

O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica*

André Lúcio Neves**

Aluno do Programa de Mestrado em
Desenvolvimento Econômico da UFPR

e bolsista da Capes

José Luís Oreiro***

Doutor em Economia (IE-UFRJ), Professor
do Departamento de Economia da UFPR
e Pesquisador do CNPq

Resumo

O presente trabalho enriquece o debate sobre o regime de metas de inflação, no sentido de evidenciar que a concepção teórica desse regime é resultado de um longo debate sobre o papel do Estado na economia, em termos de controle da inflação e de crescimento econômico, ou seja, se a política monetária deve ser ativa, ou não, e como a teoria dominante sobre esse assunto foi incorporada no regime de metas de inflação. Assim, é discutida a estrutura teórica do Novo Consenso Macroeconômico, que fundamenta o regime de metas de inflação e as características desse regime, o que permite expor as suas vantagens sobre os principais regimes monetários já experimentados como âncora nominal. É mostrado que o regime de metas de inflação não é uma simples regra no sentido de Friedman e como o debate sobre qual deve ser o arranjo institucional de um banco central independente interage com a discussão sobre a trilogia transparência-reputação-credibilidade das autoridades monetárias em prol do sucesso no controle inflacionário.

Palavras-chave

Metas de inflação; política monetária; Novo Consenso Macroeconômico.

* Artigo recebido em mar. 2007 e aceito para publicação em dez. 2007.

** E-mail: dtnaneves@yahoo.com.br

*** E-mail: joreiro@ufpr.br

Abstract

This paper enriches the debate on the inflation targeting regime in the sense of evidencing that the theoretical conception of this regime is a result of a long debate about the role of the state in the economy in terms of control of inflation and economic growth. In other words, whether the monetary policy should be active or not and how the dominant theory on this subject was incorporated in the inflation targeting regime. Therefore, it is discussed the theoretical structure of the New Macroeconomic Consensus under which the inflation targeting regime is based and the characteristics of this regime, what allows to expose its advantages over the main monetary regimes already experienced as nominal anchor. It is shown that the inflation targeting regime is not a simple rule in the sense of Friedman and how the debate on which should be the institutional arrangement of an independent central bank interacts with the discussion about the trilogy transparency-reputation-credibility of the monetary authorities on behalf of the success of the inflationary control.

Key words

Inflation targeting; monetary policy; New Consensus Macroeconomics.

Classificação JEL: E52, E58.

1 Introdução

O regime de metas de inflação, adotado atualmente em mais de 20 países, representa uma estratégia alternativa à condução tradicional da política monetária por regimes de câmbio fixo ou meta de agregado monetário. Concebido sob o arcabouço teórico ortodoxo de neutralidade da moeda, o sistema de metas de inflação estabelece como objetivo principal a ser perseguido pelo banco central a estabilidade dos preços, para o que a credibilidade das autoridades monetárias é essencial. Por contribuir na construção da credibilidade das autoridades monetárias, os argumentos a favor de um banco central independente têm ganhado, cada vez mais, força dentro do regime de metas de inflação.

Nesse contexto, este trabalho tem por objetivo explorar o longo debate da teoria econômica: se a política monetária deve ser ativa, ou não, e como a teoria dominante sobre esse assunto foi incorporada no regime de metas de inflação.

Assim, é discutida a estrutura teórica do Novo Consenso Macroeconômico, o qual fundamenta o regime de metas de inflação e as características desse regime, o que permite expor as suas vantagens sobre os principais regimes monetários já experimentados como âncora nominal. É mostrado que o regime de metas de inflação não é uma simples regra no sentido de Friedman e como a discussão sobre qual deve ser o arranjo institucional de um banco central independente interage com a discussão sobre a trilogia transparência-reputação-credibilidade das autoridades monetárias em prol do sucesso no controle inflacionário.

Para atender ao objetivo proposto, este trabalho é dividido em oito seções, incluindo a presente **Introdução**. Na seção 2 é feita uma breve apresentação da evolução teórica da política monetária desde a curva original de Phillips, incluindo o debate regras *versus* discricionariedade, até o surgimento do pensamento novo-keynesiano. Na seção 3, abordam-se os regimes monetários alternativos ao sistema de metas de inflação. A seção 4 é dedicada à apresentação do Novo Consenso Macroeconômico. Na seção 5, é discutido o regime de metas de inflação em termos de suas características teóricas, os possíveis desenhos institucionais e suas vantagens e desvantagens. As seções 6 e 7 focam o debate na credibilidade e na independência do banco central respectivamente. Por fim, é apresentada a **Conclusão**.

2 A Política monetária antes do regime de metas de inflação

Nas duas décadas subseqüentes ao fim da Segunda Guerra Mundial, as idéias keynesianas, sob a síntese neoclássica, prevaleceram na discussão macroeconômica, e a política monetária foi uma espécie de instrumento de sustentação dos níveis de emprego. Nesse período, foi desenvolvida a teoria do *trade-off* entre a taxa de inflação e a taxa de desemprego. A sua concepção original deve-se a A. W. Phillips, que, em 1958, verificou a existência de uma relação inversa, estável e não-linear entre a taxa de variação do salário nominal e a taxa de desemprego, ao analisar a evolução dessas variáveis no Reino Unido, no período de 1861 a 1957. Para tanto, dividiu a sua análise em três períodos (1861 a 1913, 1913 a 1948 e 1948 a 1957), e as respectivas evidências estatísticas permitiram inferir que o baixo nível de desemprego poderia explicar a elevação dos salários monetários.

Samuelson e Solow (1960) procuraram verificar se, nos Estados Unidos, prevaleceria o mesmo resultado encontrado por Phillips para o Reino Unido.

Esses autores trabalharam com dados da economia norte-americana para o período 1900-60 e obtiveram resultados semelhantes, que denominaram Curva de Phillips modificada para os Estados Unidos, ao substituírem os salários nominais por taxa de inflação. A partir desse trabalho, a relação entre taxa de inflação e taxa de desemprego ficou conhecida como Curva de Phillips, e o *trade-off* entre essas duas variáveis foi intensamente explorado, nos anos 60, pelos economistas e *policymakers*, para reduzir a taxa de desemprego em detrimento do combate à inflação.

Nos anos 60, as políticas macroeconômicas, com destaque para a política monetária, deveriam estar adequadas ao objetivo de explorar a Curva de Phillips para conduzir a demanda agregada nominal, de forma a alcançar um baixo nível de desemprego a uma taxa de inflação moderadamente aceitável. Após a combinação desejada de taxa de desemprego e taxa de inflação a ser atingida, não haveria necessidade de se preocupar com a manutenção dessa combinação. Friedman (1976) denomina esse desenvolvimento teórico posterior à Segunda Guerra Mundial primeiro estágio.

Contudo a elevação da inflação e também do desemprego verificada em fins da década de 60 e intensificada nos anos 70 tornou a teoria keynesiana alvo de críticas, pela sua incapacidade em explicar esse fenômeno, denominado estagflação. Com isso, a teoria monetarista passou a influenciar a formulação das políticas monetárias, pregando o uso do controle dos agregados monetários.

Phelps e Friedman apresentaram uma hipótese alternativa como explicação para esse insucesso na exploração da Curva de Phillips, ao distinguirem efeitos de curto e longo prazos de mudanças não antecipadas na demanda agregada nominal: a hipótese da taxa natural de desemprego. Friedman (1968) reconhece a importância e a contribuição da Curva de Phillips no cenário macroeconômico, “[...] mas, infelizmente, [afirma que a Curva de Phillips] contém um defeito básico — o fracasso em distinguir entre salários nominais e reais —, justamente como a análise de Wicksell fracassou em distinguir entre taxa de juros nominais e reais” (Friedman, 1968, p. 8).

A hipótese da taxa natural de desemprego propõe que o *trade-off* de curto prazo pode ocorrer em virtude de as pessoas sofrerem de ilusão monetária, ao considerarem um aumento no salário nominal como uma elevação no salário real, o que proporciona uma maior oferta de mão-de-obra. Só que os aumentos de salário nominal são acompanhados pela ascensão dos preços, o que reduz o poder de compra do salário, fato não percebido imediatamente pelos trabalhadores. Mas, à medida que as percepções dos trabalhadores vão ajustando-se à realidade, a taxa de desemprego retorna ao patamar anterior da aceleração inesperada da demanda agregada, de forma a restabelecer a taxa natural de desem-

prego, o que culmina com uma Curva de Phillips vertical no longo prazo, denominada Curva de Phillips modificada ou Curva Aceleracionista de Phillips. Esse seria o segundo estágio no desenvolvimento teórico posterior à Segunda Guerra Mundial, de acordo com Friedman (1976).

Uma política monetária que vise reduzir o desemprego, sob a hipótese da taxa natural de desemprego, teria um resultado temporário, que seria corroído pela aceleração da inflação, pois “[...] não é a inflação por si só, mas a inflação não antecipada” (Friedman, 1976, p. 272) que promove a instabilidade no *trade-off* entre desemprego e inflação e a existência de uma taxa natural de desemprego no longo prazo.

Nesse contexto, as idéias monetaristas ganharam força e passaram a influenciar a condução da política monetária em vários países, para as quais as autoridades monetárias deveriam ter como objetivo o controle de variáveis nominais, dado que a História demonstra que a moeda pode ser uma poderosa fonte de distúrbio econômico. Assim, cabe à política monetária impedir que isso ocorra.

Friedman (1968), o maior representante dessa escola de pensamento econômico, afirma que seria preferível o uso de uma regra de crescimento constante da oferta de moeda na condução da política monetária para conter o processo inflacionário do que agir por meio das políticas monetárias discricionárias, uma vez que o “[...] nosso sistema econômico trabalha melhor quando produtores e consumidores, empregadores e empregados podem proceder com confiança completa de que o nível médio de preço comportará um caminho conhecido no futuro — preferivelmente, que será altamente estável” (Friedman, 1968, p.13).

Porém o problema dessa regra é que o sistema financeiro evoluiu muito na segunda metade do século XX, principalmente em decorrência das inovações financeiras, proporcionando a ocorrência de choques na demanda por moeda, ou seja, a velocidade do estoque de moeda sofreu variações significativas, o que tornou a relação entre o agregado monetário e a taxa de inflação instável. Com isso, as condições necessárias para o sucesso do controle dos agregados monetários não se mantiveram, e o uso da regra tornou-se ineficaz.

No início da década de 70, surgiu a escola de pensamento novo-clássico, como resultado da revolução das expectativas racionais, em que a moeda é neutra tanto no curto quanto no longo prazo. Essa escola permitiu uma nova interpretação do comportamento dos agentes econômicos perante a política monetária, eliminando a possibilidade de ilusão monetária defendida pelos monetaristas para justificar a não-neutralidade de moeda no curto prazo.

Muth (1961, p. 330) aponta três motivos, do ponto de vista teórico, para supor a racionalidade. Primeiro, é um princípio aplicável para todos os proble-

mas dinâmicos (se verdadeiro). Expectativas em mercados e sistemas diferentes não teriam que ser tratadas de modos completamente diferentes. Segundo, se expectativas não fossem moderadamente racionais, haveria oportunidades para os economistas lucrarem com especulação de *commodity*, gerenciando uma empresa, ou vendendo a informação para os proprietários atuais. Terceiro, a racionalidade é uma suposição que pode ser modificada. Desvios sistemáticos, informação incompleta ou incorreta, memória pobre, etc. podem ser examinados com métodos analíticos baseados em racionalidade.

Destarte, expectativas racionais consistem na tomada de decisões com base em todas as informações disponíveis, de tal forma que os agentes econômicos não cometam erros sistemáticos. Em **Expectations and the Neutrality of Money**, Lucas Jr. (1972) faz distinção entre mudanças antecipadas e não antecipadas no estoque de moeda, o que representa um avanço em relação à distinção entre curto prazo e longo prazo de Friedman e à literatura keynesiana (apud Chari, 1999).

Assim, as tentativas dos *policymakers* de influenciar o comportamento do produto e da taxa de desemprego por meio de políticas monetárias não antecipadas teriam impactos somente no curto prazo, pois os agentes racionais reformulariam as suas expectativas, retornando para a taxa natural de desemprego. O único resultado permanente seria o aumento da inflação.

Lucas Jr. (1973), ao analisar uma amostra de 18 países, reforça o argumento da neutralidade da moeda, ao não encontrar associação entre a taxa média de crescimento real e a taxa média de inflação, o que seria consistente com a taxa natural de desemprego. Portanto, para os novos clássicos, a autoridade monetária deve conduzir a política monetária de forma clara e convincente, para que se obtenha o controle da inflação sem custos para a sociedade.

Paralelamente às novas concepções teóricas que estavam se desenvolvendo, já havia uma discussão, que se iniciou a partir do questionamento sobre qual a melhor forma de reduzir os custos das políticas monetárias: se por meio de adoção de regras, dado o seu conhecimento público e o comprometimento das autoridades monetárias em perseguir os objetivos preestabelecidos, se através de políticas discricionárias, uma vez que se tem a otimização das políticas em cada momento do tempo. Essa questão ficou conhecida como o debate regras *versus* discricionariedade.

A defesa pelo uso de regras intensificou-se com o insucesso na utilização da política monetária quando da estagflação de fins dos anos 60, pois uma característica intrínseca à política monetária é a sua defasagem de tempo em relação ao problema para o qual foi desenhada e as incertezas que gera na economia. Assim, a melhor forma de evitar os distúrbios econômicos que uma política monetária discricionária pode causar é restringir o seu uso via adoção

de regras para o controle apenas de variáveis nominais, como defendeu Friedman (1968), ao sugerir a adoção de uma taxa de crescimento constante da oferta de moeda.

Para esse autor, a adoção de regra justifica-se pelo fato de que os *policymakers* não conhecem suficientemente a estrutura econômica para que uma política discricionária possa trabalhar bem. O argumento de Lucas Jr. a favor de adoção de regras é que os economistas simplesmente não têm esperança de entender o efeito das políticas, a menos que seja escolhida entre regras alternativas (Chari, 1999).

Por outro lado, o argumento contra a adoção de regras era que, se o banco central agisse discricionariamente, uma regra ótima poderia ser adotada. Isso permitiu o predomínio da discricionariedade por um tempo. Mas Kydland e Prescott (1977) argumentaram que a adoção de regras seria a melhor forma de conduzir a política monetária e dotá-la de credibilidade diante do problema da inconsistência temporal¹, já que a inflação seria resultado da perda da confiança dos agentes no governo, e a política discricionária, por sua vez, produziria um viés inflacionário². A partir desse momento, houve o domínio das regras sobre as políticas discricionárias, e as discussões concentraram-se em quais medidas seriam necessárias para consolidar e garantir o sucesso no uso das mesmas.

Diante desse desenvolvimento teórico posterior à Segunda Guerra Mundial, surgiu, nos anos 80, uma nova escola de pensamento econômico como reação aos novos-clássicos, a qual tentava resgatar a efetividade das políticas macroeconômicas sob as proposições macroeconômicas keynesianas com fundamentos microeconômicos: os novos-keynesianos.

Os novos-keynesianos são um novo arcabouço teórico de crítica ao equilíbrio walrasiano, sem significar, contudo, um rompimento com a ortodoxia, como fica claro na aceitação da hipótese das expectativas racionais. Ao contrário da visão prevalecente até então no *mainstream*, essa nova escola considera que existem falhas de mercado, devido à rigidez nos preços e salários, sendo que,

¹ Quando uma decisão de política econômica para um período futuro tomada hoje é ótima, mas deixa de ser ótima em uma data futura, mesmo que não haja nenhuma informação nova ou que algum imprevisto tenha ocorrido.

² O conceito de viés inflacionário deriva do argumento de ineficácia das políticas. O âmago do conceito pode ser entendido como a tentação que os governos têm de buscar um aumento do produto e/ou redução do nível de desemprego por meio do uso de políticas monetárias expansionistas. Em outras palavras, os governos são propensos a fazer uso do chamado princípio aceleracionista da Curva de Phillips (versão Friedman-Phelps), cujo resultado de longo prazo é apenas um aumento da taxa de inflação. Daí o termo viés inflacionário — má condução da política monetária, que acarreta como único resultado maior inflação (Mendonça, 2002a, p. 46).

no mercado financeiro, elas são decorrentes da assimetria de informação. Segundo Stiglitz (1985), a assimetria de informações entre os agentes causa dois problemas: um *ex ante*, denominado seleção adversa, e outro *ex post*, conhecido como risco moral.³

Para os novos-keynesianos, então, ao contrário dos novos-clássicos, a política monetária tem efeito sobre variáveis reais no curto prazo, em virtude da existência de imperfeições no mercado que promovem a rigidez de preços e salários, o que permite a manutenção dos preços mesmo diante de um choque de demanda. Assim, a moeda só é neutra no longo prazo.

3 Regimes monetários alternativos ao regime de metas de inflação

Os bancos centrais, em geral, têm como principal preocupação a obtenção da estabilidade de preços e que a sua manutenção se sustente no longo prazo, pois, assim, se criam as condições necessárias para que a economia possa crescer. Uma das justificativas para a insistente busca pela estabilidade de preços é o elevado custo social de um processo inflacionário crônico. O aumento da incerteza sobre as condições futuras e sobre os resultados das atividades empresariais, o estímulo ao imposto inflacionário, as distorções na estrutura de impostos e na alocação de recursos com incentivo às aplicações financeiras em detrimento dos investimentos em atividades produtivas, dentre outros, são exemplos do que pode ocorrer num cenário de inflação crônica. Então, a política monetária deve ser conduzida com o objetivo de estabilizar os preços, e esse processo deve ser gradual, de forma a evitar os problemas decorrentes de uma brusca elevação da taxa de juros.

A política monetária é, então, estruturada para servir como uma âncora nominal, de modo a reduzir as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos e a minimizar os impactos de choques inesperados. De acordo com Mishkin (1999), a âncora nominal é necessária, porque, do ponto de vista técnico, provê as condições para que o nível de preços seja unicamente deter-

³ O problema da seleção adversa diz respeito às distorções que podem ocorrer no mercado quando um dos agentes tem conhecimento prévio das características determinantes de uma transação que os demais não possuem. O risco moral está relacionado com a assimetria de informação *ex post*, que surge no decorrer de um processo em que um agente pode atuar de forma oportunista diante de acontecimentos ou informações que não são percebidos pelos demais.

minado, dado que reduz as expectativas de inflação através da limitação sobre o valor da moeda doméstica, e limita as políticas discricionárias, o que ajuda a evitar os problemas decorrentes da inconsistência temporal.

Diversos regimes monetários com características distintas foram criados para exercer a função de âncora nominal e, com isso, tentar promover a estabilidade de preços. A meta de taxa de câmbio e a meta de agregado monetário são dois regimes monetários clássicos.

A adoção de uma estrutura de política monetária sob a forma de meta de taxa de câmbio é antiga dentro do debate econômico e representa algum tipo de vínculo entre a moeda doméstica e uma moeda externa. Um exemplo clássico é o padrão-ouro que vigorou em fins do século XIX até a Primeira Guerra Mundial, em que o ouro exercia a função de moeda, ou o valor desta última era atrelado a uma taxa de conversão em ouro. Conseqüentemente, as taxas nominais de câmbio entre os países integrantes desse sistema eram fixas.

Após a Segunda Guerra Mundial, sob o sistema de Bretton Woods, prevaleceu o padrão dólar-ouro, em que o volume de dólares norte-americanos emitidos era conversível a uma taxa fixa em ouro, e as demais moedas domésticas deveriam ser conversíveis em dólares norte-americanos. Mas, nas últimas décadas, um novo padrão de metas para a taxa de câmbio foi adotado por vários países com problemas inflacionários, no qual a moeda de um grande país com inflação baixa é escolhida como âncora para estabelecer uma relação fixa com a moeda doméstica.⁴ Países industrializados, como a França e o Reino Unido, adotaram com sucesso esse regime no controle da inflação; países emergentes, como a Argentina, também implantaram metas de taxa de câmbio, devido à capacidade de esse regime reduzir rapidamente sua inflação.

O *currency board* e a plena dolarização representam os dois principais regimes [cambiais] de fixação rígida para a política monetária. Um *currency board* restringe a taxa de câmbio à necessidade de uma reserva legal e retira a condução da política monetária das mãos do banco central ou do governo. A plena dolarização, além das características mencionadas para o *currency board*, implica a substituição da moeda doméstica pela moeda legal do país selecionado. (Mendonça, 2002a, p. 36).

Uma das principais vantagens do novo padrão de metas de taxa de câmbio é determinar a taxa de inflação para os bens comercializados internacionalmente, o que contribui para mantê-la sob controle. Segundo, se esse regime tem credibilidade, consegue ancorar a expectativa de inflação na taxa de inflação do país que foi escolhido como referência. Terceiro, a meta de taxa de câmbio é

⁴ Mishkin (1999) apresenta as experiências internacionais sob os diferentes regimes monetários.

uma regra automática de condução da política monetária que evita os problemas da inconsistência temporal. E, por último, esse novo padrão é facilmente entendido pelo público (Mishkin, 1999).

No entanto, as experiências internacionais têm evidenciado problemas com esse tipo de regime monetário, pois há perda de independência da política monetária, que não consegue responder aos choques domésticos, e os possíveis choques no país-âncora são diretamente transmitidos para o país que adota esse tipo de meta, dentre outros problemas. Assim, os países que adotam metas para as taxas de câmbio estão sujeitos a ataques especulativos que podem culminar em crise financeira, principalmente nos países emergentes.

Outro regime monetário clássico é o de metas monetárias. Este tornou-se popular a partir da década de 70, ao ser adotado por vários países, dentre os quais a Alemanha, o Canadá, os Estados Unidos, o Reino Unido e a Suíça. “Mas sua forma foi totalmente diferente da sugestão de Milton Friedman de uma regra de taxa constante de crescimento da oferta de moeda [...]” (Mishkin, 1999, p. 13).

A estrutura de metas monetárias baseia-se no anúncio público, feito pelas autoridades monetárias, de uma meta de expansão a ser buscada para um determinado agregado monetário, sendo que não há dominância fiscal, e o regime de taxa de câmbio é flutuante. O sucesso desse regime monetário depende da existência de uma relação estável entre o agregado monetário escolhido e a taxa de inflação e do comprometimento do banco central com o objetivo de uma baixa inflação, de tal forma que a expectativa futura de inflação seja baixa.

As metas monetárias apresentam vantagens perante o regime de metas de taxa de câmbio sintetizadas por Mendonça (2002a, p. 41):

[...] i) a capacidade do BC de escolher suas metas para inflação; ii) a possibilidade de a política monetária responder às flutuações do produto no curto termo e a choques externos; e iii) maior transparência da condução da política monetária, uma vez que é reportado, em intervalos regulares de tempo, o comportamento dos agregados monetários ao público.

Assim, Mishkin (1999, p. 12) afirma que “[...] a maior vantagem da meta monetária sobre a meta da taxa de câmbio é que é permitido um banco central ajustar sua política monetária para arcar com as considerações domésticas”. Entretanto esse mesmo autor chama atenção para o fato de que as vantagens supracitadas só são confirmadas se dois problemas fundamentais forem superados.

[Primeiro] se é que deve haver uma relação forte e segura entre a variável de meta (inflação ou renda nominal) e a meta de agregado. Se há instabilidade de velocidade, de forma que a relação entre o agregado monetário e a variável de meta é fraca, então, a meta de agregado monetário não funcionará [...]. O segundo é se a meta de agregado monetário deve ser

bem controlada pelo banco central. Se não, o agregado monetário pode não prover sinais claros a respeito das intenções dos *policymakers* e, assim, ser mais difícil torná-los responsáveis. (Mishkin, 1999, p.13).

Na prática, verifica-se que a relação entre o agregado monetário escolhido e a evolução da taxa de inflação é instável na maioria dos países, em decorrência, principalmente, da evolução do sistema financeiro via difusão de inúmeras inovações financeiras e da elevação do fluxo de capitais. Já no início da década de 80, estava clara a inviabilidade de se usar com eficácia esse tipo de regime monetário, e a maioria dos países abandonaram formalmente as metas monetárias. Apenas a Alemanha e a Suíça, que tinham adotado metas monetárias no fim de 1974, permaneceram com esse regime por mais de 20 anos.

Diferentemente dos dois regimes monetários discutidos anteriormente, a política monetária pode também ser conduzida sem uma âncora explicitamente definida, como é o caso dos Estados Unidos. “Vários países, nos anos recentes, mais notadamente os Estados Unidos, têm alcançado excelente desempenho (incluindo baixa e estável inflação) sem usar uma âncora nominal explícita como uma meta de taxa de câmbio, uma meta de agregado monetário ou de inflação.” (Mishkin, 1999, p. 26).

Esse tipo de regime monetário visa trabalhar com a incorporação de elementos *forward-looking*, para que a política monetária possa responder preventivamente aos sinais de pressões inflacionárias no horizonte de médio e longo prazos. Os Estados Unidos têm sido um bom exemplo de sucesso desse tipo de condução da política monetária, e, apesar disso, há uma discussão sobre a possibilidade de se adotar uma âncora nominal nesse país. Isso se deve ao fato de que há uma clara preocupação de se obter uma baixa e estável inflação nesse país, tal como no regime de metas de inflação, mas “[...] difere da meta de inflação por não ter oficialmente uma âncora nominal” (Mishkin, 1999, p. 28).

A justificativa para o debate sobre a necessidade de explicitamente se adotar uma âncora nominal, mesmo diante do sucesso na condução da política monetária, decorre do fato de que as desvantagens apresentadas por esse tipo de regime monetário podem comprometer o sucesso obtido até agora. Dentre os possíveis problemas que podem ser identificados, destacam-se a falta de transparência, com conseqüente aumento das incertezas sobre o futuro, e a possibilidade de comportamento discricionário das autoridades monetárias, o que prejudica a formulação de expectativas por parte dos agentes. Mas o maior problema apontado por Mishkin (1999) é a forte dependência da forma de condução da política monetária com as preferências e habilidades individuais, pois não há garantias de que o sucesso obtido pela seqüência Volcker-Greenspan no controle inflacionário seja o mesmo enfoque de seus sucessores.

Paralelamente a esses regimes monetários, há a discussão da viabilidade de se perseguir uma meta de crescimento de produto nominal ao invés da taxa de inflação. Contudo dificuldades técnicas de estimação precisa do produto potencial a ser objetivado, as longas defasagens dos dados sobre o produto e o comprometimento da transparência e da credibilidade das autoridades, decorrentes da dificuldade do público de assimilar o conceito de meta de produto, dentre outros fatores, tornam essa proposta inviável.⁵

4 O Novo Consenso Macroeconômico

A atual forma de condução da política monetária está inserida no contexto do Novo Consenso Macroeconômico, em que o principal objetivo da política monetária é o controle inflacionário, dado que a inflação é um fenômeno monetário. Desse modo, a taxa de juros é o principal instrumento utilizado pelo banco central para estabilizar a inflação no longo prazo, sendo admitido o seu impacto sobre a demanda agregada no curto prazo. Entretanto, no longo prazo, as variáveis reais são afetadas apenas pelo lado da oferta, como, por exemplo, no caso de flexibilidade no mercado de trabalho.

Essa nova política monetária tem origem no resgate do interesse no entendimento e na operacionalização da condução da política monetária, que, segundo Clarida, Gali e Gertler (1999), se deve ao fato de inúmeros trabalhos empíricos dos anos 80 terem mostrado que a política monetária tem impacto sobre a economia real no curto prazo, após um longo período de foco exclusivo no papel de fatores não monetários sobre o ciclo de negócios. Assim, a escolha da forma de condução da política monetária passa a exercer um importante papel, uma vez que tem conseqüências sobre a atividade econômica.

Outro fato destacado por esses autores é a melhora na estrutura teórica usada para a análise política. Têm sido incorporadas nessa literatura técnicas de equilíbrio geral dinâmico — que apresentam características da economia novo-keynesiana, como a rigidez nos preços nominais — e os recentes avanços metodológicos nos modelos macroeconômicos. Destarte, Arestis e Sawyer (2002a) destacam que o Novo Consenso Macroeconômico é consistente com a economia novo-keynesiana; no entanto, a sua adoção não se limita apenas aos economistas dessa escola de pensamento econômico.

A estrutura teórica do Novo Consenso Macroeconômico apresenta características que o enquadram dentro do *mainstream* e que são incompatíveis com

⁵ Ver Bernanke e Mishkin (1997).

o arcabouço teórico pós-keynesiano. Algumas dessas características podem ser encontradas em Setterfield (2005) e em Arestis e Sawyer (2002a) e são apresentadas abaixo.

Primeiro, prevalece a idéia de economia de mercado em que as políticas macroeconômicas, como a política fiscal, são desestabilizadoras. Assim, o uso de políticas macroeconômicas para influenciar o comportamento do lado real da economia é ineficaz.

Segundo, a política monetária tem como objetivo uma taxa de inflação baixa e estável, pois esse cenário favoreceria o crescimento econômico. Está implícita aqui a concepção de neutralidade da moeda no longo prazo. Dessa forma, a política monetária deve ser operada por técnicos e não por políticos, já que estes últimos têm a tendência de buscar ganhos no lado real da economia, o que resulta apenas no chamado viés inflacionário. Nesse contexto, é defendida a idéia de um banco central independente e comprometido com o objetivo de inflação baixa e estável.

Terceiro, o nível de atividade econômica flutua ao redor da Non-Acelerating Inflation Rate of Unemployment (NAIRU) — taxa de desemprego que não acelera a inflação. Desse modo, no longo prazo, não existe *trade-off* entre desemprego e inflação, pois, se a aceleração da inflação for evitada, a economia opera, na média, sobre a NAIRU.

Por último, prevalece a Lei de Say, em que a demanda efetiva não tem papel importante na determinação do nível de equilíbrio de longo prazo, uma vez que os valores de equilíbrio são determinados pelo lado da oferta. Ressalta-se ainda que a inflação é decorrente do excesso de demanda, não sendo uma inflação de custo.

A economia está sujeita aos vários tipos de choques que podem deslocá-la de sua posição de equilíbrio. Uma forma de minimizar os problemas decorrentes disso é a adoção de âncoras nominais, que têm como foco uma meta nominal, normalmente a taxa de inflação. Assim, o regime de metas de inflação funciona como uma âncora nominal em que os ajustes da taxa de juros nominais visam conduzir a taxa de inflação para a meta preestabelecida e, dessa forma, assegurar a estabilidade da economia como um todo.

Nesse contexto, o regime de metas de inflação surge como um tipo de regra que foi teoricamente estruturado sob o arcabouço do Novo Consenso Macroeconômico. Com isso, as decisões referentes ao patamar da taxa de juros a ser estabelecido respeita as concepções teóricas da nova política monetária, o que permite a adoção de elevadas taxas de juros para uma convergência mais rápida da inflação para a sua meta, pois isso não compromete o desempenho da atividade econômica no longo prazo. “Nós sugerimos que metas de inflação são a maior prescrição de política associada com o Novo Consenso Macroeconômico

[e] [...] metas de inflação é um importante ingrediente teórico e político do Novo Consenso Macroeconômico” (Arestis; Sawyer, 2003, p. 2).

As principais idéias representativas do Novo Consenso Macroeconômico podem ser sucintamente apresentadas por meio de um modelo formal, composto de três equações, conforme apresentado, por exemplo, por McCallum (2001), Arestis e Sawyer (2002; 2002a; 2003) e Setterfield (2005). Seguindo Arestis e Sawyer (2003), o Novo Consenso Macroeconômico pode ser formalizado como se segue:

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(P_{t+1})] + S_1 \quad (1)$$

$$P_t = b_1 Y_t^g + b_2 P_{t-1} + b_3 E_t(P_{t+1}) + S_2 \quad (2)$$

$$b_2 + b_3 = 1$$

$$R_t = (1 - c_3) [RR^* + E_t(P_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (P_{t-1} - P^F)] + c_3 R_{t-1} \quad (3)$$

onde Y^g é o *gap* do produto, R é a taxa nominal de juros, P e P^F são, respectivamente, a inflação e a meta de inflação, RR^* é a taxa real de juros de equilíbrio e S_i representa choques estocásticos. Partindo-se do pressuposto de que o modelo é estável, desvios da posição de equilíbrio são decorrentes de choques estocásticos. Todos os parâmetros são positivos.

A Equação 1 representa a demanda agregada e é semelhante à curva IS, mas difere desta última, porque as decisões de gastos são tomadas com base na otimização intertemporal de uma função-utilidade em que o *gap* do produto no período t resulta do valor passado e da expectativa do valor futuro do *gap* do produto, da taxa real de juros e de choques estocásticos. Cabe ressaltar que não existem atividades governamentais e que o parâmetro a_3 corresponde à elasticidade intertemporal de substituição.

A Equação 2 é a Curva de Phillips e é determinada com base na inflação passada, na expectativa de inflação futura e no produto atual, sendo que alguns preços sofrem rigidez no curto prazo, enquanto, no longo prazo, todos os preços são flexíveis. A expectativa de inflação futura, $E_t(P_{t+1})$, pode ser considerada um indicador do nível de credibilidade do banco central, pois, quanto maior for sua credibilidade, mais baixa será a expectativa de inflação futura. Isso, por sua vez, ajuda a reduzir a inflação a um custo menor em termos de sacrifício do produto.

A curva LM, que tem como foco o estoque de moeda, agora é substituída pela Equação 3, que é uma função-resposta do banco central (equivalente a

uma regra de Taylor). Nessa equação, as autoridades monetárias definem a taxa nominal de juros em função da inflação esperada, do *gap* do produto passado, do desvio da inflação de sua meta e da taxa real de juros de equilíbrio de longo prazo, sendo que este último corresponde a um *gap* do produto igual a zero e a uma taxa de inflação constante, conforme a Equação 2. Verifica-se ainda que a função-resposta do banco central não considera os choques aleatórios e representa ajustes sistemáticos aos acontecimentos econômicos em vez de ser um processo exógeno.

A interação entre essas três equações proporciona a dinâmica do modelo. Se, por exemplo, a inflação está acima da meta estipulada *ex ante*, as autoridades monetárias aumentarão a taxa nominal de juros de curto prazo via Equação 3, com a intenção de assegurar a convergência da inflação para a sua meta. No curto prazo, a elevação da taxa nominal de juros reduz a demanda agregada através da Equação 1, e a magnitude dessa redução vai depender da elasticidade intertemporal de substituição. Quanto maior for esse parâmetro, maior será o sacrifício da demanda hoje, em prol de uma maior demanda no futuro. Como resultado, a inflação no período será menor, conforme a Equação 2.

Por outro lado, partindo-se do pressuposto de que o banco central tem alta credibilidade, os agentes econômicos acreditam que, realmente, a autoridade monetária está comprometida com a busca da meta de inflação, e, dessa forma, as suas expectativas de inflação futura cairão, o que também colabora no processo de convergência da inflação para a sua meta. Além disso, a elevação da taxa nominal de juros é menor do que no caso de um banco central que age discricionariamente, o que permite um menor sacrifício em termos de produto.

5 Metas de inflação: uma nova estrutura de política monetária

5.1 Características teóricas

Dentro do debate sobre a melhor forma de conduzir a política monetária e controlar a inflação, surgiu, na década de 90, o regime de metas de inflação como uma estratégia alternativa à condução tradicional da política monetária por regimes de câmbio fixo ou meta de agregado monetário, tendo sido implantado, pela primeira vez, na Nova Zelândia, em 1990. Dado o arcabouço teórico ortodoxo de neutralidade da moeda no longo prazo, a política monetária, no regime de metas de inflação, passou a desempenhar a função de âncora nominal, tendo como objetivo principal convergir a inflação para a meta estipulada

para um determinado período de tempo, de forma a garantir a estabilidade de preços no longo prazo. Para tanto, é necessária a adoção de uma taxa de câmbio flexível. Dessa forma, esse regime tende a influenciar a formulação de expectativas inflacionárias dos agentes, e o seu sucesso depende do comprometimento das autoridades monetárias na condução da política monetária.

Em síntese, “[...] desde o início dos anos 1990, diversos países têm adotado metas para a inflação, porque acreditam ter encontrado uma estrutura capaz de neutralizar as expectativas inflacionárias dos agentes sem estarem sujeitos aos problemas presentes em outros regimes monetários (metas para agregados monetários, câmbio fixo, etc.)” (Mendonça, 2005, p. 2).

O sistema de metas de inflação consiste no anúncio público da meta oficial de médio prazo a ser perseguida pelo banco central, que manipula os seus instrumentos de política monetária, principalmente a taxa nominal de juros de curto prazo, conforme sugerido por Taylor (1993), para atingi-la. A sua formulação deve levar em conta as particularidades de cada país, e um índice de preços *a priori* deve ser escolhido para ser utilizado como referência. Um fator de grande importância para o sucesso do regime de metas de inflação é a confiança dos agentes na política monetária, principalmente diante da ocorrência de choques, pois, para os seus defensores, quanto maior a credibilidade do banco central, menores são os custos das políticas antiinflacionárias.

O desenho teórico do regime de metas de inflação é fundamentado no arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico, abordado na seção 4, e o emprego da política monetária como principal instrumento de política macroeconômica deve-se ao fato de ela ser mais flexível e permitir resposta mais rápida aos acontecimentos econômicos, sem afetar, de forma duradoura, o lado real da economia, apesar da defasagem entre o momento da tomada de decisão quanto à taxa nominal de juros e o seu efeito sobre a inflação.

Quanto a esse problema, Bernanke e Woodford (1997) sugerem que uma possibilidade interessante é trabalhar com uma previsão da inflação de médio prazo e não com a inflação propriamente dita, pois, assim, fica mais fácil estimar a necessidade de reação em termos de taxa nominal de juros para que a meta preestabelecida de inflação seja alcançada.

Como resultado da valorização da política monetária dentro do regime de metas de inflação e da falta de praticidade da política fiscal, que é “refém de um lento e incerto processo legislativo” (Arestis; Sawyer, 2003, p. 7), esta última exerce um papel passivo de complementar a dominância da política monetária via controle do déficit público. “A política monetária tem sido, então, promovida, e a política fiscal tem sido rebaixada.” (Arestis; Sawyer, 2003, p. 7). Isso não significa que outros objetivos sejam ignorados nesse regime monetário, mas que não devem ser conflitantes com o objetivo primordial — a estabilidade de

preços —, dado que as tentativas de ajuste no curto prazo por meio da política monetária só resultam em uma inflação mais alta no longo prazo.

Muitas vezes, o regime de metas de inflação tem sido associado a uma simples regra, enquanto, na verdade, deveria ser entendido como uma estrutura política em que a definição da taxa nominal de juros a ser adotada depende de um conjunto de fatores, como, por exemplo, as informações disponíveis, o desenho do regime de metas de inflação adotado em cada país, o uso, ou não, de previsões do setor privado e/ou do próprio banco central sobre a trajetória da inflação futura, dentre outros. Assim, Bernanke e Mishkin (1997, p. 10) são críticos quanto à interpretação de metas de inflação como uma regra no senso clássico de Friedman, pois destacam que:

Primeiro, a idéia de que a política monetária tem (essencialmente) nenhuma meta legítima além de inflação acharia pouco apoio entre banqueiros centrais, o público e a maioria dos economistas monetários. Segundo, dado que bancos centrais se preocupam com produção, emprego, taxas de câmbio e outras variáveis além de inflação, tratar metas de inflação como uma regra literal poderia conduzir a resultados econômicos muito pobres (Bernanke; Mishkin, 1997, p. 10).

O regime de metas de inflação é resultado de duas importantes características.

Primeiro, a nível técnico, meta de inflação não se qualifica como uma regra política que não provê instruções operacionais simples e mecânicas para o banco central [...]. Segundo, e mais importante [o regime de] meta de inflação, como é atualmente praticado, contém um considerável grau do que muitos economistas definem como política discricionária [...] (Bernanke; Mishkin, 1997, p. 11).

Portanto, o regime de metas de inflação é exercido por uma estrutura política denominada “discrção limitada (*constrained discretion*)” (Bernanke; Mishkin, 1997, p. 12). Verifica-se, então, que, diferentemente das regras dos outros regimes monetários clássicos, a política monetária no regime de metas de inflação é discricionária, sob o argumento de que a manipulação da política monetária é livre, desde que seja comprometida com a convergência da inflação para a sua meta, ou seja, “[...] a discrção é permitida para responder sensivelmente a choques não antecipados” (Arestis; Sawyer, 2003, p. 6), o que contribui para a manutenção da credibilidade das autoridades monetárias.

5.2 Desenhos institucionais

Um número crescente de países, entre desenvolvidos e em desenvolvimento, tem assumido, de forma explícita, o regime de metas de inflação como

âncora nominal para a estabilidade de preços desde o início da década de 90, sendo que, hoje, já são mais de 20 países. A Nova Zelândia foi a pioneira na adoção desse regime, em 1990, seguida por Canadá (1991), Reino Unido (1992) e Suécia (1993). Dentre os países em desenvolvimento, o Chile foi o primeiro, em 1991, enquanto a maioria só veio a adotá-lo a partir do fim da década de 90, caso do Brasil e do México, em 1999.

A adoção do regime de metas de inflação dá-se sob um mesmo prisma teórico; no entanto, o desenho institucional que é utilizado na prática varia de país para país, de acordo com as condições econômicas iniciais, a cultura local, a concepção dos responsáveis por sua implantação, dentre outros fatores. “As metas de inflação exibem algumas associações e muitas diferenças quanto às condições prévias, o desenho da meta e as características operacionais”, conforme Mishkin e Schmidt-Hebbel (2001, p. 2), o que interfere na forma de manter a credibilidade. Assim, de acordo com Ferreira e Petrassi (2002, p. 9), há quatro formas de manter a credibilidade, variando de país para país:⁶

A primeira seria adotar alguma medida de núcleo de inflação, que deveria diminuir a volatilidade do índice de preços. A segunda seria abrir espaço para a utilização de cláusulas de escape. A terceira forma de reduzir os efeitos dos choques seria ampliar o horizonte de tempo de avaliação do regime de metas. A quarta seria a adoção de bandas mais largas, de forma a aumentar a possibilidade de flutuação da taxa de inflação.

A escolha de um índice de preços de referência para a meta de inflação, normalmente o índice de preços ao consumidor, pode recair sobre um índice global ou sobre um índice de núcleo de inflação (*core inflation*). Este último é caracterizado pela exclusão do índice de inflação de componentes mais sensíveis aos diversos tipos de choques. Assim, podem ser excluídos o pagamento de juros de hipoteca, como no caso da África do Sul, os efeitos dos impostos indiretos, como no Canadá, além de alimentos — que apresentam maior volatilidade, decorrente de fatores exógenos — e dos gastos de energia. As experiências do Canadá e da Tailândia são exemplos deste último caso.

O uso do núcleo de inflação visa diminuir a volatilidade do índice de preços e, com isso, evitar o uso excessivo da política monetária perante a ocorrência de choques de oferta. Apesar disso, países como Austrália, Nova Zelândia e República Tcheca abandonaram o uso do núcleo de inflação, e a maioria dos que adotam o regime de metas de inflação utilizam o índice cheio. Isso se justifica pelas “[...] críticas referentes à difícil compreensão das medidas de

⁶ Ferreira e Petrassi (2002) apresentam a discussão de cada desenho do regime de metas de inflação e as respectivas experiências dos países que os adotaram.

core pelo público e à incapacidade de tais medidas refletirem precisamente o custo de vida da população” (Ferreira; Petrassi, 2002, p. 10).

Uma forma alternativa de lidar com choques inesperados é o emprego de cláusulas de escape, pois permitem ao banco central uma maior flexibilidade e até a possibilidade de se desviar temporariamente de sua meta preestabelecida, desde que esclareça para o público os motivos que o levaram a tal atitude. As cláusulas de escape podem ser de forma explícita, ou não, e permitem reduzir os custos em termos de produto e emprego, sem comprometer o regime de metas de inflação e a credibilidade da autoridade monetária. A Nova Zelândia é um exemplo de país que usa formalmente as cláusulas de escape dentro do seu regime de metas de inflação. Contudo Mishkin e Schmidt-Hebbel (2001) ressaltam que a desvantagem do núcleo de inflação e das cláusulas de escape decorre do fato de tratarem apenas de problemas relacionados com os choques de oferta e não com os choques de demanda.

Quando da definição da meta de inflação, um elemento importante é a determinação do horizonte de tempo a ser utilizado como parâmetro na avaliação do sucesso, ou não, na condução da política monetária em atingir o seu objetivo. O tamanho do horizonte de tempo vai depender das condições particulares de cada economia e do objetivo inicial, pois um período mais dilatado de convergência da inflação para a meta significa um menor custo para a sociedade, dada a necessidade de “[...] uma resposta menos drástica aos choques, já que a inflação pode flutuar por um período maior” (Ferreira; Petrassi, 2002, p. 21).

No Brasil, o horizonte de tempo considera a inflação acumulada em 12 meses, no decorrer de cada ano, enquanto, na Austrália, não há uma predefinição, e “[...] as metas devem ser alcançadas, em média, ao longo do tempo” (Ferreira; Petrassi, 2002, p. 21). Observa-se, então, que, na prática, cada país adota um horizonte de tempo distinto para verificar a eficácia de seu regime de metas de inflação.

A quarta e última forma de manter a credibilidade está relacionada ao debate sobre qual o melhor padrão de metas a ser buscado: uma meta pontual, ou a definição de uma banda de flutuação da taxa de inflação. Está por trás dessa questão o dilema credibilidade *versus* flexibilidade, pois as incertezas sobre uma política monetária se refletem no processo inflacionário.

A credibilidade está fortemente atrelada a uma meta pontual de inflação e à convergência mais rápida das expectativas de inflação para uma meta preestabelecida. No entanto, isso limita a capacidade da política monetária em responder a choques de oferta e, conseqüentemente, causa problemas, como instabilidade no mercado financeiro. Por outro lado, a flexibilidade no uso da política monetária está relacionada com um intervalo mais amplo de flutuação

da taxa de inflação, que permite uma maior capacidade de resposta à ocorrência de choques em detrimento da credibilidade das autoridades monetárias e uma convergência mais lenta da inflação esperada para a sua meta. Então, o ideal é operar com foco num intervalo de flutuação da taxa de câmbio que seja ótimo em termos de permitir espaço para que a política monetária possa responder a choques inesperados sem comprometer a credibilidade da autoridade monetária.

Verifica-se, portanto, que não há um único padrão de regime de metas a ser seguido e que a busca de novos arranjos institucionais mais eficientes é válida, como ocorreu na Nova Zelândia. Nesse país, o banco central já usou diferentes índices de referência ao longo do tempo. "Regimes bem estruturados aumentam a credibilidade, geram incentivos corretos e diminuem a perversidade de choques exógenos que afetam a economia." (Ferreira; Petrassi, 2002, p. 26).

5.3 Vantagens e desvantagens do regime de metas de inflação

O regime de metas de inflação é apontado por muitos como a melhor alternativa de âncora nominal, por oferecer inúmeras vantagens, mas ele também apresenta problemas.

Ao contrário do regime de metas de taxas de câmbio e semelhantemente ao regime de metas monetárias, a política monetária sob o regime de metas de inflação tem a capacidade de responder aos choques domésticos. Já em relação à meta monetária, metas de inflação têm a vantagem de não depender de uma relação estável entre a moeda e a inflação para se obter sucesso no controle da inflação. "Na verdade, a meta de inflação permite à autoridade monetária usar todas as informações disponíveis, e não apenas uma variável, para determinar a melhor fixação da política monetária." (Mishkin, 1999, p. 19).

Mishkin (2000) sintetiza as vantagens do regime de metas de inflação, incluindo as vantagens já destacadas: o regime de metas de inflação aumenta a credibilidade da autoridade monetária, que passa a exercer uma maior responsabilidade na condução da política monetária e uma maior comunicação com o público. Como resultado, a probabilidade de o banco central cair numa armadilha de inconsistência dinâmica fica reduzida. Além disso, isso ajuda a convergir as expectativas de inflação futura para a meta de inflação, o que reduz a inflação de forma mais rápida. Por outro lado, permite uma melhor compreensão por parte do público, o que aumenta a transparência dos atos da autoridade monetária.

Nesse contexto, os defensores desse regime monetário argumentam que há necessidade de esclarecer sobre o que o banco central pode fazer no longo prazo (estabilidade de preços) e o que não pode ser feito (crescimento do produto, diminuição do desemprego), de tal forma que a sua credibilidade seja mantida. Para isso, é necessário que o banco central seja independente, para não sofrer pressões políticas.

Mishkin (2000) também sumariza as desvantagens do regime de metas de inflação apontadas por muitos autores. Para estes, a meta de inflação é muito rígida, e isso permite um nível de discricionariedade que compromete a estabilidade do produto e o crescimento econômico. Além disso, a defasagem de tempo entre a adoção da política monetária, seu efeito sobre a inflação e a dificuldade de controlá-la podem produzir um banco central responsabilmente fraco. Soma-se a esses problemas o fato de que a necessidade de o câmbio ser flexível no regime de metas de inflação pode causar instabilidade financeira perante possíveis ataques especulativos. Por fim, o regime de metas de inflação não pode evitar a ocorrência da dominância fiscal. Diante da existência de elevados déficits fiscais, a monetização da dívida pública pode ocorrer e, com isso, promover a aceleração inflacionária.

6 Credibilidade e metas de inflação

O sucesso de um determinado regime monetário depende do nível de confiança que os agentes econômicos possuem nas autoridades monetárias. A credibilidade é, então, apontada como uma condição necessária para que as expectativas dos agentes econômicos estejam de acordo com os objetivos almejados pelo banco central.

Essa visão é, hoje, predominante e teve início na década de 70, com o trabalho de Kydland e Prescott (1977). Esses autores ressaltam a questão da inconsistência dinâmica na condução discricionária da política monetária, pois a teoria do controle ótimo só é uma ferramenta apropriada de planejamento para as situações em que os resultados obtidos dependam apenas das decisões políticas passadas e atuais. Entretanto, como os agentes econômicos consideram as expectativas em relação às ações políticas futuras na tomada de suas decisões, a teoria do controle ótimo não parece ser o melhor dispositivo de planejamento econômico.

A adoção de regras na condução da política monetária representa a melhor solução para que haja consistência entre a política atual e a futura, em detrimento da política discricionária, como pode ser observado nas palavras de Kydland e Prescott (1977, p. 473):

Nós achamos que uma política discricionária para a qual os *policymakers* selecionam a melhor ação, dada a situação atual, não resultará tipicamente na função objetiva social sendo maximizada. Particularmente, por confiar em algumas regras de política, o desempenho econômico pode ser melhorado.

Barro e Gordon (1981) corroboram essa visão, ao afirmarem que políticas ativas não alcançam os resultados almejados, pois, no longo prazo, o nível de desemprego permanece inalterado, e um excesso de inflação é gerado. Está por trás desse argumento o chamado viés inflacionário da política discricionária.

Aprofundando essa discussão, Barro e Gordon (1983) destacam o papel da reputação das autoridades monetárias, o que permitiria uma maior credibilidade e uma maior eficácia das regras. Assim, Barro e Gordon (1983, p.1) afirmam que:

Por causa das repetidas interações entre os *policymakers* e os agentes privados, é possível que forças de reputação possam sustentar a regra. Quer dizer, a perda potencial de reputação, ou credibilidade, motiva o político a cumprir a regra. Então, os *policymakers* antecedem os benefícios de curto prazo advindos dos choques de inflação, para assegurarem o ganho de inflação média baixa sobre o longo prazo.

Contudo fica claro que a adoção de regras não resolve o problema por si só, pois, se o governo não cumprir com as responsabilidades assumidas, a inflação persistirá, em decorrência da perda de reputação e, conseqüentemente, da perda da credibilidade das autoridades monetárias. Por isso, é importante, para o sucesso no uso de regras, a presença efetiva da trilogia transparência-reputação-credibilidade, pois diminui as incertezas e torna as expectativas quanto à condução da política monetária mais robustas.

Transparência consiste em permitir à sociedade ficar consciente dos objetivos e dos instrumentos utilizados pelos bancos centrais na busca de uma inflação baixa e estável, como ocorre no regime de metas de inflação. Para isso, os bancos centrais de todo o mundo têm intensificado a comunicação com o público sobre o desempenho da política monetária, com, por exemplo, a publicação periódica de relatórios sobre as suas ações e os resultados alcançados. Mendonça (2006) aponta dois pontos-chave que exaltam a transparência como benéfica para a política monetária: a redução de incerteza e o aumento da responsabilidade na condução da política monetária. Conseqüentemente, a transparência promove uma maior estabilidade financeira, com uma inflação média baixa, e protege contra pressões políticas.

A transparência é fundamental na construção da reputação da autoridade monetária, pois possibilita ao público avaliar o quão bem a política monetária cumpriu com os seus anúncios e atingiu os seus objetivos. Então, a partir do momento em que a política monetária permite ser avaliada e mostra capacidade

cada vez maior de convergir as expectativas do público para os objetivos predefinidos, maior será a reputação conquistada pela autoridade monetária. Isso, por sua vez, reforça as vantagens apresentadas por um banco central transparente.

Transparência e reputação são importantes para a construção da credibilidade das autoridades monetárias. Desse modo, reputação não deve ser confundida com credibilidade.

Enquanto credibilidade refere-se ao grau de confiança que o público possui em relação à determinação e à habilidade da autoridade monetária em atingir seus objetivos anunciados, ou seja, se as políticas (ou planos) são críveis; reputação encontra-se relacionada e possui a capacidade de afetar a crença do público quanto às preferências dos *policymakers* e às expectativas que o público forma acerca das ações a serem tomadas pela autoridade monetária. (Feijó; Montes, 2006, p.13).

Portanto, “[...] a reputação é uma variável *backward-looking*. A credibilidade é uma variável *forward-looking* que depende do julgamento do mercado em relação à factibilidade dos objetivos a serem perseguidos” (Sicsú, 2002, p. 705). Assim, credibilidade pode ser entendida como a confiança do público na capacidade das autoridades monetárias de alcançarem os objetivos estabelecidos *ex ante*. Um banco central com histórico de comprometimento com a estabilidade de preço (reputação) e que não apresenta sinais de ocorrência de inconsistência dinâmica possui uma maior credibilidade e um menor custo de suas políticas antiinflacionárias.

A discussão sobre a importância da credibilidade das autoridades monetárias intensificou-se com a crescente adoção do regime de metas de inflação desde 1990, pois o seu bom funcionamento depende de políticas monetárias críveis. Por outro lado, principalmente nos países emergentes, também o próprio comprometimento do banco central com o regime de metas de inflação tem colaborado para construir ou para elevar a credibilidade das autoridades monetárias. Heron (2003 *apud* Mendonça, 2006) afirma que o regime de metas de inflação tem contribuído para reduzir a incerteza na economia, ao suprir a falta de uma visão clara por parte dos agentes econômicos de quais são os objetivos de longo prazo para a política monetária, e, com isso, tem fortalecido a construção da credibilidade.

Porém Libânio (2004) chama atenção para o fato de que a política monetária só será crível se for consistente. Então, a concepção da política monetária deve ser correta e adequada à conjuntura para a qual foi criada, de tal forma que os objetivos a serem alcançados sejam factíveis. Além disso, deve estar de acordo com a fundamentação teórica adotada.

Soma-se a isso, segundo esse autor, a não-ocorrência de divergências quanto à formulação da política monetária, pois uma política internamente

consensual quanto à sua formulação apresenta uma maior credibilidade. Por fim, a política monetária deve ser coerente com as demais políticas macroeconômicas. Assim, no caso do regime de metas de inflação, os demais objetivos de políticas não devem ser conflitantes com aquele a ser buscado pela política monetária de inflação baixa e estável.

Verifica-se, dessa forma, que os bancos centrais dos países que adotam o regime de metas de inflação têm intensificado a preocupação quanto à construção das respectivas credibilidades, para sinalizar aos agentes econômicos o comprometimento das autoridades monetárias em conduzir a política monetária com o enfoque no controle inflacionário e que os outros objetivos de curto prazo são secundários. Para tanto, o debate sobre a importância de um banco central independente intensificou-se com o surgimento do regime de metas de inflação, pois a credibilidade não elimina completamente o risco do viés inflacionário, por isso, a necessidade de um banco central independente.

7 Independência do banco central

A partir da discussão sobre a importância da credibilidade dentro do regime de metas de inflação, houve o fortalecimento do argumento a favor da independência do banco central. Um banco central independente teria maior grau de liberdade no uso de seus instrumentos monetários e um maior comprometimento na condução da política monetária, o que reduziria os custos de atingir a meta de inflação preestabelecida. Além disso, reduziria as pressões políticas que poderiam induzir ao desvio de seu principal objetivo: a estabilidade de preços.

Assim como no caso da credibilidade, a defesa de um banco central independente sustenta-se no arcabouço teórico da neutralidade da moeda no longo prazo, pois o *trade-off* entre inflação e produto não se verifica no longo prazo, em virtude de a economia convergir para a taxa natural de desemprego, uma vez que os agentes racionais não cometem erros sistemáticos. Com isso, a política monetária pode e deve ter como objetivo principal a estabilidade de preço, e um banco central independente garantiria a credibilidade necessária para que esse objetivo fosse alcançado com sucesso e a um menor custo em termos de produto e emprego.

A argumentação favorável à independência do banco central é oriunda do debate sobre o problema da inconsistência dinâmica, que ganhou destaque após a publicação do trabalho de Kydland e Prescott (1977). Com isso, a partir da década de 80, uma gama de trabalhos passou a investigar qual deveria ser o melhor desenho institucional do banco central para a sociedade: com ou sem independência em relação ao governo democraticamente eleito pela sociedade.

Seguiu-se a isso o desenvolvimento de modelos que incorporam a questão da independência do banco central e que podem ser agrupados em três gerações de modelo. A primeira geração teve início com o trabalho apresentado por Rogoff (1985), em que o banco central deveria ser mais conservador e possuir independência operacional e de objetivos. Para tal, o melhor que poderia ser feito para a sociedade é o seu representante político nomear um presidente para o banco central que desse mais peso à estabilidade de preços (em relação à estabilidade do emprego) do que a sociedade.

Esse autor argumenta que a escolha de um presidente do banco central com grande aversão à inflação é consistente com a realidade, dado que é escolhido entre os integrantes conservadores da comunidade financeira, e essa postura é mantida no cargo, devido ao fato de que o sucesso na manutenção de uma inflação baixa consolida a sua imagem no mercado financeiro e garante o retorno financeiro, quando de volta ao setor privado.

Rogoff (1985) considera os desvios do produto e da inflação dos seus respectivos níveis ótimos na função de perda social. Assim, a condução da política monetária nos Estados Unidos aproxima-se desse modelo, pois, segundo Paula (2004, p. 3), “[...] o banco central tem liberdade para estabelecer sua meta quantitativa de inflação, além de liberdade para utilizar os instrumentos de política monetária”. Contudo, nesse país, não há o compromisso formal com a estabilidade de preço, o que não permite um banco central conservador e independente nos moldes previstos, nessa geração de modelos, para reduzir as perdas sociais e evitar a ocorrência de inconsistência dinâmica, afim de não produzir inflação além do que seria socialmente ótimo.

Contudo essa geração de modelos apresenta problemas, sendo que “[...] o principal problema apresentado pelos modelos de primeira geração é que a estrutura elaborada não é capaz de alcançar o ótimo de bem-estar, dado que a redução do viés inflacionário é obtida à custa de menor estabilização do produto” (Mendonça, 2002, p. 55). Além disso, “[...] um candidato a diretor pode-se mostrar avesso à inflação somente para ocupar o cargo” (Oreiro; Lemos; Padilha, 2005, p. 8). Isso mantém esses modelos vulneráveis ao viés inflacionário. Como consequência, os modelos posteriores incorporaram novos elementos, o que culminou com os chamados modelos de segunda geração.

Nos modelos de segunda geração, a independência do banco central é limitada à independência de instrumentos, visto que é assumido que a estabilidade de preços é intrínseca ao banco central, o que descarta a necessidade de se discutir o papel dessa instituição. Nesse sentido, destaca-se o trabalho de Walsh (1995), ao estabelecer a relação entre o governo e o banco central na busca da estabilidade de preços por meio de um contrato ótimo com base na teoria do principal-agente.

O governo (principal) assina contrato com o gestor da política monetária (agente), estabelecendo a meta a ser perseguida e as penalidades pelo seu descumprimento. A vantagem do contrato é que “[...] elimina a propensão inflacionária da política discricionária enquanto assegura ainda que a inflação responda otimamente aos choques de oferta agregada” (Walsh, 1995, p.153), além de anular a subjetividade da preferência do banqueiro central quanto à inflação presente no modelo de Rogoff (1985). A Inglaterra é um exemplo que se aproxima dessa segunda geração de modelos, a partir do momento em que concede liberdade para o seu banco central perseguir a meta de inflação estipulada pelo governo, conforme Oreiro, Lemos e Padilha (2005).

Um outro diferencial dessa classe de modelos é a preocupação com a questão democrática, ao impor que o banco central deve prestar contas ao público e sofrer penalidades, caso os objetivos não sejam alcançados, dado que os seus dirigentes não são eleitos pela sociedade. Desse modo, os contratos evitam as críticas feitas aos modelos de primeira geração em relação à falta de uma estrutura democrática, uma vez que esses modelos permitem a escolha de objetivos por parte dos gestores do banco central não eleitos pela sociedade.

Como nos modelos de segunda geração são definidos apenas os fins e não os meios,

[...] o problema com esta estrutura é que ela não é suficiente para superar a inconsistência dinâmica [pois] o cumprimento desses contratos, em períodos em que o desemprego encontra-se acima da média, inibe a tentativa do governo de fazer uso do imposto inflacionário. Portanto, sob essa estrutura, em períodos de alto nível de desemprego, há o aumento do risco da perda da credibilidade alcançada pela autoridade monetária e, por conseguinte, a possibilidade de maior custo para a estabilidade de preços no futuro (Mendonça, 2002, p. 56).

Contudo, afirma o autor, arranjos institucionais que se assemelham a esses modelos, como no caso da Nova Zelândia, não devem ter sua utilidade ignorada, porque “[...] os contratos não se sustentam em períodos em que o desemprego encontra-se acima da média” (Mendonça, 2000, p. 111).

Ambas as gerações de modelos expõem duas concepções distintas quanto à independência do banco central, que pode ser de objetivos ou de instrumentos. “Um banco central ao qual é dado o controle sobre as ferramentas da política monetária e permitido o uso delas tem independência de instrumentos; um banco central que determina o seu próprio objetivo de política tem independência de objetivo” (Fischer, 1995, p. 202). Esse autor argumenta que os resultados teóricos e empíricos evidenciam que a concepção de um banco central com independência de instrumentos é preferível a um banco central com independência de objetivos. Assim, o mais conveniente seria dar poderes ao banco central para alcançar as metas estipuladas pelo governo e responsabilidade para fazer isso.

A importância de se atribuir responsabilidade ao banco central deve-se a dois fatores, segundo Fischer (1995, p. 202): “[...] primeiro, para determinar incentivos para o banco central encontrar os seus objetivos e explicar suas ações; segundo, para prover a omissão democrática para uma poderosa instituição política”. Destarte, observa-se que o modelo de Walsh (1995), que considera apenas a independência operacional, está de acordo com a visão predominante, que é contra a independência de objetivos, como prevê o modelo de Rogoff (1985).

Na tentativa de suprir os problemas apresentados pela segunda geração, surgiram os modelos de terceira geração, em que características das duas gerações anteriores estão presentes. Um representante importante da terceira geração é Svensson (1997), ao tentar entender o regime de metas de inflação em relação à literatura de comprometimento e de discricionariedade da política monetária.

O autor incorpora em seu modelo um banco central conservador e um nível de inflação desejado. É assumido que a meta de inflação é estruturada de maneira que a sociedade (principal) delegue autonomia ao banco central (agente) na condução da política monetária e que essa instituição possua controle perfeito sobre a inflação. Apesar de se inspirar na teoria do principal-agente, Svensson (1997) critica o formato do contrato ótimo concebido por Walsh (1995), ao afirmar que as dificuldades práticas e políticas de implementar um contrato de inflação linear inviabiliza a sua forma elegante de remover a propensão inflacionária.

A delegação da política monetária envolve três componentes que promovem a independência operacional do banco central: a sociedade determina uma função-perda para o banco central e concede-lhe independência para minimizar tal função, sem interferência do governo ou de outros interesses. Para tanto, é-lhe atribuída a responsabilidade de minimizar a função-perda determinada (Svensson, 1997). O autor cita a Nova Zelândia como um exemplo próximo desse tipo de delegação de política monetária.

O resultado do modelo de Svensson (1997) mostra que pode ser obtido um equilíbrio equivalente a uma regra ótima sob compromisso. Entretanto, McCallum (1995) aponta um problema com esse tipo de modelo, pois, se a sociedade (principal) e o banco central (agente) têm a mesma função de bem-estar, não há motivos para uma relação ótima do tipo principal-agente através de metas ou contratos (Mendonça, 2000, p. 113).

Então, a relevância da discussão sobre independência do banco central está em identificar qual seu melhor desenho institucional para que a política monetária possa obter altos níveis de credibilidade e completo comprometimento com as suas metas e, assim, garantir o bom funcionamento do regime de

metas de inflação. Porém pode ser atribuída ao banco central autonomia na condução da política monetária e não independência plena. “Neste caso, a autoridade monetária teria autonomia para utilizar os instrumentos de política monetária definidos pelo governo” (Crocco; Jayme, 2003, p. 6). Embora, legalmente, a independência e a autonomia do banco central sejam duas coisas distintas, estão fundamentadas sem distinção no mesmo arcabouço teórico.

Portanto, a defesa de um banco central independente ou autônomo, hoje, é forte, e vários argumentos são apresentados em seu favor. Por um lado, reforçaria a reputação e a credibilidade das autoridades monetárias, e isso, por sua vez, seria bem-visto pelo mercado financeiro, o que favoreceria a entrada de capitais internacionais e o equilíbrio nas contas externas, principalmente nos países emergentes. Ao mesmo tempo, desde que seja adotada uma autonomia operacional, o governo manteria o controle sobre a economia, ao definir a meta de inflação de acordo com os seus interesses. Por outro lado, o aumento de confiança dos agentes econômicos no comprometimento do banco central em alcançar os seus objetivos permitiria uma convergência mais rápida das expectativas para a meta de inflação; com isso, facilitaria a redução da taxa de juros e diminuiria o sacrifício em termos de produto e emprego.

8 Conclusão

O presente trabalho enriquece o debate sobre o regime de metas de inflação no sentido de evidenciar que a concepção teórica desse regime é resultado de um longo debate sobre o papel do Estado na economia, em termos de controle da inflação e de crescimento econômico. Mais precisamente, este trabalho concentrou-se na evolução do debate teórico, iniciado após a Segunda Guerra Mundial, sobre o que a política monetária pode e o que não pode fazer e, conseqüentemente, como deve ser conduzida. Isso, por sua vez, forneceu a fundamentação teórica do regime de metas de inflação e a justificativa a favor de um banco central independente como elemento importante para o sucesso desse regime.

A partir dessa discussão, surgiu o arcabouço teórico predominante no cenário econômico atual, em que a moeda é neutra no longo prazo, e, com isso, a conclusão de que a melhor forma de conduzir a política monetária é pela adoção de regras. Sob esse prisma, o regime de metas de inflação tem sido considerado por muitos como a melhor estrutura de regime monetário já implantado por um país, ao permitir resultados mais satisfatórios em termos da sua *performance* macroeconômica.

A política monetária, sob o regime de metas de inflação, apóia-se na existência da NAIRU e na Curva Expectacional de Phillips para evitar o chamado viés inflacionário e manter uma taxa de inflação baixa e estável, o que permitiria um cenário favorável ao crescimento econômico. Para tanto, um banco central com elevada credibilidade é fundamental no processo de convergência da inflação para a sua meta estipulada *ex ante*, ao exercer o importante papel de reduzir as expectativas dos agentes econômicos a um custo menor em termos de produto e emprego. Como a credibilidade não elimina por completo a possibilidade de ocorrência de inconsistência dinâmica, os defensores do regime de metas de inflação argumentam que um banco central independente eliminaria essa possibilidade, e, assim, o regime de metas de inflação teria todas as condições necessárias para um pleno funcionamento.

Portanto, os bons resultados apresentados pelo regime de metas de inflação têm levado um número crescente de países entre desenvolvidos e em desenvolvimento a adotar, de forma explícita, o regime de metas de inflação, e cada um com o seu próprio arranjo institucional. A diferença entre esses dois grupos de países quanto ao desempenho desse regime monetário diz respeito ao fato de que as autoridades monetárias dos países desenvolvidos possuem uma maior capacidade de construir a sua credibilidade do que as dos países em desenvolvimento, o que acarreta um menor custo de convergência da taxa de inflação do primeiro grupo para a meta a ser atingida. Isso ocorre porque, de acordo com Mendonça (2002, p. 47), “[...] uma política inspirará maior credibilidade se ela sinalizar aos agentes uma chance reduzida da ocorrência de inconsistência temporal”, e o histórico de ocorrência de inconsistência temporal é menor nos países desenvolvidos.

Referências

ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Can monetary policy affect the real economy**. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, 2002. (Working paper; n. 355).

ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Inflation targeting: a critical appraisal**. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, 2003. (Working paper; n. 388).

ARESTIS, P.; SAWYER, M. **New consensus, new keynesianism, and the economics of the “Third Way”**. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, 2002a. (Working paper; n. 364).

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. **A positive theory of monetary policy in a natural-rate model**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1981. (Working paper; n. 807).

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. **Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1983. (Working paper; n. 1.079).

BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. **Inflation targeting: a new framework for monetary policy**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1997. (Working paper; n. 5.893).

BERNANKE, B. S.; WOODFORD, M. **Inflation forecasts and monetary policy**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1997. (Working paper; n. 6.157).

CHARI, V. V. Nobel laureate Robert E. Lucas, Jr.: architect of modern macroeconomics. **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, v. 23, n. 2, p. 2-12, 1999.

CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. **Journal of Economic Literature**, v. 37, n. 4, p. 1661-1707, 1999.

CROCCO, M.; JAYME Jr., F. G. **Independência e autonomia do banco central: mais sobre o debate**. Belo Horizonte: Cedeplar, 2003. (Texto para discussão; n. 199).

FEIJÓ, C. A.; MONTES, G. C. Reputação, credibilidade e transparência da autoridade monetária e o estado de expectativa. In: ENCONTRO REGIONAL DE ECONOMIA, 11., 2006. Disponível em: <<http://www.bnb.gov.br/content/aplicacao/eventos/fórumBnb2006/docs/>>. Acesso: 29 out. 2006.

FERREIRA, T. P.; PETRASSI, M. B. S. Regime de metas para a inflação: resenha sobre a experiência internacional. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, n. 30, nov. 2002.

FISCHER, S. Central Bank Independence revisited. **American Economic Review**, v. 85, n. 2, p. 201-206, 1995.

FRIEDMAN, M. Inflation and unemployment. **Nobel Memorial Lecture**, 1976. Disponível em: <nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1976>. Acesso em: 14 jan. 2007.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. **American Economic Review**, v. 58, n. 1, p. 1-17, 1968.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.

LIBÂNIO, G. A. **Temas de política monetária: uma perspectiva pós-keynesiana**. Belo Horizonte: Cedeplar, 2004. (Texto para discussão; n. 229).

LUCAS Jr., Robert E. Monetary neutrality. **Price Lecture**, 1995. Disponível em: <http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf>. Acesso em: 14 jan. 2007.

LUCAS Jr., Robert E. Some international evidence on output inflation tradeoffs. **American Economic Review**, v. 63, n. 3, p. 326-334, 1973.

McCALLUM, B. T. Monetary policy analysis in models without money. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 83, n. 4, p. 145-160, 2001.

MCCALLUM, B. T. Two fallacies concerning central bank independence. **American Economic Review**, v. 85, n. 2, p. 207-211, May 1995.

MENDONÇA, H. F. Metas para a taxa de câmbio, agregados monetários e inflação. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1(85), p. 4-52, 2002a.

MENDONÇA, H. F. Metas para inflação e variáveis macroeconômicas: uma avaliação empírica. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 33., 2005. **Anais...** Disponível em: <www.anpec.org.br/Encontro2005/artigos/A05A040.pdf>. Acesso em: 02 set. 2006.

MENDONÇA, H. F. A teoria da credibilidade da política monetária. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3 (87), p. 46-64, 2002.

MENDONÇA, H. F. A teoria da independência do banco central: uma interpretação crítica. **Estudos Econômicos**, v. 30, n. 1, p. 101-127, 2000.

MENDONÇA, H. F. Transparência, condução da política monetária e metas para inflação. **Nova Economia**, v. 16, n. 1, p. 175-198, 2006.

MISHKIN, F. S. **Inflation targeting in emerging-market countries**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2000. (Working paper; n. 7618).

MISHKIN, F. S. **International experiences with different monetary policy regimes**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1999. (Working paper; n. 6.965).

MISHKIN, F.; SCHMIDT-HEBBEL, K. **One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know?** Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2001. (Working paper; n. 8.397).

MUTH, J. F. Rational expectations and the theory of price movements. **Econometrica**, v. 29, n. 3, p. 315-335, 1961.

OREIRO, J. L.; LEMOS, B. P.; PADILHA, R. A. **O regime de metas de inflação e a governança da política monetária no Brasil: análise e proposta de mudança.** Curitiba: UFPR, 2005. (Texto para discussão). Disponível em: <www.economia.ufpr.br/publica/textos/2005/>. Acesso em: 21 ago. 2006.

PAULA, L. F. **A questão da autonomia do banco central: uma visão alternativa.** Rio de Janeiro: UFRJ; Grupo de Estudos Sobre a Moeda e o Sistema Financeiro, 2004. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/artigos_academicos.php>. Acesso em: 09 jan. 2007.

PHILLIPS, A. W. The relation between unemployment and the rate of change of money wage in the United Kingdom 1861-1957. **Economica**, v. 100, n. 25, 1958.

ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. **Quarterly Journal of Economics**, v. 100, n. 4, p. 1169-1189, 1985.

SAMUELSON, P. A.; SOLOW, R. M. Analytical aspects of anti-inflation policy. **American Economic Review**, v. 50, n. 2, p. 177-194, 1960.

SETTERFIELD, M. Is inflation targeting compatible with Post Keynesian economics? **Trinity College**, 2005. Disponível em: <<http://emp.trincoll.edu>>. Acesso em: 05 jan. 2006.

SICSÚ, J. Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. **Economia Aplicada**, v. 6, n. 4, p. 703-711, 2002.

STIGLITZ, J. E. Information and economic analysis: a perspective. **Economic Journal**, v. 95, p. 21-41, 1985.

SVENSSON, J. Optimal inflation targets, "conservative" central banks, and linear inflation contracts. **American Economic Review**, v. 87, n. 1, p. 98-114, 1997.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, n. 39, p. 195-214, 1993.

WALSH, C. E. Optimal contracts for central bankers. **American Economic Review**, v. 85, n. 1, p. 150-67, 1995.