

REGIME DE METAS: VANTAGENS E DESVANTAGENS DO USO DE METAS MONETÁRIAS E INFLACIONÁRIAS

Valber Gregory Barbosa Costa Bezerra Santos
Mestre em Economia Aplicada pela Universidade Federal de Alagoas.

Felippe Rocha Presado Menezes de Barros
Professor Auxiliar Substituto da Universidade Federal de Alagoas.

Resumo – O presente estudo pretende apresentar as vantagens e desvantagens do uso do regime de metas monetárias, de origem monetarista, e inflacionárias, de origem novo-clássica. Todo o trabalho foi elaborado por meio de revisão bibliográfica, com base em doutrina Novo-Keynesiana, Novo-Clássica e Monetarista. Ao final, fica demonstrado: (i) que o sucesso do regime de metas monetárias depende da previsibilidade de velocidade da moeda e do comprometimento com a meta pelas Autoridades Monetárias (ii) que não há nenhum dado que demonstre ser o regime de metas inflacionárias pouco produtor; (iii) que a doutrina contrária ao regime de metas de inflação se apoia na ideia da desregulamentação do setor financeiro pela não atenção dada pela Autoridade Monetária a outros agregados, à demora para efetividade da medida e ao seu regramento rígido.

Palavras-chave: Macroeconomia; autoridade monetária; regime de metas.

GOAL SCHEME: ADVANTAGES AND DISADVANTAGES OF THE USE OF MONETARY AND INFLATION TARGETS

Abstract – The present study intends to present the advantages and disadvantages of the use of the monetarist monetary and inflation targeting regime of new-classical origin. All the work was done through a bibliographical revision, based on New-Keynesian, New-Classical and Monetarist doctrine. In the end, it is demonstrated: (i) that the success of the monetary targets regime depends on the predictability of currency velocity and commitment to the target by Monetary Authorities (ii) that there is no evidence that the inflation targeting regime producing; (iii) that the doctrine contrary to the inflation targeting regime is based on the idea of the deregulation of the financial sector due to the lack of attention given by the Monetary Authority to other aggregates, the delay in the effectiveness of the measure and its rigid regulation.

Keywords: Macroeconomics; Monetary Authority; Goal Regime.

INTRODUÇÃO

As últimas duas décadas mostraram que as Autoridades Monetárias (doravante também chamadas de Banco Centrais) buscaram sempre manter baixos índices de inflação (estabilidade de preços) e apontaram este objetivo como seu principal fim. Além disso, ficou claro que, no curto-prazo, as economias preferiram fazer arranjos na composição dos agregados monetários como forma de praticar política de estabilizam de curto-praz (SVENSSON, 2003, p. 1). Surgiram, desde então, várias abordagens sobre qual o modo de se obter estes resultados.

O presente estudo pretende apresentar as vantagens e desvantagens do uso do regime de metas monetárias, de origem monetarista, e inflacionárias, de origem novo-clássica. Todo o trabalho foi elaborado por meio de revisão bibliográfica, com base em doutrina Novo-Keynesiana, Novo-Clássica e Monetarista. Para tal fito, serão apresentadas as características dos dois últimos regimes, com base

em doutrina novo-keynesiana, novo-clássica e monetarista. O objetivo é entender se o regime de PIB nominal é vantajoso em relação os de meta de inflação e de agregados monetários.

Há tempos se sabe que as políticas econômicas afetam as variáveis econômicas com certa defasagem (ROMER, 1995, p. 416). Ademais, o Estado¹ não possui informação completa acerca da condição atual da economia, seja em relação ao rumo que se tomaria acaso certa medida fosse efetivada, seja em relação aos efeitos que determinada política econômica terá sobre os agentes. Torna-se, pois, impreterivelmente importante, ao se discutir política econômica, esclarecer sob quais aspectos deste *lag* temporal e das incertezas dos agentes está-se esclarecendo.

Tradicionalmente, tem-se, para fins de estudo e elaboração de políticas econômicas sob incerteza, a distinção entre objetivos, instrumentos, metas intermediárias e indicadores de políticas (TINDERBEG *apud* ROMER, 1995, p. 417). Tratemos de esclarecê-los, utilizando a abordagem de Romer (1995, p. 417-418). Os objetivos são os fins da política, tais como a inflação e o desemprego. Os instrumentos, por outro lado, são as variáveis que os *policymakers* podem controlar diretamente.

Os indicadores e as metas intermediárias, contudo, permanecem no limbo entre os instrumentos e os objetivos, isto porque os primeiros são variáveis de informação, *i.e.*, através dos valores por eles pontuados há de se aperceber de algum fenômeno em determinada economia. As metas intermediárias, por sua vez, são variáveis sobre as quais os *policymakers* escolhem focar ao invés dos objetivos.

Neste sentido, um regime monetário que adote metas intermediárias pode ser descrito como um regime de política na qual o Banco Central assinala um objetivo a ser seguido, conforme assegura Walsh (2003, p. 541). Sobre este ponto, conforme será demonstrado no presente trabalho, há escolhas, por exemplo, de agregados e de taxas (monetários e produto ou inflação e câmbio, por exemplo). Relembrem, por fim, Abel, Bernanke e Croushore (2008, p. 547) que metas intermediárias, também chamadas de indicadores seriam as variáveis macroeconômicas que o FED não pode controlar diretamente mas pode influenciar de forma previsível e que “por sua vez estão relacionados com os objetivos que o FED está tentando alcançar”.

A partir dos anos 1950, o uso de metas intermediárias para balizar certa política monetária, mais especificamente, tornou-se de uso comum nas nações, haja vista a novel evidência, trazida a lume pelos monetaristas, de que a política monetária (expansionista ou contracionista) influencia os agregados reais (máxime a taxa de desemprego) através do tripé taxa natural de desemprego, curva de Phillips e expectativas adaptativas (CARVALHO *et.al.*, 2007, p. 113). Havia a crença de que a política monetária seria mais contundente acaso fosse menos transparente, visto que choques monetários

¹ Aqui pontuado no sentido de mantenedor de Política Fiscal e de Autoridade Monetária.

seriam necessários para dar mais eficácia aos resultados da política praticada, visto se tratar de agentes que não direcionam seus atos para variáveis no futuro (MENDONÇA, 2006, p. 175).

A incorporação das expectativas racionais pelos estudiosos da escola que viria a ser reconhecida como Novo-Clássica (monetarismo tipo II, segundo a classificação de James Tobin, anteriormente citada) trouxe um prognóstico largamente diferenciado do praticado pelos monetaristas, ainda que pautados, no lado da demanda por moeda, em aspectos bem similares aos monetaristas. Segundo os economistas deste movimento², os agentes não apenas analisam o passado (*backward-looking*) para formar suas expectativas, mas aprendem com seus erros e formam expectativas quanto ao futuro (*forward-looking*) (CARVALHO *et. al.*, 2005, p. 125).

Finalmente, as conclusões, dentro desta “pequena” modificação, são radicalmente diferentes das proferidas pela escola das expectativas adaptativas: segue-se que o que “influencia o produto é apenas o excesso da oferta efetiva de moeda sobre a oferta esperada” (SIMONSEN e CYSNE, 1995, p. 630). Os novo-clássicos, em geral, advogam a adoção de alguma meta e o aumento severo de informações prestadas pela Autoridade Monetárias aos agentes econômicos. Enfim, o sistema de adoção de regimes de metas é uma possibilidade trazida à baila pelas Autoridades Monetárias (Bancos Centrais) para demonstrar para os agentes de uma economia quais são seus objetivos. Há, no entanto, de se pontuar que existem outras formas de se definir o regime de metas, isto é dizer, existem outras âncoras nominais que podem ser utilizadas com diretriz de política econômica. Sobre este ponto, Walsh (2003, p. 545) aponta vários estudos que trabalham com meta de nível de preços, meta de crescimento de renda nominal, meta híbrida de inflação-nível de preços, meta de média de inflação e outros regimes baseados na modificação do hiato do produto ou sua quase-diferença (*quasi-difference*).

Seguindo esta ordem, este trabalho está dividido em três capítulos. No capítulo 2 será feita a discussão acerca do regime de metas monetárias. Serão delineados, nesta parte, os fundamentos teóricos sobre os quais recaem esta forma de meta intermediária, sempre se pontuando sua origem histórica e praticabilidade em países, principalmente através dos estudos de Benjamin Friedman (1990), Feldstein e Stock (1994), Mishkin (2000), Mishkin (2004), Modenesi (2005), Giannoni e Woodford (2010) e Woodford (2010), bem como as críticas e posição histórica da sua falha.

O terceiro capítulo traz as considerações acerca do regime de metas inflacionárias. Novamente, propomos discutir, em que pese sem o veio eminentemente histórico, seus fundamentos teóricos, formas de prognóstico para a Autoridade Monetária e, finalmente, a novel discussão acerca do acerto de seu uso após as evidências pós-crise de 2008, para tal desiderato

² Cite-se Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace como precursores desta doutrina econômica (CARVALHO *et. al.*, 2005, p. 125).

utilizaremos a abordagem de McCallum e Nelson (2004), Bonomo e Brito (2001), Cysne (2005), Mendonça (2006) e Svensson (2003) além dos autores retromencionados.

REGIME DE METAS MONETÁRIAS

O regime de metas monetárias começou a ser adotado em diversos países industrializados no início dos anos 1970 (MISHKIN, 2000, p.1). São exemplos de países que seguiram este meio de determinação de trajetórias como objetivo de política monetária o Reino Unido (até a adoção do regime de metas inflacionárias em 1992), o Canadá, os Estados Unidos, a Alemanha e a Suíça. Segundo estudo de Mishkin e Posen (*apud* MISHKIN, 2000, p. 1), esta forma de regime de metas não obteve muito sucesso nos três primeiros países citados, sendo, contudo, vitorioso na contenção na estabilização de preços e da taxa de desemprego na Alemanha e na Suíça. Passemos aos fundamentos teóricos que dão suporte ao regime de metas baseado nos agregados monetários.

FUNDAMENTOS TEÓRICOS

O regime de metas monetárias tem espeque na teoria monetarista, ou teoria monetarista tipo I, tal como pretende a tipologia de James Tobin (*apud* MODENESI, 2010, p. 54). Mais especificamente, a partir dos anos 1950, com as obras de Milton Friedman (1968 e 1988), abre-se terreno para o estudo da transmissão da política monetária para os agregados reais da economia ainda sob o arcabouço neoclássico. A abordagem monetarista baseia-se nas ideias de taxa natural de desemprego, curva de Phillips e no comportamento de adaptação dos agentes econômicos (expectativas adaptativas). Estudemos cada item separadamente.

A TAXA NATURAL DE DESEMPREGO

O conceito de taxa natural de desemprego é uma reestruturação a abordagem do conceito clássico de pleno emprego dos fatores de produção. Segundo Milton Friedman, não há explicitamente, mesmo se há produção no nível potencial de uma dada economia, a empregabilidade de toda a mão de obra existente.

Tem-se, na realidade, uma taxa necessária de desemprego a qual ele chama de voluntário, *i.e.*, a não empregabilidade determinada pela volição do agente econômico, que não aceita trabalhar pelo nível salarial existente, e o desemprego friccional, causado tão-somente pela diferença temporal entre alocação de contratos de trabalho no tempo (MODENESI, 2005, p. 53-54). Carvalho *et.al.* (2007, p. 113) nos lembram que, na teoria monetarista, quando uma economia

está em repouso, a sua taxa de desemprego é igual a natural³. Assim, ocorre desemprego fora da sua taxa natural quando os agentes estão dispostos a trabalhar ao nível salarial existente, mas não encontram vagas para se alocarem.

Utilizando forte arcabouço microeconômico, a escola monetarista também visa a demonstrar que a taxa natural de desemprego possui propriedades desejadas. São duas, aponta a literatura, a unicidade e a estabilidade (CARVALHO *et.al.*, 2005, p. 114 e MODENESI, 2005, p. 54-55). A unicidade exige que o ponto de equilíbrio seja único, enquanto que a estabilidade demonstra que a taxa de desemprego, acaso inexistir intervenção, converge para este ponto. Importante adendo deve ser feito para explicar a existência, no caso presente, de flexibilidade total de preços (e, desta forma, de salários).

Por fim, é importante saliente que a taxa natural, em que pese única e estável, pode diminuir como reflexo de algumas medidas. Modenesi (2005, p. 58) elenca as medidas como, por exemplo, aumento de incentivo para que as pessoas trabalhem, através, por exemplo, de reduções do imposto direto sobre a renda dos agentes; aumento do grau de mobilidade geográfica da mão-de-obra; redução das imperfeições de informação no mercado de trabalho; e, finalmente, flexibilização das regras trabalhistas.

A CURVA DE PHILLIPS ACELERACIONISTA

Após a abordagem diferenciada da taxa de desemprego de uma economia, a escola monetarista passa a revisar o *trade-off* existente entre inflação e desemprego, principalmente por meio da reinterpretação do método aplicado na chamada curva de Phillips. A curva original trazia uma contraposição entre taxa de variação percentual do salário nominal e taxa de desemprego (MODENESI, 2005, p. 60). A curva original, apontam os monetaristas, fora montada plotando somente a inflação do salário nominal contra a taxa de desemprego, segue-se que esta equação de Phillips somente é válida para economias com preços estáveis.

A modificação monetarista parte de um ponto simples, conforme explicita CARVALHO *et.al.* (2007, p. 116-117): percebe-se que após ter sido implementada política monetária em que há aumento da taxa de inflação, diminui-se o desemprego. Tal fato ocorre porque os trabalhadores sempre acabam percebendo que foram iludidos e retornam à condição original de desempregados de forma voluntária, maximizando sua satisfação. Adicionando à antiga formulação de Phillips a variável expectativa da inflação, tem-se, pois, a curva de Phillips versão Friedman-Phelps (ou curva de Phillips aceleracionista) (MODENESI, 2005, p. 63).

³ Lembram-nos ainda que o conceito monetarista de natural é aquele da teoria *wickselliana* (CARVALHO *et.al.*, 2005, p. 113), com o intuito de discernir causas de fundo estrutural e institucional do nível de desemprego (MODENESI, 2005, p. 54).

As expectativas a que se refere Friedman são aquelas obtidas com informações baseadas tão-somente no passado. Devido ao comportamento adaptativo do agente formulador de expectativas, esta forma de expectativa ficou conhecida como expectativa adaptativa. Outrossim, segundo afirma Parkin (*apud* MODENESI, 2005, p. 65), tem-se formação de expectativas conhecida também como *erro-learning hypothesis*, visto que o agente reavalia suas ações sempre que comete um erro; há, destarte, acaso seja mantida certa taxa de inflação, manutenção das expectativas dos agentes econômicos.

Decorre da afirmação retromencionada o primeiro prognóstico monetarista para a política monetária: na ausência de ilusão monetária, o nível de desemprego fixa-se na taxa natural. As consequências desta afirmação serão expostas a seguir.

O ATIVISMO MONETÁRIO E O PAPEL DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS: PRESCRIÇÕES E OBJETIVOS.

No modelo monetarista (ou monetarista tipo I) uma variação do nível de preços é diretamente correlacionada à expansão monetária. Desta feita, acaso os agentes organizem seus salários reais esperados superiores aos vigentes, tem-se apenas ilusão passageira (CARVALHO et al, 2005, p. 118). Logo, os trabalhadores descobrirão que estão sendo iludidos (visto que na realidade o salário real é o mesmo, abaixo daquele que estariam disposto a ofertar mão-de-obra, maximizando sua função utilidade lazer-trabalho) e, deste modo, irão abandonar o emprego.

Neste sentido, política monetária expansiva significa, de última forma, expor os agentes ofertantes de mão-de-obra a ilusões monetárias, ou seja, política monetária eficaz é aquela que ilude os trabalhadores. Diante disto, pode-se afirmar que ao aprender com o erro, o agente retira da política monetária a eficácia constante, sendo completamente lícito afirmar que a escola monetarista vê a política monetária eficaz somente no curto-prazo (MODENESI, 2005, p. 68). No longo prazo, a moeda é neutra e não altera outra coisa senão o nível geral de preços.

Diante disto, parte-se para o prognóstico que o Banco Central deve aplicar a uma economia: para manter a taxa corrente de desemprego abaixo da taxa natural, deve-se manter os trabalhadores em constante ilusão monetárias. Ocorre que, uma eventual expansão monetária irá constantemente iludir o agente, fazendo com que nunca esteja maximizando sua satisfação, sendo, para Friedman, um risco que não se pode seguir (CARVALHO, 2005, p. 118). Esta afirmação traz consequências práticas ao uso das metas monetárias. Primeiro porque a Autoridade Monetária surge como uma caixa de surpresas afim de iludir os agentes a todo momento, retirando, pois, a possibilidade de previsibilidade e, deste modo, da formação de expectativas.

Assim, Friedman é contrário à independência do Banco Central (ao seu discricionarismo), sendo que deve a Autoridade Monetária deve adotar regras de gestão da moeda. Para aquele autor, a receita é “a utilização de uma meta de expansão monetária publicamente pré-anunciada” (CARVALHO, 2005, p. 119), promovendo, pois a estabilidade, ao invés de perturbações amplas e irregulares.

Em síntese, Abel, Bernake e Croushore (2008, p. 555-557) apontam ao menos quatro proposições que os monetaristas elencam para fins de política monetária: a política monetária possui poderoso efeito no curto-prazo, sendo, entretanto, este nulo no longo prazo; apesar deste efeito no curto prazo, deve-se evitar seu uso para tentar diminuir os efeitos dos ciclos econômicos; mesmos sendo utilizado para aliviar os efeitos de ciclos na economia, o Banco Central não pode ser instigado a utilizá-lo todo momento, visto a ideia de surpresa do agente; por fim, o Banco Central deve escolher um agregado monetário e se comprometer a fazer com que este agregado cresça a taxas constantes, ano após ano.

Mais especificamente, quanto ao regime de metas monetárias, podemos apontar ao menos três elementos (MISHKIN, 2000, p. 1) que a definem. Primeiramente, há de se ter uma base de informações ao público balizada em algum agregado monetário (M1 ou M2, v.g.) para conduzir a política monetária. Segundo, a existência de anúncios sazonais de metas para estes agregados. Terceiro, e último, algum mecanismo de contabilidade que preveja algum desvio das metas monetárias propostas.

A CRISE FINANCEIRA DO FINAL DOS ANOS 1980 E AS LIMITAÇÕES DO REGIME DE METAS MONETÁRIAS

Através da análise do uso da sistemática do regime de metas monetárias nos Estados Unidos⁴, no Reino Unido, Canada, na Alemanha e na Suíça, em obra de escol, Frederic S. Mishkin (2000, p. 10) discorre acerca das lições (limitações) que podemos retirar do regime de metas monetárias. Para este autor, são três as lições que os monetaristas enfrentaram após aplicação da doutrina de expansão/contração dos meios de pagamento. Em análise pórtico, afirma o citado autor que a instabilidade da relação entre agregados monetários e as variáveis-meta (inflação e renda nominal) tornam problemático o uso do regime de metas monetárias.

Segundo, aqueles países demonstraram que a chave para o sucesso da meta monetária é o engajamento ativo na comunicação que promove a transparência e contabilidade da Autoridade Monetária (Banco Central). Em terceiro lugar, percebe-se que, na prática, o regime de metas monetárias vem sendo bem flexível e uma abordagem mais rígida não vem sendo necessária para obter

⁴ Leijonhufvud (2009, p. 102) lembra que a regra utilizada pelo *Federal Reserve* fora determinado pelo *Glass-Steagall act*, dando mais rigidez ao sistema financeiro, que era, segundo ele, “compreensivamente regulado”.

boas taxas de inflação. Finaliza o autor identificando que flexibilidade, transparência e accountability da Autoridade Monetária devem andar juntos e também são importantes na determinação dos atos do Banco Central no regime de metas inflacionárias (MISHKIN, 2000, p. 12).

Para Modenesi (2005, p. 90) a maior desvantagem do regime de metas monetárias é seu atrelamento à velocidade de circulação da moeda, pois a instabilidade deste agregado torna inócuo o controle (ou determinação de uma regra clara) para convergir em uma meta. Assevere-se que a ideia é que a velocidade de circulação seja previsível, não constante, ou estável.

Ocorre que as variáveis que influenciam este agregado são exteriores aqueles dominados pela Autoridade Monetária. Finalmente, conforme pontua este autor, a falta de previsibilidade dos agregados monetários por este regime foi que levou à derrocada do seu uso no final dos anos 1980. Passemos agora a análise do caso do regime de metas de inflação.

REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

FUNDAMENTOS TEÓRICOS E O PAPEL DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS: PRESCRIÇÕES E OBJETIVOS

O regime de metas de inflação surgiu após a derrocada do regime de metas monetárias com suporte na teoria novo-clássica inaugurada por Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace. A novidade trazida por esta escola dá-se no sentido das expectativas. Ainda utilizando o arcabouço monetarista para explicar boa parte do funcionamento da economia, os novo-clássicos divergem do preceito de que os agentes somente formam suas expectativas olhando para o passado.

Na teoria novo-clássica, os agentes formam expectativas visando ao futuro, sendo que esta pequena modificação traz consequência máximas à formulação de política monetária e fiscal. Segundo CARVALHO *et al.* (2005, p. 126) a maior implicação desta modificação é que os modelos econômicos passam a possibilitar fazer prognósticos para o futuro. Deste modo, o que ficou conhecido como a crítica de Lucas fora a discussão acerca dos parâmetros utilizados pelos agentes econômicos para maximizar sua função utilidade. Esta forma de expectativa direcionada para o futuro ficou conhecida como expectativa racional. Vejamos os efeitos da adequação a esta escola.

Novamente, parte-se da existência de uma taxa natural de desemprego (seguindo ainda a abordagem wickselliana). O regime monetário de metas de inflação credencia-se pela busca exacerbada da estabilidade de preços (MODENESI, 2005, p. 188). Novamente, a curva de Phillips é reestruturada, surge, pois a Curva de Phillips de Lucas (CARVALHO, 2005, p. 129).

Quando afirmamos que as expectativas são racionais, supomos que os agentes podem entender a economia e podem até antecipar valores que sejam anunciados agora com eficácia

posterior. Deste modo, acaso haja um anúncio, por exemplo, do aumento da oferta de moeda pelo governo, os agentes irão se antecipar e desde já elevarão preços e salários da economia. Neste sentido, a política monetária será expansionista e é ineficaz para alterar variáveis reais.

O TRINÔMIO CREDIBILIDADE-REPUTAÇÃO-DELEGAÇÃO

Segundo alguns novo-clássicos existe um viés inflacionário presente na economia que se expressa por meio da implementação de políticas monetárias que são dinamicamente inconsistentes com a posição de equilíbrio correspondente à taxa natural de desemprego (CARVALHO *et al*, 2005, p. 133). Assim sendo, os gestores da Autoridade Monetária devem se precaver e suprir este viés com atos que aumentem a credibilidade do Banco Central, que é sempre medido pelo seu comportamento progressivo.

Deste modo, delegando-se o poder de detentor da manutenção da estabilidade de preços e de diversos acertos de agregados monetários, procura-se aumentar a reputação deste agente, que terá credibilidade o suficiente para propor as regras monetárias e evitar a possibilidade de os agentes se precaverem e anteciparem qualquer regra monetária na sua função de expectativas racional. Neste sentido, segundo aponta Walsh (2003) o Banco Central ganhará credibilidade e desmantelará os custos de desinflação implícitos.

Ademais, as autoridades, seguindo estes parâmetros, anunciam a eliminação da variação de estoque de moeda que causa a inflação, fazendo com que os agentes acreditem na política implementada e não antecipem os valores de preços e salários, fazendo com que não haja alteração nos salários reais, deixando o desemprego compatível com a taxa natural.

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: PROCEDIMENTOS

Para Modenesi, (2005, p. 189-190), o regime deve ser conduzido: primeiro, com o anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação; compromisso institucional com a adoção da estabilidade de preços como principal meta de longo prazo; com redução da importância das metas intermediárias; com maior transparência do Banco Central; com a independência dos instrumentos do Banco Central ou maior capacidade de execução de suas metas.

Segundo Mishkin (2000, p. 12) o regime de metas de inflação envolve ao menos cinco elementos: declaração pública de uma meta numérica de médio termo para a inflação; um comprometimento institucional com a estabilidade dos preços como um objetivo primário, de longo prazo da política monetária e para se obter a meta considerada; uma estratégia de informação inclusiva na qual várias variáveis são utilizadas nas decisões de política monetária (e não somente o agregado monetário); uma estratégia do aumento da transparência da política

monetária através da comunicação com o público e mercados sobre os planos e objetivos monetários dos *policymakers*; e, finalmente, um aumento na contabilidade⁵ da Autoridade Monetária para que se atenha aos seus objetivos de metas inflacionárias.

Acerca da transparência prediz Mendonça (2006, p. 15) que há de se ter algumas questões básicas que devem ser investigadas quando das declarações das Autoridades Monetária: i. se as previsões são publicadas; ii. se as previsões são *forward looking*; iii. se há uma discussão dos erros de previsão cometidos no passado; iv. se há alguma indicação dos riscos associados com as previsões.

Sobre a tendência internacional no início dos anos 1990 para adoção da metas inflacionárias Svensson (2003, p. 11) alegou que “há um suporte internacional para o regime de inflação flexível, em que a inflação é estabilizada em volta uma meta de inflação baixa no termo médio e há medidas graduais da política utilizada e se evita variabilidade desnecessária”.

A CRISE FINANCEIRA DE 2008 E AS LIMITAÇÕES DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

A crise financeira de 2008 deixou claro que as Autoridades Monetárias devem regular de firmemente o setor financeiro, sob pena de deslanche de produtos sem fundos, que podem afetar todo o sistema. Até que ponto a desregulamentação do setor financeiro americano se deve à adoção implícita de metas inflacionárias pelo Federal Reserve, este é ponto nada pacífico dentro da doutrina. Vejamos algumas opiniões.

Mishkin (2004, p. 495) aponta como desvantagem do uso do regime de metas de inflação três pontos: a demora que existe para se atingir a meta desejada (haja vista que se trata de uma meta avaliada durante um período considerável de tempo, um ou dois anos, por exemplo); a aplicação de regras rígidas e a possibilidade de que a Autoridade Monetária acabe deixando de lado a avaliação de outros agregados econômicos⁶. Acrescenta Leijonhufvud (2009, p. 102) que em tempos recentes, viu-se que o regime de metas inflacionárias pelo Banco Central trouxe, de fato, estabilidade no nível de preços. Entretanto, o *trade-off* fora compensado na frouxidão da regulação dos mercados, que supostamente deveriam ter cuidado da estabilidade financeira.

Modenesi aponta ainda algumas possíveis desvantagens do uso de metas inflacionárias. Primeiramente, entende o autor que pode aumentar a instabilidade do produto, por se balizar em um critério não totalmente controlável pela Autoridade Monetária. Segundo, pode levar à redução do crescimento econômico, visto que os agentes vão refazer suas expectativas diante de um crescimento estável do nível de inflação. Terceiro, há visível dificuldade de previsão da inflação e na definição de

⁵ O termo aqui deve ser entendido no sentido de *accountability*, ou seja, como um conjunto de meios contábeis direcionados a se obter uma meta específica.

⁶ Na realidade, o mesmo autor (2004, p. 5) já faz a reprimenda de que na prática não se tem estes problemas de forma explícita.

meta, visto que sempre haverá a possibilidade de choques externos, sendo que a função utilizada para determinação e uma taxa adequada leva em conta também as taxas esperadas. Quarto, conforme adentra à discussão da crise de 2008, não evita a dominância fiscal (este ponto vai totalmente de encontro ao que pregam os novéis autores das metas de PIB nominal, tais como Woodford (2012) e McCallum (2010). Finalmente, pode-se ter uma flexibilidade cambial requerida pelo regime, causando, passo consequente uma crise financeira (vide a ocorrência de 2008).

CONCLUSÃO

Conforme elabora consciente doutrina, o desejo de prover guias normativos para políticas públicas é tema fundamental que tem movimentado toda a teoria monetária (FRIEDMAN, 1990, p. 1186), de tal arte que o estudo de metas intermediárias como forma de substituição de declarações de objetivos monetários está no *mainstream* econômico há pelo menos 30 anos, sendo, ainda, uma das áreas mais práticas neste sentido.

Deste modo, o presente estudo teve como finalidade trazer à baila as vantagens e desvantagens do uso de pelo menos duas formas mais utilizadas de regimes monetários no mundo, o de metas monetárias, eminentemente balizado na doutrina monetarista e a de metas de inflação, de veio novo-clássico. A ideia é demonstrar que as duas formas são válidas, desde que atendidos certos pressupostos macroeconômicos e institucionais, tais como comprometimento, função resposta dos agentes econômicos e credibilidade da Autoridade Monetária.

Demonstrou-se o ponto diferencial entre as doutrinas que é a expectativa dos agentes econômicos. As conclusões, dentro desta “pequena” modificação trazida pelos novo-clássicos, são radicalmente diferentes das proferidas pela escola das expectativas adaptativas: segue-se que o que “influencia o produto é apenas o excesso da oferta efetiva de moeda sobre a oferta esperada” (SIMONSEN e CYSNE, 1995, p. 630). Os novo-clássicos, em geral, advogam a adoção de alguma meta e o aumento severo de informações prestadas pela Autoridade Monetárias aos agentes econômicos.

Enfim, o sistema de adoção de regimes de metas é uma possibilidade trazida à baila pelas Autoridades Monetárias (Bancos Centrais) para demonstrar para os agentes de uma economia quais são seus objetivos. Há, no entanto, de se pontuar que existem outras formas de se definir o regime de metas, isto é dizer, existem outras âncoras nominais que podem ser utilizadas com diretriz de política econômica. Sobre este ponto, Walsh (2003, p. 545) aponta vários estudos que trabalham com meta de nível de preços, meta de crescimento de renda nominal, meta híbrida de inflação-nível de preços, meta de média de inflação e outros regimes baseados na modificação do hiato do produto ou sua quase-diferença (*quasi-difference*).

Finalmente, fica demonstrado: (i) que o sucesso do regime de metas monetárias depende da previsibilidade de velocidade da moeda e do comprometimento com a meta pelas Autoridades Monetárias (ii) que não há nenhum dado que demonstre ser o regime de metas inflacionárias pouco produtor; (iii) que a doutrina contrária ao regime de metas de inflação se apoia na ideia da desregulamentação do setor financeiro pela não atenção dada pela Autoridade Monetária a outros agregados, à demora para efetividade da medida e ao seu regramento rígido.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABEL, Andrew B.; BERNANKE, Ben S.; CROUSHORE, Dean. **Macroeconomics**. 6. ed. Pearson Addison Wesley, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez anos de metas para a inflação - 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011.

CARVALHO, F. *et.al.* **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

FRIEDMAN, Benjamim. **Targets and instruments of monetary policy**. In: FRIEDMAN, B.; HAHN, F. H. Handbook of Monetary Economics. Elsevier Science Publishes, 1990, p. 1185-1230.

FRIEDMAN, Milton. **Inflação e desemprego: a novidade da dimensão política**. In: Clássicos de Literatura Econômica, Rio de Janeiro, Ipea-Inpes, 1988.

FRIEDMAN, Milton. **The role of monetary policy**. American Economic Review, março, 1968, p 1-17.

LEIJONHUFVUD, Alex. **Curbing instability: policy and regulation**. Volkswirtschaftliche Tagung, 2009.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. **Transparência, condução da política monetária e metas para inflação**. Nova econ. [online]. 2006, vol.16, n.1, pp. 175-198. ISSN 0103-6351.

MISHKIN, Frederic S. **From monetary targeting to inflation targeting: lessons from the industrialized countries**. Columbia University, 2000.

MISHKIN, Frederic S. **The economics of money, banking and financial markets**. 7.ed. Columbia University: Pearson, 2004.

MODENESI, A. M. **Regimes monetários: teoria e experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

ROMER, David. **Advanced Macroeconomics**. McGraw-Hill, 1996.

SIMONSEN, Mario Henrique; CYSNE, Rubens Penha. **Macroeconomia**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1995.

SVENSSON, Lars E. O. **Differing views on monetary policy**. Speech by Prof Lars E O Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank, at SNS/SIFR Finanspanel, Stockholm, 8 June 2012. Disponível em: <http://www.bis.org/review/r120612c.pdf>. Acesso em 13/01/2013.

SVENSSON, Lars E. O. **Monetary policy and real stabilization**. Cambridge, Massachusetts, 2003. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w9486.pdf>. Acesso em 13/01/2013.

SVENSSON, Lars. E. O. **Monetary policy after the financial crisis**. Speech by Mr Lars E O Svensson, Deputy Governor of the Sveriges Riksbank, at the Second International Journal of Central Banking (IJCB)

Fall Conference, Tokyo, 17 September 2010. Disponível em: <http://www.bis.org/review/r100920c.pdf>.
Acesso em: 13/01/2013.

WALSH, Carl. E. **Monetary theory and policy**. 2. ed. *The MIT Press*: Cambridge Massachusetts, 2003.