. 165-192, 2006.

LIBÂNIO, Gilberto Assis. Um Enfoque Keynesiano sobre a Credibilidade da Política Monetária. *Revista de Economia Política*. Vol. 20, n. 4, outubro/dezembro, 2000.

_____Temas de Política Monetária: Uma Perspectiva Pós-Keynesiana. *Cedeplar - Texto para Discussão* n. 229, 2004.

_____Good Governance in Monetary Policy and the Negative Real Effects of Inflation Targeting in Developing Economies. *Cedeplar - Texto para Discussão* n. 277, 2005.

_____Aggregate Demand and the Endogeneity of the Natural Rate of Growth: Evidence from Latin American Economies. *In: Anais do I Encontro da Associação Keynesiana Brasileira*, Campinas, 2008.

LIMA, Gilberto Tadeu. Macroeconomia (Pós-Keynesiana). Anotações pessoais do *Seminário Macroeconomia Pós-Keynesian*,) promovido pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 16 de setembro de 2008.

LIMA, E. & BRISNE J. O Desempenho do Mercado (Focus) e do BACEN na Previsão da Inflação: Comparações com Modelos Lineares Univariados. *Boletim IPEA N. 60*, 2003.

LOHMANN, Susanne. Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility. *The American Economic Review*, vol. 82 (1), p. 273-286, 1992.

LUCAS, Robert E. Expectations and the neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, abril, p. 103-124, 1972.

MARQUES, André Barbosa Coutinho. Sistema Banco Central de Expectativas de Mercado. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil N. 36*, 2003.

MASSON, P. R.; SAVASTANO, M. A. & SHARMA, S. The Scope for the Inflation targetig in developing countries. *International Monetary Fund*, Working Paper 97/130, 1997.

MENDONÇA, Helder Ferreira. A Teoria da Independência do Banco Central: Uma Interpretação Crítica. *Estudos Econômicos*, vol. 30, n. 1, p. 101-127, jan/mar 2000.

_____Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da Regra de Taylor ao caso brasileiro. *Economia e Sociedade*, n. 16, p. 65-81, junho de 2001.

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

_____A Teoria da Credibilidade da Política Monetária. *Revista de Economia Política*, vol. 22, n.3 (87), p.46-47, jul/set 2002 (b).

MINELLA, André *et al.* Inflation Targeting in Brazil: lessons and challenges. *Banco Central do Brasil, Working Paper Series N. 53*, 2002.

_____ Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility, *Banco Central do Brasil, Working Paper Series N. 77*, 2003.

MINSKY, HYMAN. *Can It Happen Aggain?* M.E. Sharpe, Nova York, 1982.

_____ *Stabilizing an unstable economy*. New Haven, Yale University Press, 1986.

MISHKIN, Frederic S. International Experiences with Different Monetary Policy Regime. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 6965*, 1999.

_____ Inflation Targeting in Emerging Markey Countries. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 7618*, 2000.

MISHKIN, Frederic & SCHMIDT-HEBBEL, Klaus. One Decade of Inflation Targeting in the world : what do we know and what do we need to know? *National Bureau of Economic Research, Working Paper 8397*, 2001.

MODENESI, André de Melo. *Regimes Monetários – Teoria e a Experiência do Real*. Barueri, Editora Manole, 2005.

_____ Convenção e Rigidez na Política Monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007). In *Anais XXXVI Encontro Nacional de Economia, Salvador, 2008*.

MODENESI, André de Melo & MODENESI, Rui Lyrio. A frágil tese de bancos centrais independentes. *Jornal Valor Econômico*, p. A-20, 28/04/2005.

_____ Dexindexar é preciso. *Jornal Valor Econômico*, N. 194, p. 10-11, setembro, 2005b.

MOLLO, Maria de Lourdes R. Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda. *Revista de Economia Política*, vol. 24, n 3, julho-setembro, 2004.

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

MUSCATELLI, V.A. et al. Does Institutional Change Really Matter? Inflation Targets, Central Bank Reform and Interest Rate Policy in the OECD Countries. CES-ifo, *Center for Economic Studies and Ifo Institute of Economic Research, Working Paper No. 278*, Munich, 2000.

NAKANO, Yoshiaki. O regime monetário, a dívida pública e alta taxa de juros. *Conjuntura Econômica*, p.10-12, novembro, 2005.

NAKATANI, Paulo. *O papel e o significado da dívida pública na reprodução do capital* In “Simposio Internacional sobre a deuda pública” do OID (Observatório Internacional da Dívida), Caracas setembro de 2006.

NETTO, Paulo C. F. B. & PORTUGAL, Marcelo S. Determinants of Monetary Policy Committee Decisions: Fraga VS. Meirelles. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Programa de Pós-Graduação em Economia. *Texto para Discussão*, n. 11, 2007.

NEVES, André Lúcio & OREIRO, José Luís. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. *Ensaio FEE*, vol. 29, n. 1, p. 101-132, jun. 2008.

NORDHAUS, W. The political business cycle. *Review of Economic Studies*, Bristol, England, vol. 42, n. 2, p. 169-190, Apr. 1975.

OBSTFELD, M. International Macroeconomics: Beyond the Mundell-Fleming Model. *International Monetary Fund, Staff Papers 47*, special issue, 2001.

OLIVEIRA LIMA, Luiz Antônio. Metas Inflacionárias: a análise convencional e um modelo alternativo. *Revista de Economia Política*, vol. 28, n. 2, p. 187-206, 2008.

OREIRO, José Luís. O debate sobre os determinantes da taxa de juros. In LIMA, Gilberto Tadeu, SICSÚ, João. Siqueira; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues (org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. p. 225-243. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1999.

_____ Economia Pós-Keynesiana: Origem, Programa de Pesquisa, Questões Resolvidas e Desenvolvimentos Futuros. Universidade Federal do Paraná, Programa de Pós-Graduação em Economia. *Texto para Discussão N. 03*, 2006.

PADILHA, Rodrigo Ayres. Metas de Inflação: Experiência e Questões para os países em desenvolvimento. 126 p. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós Graduação em Desenvolvimento Econômico. Universidade Federal do Paraná, 2007.

PALLEY, T. Monetary policy in an endogenous money economy. In ARESTIS, P. & M. SAWYER (Eds.) *A Handbook of Alternative Monetary Economics*. Cheltenham: Edward Elgar: Aldershot, 2006.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues. Teoria da Firma Bancária. In: LIMA, Gilberto Tadeu, SICSÚ, João. Siqueira; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues (org.). *Macroeconomia*

Moderna: Keynes e a economia contemporânea. p.171-207. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1999.

PAULA, Luis Fernando R.; OREIRO, José Luís & SILVA, Guilherme Jonas. Fluxos e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luís; DE PAULA, Luis Fernando (orgs.) *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços,* p. 65-115. São Paulo, Manole, 2003.

PASINETTI, Luigi. The Marginal Efficiency of Investment, In HARCOURT & RIACH, P. (orgs) *A Second Edition of General Theory,* Routledge, London an New York, vol. 1, p 198-218, 1997.

PERSSON, Torsten & TABELLINI, Guido. *Monetary and Fiscal Policy.* V. 1; Credibility. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1994.

PRATES, Daniela Magalhães. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional, *Revista de Economia Contemporânea,* vol. 9, n.2, maio-agosto, 2005.

PRATES, Daniela Magalhães & CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Keynes e a hierarquia de moeda: possíveis lições para o Brasil. In: SICSÚ, João & VIDOTTO, Carlos. *Economia do Desenvolvimento: Teorias e Políticas Keynesianas,* p. 176-199, Rio de Janeiro, Elsevier, 2008.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha & LIMA, Fabiana. Metas de Inflação e Investimento: O Caso do Brasil. *Anais do XII Encontro Nacional de Economia Política,* São Paulo, 2007.

ROCHA, Marcos. A Experiência Internacional com Regimes de Metas de Inflação: um estudo com painel dinâmico. *Anais do XII Encontro Nacional de Economia Política,* São Paulo, 2007.

ROGOFF, Kenneth. "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target" *The Quarterly Journal of Economics* 100, p. 1169-1190, 1985.

ROMER, D. Inflation and Monetary Policy. In: *Advanced Macroeconomics.* McGrawHill, 2001.

SARGENT. T. & WALLACE, N. Rational expectations and the theory of economic *Journal of Monetary Economics,* vol. 2, p. 168-183, abril, 1976.

_____ Rational expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economic,* vol.83, n.2, p. 241-254, abril, 1975.

SCHAECHTER, Andrea. Adoption Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries, *International Monetary Fund*, Occasional Paper 202, 2000.

SETTERFIELD, Mark. Is Inflation Targeting compatible with Post Keynesian economics? *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28, n.4, p. 653-671, 2006.

SETTERFIELD, Mark & LIMA, Gilberto Tadeu Lima. Inflation Targeting and Macroeconomic Stability in a Post Keynesian Economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, n. 3, p. 435-461, 2008.

SICSÚ, João. A negação da ineficácia da política monetária: a alternativa de Keynes e dos Pós-keynesianos. *Análise Econômica*, n. 28, p. 80-197, setembro, 1997.

_____. *Reputação dos Dirigentes do Banco Central e Credibilidade da Política Monetária*. In: LIMA, Gilberto Tadeu, SICSÚ, João & PAULA, Luiz Fernando Rodrigues (org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*, p. 285-305. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1999.

_____. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. *Revista de Economia Política*, vol. 22, n.1, janeiro-março, 2002.

_____. Taxa de Juros e controle da inflação no Brasil. In: SICSÚ, João; OREIRO, José Luís & PAULA, Luiz Fernando Rodrigues (org.) *Agenda Brasil – Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*, p. 29-64. Barueri, Editora Manole, 2003a.

_____. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Análise Econômica*, v. 21 (39), 2003.

_____. A Alternativa ao Regime de Metas não é a sua Flexibilização: uma contribuição aos críticos da política econômica do Governo Lula. Universidade Federal do Rio de Janeiro, *Grupo de Estudos sobre Moeda e Sistema Financeiro - Texto para Discussão*, 2004. Disponível em:

http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/a_alternativa_ao_regime_de_metas.pdf

_____. Câmbio, especulação e juros no modelo da Teoria Geral. *Revista de Economia Política*, vol. 28, n.3 p. 434-442, julho-setembro, 2008.

SILVA, Antonio Carlos Macedo. Do Treatise à General Theory: o extravio dos “detalhes monetários.”. In SICSÚ, João & VIDOTTO, Carlos (orgs) *Economia do Desenvolvimento - Teorias e Políticas Keynesianas*, p. 241-265, Rio de Janeiro, Elsevier, 2008.

SILVA, M. E. A. & PORTUGAL, M. S. A recente experiência brasileira com metas de inflação: uma avaliação preliminar. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Programa de Pós-Graduação em Economia. *Texto para Discussão, n. 4*, 2002.

SQUEFF, Gabriel Coelho; OREIRO, José Luís C. & PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de A Post-Keynesian Proposal for a Flexible Institutional Arrangement of Inflation Targeting Regimes in Emerging Economies. In: *Anais do I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*, vol 1. p. 134-164, Campinas, Hucitec, 2008.

STUDART, Rogério. O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: Uma Alternativa Pós-keynesiana à Visão Convencional. In: LIMA, Gilberto Tadeu, SICSÚ, João. Siqueira; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues (org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. p. 151-170. Rio de Janeiro, Editora Campus, 1999.

SVENSSON, Lars. Optimal Inflation Targets, “Conservative” Central Banks, and Linear Inflation Contracts. *American Economic Review*, vol.87, n 1. P. 98-114, Mar. 1997a

_____ Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. *European Economic Review*, v. 41, n 6, 1111-1146, 1997b.

_____ Inflation Targeting as a Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, v.3, n.43, p. 607-654, 1999.

TAYLOR, John. Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. Rochester, n. 39, p. 195-214, 1993.

TCHAIKIDZE, R. The Greenbook and U.S. Monetary Policy. *International Monetary Fund*. Working Paper, Washigton, n. 213, p. 1-23, 2004.

TEIXEIRA, A. O império contra-ataca: notas sobre os fundamentos da atual dominância norte-americana. *Economia e Sociedade*, n.15, p.1-13, 2000.

TOBIN. J. A proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, vol. 4, 1978.

TRUMAN, Edwin M. *Inflation targeting from a global perspective*. In Conferência Três Anos de Metas de Inflação. Rio de Janeiro, 17 de maio de 2002. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>

WALLER, Christopher. Monetary policy games and central bank policies. *Journal of Money, Credit and Banking* Optimal, vol.21, n.4, p. 422-431, Nov. 1989.

WLASH, Carl. Optimal contracts for central bankers. *American Economic Review*, vol. 85, n.1, March 1995.

_____ Teaching inflation targeting: an analysis for intermediate macro. *Journal of Economic Education*, v. 33, n. 4, 2002.

WOODFORD, M. The Taylor rule and optimal monetary policy. *American Economic Review*, v. 91, p. 232-237, 2001a.

_____ *Imperfect common knowledge and the effects of monetary policy*. *National Bureau of Economic Research, Working Papers*, 8673, 2001b.