



1290001483



TCC/UNICAMP C179r

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

**Regime de Metas de Inflação:
Uma abordagem crítica**

**Monografia apresentada pelo
aluno *João Kleber S. Cardoso*,
sob orientação da Prof. Dra.
*Simone S. de Deus***

João Kleber S. Cardoso

Campinas, Janeiro de 2005

**TCC/UNICAMP
C179r
IE/1483**

CEDOC/IE

Resumo

O presente trabalho aborda a condução da política monetária sob um regime de metas de inflação. Para tanto, no Capítulo 1 apresenta sucintamente a experiência pioneira de um grupo de países e o caso Brasil. O Capítulo 2 apresenta a visão de diversas escolas de pensamento ortodoxa sob o qual se sustenta a adoção de um regime de metas de inflação. Já no capítulo 3, por sua vez, temos a visão heterodoxa da condução da política monetária. Por fim, críticas e opiniões foram alocadas na conclusão deste trabalho.

Palavras chave: Política monetária; Teoria da moeda; Inflação; Banco central independente; Regime de metas de inflação.

Agradecimentos

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à minha família, por seu apoio irrestrito deste que iniciei meus estudos no Instituto de Economia.

Um especial agradecimento devo à minha orientadora, Simone Silva de Deos, por sua paciência, atenção e dedicação ao longo da elaboração deste trabalho. E também à Maryse Farhi, por seus comentários preciosos quando da apresentação deste trabalho.

Por fim, gostaria de aproveitar esta oportunidade para agradecer todos os professores, funcionários e colegas do Instituto de Economia, que de diversas formas auxiliaram para o meu aperfeiçoamento pessoal e profissional nestes últimos anos.

Índice

	Página
Introdução	5
Capítulo 1 <i>Adoção do Regime de Metas: países pioneiros e o caso Brasil</i>	9
Capítulo 2 <i>Condução da Política Monetária sob um ponto de vista conservador: Fundamentos de uma política de metas inflacionárias</i>	24
Capítulo 3 <i>Regime de Metas de Inflação e Política Monetária sob um Ponto de Vista Pós-Keynesiano</i>	37
Conclusão	43
Bibliografia	48

Introdução

Acontecimentos políticos e econômicos ocorridos nos anos 80 do século passado, como a inflexão na trajetória de crescimento das economias dos países em desenvolvimento da América Latina e a queda dos regimes socialistas, contribuíram para que a ideologia neoliberal se impusesse na maior parte do mundo. Neste contexto, a manutenção da inflação em níveis baixos ganhou importância central, apresentando-se como uma das únicas – se não a única – efetiva contribuição que os economistas poderiam dar para que o crescimento econômico fosse “retomado de forma sustentada”. Para tanto, diversas políticas econômicas foram experimentadas visando reduzir a inflação tanto em países centrais quanto nos periféricos, sendo que os últimos muitas vezes encontravam-se em situação de alta ou hiperinflação.

No que diz respeito às políticas derivadas do pensamento econômico conservador, uma novidade importante no período acima descrito, isto é, a década de 1980, foi a implantação de uma política monetária baseada no controle de agregados monetários nos Estados Unidos. Mal sucedida, logo cedeu lugar à “velha” política monetária de administração de taxas de juros de curto prazo. Podemos considerar como a próxima experiência inovadora nesse espectro aquela que propõe a condução da política monetária com o objetivo de alcançar uma determinada meta inflacionária pré-estabelecida.

Bernanke et alii (1999) definem regime de metas de inflação como uma estratégia de política monetária caracterizada pelo anúncio público de uma meta (ou um intervalo de metas) para a taxa de inflação para um ou mais períodos, e por um reconhecimento explícito que uma inflação baixa e estável deve ser o principal objetivo de longo prazo da política monetária. Entre outros pontos importantes em um regime de metas, encontram-se os esforços de anunciar ao público os planos e objetivos das autoridades monetárias, e, em muitos casos, mecanismos que fortaleçam o compromisso do Banco Central em atingir aqueles objetivos pré-estipulados.

Segundo Canuto (1999), o regime de metas de inflação altera o foco de condução do controle das taxas de inflação, deslocando-o dos instrumentos de política monetária e

cambial em direção aos próprios objetivos desta. Assume, portanto, a não aplicabilidade ou a inconveniência da rigidez colocada por metas explícitas quanto a taxas de câmbio, agregados monetários ou taxas de juros.

A Nova Zelândia implantou de forma pioneira o regime de metas de inflação, o qual se mostrou uma experiência aparentemente bem sucedida e seguida por outros países do centro do capitalismo, tais como Inglaterra, Austrália e Canadá. Na maior parte dos países analisados, verificou-se uma mesma seqüência de acontecimentos: num primeiro momento houve uma queda gradual do nível de inflação, acompanhado por uma diminuição da atividade econômica. Entretanto, após o alcance da meta, verificou-se um reaquecimento da economia, com a inflação em torno da meta estipulada, fato este que trouxe grande popularidade a esta política.

Com a adoção do regime de metas em países da periferia capitalista, criou-se grande expectativa sobre a eficácia em economias mais instáveis. Qual seria a relação custo/benefício, levando em conta o impacto da política monetária sobre os agregados macroeconômicos, não somente sobre o nível efetivo de inflação, mas também sobre a geração de renda e emprego?

A literatura que discute o tema não é unânime, e desde os primórdios da experiência brasileira começou a apontar seus prós e contras. Canuto (1999), por exemplo, exalta o regime de metas. Para ele, a transparência e a prestação de contas, razões pelas quais se adota um regime explícito de política monetária, são em princípio alcançadas pelo anúncio público das metas e o comprometimento das autoridades em persegui-las, comprometimento este relativamente fácil de ser monitorado pelos agentes. Por outro lado, o regime também embute um grau de liberdade/ flexibilidade interessante, por não se constituir em uma regra rígida, podendo incorporar adaptações a choques sofridos pela economia. A flexibilidade, permitindo contínua revisão e adaptação da política, é justamente o atributo considerado atrativo para o regime. Por combinar flexibilidade, transparência e prestação de contas, o regime de metas de inflação ter-se-ia difundido nos anos 80. Nas palavras do autor: “ ... a flexibilidade do regime de metas de inflação, em relação a metas cambiais, monetárias ou concernentes a outras variáveis nominais, está mais em sintonia com a flexibilidade da economia real”. (Canuto, 1999, p. 23).

Em contraposição a esta idéia, Costa, Deos e Brito (2001) argumentaram que o controle da inflação, utilizando-se somente da taxa de juros, pode ter resultados, a curto prazo, contraditórios ao pretendido no estabelecimento da meta inflacionária. Isto porque o aumento na taxa de juros pode acarretar em um *repasse* dos custos com a adição de juros aos *preços*, ocasionando, desta forma, um *aumento da inflação*. Ou, em outro cenário, caso provoque um *choque deflacionário*, afetando a demanda, a elevação da taxa de juros pode ocasionar um impacto negativo acima do esperado ou desejado no nível de renda e emprego na economia.

Passados já quase 15 anos da experiência internacional pioneira e 5 anos da experiência brasileira, concluímos que se faz necessário um estudo mais aprofundado para avaliar a eficácia do regime de metas inflacionárias, bem como sua adequação a economias periféricas, cujas particularidades tornam maior o grau de instabilidade. Este trabalho tem por objetivo avaliar a condução da política monetária com base no regime de metas de inflação. Sendo mais específicos, podemos dizer que é nosso objetivo analisar os fundamentos teóricos que sustentam uma política monetária de metas e que o faremos, também, aproximando-nos da discussão sobre sua eficácia e efeitos macroeconômicos.

Para tanto, o Capítulo 1 faz uma breve apresentação da experiência pioneira internacional e apresenta também o caso Brasil. Já no Capítulo 2, começamos a discutir os fundamentos teóricos das políticas monetárias conduzidas sob um regime de metas. Para tanto, contudo, caberá um “overview” sobre outras formas de condução de política monetária, amparadas por distintas escolas de pensamento conservador. Finalmente, no capítulo 3, apresentaremos uma abordagem alternativa à visão conservadora para a condução da política monetária sob um regime de metas inflacionárias.

Ainda que circunscrevendo a discussão ao plano teórico, serão citados em nossa pesquisa alguns casos para exemplificar certos pontos, e dentro destes, evidentemente, o Brasil terá espaço privilegiado. Além disso, outros temas correlatos de Economia Monetária, tais como discussão de independência de bancos centrais, poderão ser abordados, embora de forma tangencial, para ilustração do tema central.

A escolha deste tema justifica-se por aptidão e interesse pessoal. Além do mais, as pesquisas podem aprimorar a concepção e os instrumentos utilizados pelos regimes de metas, bem como contribuir para avaliar suas interações e impactos. Por fim, o tema se

torna de interesse do público em geral se considerarmos sua atualidade, pois o regime de metas de inflação tem sido aplicado em diversos países, e sua eficácia e sua relação custo/benefício vêm sendo debatidas.

Capítulo 1 – Adoção do Regime de Metas: países pioneiros e o caso Brasil

Neste primeiro capítulo, como forma de justificar a importância da análise teórica que é o propósito do nosso trabalho, vamos apresentar casos de países que implantaram o regime de metas de inflação, apresentando os resultados verificados a curto prazo no que diz respeito ao impacto sobre o nível de preços, renda e emprego. Apresentaremos, sinteticamente, casos pioneiros, como Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido. Como este tópico tem como objetivo analisar os efeitos dos primeiros anos subsequentes após a implantação de regimes de metas de inflação, utilizaremos um período de análise de aproximadamente 5 a 7 anos a partir da implantação do regime de metas para aquele conjunto de países. Por último, e com mais detalhe, trataremos do regime de metas de inflação implantado no Brasil, utilizando até os mais recentes dados disponíveis¹, o que abarca, aproximadamente, 5 anos, coincidindo, desta forma, com o período de análise dos países pioneiros. Tratando-se, aqui, de apresentar e descrever, nossas análises, críticas e opiniões serão deixadas para a conclusão deste trabalho.

1.1 Nova Zelândia

A Nova Zelândia foi o primeiro país a adotar formalmente o regime de metas inflacionárias. Tal regime foi implementado em março de 1990, após ser aprovado pelo parlamento, e seu propósito, tal como definido pelo Banco Central, era formular e implementar uma política monetária direcionada ao objetivo de alcance e manutenção de estabilidade no nível geral de preços.

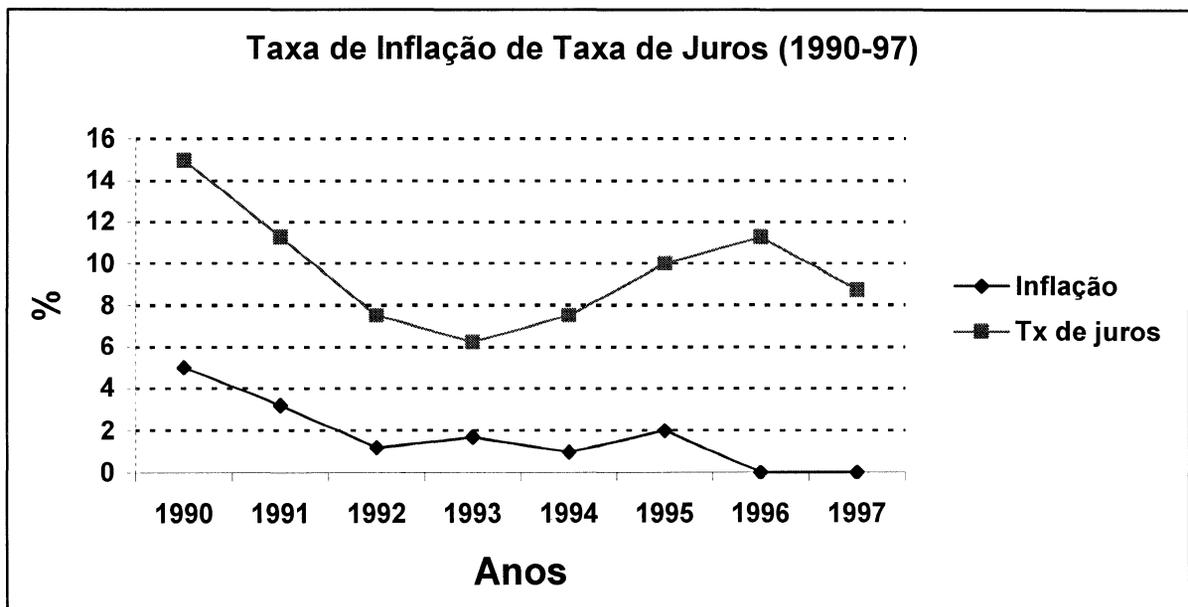
O propósito central declarado era baixar a inflação do patamar de dois dígitos anuais, o que vinha sendo uma constante desde o primeiro choque do petróleo, em 1974. Vale dizer que a inflação acumulada entre 1974 e 1988 somava 480%.

¹ Utilizaremos como data final para efeito de coleta e análise de dados para nosso trabalho a data de 31 de Outubro de 2004.

O regime de metas de inflação tinha como objetivo, na Nova Zelândia, o alcance da inflação em um intervalo de metas. De março de 1990 a dezembro de 1991, a meta foi estipulada num intervalo entre 3% e 5%; para o ano de 1992, de 2,5% a 4,5%; entre 1,5% e 3,5% para 1993; e, a partir de janeiro de 1994, a meta estipulada era de 0 a 2%.

As taxas de juros praticadas inicialmente, em 1990, eram altas, de 15%², enquanto a inflação chegava aos 5%. Contudo, em um intervalo de 2 anos, a inflação caiu para menos de 2% anuais, enquanto os juros praticados foram de cerca de 8%. Entre 1992 e 1995, os juros oscilaram, atingindo 10% em 1995, e a inflação manteve-se entre 0 e 2%. Os anos de 1995 a 1997 mostraram pequena queda na taxa de juros, ficando próximo ao patamar de 9% no último ano em análise, e tendência à zero da inflação. Os Gráficos 1 e 2 abaixo ilustram o acima descrito.

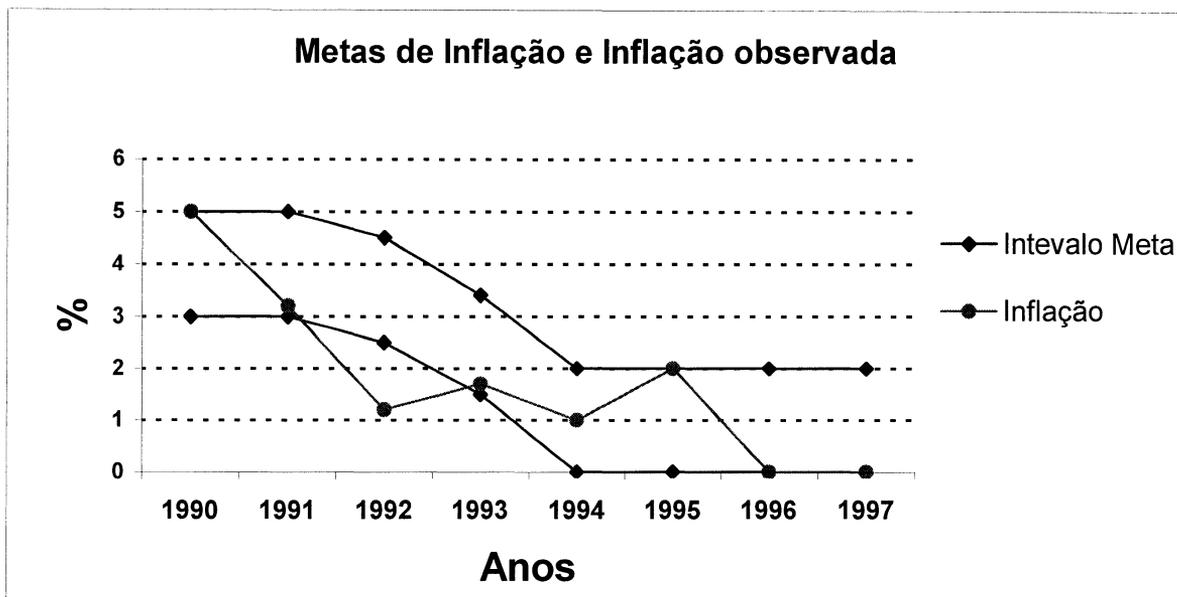
Gráfico 1



Fonte: Mishkin e Posen (1997)

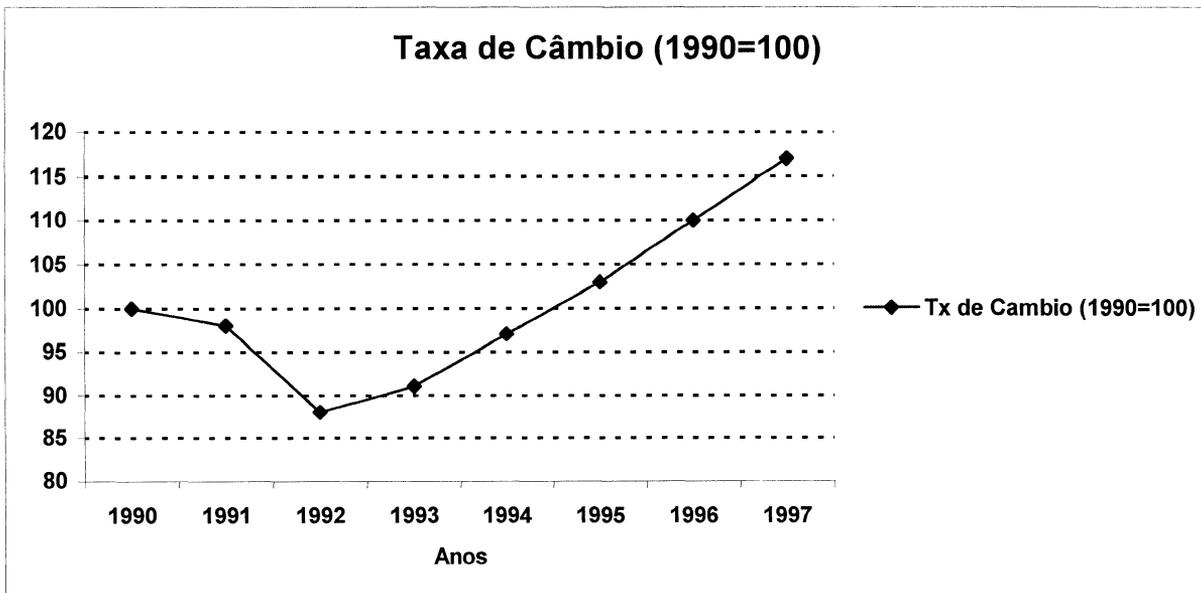
² As taxas de juros que estamos apresentando para os casos de Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido são as taxas de curto prazo praticadas em 30 de Junho de cada ano.

Gráfico 2



Fonte: Mishkin e Posen (1997)

Gráfico 3

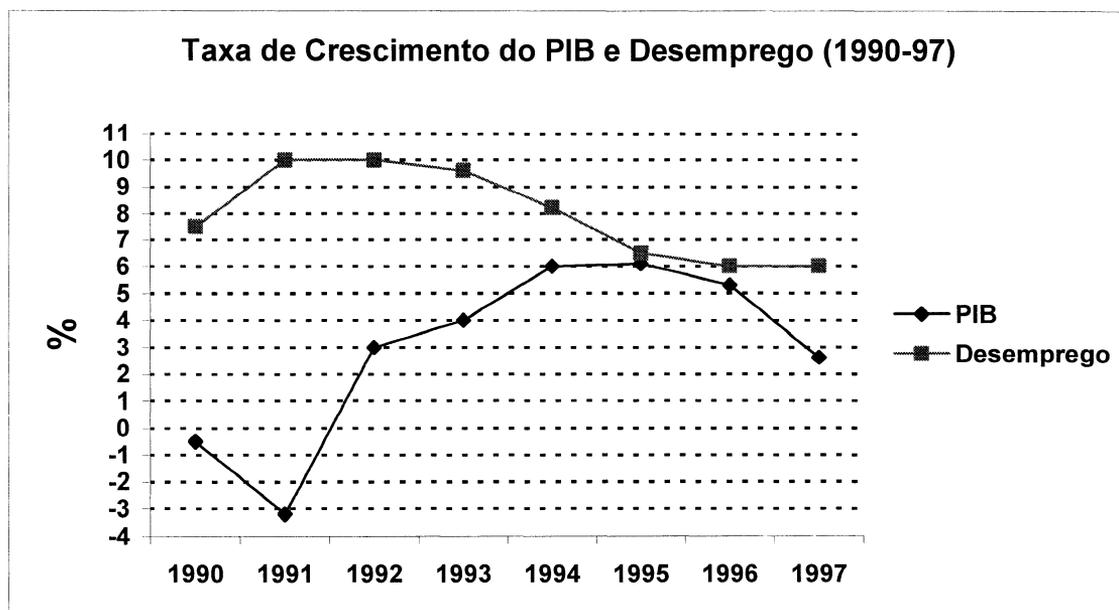


Fonte: Mishkin e Posen (1997)

Analisando a taxa de câmbio no Gráfico 3, anterior, verificamos que inicialmente houve contínua depreciação, a qual durou entre 1990 e 1992³. Após esse período, houve forte apreciação cambial, como pode ser observado.

Por fim, durante o primeiro período, entre 1990 e 1991, houve alta da taxa de desemprego⁴, passando de 7,5% em 1990 para 10% no ano seguinte, e forte retração da atividade econômica, com queda de mais de 3% do Produto em 1991. Segundo Mishkin e Posen (1997), tais fatos foram conseqüências da política de juros altos, praticada inicialmente. Entretanto, a partir de 1992 houve crescimento econômico para todos os anos subseqüentes até 1997 - com seu ápice no ano de 1994, onde foi registrado um crescimento econômico de 6% - e contínua queda do desemprego, estabilizando-se em torno de 6% entre 1995 e 1997.

Gráfico 4



Fonte: Mishkin e Posen (1997)

³ As taxas de câmbio que estamos apresentando para os casos de Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido são as taxas de câmbio observadas em 30 de Junho de cada ano.

⁴ As taxas de desemprego que estamos apresentando para os casos de Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido são as taxas de desemprego observadas em 30 de Junho de cada ano.

1.2 Canadá

A adoção de metas de inflação no Canadá ocorreu em 26 de fevereiro de 1991, um ano após ter sido implantado na Nova Zelândia, transformando a estabilidade de preços no principal objetivo da política monetária a longo prazo. Examinando sua experiência notamos que, diferentemente da Nova Zelândia, no Canadá as metas de inflação não foram impostas por legislação. O regime de metas foi determinado e anunciado tanto pelo governo quanto pelo Banco Central.

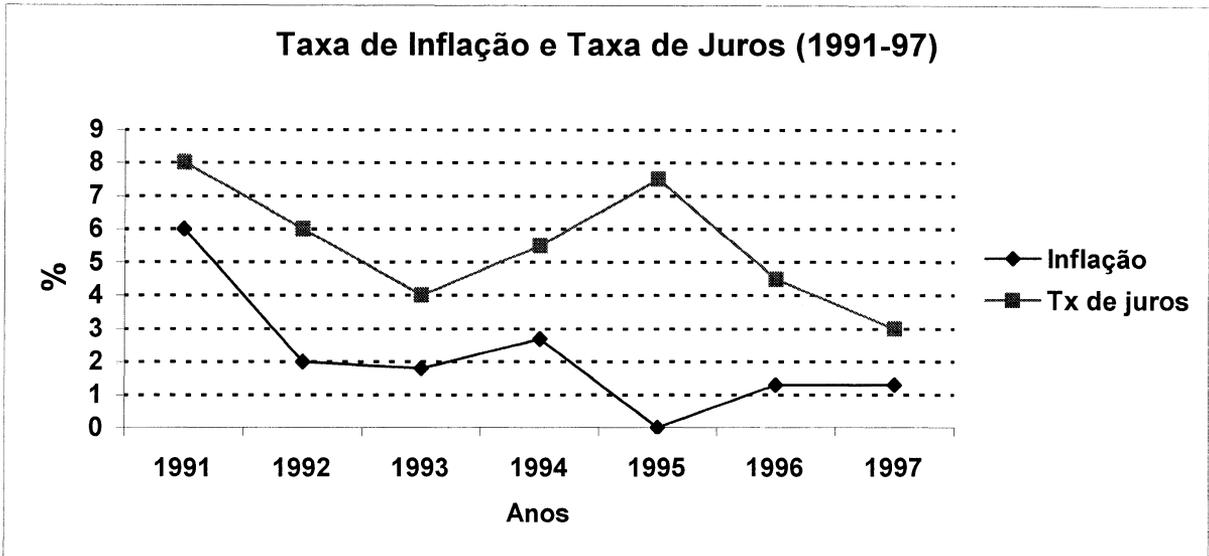
Do ponto de vista dos seus resultados, no Canadá, como na Nova Zelândia, a convergência à taxa ideal determinada pela meta foi rápida. Embora fossem toleradas flutuações de 1 ponto percentual para cima ou para baixo, o regime de metas de inflação no Canadá perseguia um determinado ponto pré-fixado. O ponto perseguido para a taxa de inflação no Canadá foi de 3% para os anos de 1991 e 1992; 2,5% de janeiro de 1993 a junho de 1994, e, finalmente, de 2% entre julho de 1994 e 1997.

Analisando a evolução dos outros indicadores econômicos, as taxas de juros seguiram um ritmo de queda, com exceção dos anos de 1994 e 1995. Estas, que encontravam-se próximas a 8% a.a. em 1991, em 1997 situavam-se em torno de 3%.

Para as taxas de inflação, também verificamos quedas entre 1991 e 1992, de 6% a.a. para 2% a.a., ficando assim abaixo da meta em 1992. Entre 1992 e 1996, com exceção do ano de 1994, a inflação manteve-se no intervalo de 0 a 2%.

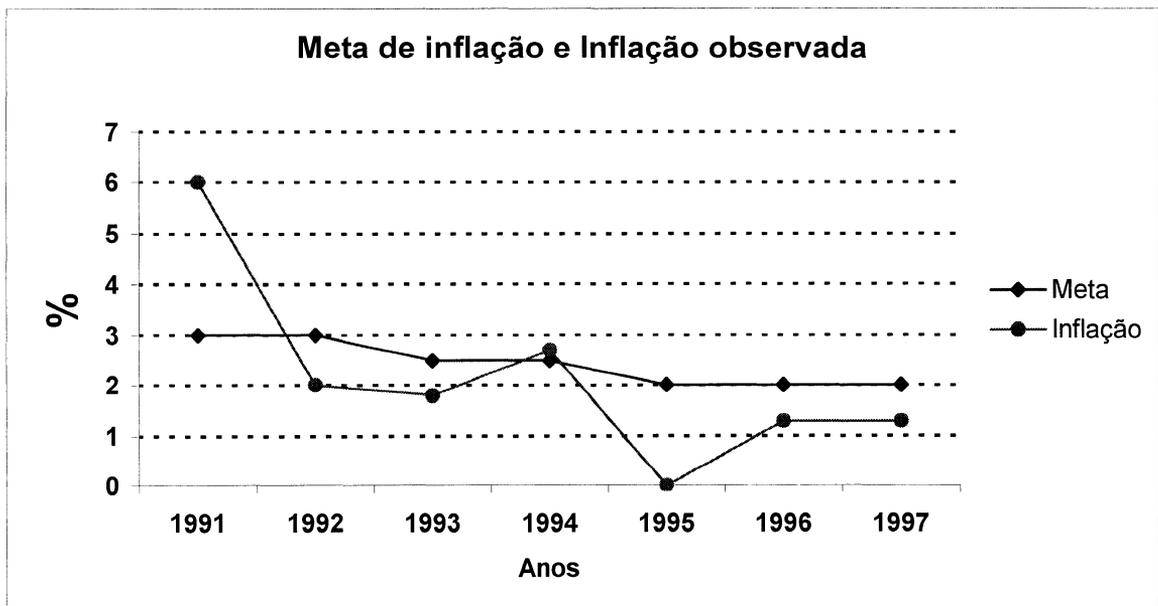
Os gráficos a seguir ilustram o acima descrito:

Gráfico 5



Fonte: Mishkin e Posen (1997)

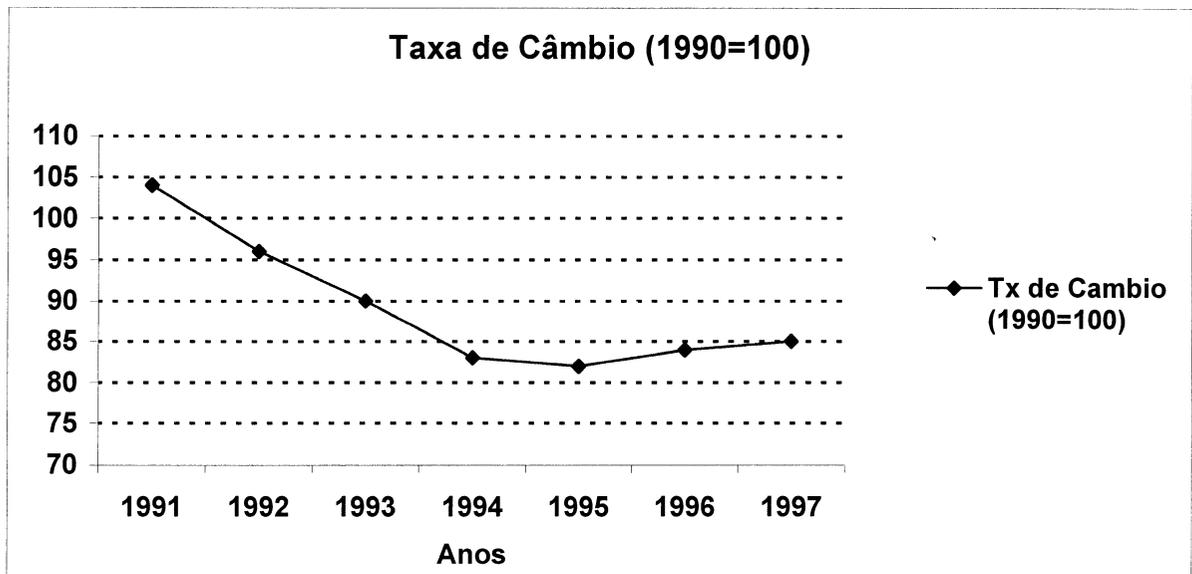
Gráfico 6



Fonte: Mishkin e Posen (1997)

A taxa de câmbio sofreu forte depreciação entre 1991 e 1995 (mais de 20%), e uma pequena apreciação entre 1995 e o início de 1997 (em torno de 5%).

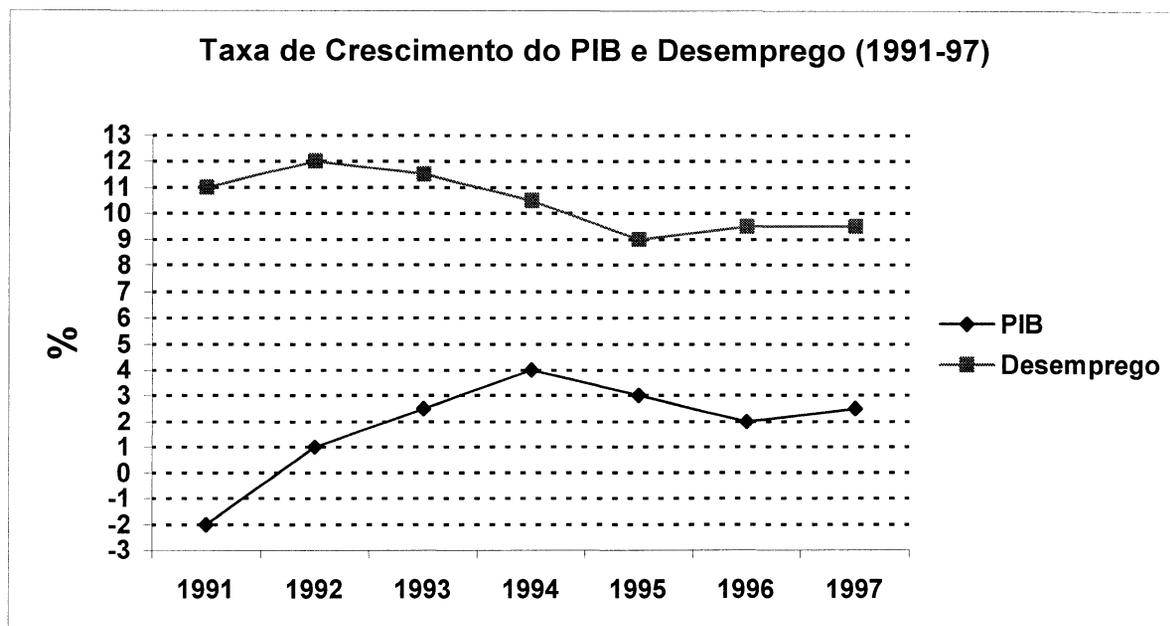
Gráfico 7



Fonte: Mishkin e Posen (1997)

Já a atividade econômica, que declinou em 1991, recuperou-se em 1992, crescendo 1% nesse ano. Em seguida, em 1993, apresentou em crescimento de aproximadamente 2,5% e o Canadá chegou a ter uma taxa de crescimento anual de 5% em 1994. Nos anos subsequentes, até o ano de 1997, o crescimento apresentou-se com média entre 2% e 3%. O nível de emprego manteve-se praticamente estável, apurando-se uma taxa de desemprego entre 9% e 12% durante todo o período. O Gráfico 8 a seguir demonstra o acima descrito.

Gráfico 8



Fonte: Mishkin e Posen (1997)

1.3 Reino Unido

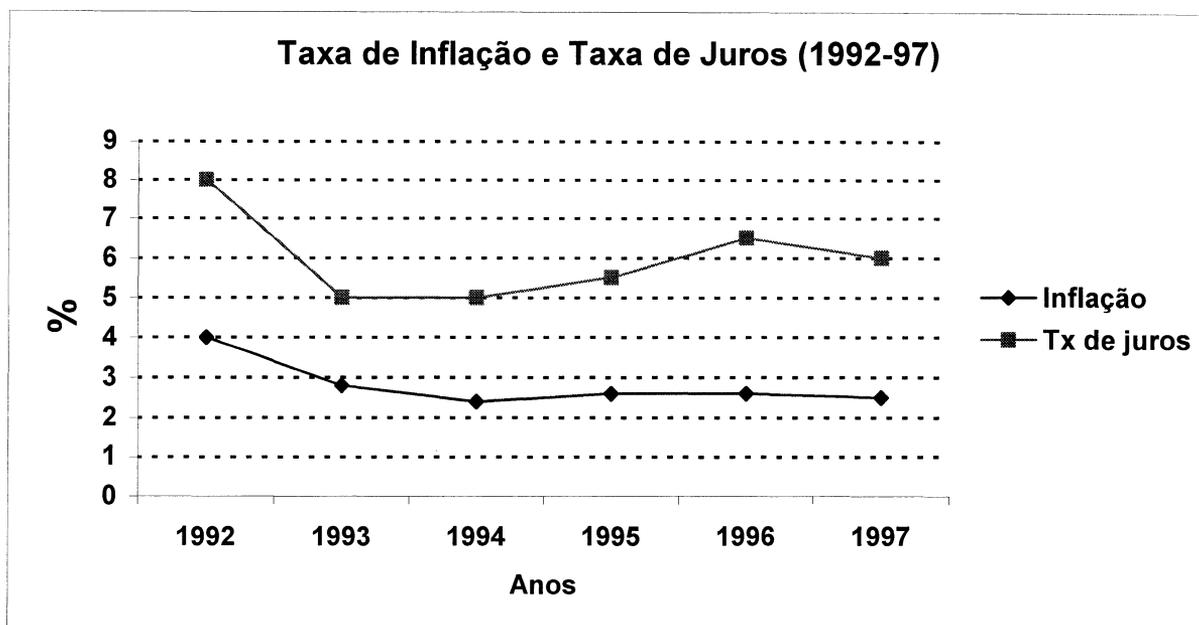
O Reino Unido sucedeu o Canadá na adoção do regime de metas de inflação. A implantação de tal Regime foi anunciada no Reino Unido em 8 de Outubro de 1992.

Inicialmente, o Banco da Inglaterra fixou como meta um intervalo. Em 1992, quando da introdução do regime, foi fixado um intervalo de 1% a 4% de inflação ao ano, que durou até junho de 1995, quando o Banco da Inglaterra decidiu, então, perseguir o ponto de 2,5% para o período subsequente. O Banco Central Britânico tornou-se independente em 1997 e só então lhe teria sido conferido controle sobre a totalidade das políticas monetárias, apesar de antes ele já ser o responsável pela fixação das metas inflacionárias.

Analisando os gráficos 9 e 10, vemos que, após a implantação do Regime em 1992, as taxas de juros caíram de 8% a.a. e estabilizaram-se pouco acima dos 5% a.a., sem muitas

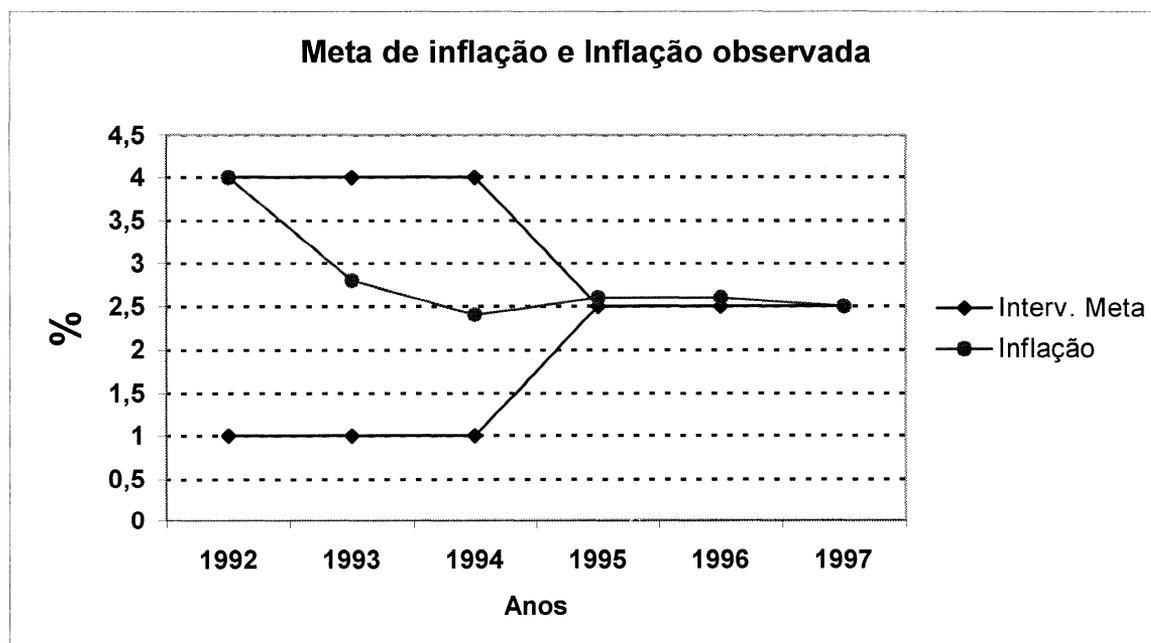
oscilações. A inflação estabilizou-se entre 2% e 3% a.a., até o início de 1997 (contra uma média de 6% a.a. nos 5 anos anteriores a 1992).

Gráfico 9



Fonte: Mishkin e Posén (1997)

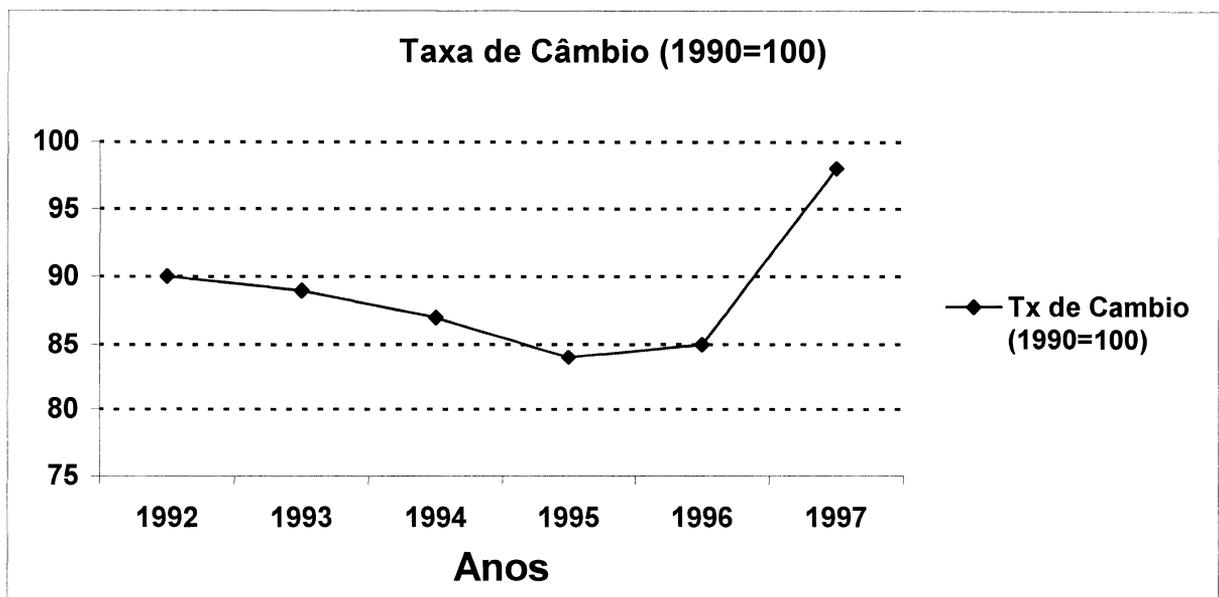
Gráfico 10



Fonte: Mishkin e Posén (1997)

Já a taxa de câmbio mostrou-se bastante estável durante todo o período, com exceção do ano de 1997, onde apreciou-se em cerca de 14%, conforme podemos notar no gráfico 11 a seguir:

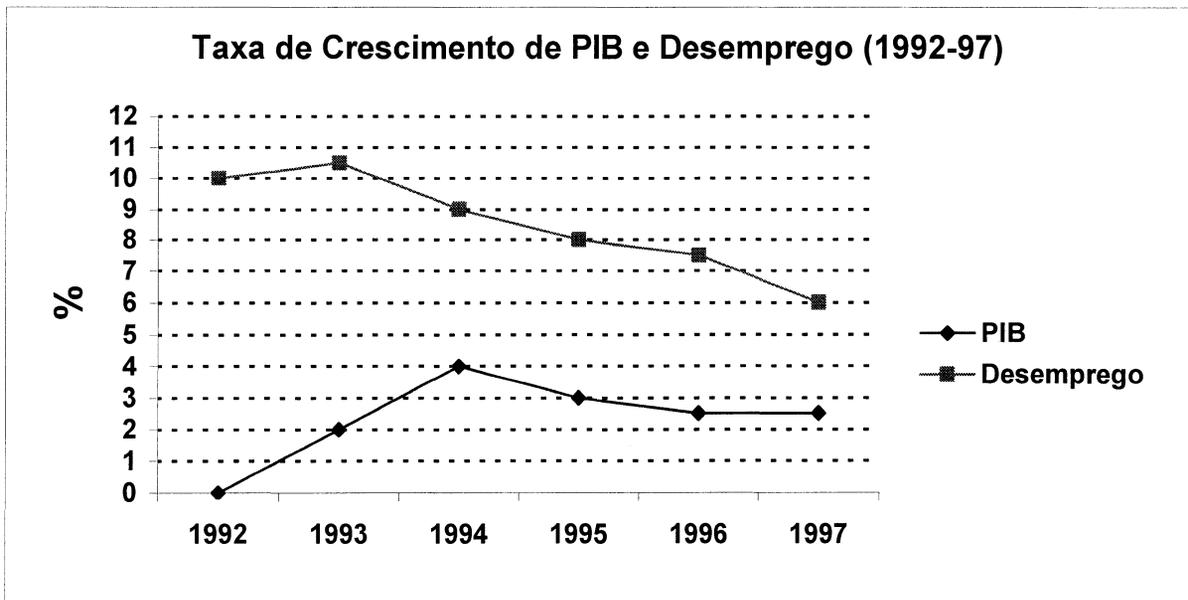
Gráfico 11



Fonte: Mishkin e Posen (1997)

A taxa de desemprego, que encontrava-se em 10% em 1992, oscilou para cima no ano seguinte e a partir de então apresentou queda gradual, atingindo o patamar de 6% a.a. em 1997. Já a taxa de crescimento da economia, que estava em torno de 0% em 1992, em 1995 situou-se em 4% a.a., e em 1997 foi de cerca de 2,5% a.a.

Gráfico 12



Fonte: Mishkin e Posen (1997)

1.4 Brasil

O Regime de Metas de Inflação foi adotado no Brasil em 21 junho de 1999, através do Decreto Presidencial nº 3088, cerca de seis meses após a adoção do câmbio flutuante. A meta para a inflação foi definida em termos da variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Define-se também que a meta seria perseguida no ponto, mas haveria um intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais para cima ou para baixo, o que significa que o BC perseguiria o centro da meta, mas toleraria pequenos desvios. No nosso sistema, o Banco Central dispõe daquilo que se costuma designar de autonomia operacional, isto é, ele tem

liberdade para fixar a taxa de juros de curto prazo (Selic) e utilizar outros instrumentos de política monetária que lhe convier para atingir a meta. A definição da meta, entretanto, não é decisão do Banco Central, mas sim do Conselho Monetário Nacional. Este tipo de independência, chamada de operacional mas não de objetivos, é comum a outros regimes.

No caso brasileiro, a meta é estabelecida com dois anos de antecedência. Em 1999, quando foi introduzido o regime, foram definidas as metas para aquele ano até 2001. O Banco Central diz ter optado por uma queda gradativa da inflação. A meta para 1999 foi fixada em 8%, caindo para 6% no ano seguinte e para 4% em 2001. Em 2000 foi definida a meta de 3,5% para 2002 e, em 2001, estabeleceu-se a meta de 3,25% para 2003. Esta foi alterada em 2002 para 4%, tendo sido alterado o intervalo de tolerância, fixado agora em 2,5 pontos percentuais. Todavia, após as turbulências em 2002 causadas pela “tensão pré-eleitoral”, com “disparada” do Risco-Brasil e forte desvalorização cambial, mesmo a meta reajustada para 2003 mostrou-se pouco factível. Dessa forma, a nova equipe econômica do governo Lula, apesar de não ter alterado formalmente a nova meta, anunciou que perseguiria o índice de 8,5%. Já a meta para o ano de 2004 foi estabelecida inicialmente em 3,75%, depois alterada para 5,5%⁵. E para 2005, foi fixada em 4,5%, com intervalo de tolerância de 2,5 pontos percentuais para ambos os anos. Já a meta de 2006 é de 4,5%, com intervalo de tolerância sendo novamente reduzido para 2 pontos percentuais.

Analisemos alguns indicadores do país a partir da implantação do regime de metas até o presente⁶, iniciando pelos gráficos abaixo, que apresentam a inflação anual⁷ a partir de 1999, as metas de inflação até 2004 e a Taxa Selic Anual⁸, definida pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM):

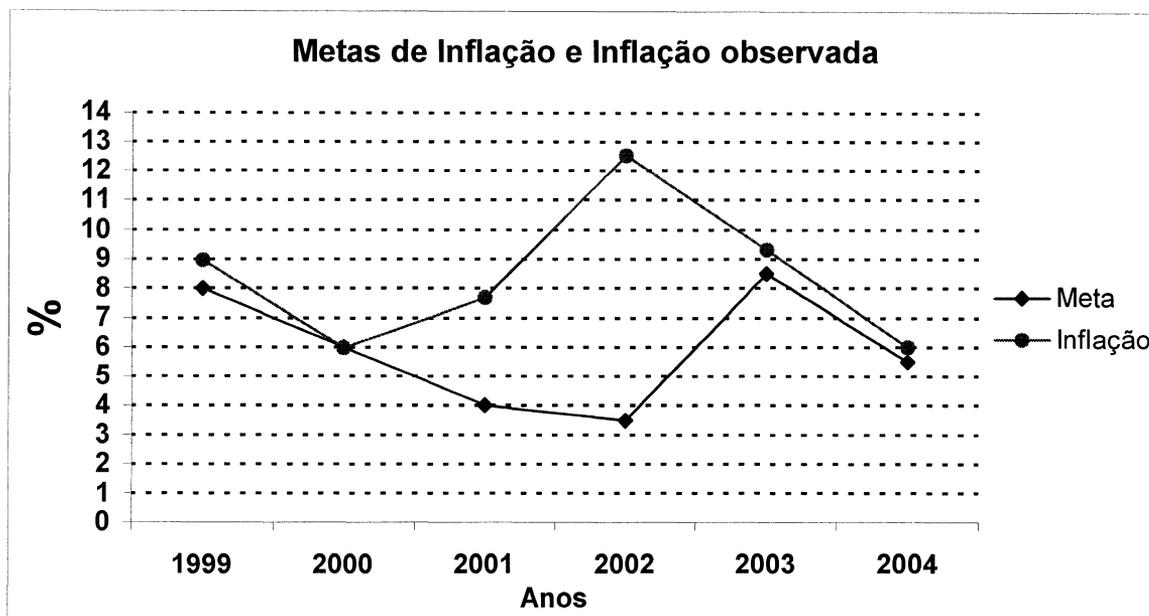
⁵ Quanto ao ano de 2005, para acomodar os “choques de oferta”, o Banco Central do Brasil, apesar de não ter alterado a meta formalmente, já explicitou que não mais perseguirá o centro da meta, e que o novo “target” será de 5,1%.

⁶ Como já mencionado no início deste capítulo, considera-se os dados presentes aqueles até a data de 31 de Outubro de 2004.

⁷ As taxas de inflação aqui utilizadas são aquelas medidas pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE. Para 2004, optamos por utilizar estimativas desenvolvidas pelo mesmo instituto.

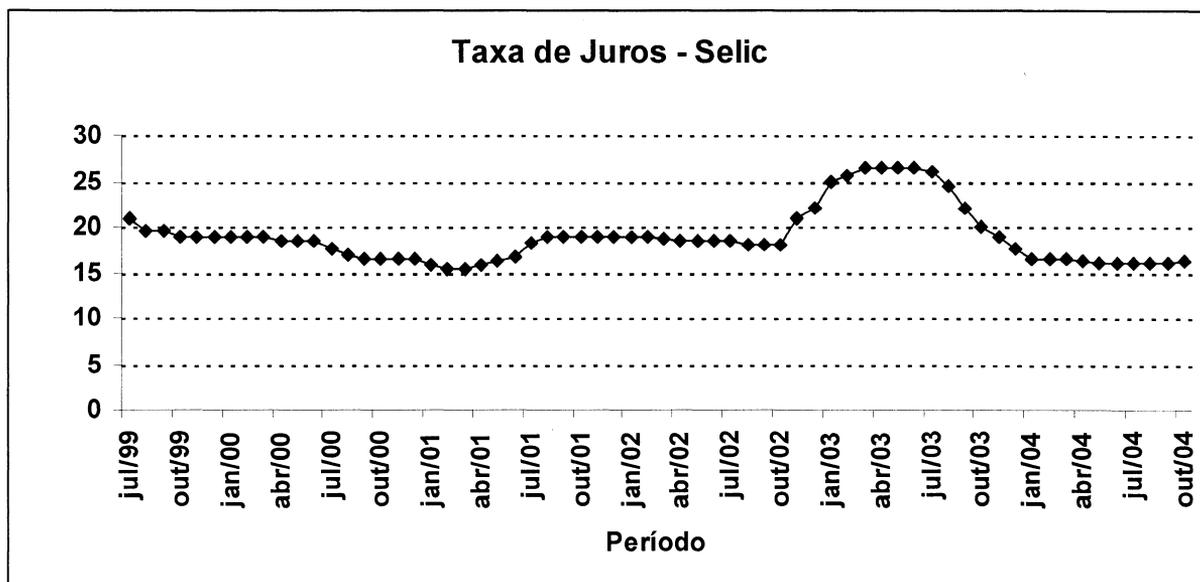
⁸ As taxas são aquelas praticadas no dia 1º de cada mês, entre 01 de julho de 1999 e 01 de outubro de 2004

Gráfico 13



Fonte: www.bc.gov.br e www.ibge.com.br

Gráfico 14

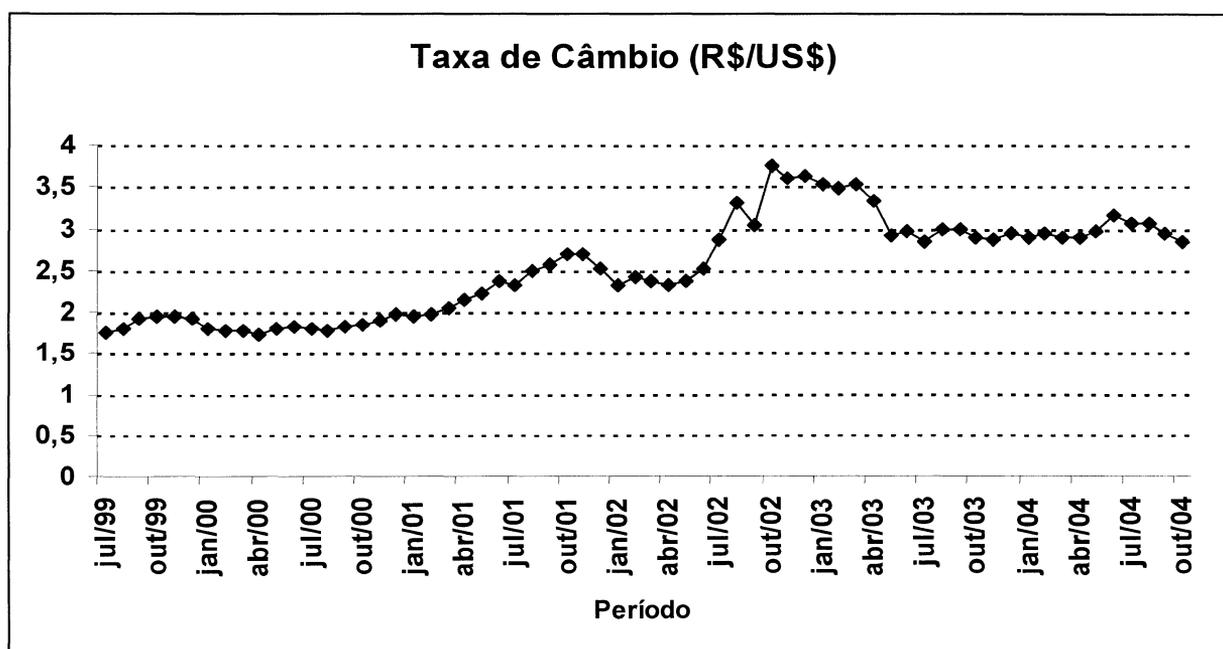


Fonte: www.bc.gov.br

Notemos que em julho 1999, os juros encontravam-se em patamar elevado, acima de 20% a.a., devido à crise externa e à recente mudança de regime cambial. A partir de então e até meados de 2002, houve uma tendência de queda, e os juros estabilizaram-se abaixo dos 20%, mas nunca foram menores que 15%. Voltaram a subir, contudo, a partir do segundo semestre de 2002, quando houve uma elevada desvalorização do câmbio e aceleração da inflação, que, até então, não havia superado a casa dos 10%, mas naquele ano ultrapassou os 12%.

Vejamos, agora, o comportamento cambial no gráfico⁹:

Gráfico 15



Fonte: www.bc.gov.br

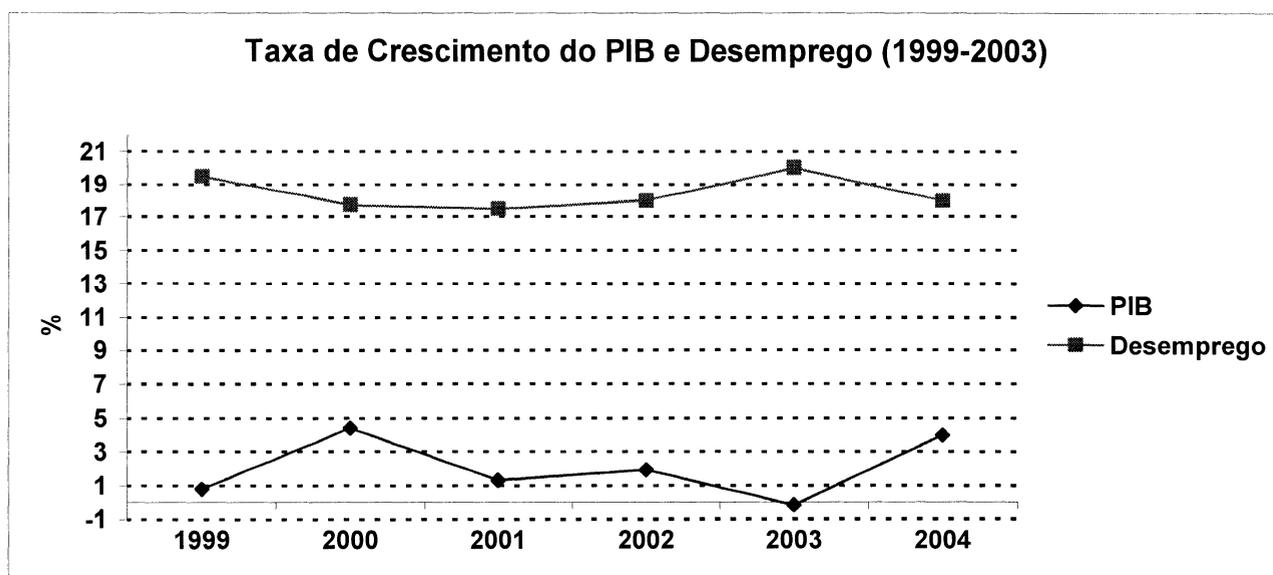
Como se pode observar, a taxa de câmbio (R\$/ US\$) manteve-se, do início da adoção do regime de metas até a metade do ano de 2000 oscilando abaixo dos R\$ 2,00. Depois disso, em 2001, o real depreciou-se, nas proximidades de R\$ 2,70. Em 2002, o real depreciou-se fortemente, sobretudo devido às instabilidades criadas com a proximidade das

⁹ Coletamos as taxas de câmbio praticadas no dia 1º de cada mês, entre 01 de julho de 1999 e 01 de outubro de 2004.

eleições presidenciais. Sendo assim, o dólar foi cotado acima de R\$ 3,50 durante os meses de outubro, novembro e dezembro daquele ano. Após o novo governo assumir, em maio de 2002 a taxa de câmbio caiu para abaixo dos R\$ 3,00. Atualmente¹⁰, a taxa de cambio está em 2,86.

Por último, o Gráfico 16 a seguir mostra o desempenho da renda e do emprego no período em foco, isto é, de 1999 a outubro de 2004. Podemos claramente notar que o desempenho do PIB não foi muito expressivo durante os anos analisados, com exceção do ano de 2000, no qual cresceu 4,4%, e de 2004, onde o Banco Central do Brasil estima que haverá um crescimento de aproximadamente 4,7%. Seguindo este movimento, o desemprego¹¹, medido pela Fundação SEADE para a Região Metropolitana de São Paulo, manteve-se em alta durante todo o período, apresentando quedas pequenas durante os anos de 2000 e 2001, como reflexo do aumento do nível de atividade no ano de 2000, e também queda em 2004, como reflexo da recuperação da atividade econômica¹².

Gráfico 16



Fonte: www.bc.gov.br e www.seade.gov.br

¹⁰ 31 de outubro de 2004.

¹¹ As taxas de desemprego são aquelas observadas na data de 31 de outubro de cada ano.

¹² Utilizamos, aqui, a taxa de desemprego total para a Região Metropolitana de São Paulo, tal como apresentado pela Fundação SEADE. Sabemos que a diferença de metodologia entre as pesquisas de desemprego da Fundação SEADE e do IBGE justificam a diferença dos resultados, sendo a taxa de desemprego apresentada pelo SEADE significativamente maior que a apresentada pelo IBGE. Contudo, como o que nos interessa é menos a taxa de desemprego em seus níveis absolutos e mais a sua evolução no período em foco, optamos por apresentar a taxa da Fundação SEADE.

Capítulo 2 – Condução da Política Monetária sob um ponto de vista teórico: Fundamentos de uma política de metas inflacionárias

Neste capítulo, trataremos os fundamentos teóricos em que se sustenta uma política monetária conduzida para atingir determinada meta de inflação. Apresentaremos sob que bases teóricas ela surgiu (escola novo-clássica), bem como as visões de outras escolas de pensamento ortodoxas de forma a mostrar, ainda que sumariamente, o “estado de arte” sobre o tema no campo da Economia Monetária. Contudo, para melhor organizar a discussão, optamos por apresentar, inicialmente, a teoria de política monetária para “velhos keynesianos” e monetaristas, para só depois chegar no estado atual do debate, discutindo a teoria de política monetária para novos-clássicos e novos-keynesianos.

2.1 A Teoria da Política Monetária de “Velhos Keynesianos”¹³

O receituário da política defendida pelos “velhos keynesianos” é, como veremos mais adiante, radicalmente diferente daquele de Keynes e dos Pós-Keynesianos. Simplificando muito o debate, podemos dizer que os primeiros argumentavam que a taxa de juros não poderia afetar de forma significativa o investimento e, portanto, renda e emprego. Segundo os economistas desta “velha” escola, neste contexto a política fiscal seria muito mais eficaz.

Para apresentar este raciocínio, eles utilizavam do modelo IS-LM, atribuindo uma peculiaridade ao comportamento do mercado de bens. Resumidamente, argumentaram que o investimento é pouco sensível a mudanças nas taxas de juros; portanto, inelástico em relação aos juros. Já com relação à política fiscal, os “velhos keynesianos” diziam a mesma ser altamente eficaz, pois o gasto público, componente da demanda agregada, afeta diretamente as variáveis renda e emprego. Assim, numa situação que requeresse políticas econômicas para expandir o nível de renda e emprego, o que não é uma excepcionalidade, na visão keynesiana, o gasto público – política fiscal expansionista - seria totalmente preferível a uma política monetária, a qual requereria um grande esforço para gerar resultados considerados desprezíveis.

¹³ Esta seção está baseada, em grande parte, em Carvalho (2000).

2.2 A Teoria da Política Monetária Monetarista¹⁴

No debate com os “velhos keynesianos”, Milton Friedman, o maior expoente da escola monetarista, tentou demonstrar que a *moeda importa*. Segundo Friedman, é possível reduzir a taxa de desemprego com políticas monetárias expansionistas, ainda que apenas temporariamente. Daí a oposição do monetarismo ao fiscalismo keynesiano.

Como ponto de partida para sua teoria, Friedman sustenta a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego na economia. A taxa natural é aquela taxa de desemprego que incorpora as características estruturais e institucionais do mercado de trabalho e do mercado. Quando a economia possui uma taxa de desemprego igual à sua taxa natural, somente vigoram o desemprego friccional e o desemprego voluntário.¹⁵

A taxa natural de desemprego, segundo Friedman e seus seguidores, não é, contudo, imutável, nem inalterável. As preferências dos consumidores, por exemplo, podem mudar com o passar do tempo, mudando, assim, a taxa natural de desemprego.

De acordo com o arcabouço teórico monetarista, a taxa corrente de desemprego corresponde à taxa natural de desemprego quando o conjunto de trabalhadores (empregados ou não) está obtendo satisfação plena. Já quando a economia se encontra em posição de desequilíbrio, isto é, a sua taxa corrente de desemprego é diferente da taxa natural, existirão trabalhadores cujas preferências não estão sendo satisfeitas.¹⁶

No modelo monetarista, os trabalhadores formam expectativas de preços utilizando-se exclusivamente de informações sobre o passado. É o que chamam de *expectativas adaptativas*, conforme a equação abaixo:

$$P_t^e = P_{t-1}$$

Nesta equação, a expectativa de inflação para o período, P_t^e , é exatamente a inflação do período anterior, P_{t-1} – sendo essa uma função da quantidade de moeda ofertada

¹⁴ Esta seção está, em grande parte, baseada em Carvalho (2000).

¹⁵ Desemprego friccional é aquele em que os trabalhadores estão apenas temporariamente desempregados, basicamente em função do tempo requerido para passar de um posto de trabalho a outro. Já desemprego voluntário é aquele em que os trabalhadores estão decididamente desempregados porque consideram que não vale a pena trabalhar pelo salário real que lhes é oferecido.

¹⁶ Friedman diz que o equilíbrio é estável ou, equivalentemente, possui a propriedade da estabilidade, porque a taxa corrente de desemprego converge em direção à taxa natural na ausência de intervenções monetárias.

pela autoridade monetária. Assim, uma expansão monetária provocará uma redução da taxa corrente de desemprego em relação à taxa natural se as expectativas forem realmente formadas com base nesta equação. Isto porque, caso haja uma expansão monetária, os empresários podem oferecer um salário nominal mais elevado aos trabalhadores que estão voluntariamente desempregados. Estes, por sua vez, pensarão que um salário nominal mais elevado representa um salário real mais elevado. Suas expectativas são de que não haverá inflação porque os preços estavam constantes no passado, já que o estoque de moeda não foi alterado por vários períodos. Entretanto, o salário nominal mais elevado não representará um salário real mais elevado porque os preços estão aumentando em função da expansão do estoque de moeda. Haverá uma decepção de expectativas – afinal, não havia expectativas de qualquer inflação, tal como mostrou a equação. A elevação de preços, somente percebida *a posteriori*, fez com que o aumento nominal de salários não representasse um aumento real. Desfeita a ilusão monetária, os trabalhadores decidem retornar ao desemprego voluntário que lhes proporcionava um nível mais elevado de satisfação do que o emprego atual é capaz de proporcionar.

Para que o desemprego permaneça abaixo da taxa natural é necessário que os trabalhadores sejam iludidos continuamente. Para tanto, é necessário que seja implementada uma *política de expansão sistemática do estoque de moeda*. Tal política aumentará continuamente a taxa de inflação, isto é, acelerará a velocidade de crescimento dos preços. Somente assim os trabalhadores subestimarão a inflação futura de forma permanente. A inflação presente será sempre maior do que a inflação passada e a taxa corrente de desemprego permanecerá em um nível inferior à taxa natural de desemprego. Dessa forma, para que a taxa corrente de desemprego permaneça constante e inferior à taxa natural, é necessário que os trabalhadores sejam, de forma permanente, iludidos. Para tanto, o governo deveria ampliar a variação do estoque de moeda que realizou no período anterior.

No modelo monetarista, a política monetária a princípio somente é eficaz no curto prazo. No longo prazo, seria neutra, somente alteraria o valor nominal das variáveis preço, salário e renda. Como a política monetária não é capaz de alterar em definitivo a situação da economia, Friedman opõe-se ao seu uso. Por outro lado, como vimos, para manter a taxa de desemprego corrente abaixo da taxa natural, os dirigentes do Banco Central deveriam

manter os trabalhadores em permanente estado de ilusão monetária. Em tal contexto, os trabalhadores teriam suas preferências individuais não-satisfeitas em virtude dos cálculos incorretos que realizam quando comparam a satisfação que os salários esperados podem oferecer e a satisfação proporcionada pelas horas de lazer. Já que uma política de expansionismo monetário pode reduzir o nível de satisfação individual dos trabalhadores, Friedman também por isso opõe-se ao seu uso.

Ademais, o monetarismo identificou dois tipos de defasagens na condução da política monetária, que formam e ampliam a base dos argumentos contrários à sua utilização. A primeira defasagem, também chamada de *defasagem interna*, refere-se ao intervalo de tempo que transcorre entre um choque econômico (que aumenta o desemprego, por exemplo), e a ação das autoridades monetárias em resposta ao distúrbio. Tal defasagem ocorre porque há uma demora no reconhecimento do problema e na implementação das medidas corretivas. A segunda, chamada de *defasagem externa*, é decorrente do intervalo que ocorre entre a implementação das medidas e os seus efeitos sobre a economia. Tais defasagens podem transformar a política monetária em uma fonte desestabilizadora. Neste ponto, Friedman, em seu artigo intitulado *The Role of Monetary Policy*, publicado na *American Economic Review*, em março de 1968, concluiu:

“... a razão da propensão ao exagero parece clara: a falha das autoridades em não levar em conta o hiato entre suas ações e os efeitos subsequentes sobre a economia. Eles tendem a determinar as suas ações pelas condições de hoje – mas suas ações afetarão a economia unicamente seis, nove, doze ou quinze meses mais tarde. Então, eles se sentem impelidas a pisar no freio, ou no acelerador, conforme o caso, de forma violenta.” (Friedman, 1968, apud Carvalho, 2000).

Alternativamente ao ativismo monetário, a proposição de Friedman é que a autoridade adote regras para a gestão de moeda.

Como demonstramos acima, para os monetaristas a inflação é um fenômeno essencialmente “monetário”, decorrente da expansão do estoque de moeda a um ritmo que supere a expansão da renda real. Como corolário, sugerem que a inflação deve ser eliminada por intermédio da redução da taxa de crescimento do estoque monetário. O dilema enfrentado pelas autoridades monetárias é que quanto maior a contração monetária, visando a uma redução drástica da inflação, maior será o desemprego corrente em relação

ao desemprego expresso pela taxa natural. Se as autoridades monetárias desejarem combater a inflação com menores custos sociais, terão que reduzir a inflação gradualmente.

Segundo Friedman, comparando-se o *tratamento de choque* com o *tratamento gradualista*, percebe-se que este último provoca uma taxa de desemprego bastante inferior ao provocado pela política de choque monetário. Contudo, a “transição” da economia que segue o *tratamento gradualista* consome tempo relativamente superior. Esse é o dilema que as autoridades monetárias têm que enfrentar: se desejam eliminar rapidamente a inflação, causarão um enorme desemprego; inversamente, se não desejam criar um elevado desemprego, terão que aceitar a cura da inflação em tempo maior. O que foi visto é exatamente o que é chamado de *taxa de sacrifício* (TS), que é a taxa que mede quanto de desemprego além da taxa natural será necessário para se reduzir a inflação em um determinado montante.

2.3 A Teoria da Política Monetária Novo-Clássica¹⁷

O objetivo deste tópico é apresentar o cerne da teoria e proposições da escola de pensamento econômico “fundada” por Lucas, Sargent e Wallace – a escola novo-clássica. Duas idéias relativamente novas e que derivam desta linha de pensamento são a necessidade de independência dos Bancos Centrais e de que a política monetária seja conduzida sob o regime de metas de inflação – esta última tema central de nosso trabalho.

A fim de estabelecer, desde logo, a clivagem, no que diz respeito à história recente da macroeconomia entre novos-clássicos e o pensamento que o precedeu, é preciso dizer que os defensores desta nova escola criticavam tanto Friedman como os “velhos keynesianos”. Contra o primeiro, argumentavam que os agentes econômicos partem de expectativas racionais, e não adaptativas. E com isso utilizam um argumento devastador contra a capacidade da política econômica ser eficaz em função da possibilidade de surpreender os agentes, ainda que temporariamente. A crítica aos segundos é ainda mais contundente, pois enquanto os “velhos keynesianos” entendem que devem ser feitas intervenções na economia, a fim de influenciar o nível renda e emprego, os novo-clássicos

¹⁷ Esta seção está baseada em Carvalho (2000) e Lucas (1995).

são contra qualquer tipo de intervenção, pois entendem que a moeda é neutra, tanto a curto quanto a longo prazo. Vejamos em mais detalhe.

Esta escola ficou também conhecida como *escola das expectativas racionais*, pois adicionou este novo e importante ponto até então inexistente nos modelos anteriores. Segundo Lucas, no que ficou conhecido como *a crítica de Lucas*, os agentes, ao tomarem conhecimento de alguma iniciativa por parte do governo, e já conhecendo seu resultado futuro, apenas antecipam os acontecimentos, tornando-os inócuos. Por exemplo, quando ocorre um aumento da oferta monetária por iniciativa do governo, todos os agentes econômicos sabem que isto causará aumento de preços e salários; desta forma, antecipam-se a este fato, provocando inflação. Portanto, uma política monetária expansionista seria ineficaz para alterar variáveis reais.

Tal como no modelo monetarista, o ponto de partida para a construção da teoria novo-clássica de que a política monetária é ineficaz para alterar variáveis reais é a hipótese de uma taxa natural de desemprego. Segundo os novos-clássicos, independentemente da taxa efetiva de desemprego coincidir com a taxa natural de desemprego, a primeira encontrar-se-á sempre em equilíbrio, pois famílias e agentes econômicos estão sempre agindo *racionalmente*, procurando maximizar lucros e satisfação.

A *função oferta de Lucas*, abaixo representada, busca provar que a política monetária é ineficaz quando o objetivo do governo é reduzir a taxa de desemprego:

$$U_t = U_n - \alpha (P_t - P_t^e),$$

onde :

U_t = taxa corrente de desemprego

U_n = taxa natural de desemprego

α = parâmetro positivo

P_t = inflação no período

P_t^e = inflação esperada para esse mesmo período

Dessa forma, como os agentes se antecipam ao aumento da oferta monetária realizada pelo governo, P_t será igual a P_t^e , e U_t será sempre igual a U_n . Portanto, a taxa de

desemprego seria sempre igual à taxa natural *se os agentes conhecessem a regra de variação do estoque monetário e se não houvesse nenhum choque de demanda.*

Os novo-clássicos postulam que unicamente as políticas monetárias que causam surpresa poderiam provocar efeitos reais na economia, e, evidentemente, surpresas só poderiam ser eventuais. Se os empresários, por exemplo, tivessem informações restritas, e fossem induzidos a pensar que um aumento de preços foi decorrente de um aumento efetivo da demanda de seus produtos, contratariam mais trabalhadores e aumentariam sua produção. Os trabalhadores, também surpreendidos, acreditariam que estariam recebendo um salário maior do que aquele que rejeitavam, dada a satisfação propiciada pelo lazer. Após certo tempo, entendido os verdadeiros movimentos da variação do estoque de moeda e da variação dos preços pelos agentes da economia, parte dos trabalhadores retornaria à condição de desempregados *voluntariamente*, e a produção voltaria para o patamar original, correspondente à taxa natural de desemprego. Dessa forma, mesmo o chamado *elemento surpresa* seria ineficaz no longo prazo. Além disso, se o governo possui um histórico em tentar surpreender os agentes econômicos, isto pode criar um clima de incerteza na economia, e, se os agentes acharem que o governo pode estar tentando surpreendê-los, estes podem se antecipar, aumentando preços e salários. Se os agentes estiverem enganados e o governo não aumentar a oferta monetária neste momento, há o risco de contração da atividade, uma vez que pode haver escassez na liquidez. Por outro lado, se o governo realmente realizar tal expansão, a taxa de desemprego corrente permanecerá a mesma da taxa natural, mas com *inflação*.

A conclusão é, então, que é melhor não tentar enganar os agentes para não criar um ambiente de expectativas inflacionárias instáveis, que têm como conseqüência a própria inflação. Sendo assim, muitos adeptos da economia novo clássica se dedicaram nos últimos anos à elaboração de propostas normativas sobre qual deve ser o “formato” do Banco Central e qual condução da política monetária capazes de reduzir os estímulos à implementação de políticas de surpresa monetária. As mais importantes e “populares” propostas são a criação de *Bancos Centrais independentes* e a utilização de *metas de inflação* como forma de condução da política monetária.

2.3.1 Independência dos Bancos Centrais

Depois do período de alta de inflação verificado na Europa, nos anos 1970, e, principalmente, após a assinatura do Tratado de Maastricht¹⁸, surgiu o debate sobre o que se costuma designar independência dos Bancos Centrais. Alguns países têm, de fato, aprovado leis para dar maior autonomia a seus Bancos Centrais, como Nova Zelândia e Canadá, por exemplo. Os trabalhos dos economistas Charles Goodhart e Alex Cukierman são referência neste assunto. Cukierman desenvolveu, inclusive, uma metodologia para medir o grau de independência dos bancos centrais.

Os defensores da tese de Banco Centrais independentes reconhecem que estão apoiados na teoria novo-clássica. Pois se, como vimos antes, esta linha de pensamento entende que qualquer aumento da oferta monetária pode, no curto e no longo prazo, obter apenas inflação como resultado, o único objetivo da política monetária deve ser a manutenção da estabilidade dos preços. A existência de um Banco Central independente ajudaria a trazer confiança aos agentes econômicos, pois virtualmente eliminaria a possibilidade de serem pegos de surpresa por uma expansão da oferta monetária por parte do governo. Vejamos isso em mais detalhe.

É importante neste debate definir o que seja um Banco Central independente. Sinteticamente, segundo Cukierman em seu trabalho *Central Bank Strategy, Credibility and Independence (1992)* há três indicadores a serem analisados para tanto:

- 1) o grau de rotatividade dos dirigentes do banco central;
- 2) os estatutos do Banco Central que estabelecem o seu objetivo e os limites para a interferência do governo ; e
- 3) os objetivos do Banco Central e sua relação com o governo, aferidos através de um questionário enviado para especialistas de cada país.

Em relação ao primeiro indicador, quanto maior fosse o tempo de permanência de seus dirigentes, maior deveria ser considerado o grau de independência dos Bancos Centrais, desde que aqueles não se submetessem a decisões governamentais com o

¹⁸ Assinado em 11 de dezembro de 1991, criou oficialmente a União Européia (UE) em lugar da Comunidade Econômica Européia (CEE). Dentre diversas disposições, tratou de assuntos econômicos, tais como o cronograma e os passos necessários para adoção do Euro nos países da UE.

propósito de adquirir tal longevidade. Já em relação ao segundo, ele vale desde que existam leis claras e amplas, não permitindo manobras por parte dos governantes que possam interferir na independência dos bancos centrais. Por fim, o terceiro indicador, por ser mais claro e detalhado, indicando assim inúmeros pontos que não podem ser aferidos pelos anteriores, é aquele no qual Cukierman deposita mais confiança. O grau de independência, por fim, seria medido obtendo-se a média aritmética destes três itens.

Trabalhos empíricos desenvolvidos por Cukierman, envolvendo 14 países, sobre o grau de independência dos Bancos Centrais e suas taxas de inflação no período entre 1955-88, indicariam uma forte correlação inversamente proporcional entre independência dos bancos centrais e taxas de inflação. Assim, o argumento-chave de defesa da tese de Banco Central independente, hoje em dia, é que quanto maior o grau de independência do Banco Central, menor tende a ser a taxa de inflação.

De fato, a tese da independência do Banco Central tem se desenvolvido em torno do trinômio credibilidade-reputação-delegação, proposto por alguns teóricos novo-clássicos, tais como os ganhadores do Prêmio Nobel de Economia de 2004, Edward Prescott e Finn Kydland. Estes autores argumentam que existe um *viés inflacionário* presente na economia quando se implementam políticas monetárias que são dinamicamente inconsistentes com a posição de equilíbrio correspondente à taxa natural de desemprego. Isto ocorre quando o governo, por exemplo, adota uma política expansionista considerando que os resultados a curto prazo são mais valiosos que a manutenção da credibilidade, fenômeno que tende a se verificar em épocas eleitorais, por exemplo. Contudo, delegando o controle da política monetária a um Banco Central independente, poder-se-ia elevar o grau de credibilidade nas regras monetárias e na prioridade de combate à inflação, erradicando o dito viés. Nas palavras do próprio Prescott:

“Presidentes inteligentes deixam a política de juros nas mãos do presidente do Banco Central. Detalhe: o objetivo da política monetária, ou seja, a meta de inflação, deve ser decidida pela sociedade por meio do representante eleito. Mas é o Banco Central quem deve cumprir a meta estabelecida.” (Prescott, 2004).

Ademais, outra das vantagens de se possuir um Banco Central independente seria a tendência de custo social zero frente a uma tentativa de diminuição da taxa de inflação. Isto porque, ao ser anunciado uma menor expansão monetária, os agentes econômicos

acreditariam em tal anúncio, desistindo, antecipadamente, de aumentar os preços, e os salários reais não se alterariam, dado que preços e salários não seriam mais reajustados e o desemprego permaneceria em sua taxa natural.

2.4 A Teoria da Política Monetária de Novos Keynesianos¹⁹

Bernanke et alii (1999), reconhecidos autores novos keynesianos, argumentam que o controle da inflação deve ser o principal objetivo de longo prazo da política monetária, ao invés da tentativa de usá-la para influir sobre a renda e emprego. Isso porque, para os novos keynesianos, imperfeições nos mercados tendem a levar, no curto prazo, a economia a um resultado sub ótimo. Contudo, no longo prazo, a tendência é para o equilíbrio ótimo, isto é, o equilíbrio de pleno emprego. Para os citados autores:

- 1) os economistas concordam que, no longo prazo, a inflação é a única variável que pode ser influenciada por políticas monetárias;
- 2) há um consenso de que existe a necessidade de baixas e controladas taxas de inflação para o alcance de outros objetivos macroeconômicos; e
- 3) o estabelecimento de uma meta inflacionária a longo prazo traz confiança ao mercado quanto a possíveis alterações na política monetária a curto prazo, pois o mercado acreditaria que o Banco Central teria como principal objetivo o alcance da meta, limitando-se, dessa forma, os poderes do Banco Central.

Segundo Bernanke et alii (1999), no pós Segunda Guerra Mundial difundiu-se a idéia de que, aceitando-se uma certa taxa de inflação, seria possível manter o nível de emprego ao nível de pleno emprego. Diversas teorias, com destaque para a Curva de Phillips, ferramenta incorporada no arcabouço “velho keynesiano”, deram sustento a esta idéia por um longo período. Entretanto, o cenário observado em diversos países do mundo capitalista durante as décadas de 1970 e 1980, apresentando altos índices de inflação e desemprego (estagflação) teria posto por terra a proposição de que haveria um *trade off* entre inflação e desemprego.

¹⁹ Esta seção está baseada, em grande parte, em Bernanke et alii (1999).

Adicionalmente, Friedman em seu trabalho *A Monetary Policy of United States, 1867-1960*, publicado em 1968 (apud Bernanke et alii, 1999) argumentou que a política monetária não é uma ferramenta precisa, enquanto Lucas, no conhecido tratado publicado em 1977, adicionou, praticamente no mesmo arcabouço, o papel das expectativas racionais, retirando, desta forma, a suposta eficácia da política monetária no curto prazo. Friedman argumentou, também, que uma alta taxa de inflação deve, na verdade, inibir o crescimento econômico e causar desemprego a longo prazo, pois há uma diminuição da eficácia da economia em um cenário como este. Dessa forma, tanto do ponto de vista empírico quanto do ponto de vista teórico estariam respaldadas, segundo os novos keynesianos, as bases para uma atuação de política monetária voltada unicamente para a estabilidade do nível geral de preços. De fato, entre os malefícios de uma inflação alta, Bernanke et alii (1999) destacam:

- demasiada expansão do sistema financeiro, pois os agentes voltam boa parte de seus recursos para instrumentos que neutralizam as perdas com inflação alta;
- dificuldades de adaptação em um cenário de alta inflação, dessa forma acarretando maior fragilidade e perdas do sistema financeiro;
- baixa funcionalidade dos mercados de produtos e trabalho, pois os preços reais tornam-se difíceis de serem mensurados e expressos nos valores econômicos dos bens e serviços;
- custos de remarcação de preços e custos de monitoramento de fornecedores e competidores; e
- por fim, custo social, com a “destruição” da classe média e efeitos concentradores de renda.

Por fim, Bernanke et alii (1999) dizem que, em princípio, estabilidade de preços sugere uma inflação igual ou muito próxima de zero. Contudo, estudos de inflação realizados nos Estados Unidos sugerem que uma taxa de inflação anual ótima seja entre 0.5% e 2.0% , pois ela deve refletir outros fatores, tais como mudança em qualidade ou nas preferências dos consumidores.

Isto posto – ou seja, a ineficácia, a longo prazo, da política monetária e a necessidade de baixa inflação para o bom funcionamento do sistema econômico - Bernanke et alii (1999) advogam que o regime de metas de inflação é a melhor forma para conduzir a política monetária. Eles citam dois papéis-chave, que fazem deste regime a melhor estratégia a ser seguida: 1) a melhoria da comunicação entre o público e as autoridades monetárias, o que traz confiança aos primeiros, e 2) a disciplina imposta ao governo no tocante à política monetária. Contudo, alertam que o regime deve ser tratado como uma estratégia, e não como uma regra. Isto porque a meta de inflação não pode ser alcançada através de um receituário específico; isto é, há a necessidade de, de tempos em tempos, fazer-se um diagnóstico de quais as verdadeiras causas da inflação, combatendo-as com as ferramentas adequadas.

Um dos grandes problemas com o qual se depara uma economia submetida a um regime de metas de inflação é quando da ocorrência de um choque de preços, como o choque do petróleo, por exemplo. Em um caso destes, se houver tentativa de manutenção da inflação dentro da meta inicialmente anunciada, pode haver, na opinião de muitos autores novos keynesianos, prejuízos para renda e emprego de uma economia. Porém, “bons regimes de metas” devem ter tais choques considerados, e aceitar um grau maior de inflação neste momento, sem, contudo, alteração das metas de inflação a longo prazo. Canuto (1999), por exemplo, está entre os que concordam com essa idéia, dizendo que o regime embute um grau de liberdade/ flexibilidade interessante, por não se constituir em uma regra rígida, podendo incorporar adaptações a choques sofridos pela economia. A flexibilidade, permitindo contínua revisão e adaptação da política, é justamente o atributo que o autor considera atrativo para o regime. Por exemplo, quando de um choque de preços de alguma *commodity* ou uma desvalorização acentuada do câmbio, haveria espaço para uma revisão das metas. Numa situação destas, seria fácil para o governo convencer o público de que tal medida seria apenas esporádica e corretiva, em favor de um benefício a longo prazo.

Por fim, por relacionar medidas de curto prazo com resultados de médio e longo prazo, mas sem retirar a possibilidade do Banco Central adotar políticas corretivas quando da ocorrência de choques inflacionários, um regime de metas de inflação cria um

compromisso entre a disciplina encontrada nas regras rígidas com a flexibilidade de um cenário onde o Banco Central pode agir de maneira mais livre.

Ferramenta importante dentro deste aparato é a chamada regra de Taylor, a qual, incorporando os pressupostos do modelo mainstream, indica qual deve ser a taxa de juros adequada para atingir-se determinada meta de inflação. Conforme nos mostra Canuto (2002) a regra de Taylor é bastante simples. Ela pressupõe que o crescimento efetivo do PIB seja idêntico ao PIB potencial, o qual, por sua vez, independe da política monetária. A partir desta dedução, modelos econométricos determinarão qual a taxa de juros deve ser fixada para a manutenção de uma inflação estável e o crescimento desejado. Ou seja, a meta de inflação deve ser fixada levando em consideração o hiato do produto.

Nas palavras do próprio autor:

Caso suba (desça) a inflação observada e/ou o PIB efetivo esteja maior (menor) que o potencial, eleva-se (reduz-se) a taxa de juros. Seguindo-se a regra, gradualmente a economia se encaminharia à taxa de inflação almejada, combinada com um nulo hiato do produto, ou seja, um PIB efetivo de acordo com o potencial. Choques temporários e reversíveis, sobre a inflação e o produto, deveriam ser ignorados. (Canuto, 2002)

Capítulo 3 – Regime de Metas de Inflação e Política Monetária sob um Ponto de Vista Pós-Keynesiano

3.1 Teoria da Política Monetária sob um Ponto de Vista Pós-Keynesiano

Carvalho (1992) nos mostra que, em contraposição à idéia neoclássica que considera a existência de uma força natural que levaria a economia a uma posição de equilíbrio com *inexistência* de desemprego involuntário, a abordagem pós-keynesiana se propõe a apresentar uma visão *alternativa* e mais *realista* da economia, mais adequada às características de modernas economias capitalistas. O ponto fundamental para esta suposição é que, para Keynes e Pós-Keynesianos, a moeda exerce papéis bem mais complexos do que apenas a circulação de mercadorias.

Um desses papéis, o qual é fundamental para a proposição de Keynes e Pós-Keynesianos, é o de ser um ativo e, portanto, uma alternativa a outras formas de acumulação, por constituir, ela mesma, uma forma de conservar riqueza no tempo. Altera-se, com isso, o ritmo e, certamente, a natureza do processo de acumulação. Dessa forma, a moeda deixa de ser neutra, tanto a curto quanto longo prazos. Este ponto vai diretamente contra um dos pilares da teoria neoclássica inclusive, e principalmente na sua vertente contemporânea.

Conforme Carvalho (1992), se é fato que uma firma aplica dinheiro com o único propósito de obter mais dinheiro, a decisão de *investir* por parte de uma firma depende das *expectativas* formadas por esta. Ao decidir-se por um investimento produtivo, a firma estará tomando um caminho que não pode ser interrompido senão a custas de grandes perdas. Em face da *incerteza*, característica fundamental da economia capitalista para Keynes e Pós-Keynesianos, os agentes buscam se defender da possibilidade, incalculável, de que as decisões cruciais de investimento levem a perdas irreversíveis. A incerteza leva os agentes a reter riqueza em forma monetária ao invés de investir em ativos produtivos, e o emprego que não se realiza com estes últimos não é compensado na produção de dinheiro. Como resultado, uma economia monetária, na qual é racional demandar ativos monetários como defesa contra as incertezas do futuro, está sujeita a deficiências de demanda efetiva. E é justamente por isso que há a possibilidade, forte, de desemprego involuntário.

Keynes, em seu artigo *A Monetary Production Economy*, afirmou:

“... a moeda joga um papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em síntese, um dos fatores operativos na situação, de tal forma que o curso dos eventos não pode ser previsto seja no curto prazo seja no longo período, sem o conhecimento do comportamento da moeda entre o último e o primeiro estágio. E é isso que podemos dizer quando falamos em economia monetária.” (Keynes, 1936, apud Carvalho, 2000).

Ou seja, Keynes e Pós-Keynesianos afirmam que a moeda não é neutra nem no curto nem no longo período, e que, conseqüentemente, a política monetária pode ser eficaz para alterar variáveis reais, como renda e emprego. Até porque o desemprego involuntário é o resultado mais provável de ser obtido a partir da operação normal de uma economia capitalista. Mas de que forma, ou por quais instrumentos, pode a política monetária, de fato, interferir sobre a economia?

Conforme Carvalho (2000) Keynes afirma que a capacidade de produção/ geração de recursos de uma firma tem uma relação direta com a capacidade de antecipação de receitas por parte dos bancos (crédito). Isto porque a empresa dificilmente tem recursos monetários suficientes para aumentar sua produção antes da venda dos produtos. Entretanto, com crédito bancário, pode colocar em operação a produção e rapidamente transformá-la novamente em recursos monetários após a venda dos produtos. Assim, quando o governo altera o nível exigido dos depósitos compulsórios, afeta também a quantidade de crédito disponível para os empresários.

Outro fator importante é a taxa de juros dos títulos públicos. Se os juros forem altos, os empresários podem considerar mais vantajoso comprar os títulos públicos do que investir em ativos fixos, e vice-versa. Assim, uma queda nas taxas de juros tende a estimular a demanda por ativos de capital. Quando uma operação de compra de títulos é realizada pelo Banco Central, pode haver um estímulo às decisões de investimento. Isto porque uma compra dos títulos por parte da autoridade monetária diminuiria a quantidade de títulos no mercado e aumentaria a quantidade de moeda.

No que diz respeito à manipulação das taxas de desconto ou dos percentuais de reservas bancárias, Carvalho (2000) afirma que para Keynes e os Pós-Keynesianos a redução da taxa de juros de desconto e/ou a redução dos percentuais de reservas bancárias

não é condição suficiente para estimular a tomada de crédito para investimentos. Se as autoridades monetárias possuem o objetivo de promover o investimento, uma política monetária mais adequada seria aquela que despertasse interesse pela recomposição de portfólios mais ilíquidos (porém, mais rentáveis) e, simultaneamente, proveesse fundos à economia para que essa estratégia pudesse ser realizada. O investimento somente ocorrerá se houver já uma demanda reprimida por crédito para financiar sua realização.

Para Keynes e Pós-Keynesianos, há duas esferas de circulação da moeda numa economia: a industrial e a financeira. A primeira faz girar bens e serviços, e nessa a moeda é um meio de troca. A segunda esfera faz girar ativos financeiros, e nessa a moeda torna-se um ativo. Assim, se o objetivo é incentivar a atividade econômica, é necessário promover o incentivo da migração de capitais da esfera financeira para a esfera industrial; faz-se necessário promover lucros na esfera industrial que superem os juros da financeira.

A política monetária, portanto, e diferentemente da política fiscal, não age diretamente sobre a demanda e, daí, sobre o produto. Assim, cabe tomar medidas de política baseadas em análises sobre a reação esperada dos agentes econômicos, as quais nem sempre se cumprem. Ademais, e isto é central, devemos observar que entre a decisão de política monetária do governo e o público, há os bancos. Estes podem ter outros objetivos que não a disponibilização dos recursos aos agentes. Eles podem, por exemplo, reter todo o aumento de oferta monetária, ou comprar papéis no mercado secundário, mantendo um balanço mais líquido. Ambas decisões trariam efeito zero sobre o produto.

De fato, para que a política monetária possa atingir plenamente seus objetivos é preciso que os agentes não-bancários invistam em ativos de capital ao invés de papéis, e os bancos emprestem os recursos disponíveis às empresas investidoras. Dessa forma, os recursos vazariam da circulação financeira para a circulação industrial.

Portanto concluímos, de acordo com o que foi até aqui apresentado neste tópico, que os pós-keynesianos consideram que a política monetária pode ser sim eficiente a curto prazo, mas sua eficácia dependente conjuntamente das decisões das autoridades monetárias, dos bancos e dos investidores/ público em geral.

Ainda cabe discutir, por certo, o papel da moeda no processo inflacionário e, a partir daí, o papel da política monetária como instrumento para combater a inflação. Quanto à inflação, os Pós-Keynesianos não concordam que ela seja proveniente unicamente de uma

pressão de *demanda*, pois também consideram como importante, por exemplo, a existência de uma *inflação de custos*. E podemos também, legitimamente, contemplar outras origens para um processo inflacionário, como, por exemplo, o chamado conflito distributivo. E se a natureza da inflação torna-se mais complexa – ela não é vista como sendo sempre de demanda, em função de um excesso de oferta de moeda – a “forma de enfrentá-la” também ganha complexidade. É evidente que os pós-keynesianos admitem que uma política monetária restritiva tem efeito depressivo sobre a demanda. Por conseguinte, também se faz sentir sobre o nível de renda, emprego e, no mais das vezes, sobre o nível geral de preços. Contudo, pode-se argumentar, segundo Costa Deos e Brito (2001), que um controle da inflação utilizando-se somente da taxa de juros pode acarretar em efeitos contraditórios como, em algumas situações, um *aumento* da inflação devido ao repasse do custo dos juros aos preços. Isso porque uma diminuição do nível de demanda, efeito de um impacto recessivo de uma política monetária restritiva, pode fazer com que os produtores, ao invés de diminuírem os preços, os *umentem*, com o objetivo de evitarem que suas margens de lucro sejam esmagadas. E é por ter o efeito deletério sobre a economia real, o efeito contraditório sobre nível de preços que os pós-keynesianos criticam essa política tradicional, entendendo que outras formas de intervenção poderiam ser contempladas.

3.2 Regime de Metas de Inflação sob um Ponto de Vista Pós-Keynesiano

Mas o que dizem os Pós-Keynesianos, especificamente, quanto ao regime de metas? Sicsú (2002), ao avaliar esta forma de condução de política monetária, critica a teoria ortodoxa que defende o regime de metas e a idéia de que a política monetária deve ser utilizada apenas como meio de se combater a inflação. Para ele, uma prova fundamental de que uma expansão monetária tem sim impactos sobre variáveis reais é que, em situações de desaquecimento econômico, ministros, empresários e parlamentares sempre desejam uma queda na taxa de juros. Se o resultado a longo prazo de uma queda na taxa de juros fosse apenas inflação, isso já teria sido aprendido anteriormente e seria considerada ineficaz e prejudicial.

Além disso, Sicsú também afirma que a política monetária deve ser utilizada com as demais políticas para se atingir um nível aceitável e desejável de desemprego e inflação.

Uma política monetária voltada apenas para a manutenção da inflação a níveis baixos estaria, na verdade, sendo sub-utilizada.

Conclusão importante que está no referido trabalho de Sicsú é que não é possível afirmar que a queda da inflação nos países que adotaram o regime de metas se deva à adoção desta política, pois houve uma tendência de queda da inflação, durante a década de 1980, na maior parte dos países desenvolvidos. Por fim, ele também refuta o argumento de que o sistema de preços necessita, invariavelmente, de algum tipo de âncora (monetária, cambial ou regime de metas) demonstrando que há diversos países que não adotaram nenhum tipo de âncora e possuem inflação controlada.

Na mesma linha está a avaliação Libânio (2004). Para este, a utilização da política monetária não deve ser o instrumento único, ou mesmo o principal, para a estabilização de preços. Ele também reforça aqui a opinião dos pós-keynesianos de que um controle da liquidez pode trazer efeitos nocivos para emprego e renda, além de não necessariamente atacar as causas da inflação.

Um outro ponto da visão neoclássica criticada por Libânio no referido trabalho diz respeito aos efeitos de longo prazo da política monetária. Ao contrário da visão conservadora, o autor afirma que os efeitos reais da política monetária são duradouros, pois geram aumento na demanda de bens de capital e aumentam a procura da mão-de-obra, sendo que o mercado de trabalho apresenta uma característica “inercial”, ou seja, não sofre grandes oscilações em curto espaço de tempo.

Por fim, apesar das críticas ao regime de metas de inflação, Libânio (2004) destaca um ponto positivo: a transparência das decisões de política. Ele concorda que uma maior transparência e clareza das políticas monetárias pode trazer maior confiança ao setor privado. Entretanto, a política monetária deve ser utilizada em conjunto com as demais políticas, tais como a cambial e a fiscal, pois, havendo um descompasso entre elas, os resultados pretendidos pelo Banco Central podem não ser atingidos, gerando, desta forma, uma desconfiança para mercado. Além disso, deveriam ser estabelecidas metas não apenas para inflação, mas também para variáveis reais, tais como o produto nacional. Enfim, Libânio propõe um conjunto bem mais amplo de políticas para atingir um conjunto bem mais amplo de variáveis .

Conclusão

Este trabalho teve o objetivo de apresentar a visão de diferentes escolas de pensamento econômico a respeito do regime de metas de inflação. Para tanto, recorremos às bases teóricas de cada escola refletindo sobre o papel da moeda em cada uma, e sobre qual a forma de conduzir a política monetária coerente com este papel. Também nos propusemos a apresentar, no início deste trabalho, a experiência de países pioneiros no uso do regime de metas, focando nos resultados que obtiveram no curto prazo: 5 a 7 anos. Na seqüência, discutimos sumariamente a experiência brasileira. No momento de concluir este trabalho, cabe argumentar qual das formas de condução de política monetária nos parece mais apropriada, de acordo com tudo o que vimos até aqui, para o contexto dentro da realidade brasileira.

No Brasil, o regime de metas de inflação foi introduzido em 1999. A alteração de um regime de bandas cambiais para um regime de metas fez com que o único objetivo de política monetária a ser alcançado pelo Banco Central fosse a convergência da inflação para a meta estipulada, fato que tem “esquentado” o debate desde então.

Neste contexto, há diversos economistas que criticam a própria existência do regime de metas. Estes, adeptos, em sua maioria, da escola de pensamento econômico Pós-Keynesiana e que recorrem às bases teóricas desta escola como fonte de argumentação, pregam principalmente que, sendo função única e exclusiva do Banco Central o alcance das metas de inflação, outros objetivos macroeconômicos de grande importância, tais como renda e emprego, passam a ser considerados secundários e comprometidos por uma elevada taxa de juros, que pode até mesmo ter resultados adversos no controle da inflação. Argumentam, ainda, que há outros instrumentos também para controle da inflação, e eles deveriam ser utilizados em conjunto com a taxa de juros. Mesmo porque, dizem, não há evidências suficientemente fortes de que o regime de metas de inflação tem sido responsável por quedas no índice de inflação nos países em que é utilizado. Por fim, afirmam que o regime de metas, além de deixar a autoridade monetária “de mãos atadas” quanto à busca de crescimento e emprego, ainda pode agravar o déficit público, como resultado de taxas de juros consideravelmente elevadas, e que a realidade brasileira, uma economia historicamente instável, dependente de capitais externos e vulneráveis a crises

sucessivas, encontra-se ainda mais vulnerável e dependente dos “humores” da economia internacional sob o regime de metas.

Na outra ponta estão os defensores do regime de metas de inflação tal como vem sendo praticado no Brasil. Estes, que podemos relacionar com escola Novo Clássica de pensamento econômico, argumentam que há forte necessidade de uma âncora para a economia brasileira, seja ela cambial, monetária ou regime de metas. Como esta última é a que se adequa de forma mais eficiente ao cenário macroeconômico atual, o regime de metas de inflação deve ser considerado a forma ideal de condução da política monetária. Ademais, defendem a rigidez do regime de metas, sob o argumento de que eventuais flexibilizações/ alterações poderiam abalar a confiança no país por parte de investidores estrangeiros. Entretanto, uma “ala” deste grupo defende uma rigidez ainda maior do regime de metas do que aquela que vem sendo praticada no Brasil. Exemplo de tal posição está em sua afirmação de que o intervalo de tolerância de 2,5 pontos percentuais ao redor da meta é hoje o mais alto do mundo. Também defendem que o Banco Central deva se esforçar para atingir o centro da meta, e não contentar-se em apenas ficar dentro das margens permitidas. E argumentam ainda que se mantenha a utilização de um índice de inflação cheio (IPCA), tal como é utilizado hoje. Isso porque a utilização de um índice que refletisse a inflação apenas de preços livres, ou a criação de um núcleo de inflação - que significaria desconsiderar preços administrados e/ou sujeitos a algum choque de oferta (tais como alterações abruptas na taxa de câmbio, aumento do preço internacional de *commodities*, etc) - poderia trazer falta de credibilidade ao sistema. Nas próprias palavras de Sérgio Werlang, então diretor de política econômica do Banco Central na época de implementação do regime:

“Isso (a adoção de um índice cheio ou um núcleo de inflação) foi muito discutido por nós, mas chegamos à conclusão de que começar o sistema dizendo que adotariamos um índice expurgado poderia trazer problema de credibilidade. Afinal, o índice já era oficial, não era calculado por instituição de fora do governo” (Werlang, 2004, apud Fraga, 2004).

Além disso, os defensores da manutenção/aperto do regime de metas argumentam, de forma correta, que a inflação sentida pelo consumidor é aquela expressa pelo índice cheio. Assim, um índice de inflação que desconsiderasse variações dos preços administrados, por exemplo, não representaria aquela realmente sentida pelos

consumidores. Por fim, dizem que em um país como o Brasil, que já enfrentou inúmeras situações de crises durante os últimos 25 anos, tais como moratória, hiperinflação, congelamento de preços, diversos planos de estabilização, implementação de moedas diferentes e até confisco de poupanças, necessita de um regime austero para provar aos investidores estrangeiros de que não há riscos de quebras de contratos.

Por fim, há aqueles que fazem “críticas internas” ao regime de metas de inflação, que é a visão que assumimos no decorrer da elaboração deste trabalho. Reconhecemos ser necessária e benéfica a existência do regime de metas, por ser uma forma de trazer confiança aos agentes e “acalmar”, dessa forma, as expectativas quanto ao futuro. No entanto, fazemos “coro” para a necessidade de alterações. Dentre estas alterações, encontra-se aquela que atenderia à principal crítica: a falta de flexibilidade. A inflação a ser perseguida não deve ser aquela calculada por um índice “cheio”, tal como o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Este índice, como já vimos, sofre grande impacto frente a choques cambiais e a variação dos preços dos serviços que são indexados, os quais não são afetados por um aumento na taxa de juros. Assim, ressaltamos a necessidade da utilização de um índice que desconsiderasse tais impactos, ou seja, da adoção de um índice baseado em um núcleo de inflação, como ocorre em 7 países dos 22 – além dos participantes da zona do euro - que utilizam o regime de metas como instrumento de política monetária atualmente. Este argumento torna-se ainda mais forte quando atentamos para o fato de que as metas de inflação no Brasil não foram cumpridas durante 3 anos consecutivos: 2001, 2002 e 2003. As justificativas de Armínio Fraga, para os anos de 2001 e 2002, e de Henrique Meirelles, para o não cumprimento da meta em 2003, foram a mesma: o estouro da inflação foi resultante de choques excepcionais de oferta. Portanto, um índice que excluísse o impacto desses choques seria mais fácil de ser perseguido, e não haveria a necessidade, em casos de choques de oferta, de alterar a meta, ou de simplesmente não cumpri-la. Mesmo porque o não cumprimento da meta de inflação, pode trazer uma crise de confiança muito maior do que a alteração do índice de inflação “cheio” para um núcleo de inflação.

Também compartilhamos a visão de que, frente a choques de oferta, as metas de inflação não podem ser alcançadas senão com graves custos, tais como o comprometimento do crescimento da renda e do emprego. Conforme Prado (2004) demonstrou, os preços

livres compõe 71% do IPCA cheio, enquanto os administrados têm um peso de 29% no índice. Assim, um aumento significativamente acima da inflação por parte dos preços administrados, que é de fato o que vem ocorrendo, faz com que exista a necessidade que os preços livres fiquem bem abaixo da meta de inflação. Isto porque os preços administrados, tais como tarifas públicas, por exemplo, não são afetados pela taxa de juros. Dessa forma, há a necessidade de um aperto monetário maior ainda para que os preços livres apresentem inflação abaixo da meta, e na média, o índice cheio fique no patamar esperado. Ademais, também refutamos o argumento dos defensores do índice de inflação cheio de que o índice a ser perseguido pela meta deva necessariamente ser aquele correspondente à inflação sentida pelos consumidores. Em nossa opinião, a meta deve ser perseguida levando em consideração um índice composto por preços que podem ser afetados pela taxa de juros, ou seja, composto por preços livres.

Acreditamos que a existência do regime de metas é importante, por trazer confiança aos agentes e aliviar as expectativas futuras quanto à inflação, na medida em que há comprometimento da autoridade monetária neste quesito. Contudo, vemos a necessidade de adequação do regime de metas à realidade brasileira, através de uma maior flexibilização do regime, sobretudo pela alteração do índice de inflação a ser alcançado. Acreditamos que o atual momento econômico possibilita uma alteração do regime de metas com manutenção de credibilidade externa e sem alterações das expectativas futuras. Isso porque os mercados estão relativamente “calmos”, como atestam o dólar estável e o risco-país em baixa, e porque o momento econômico e político são favoráveis, com queda na taxa de desemprego e crescimento da economia. A mudança do índice cheio para um núcleo de inflação agora talvez não suscite crise de confiança no mercado. Entretanto, se isto não for feito, talvez no futuro, em um momento de crise, o país seja obrigado a rever o regime de metas. E num cenário crítico diminuem as possibilidades de mudança e aumentam seus custos. Ademais, como dito anteriormente, se a preocupação da autoridade monetária é de não perder legitimidade e confiança, a alteração é fundamental, uma vez que, frente a choques de oferta, muitas vezes as metas de inflação não podem ser alcançadas - como em 2001, 2002 e 2003 - o que pode trazer uma ameaça de confiança e legitimidade do regime muito maior. Portanto, a solução não está na extinção/ eliminação do regime de metas, o que pode comprometer as expectativas em relação ao futuro e trazer perda de credibilidade, mas

adequá-lo de forma que ele não “sufoque” o crescimento econômico e comprometa o emprego/ renda no país. E o momento de fazê-lo, acreditamos, é agora.

Bibliografia

- BATISTA JR, P. (2004). Quem precisa ser demitido? *Folha de São Paulo*. 18-nov.
- BELLUZZO, L. (2004). Quem muito quer nada tem. *Folha de São Paulo*. 15-fev.
- BERNANKE et alii (1999). *Inflation Targeting. Lessons from the International Experience*. Princeton, New Jersey, Princeton University Press.
- CANUTO, O. (1999). *Regimes de política monetária em economias abertas*. Textos para discussão. IE/ UNICAMP, Campinas, n. 92, dez.
- CANUTO, O. (2002). Taylor e a regra de Greenspan. Decisão do Fed reflete postura agressiva quanto aos riscos assimétricos para baixo. *O Estado de São Paulo*. 12-nov.
- CANUTO, O. (2003) – Tirando a saia justa. *O Estado de São Paulo*. 5-mar.
- CARVALHO, F. (1992). *Moeda, Produção e Acumulação: Uma Perspectiva Pós-Keynesiana*. Fundação Universidade de Brasília.
- CARVALHO, F. (2000). *Economia Monetária e Financeira: teoria e prática*. Rio de Janeiro, Campus.
- CECCHETTI, S. (1998). *Policy rules and targeting: framing the central banker's problem*. FRBY Economic Policy Review, August.
- COSTA, F.; DEOS, S.; BRITO, J. (2001). Meta inflacionária, juros e preços no varejo brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 21, n.4 (84), out-dez.
- DELFIN NETTO, A. (2003). Câmbio e juros. *Folha de São Paulo*. 5-mar.
- DELFIN NETTO, A. (2004). Há anos a inflação é a mesma. *Folha de São Paulo*. 13-out.
- DELFIN NETTO, A. (2004). Por que aumentar o juro real? *Folha de São Paulo*. 22-set.
- DELFIN NETTO, A. (2002). Sistema de metas de inflação foi desmoralizado e precisa ser revisto. *Uol News*. 3-dez.
- FAZENDA DEFINE NESTE MÊS NOVAS METAS MACROECONÔMICAS (2003). *Valor Econômico*. 14-jan.
- FARHI, M. (2004). Metas de inflação e o medo de crescer. *Política Econômica em Foco*, v. 4, mai-out.

- FRAGA, A.; GOLDJAIN, I. ; MINELLA, A. (2003). Inflation Targeting in Emerging Market Economies. Brasília: *BACEN* (Working Paper no. 76).
- FREITAS, P. (2001). Regime de Metas para a Inflação no Brasil. *Departamento de Economia – Unb*.
- GOVERNO AJUSTA META DE INFLAÇÃO PARA 8,5% (2003). *Folha Dinheiro*. 22-jan.
- LIBÂNIO, G. (2004). *Temas de Política Monetária: Uma Política Pós-Keynesiana*. Textos para discussão. UFMG/ Cedeplar, n.229, mar.
- LUCAS, R. (1995). Monetary Neutrality. *Prize Lecture – University of Chicago, USA*.
- MCDONOUGH, W. (1997). *A framework for the pursuit of price stability*. FRBY Economic Policy Review, August.
- MENDONÇA DE BARROS, L. C. (2003). Pau que nasce torto morre torto. *Folha Dinheiro*. 21-fev.
- META AJUSTADA DE INFLAÇÃO PERMITE MANTER OS JUROS (2003). *Valor Econômico*. 9-jan.
- MISHKIN, F. (1998). *Moeda, Bancos e Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro, LTC.
- MISHKIN, F. & POSEN, A. (1997). *Inflation targeting: lessons from four countries*. FRBY Economic Policy Review, August.
- NASSIF, L. (2004). O “hiato” da produção e os juros. *Folha de São Paulo*. 12-nov.
- PINTO, C. (2003). BC vai elevar meta ajustada da inflação para este ano. *Valor Econômico*, 9-jan.
- PRADO, M. (2004). Alta gradual do juro é inócua, dizem analistas. *Folha de São Paulo*. 16-nov.
- PRESCOTT, A. (2004). *Prêmio para estudo sobre bancos centrais independentes*. Arizona State University, 20-out, Entrevista à Revista Veja.
- OLIVEIRA, R. (2003). BC vai trazer inflação de volta à meta hoje vigente. *Valor Econômico*. 8-jan.
- SICSÚ, J. (2002). Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionários. *Revista de Economia Política*. Vol. 22, no. 1 (85), jan-mar.
- SAYAD, J. (2004). Inflação Sustentável. *Folha de São Paulo*. 15-mar.

SAYAD, J. (2004). Um quarto de 1%. *Folha de São Paulo*. 20-set.

SOUZA, L.; CRUZ, N. (2003). Governo ajusta meta de inflação para 8,5%. *Folha de São Paulo*. 22-jan.

WERLANG, S. (1999). A austeridade fiscal é tudo. *Revista conjuntura Econômica*. Maio.