

Regime de metas de inflação: uma revisão da literatura

*Luiza Betina Petroll Rodrigues**

Resumo: Este artigo tem como tema o regime de metas de inflação e tem dois objetivos. Primeiro, busca-se fazer uma leitura da bibliografia recente sobre o assunto e assim fornecer ao leitor uma introdução ao tema. Em segundo lugar, tem como objetivo discutir os pontos de encontro e de conflito entre o regime de metas de inflação e a herança keynesiana, que nega a teoria da neutralidade da moeda, uma das bases do regime de metas de inflação. O artigo também chega a duas conclusões: primeiro, a literatura sobre regime de metas é ainda muito incipiente e mesmo discussões básicas como sua origem e definição carecem de distanciamento histórico para diminuir-lhes o viés ideológico. Em segundo lugar, ainda que o regime de metas seja embasado em princípios como o da neutralidade da moeda, não se pode dizer que não tenha pontos de convergência com a herança keynesiana, como a defesa da independência do banco central.

Palavras-chave: regime de metas de inflação, herança keynesiana, neutralidade da moeda, independência do banco central.

Introdução

A discussão do papel da política monetária na promoção do crescimento econômico e da estabilidade tem envolvido economistas desde o nascimento desta ciência. Posições extremas, que negam qualquer papel à política monetária, ou, ao contrário, que a consideram fundamental para o crescimento convivem com posições intermediárias, sem que a questão tenha sido resolvida.

No contexto recente, uma estratégia de política monetária chama a atenção: o regime de metas de inflação, que trouxe à tona (mais uma vez) a discussão sobre o papel da política monetária. Os objetivos deste artigo são dois. Primeiro, busca-se fazer uma leitura da bibliografia recente sobre o assunto e assim fornecer ao leitor uma introdução ao tema. Em segundo lugar, este artigo tem o objetivo de discutir os pontos de encontro e de conflito entre o regime de metas de inflação e a herança keynesiana, entendida aqui como sendo a obra de Keynes e das escolas que nela se basearam (pós-keynesianos, neokeynesianos, novos keynesianos etc.), que negam o caráter neutro da política monetária.

* **Luiza Betina Petroll Rodrigues** é graduada em Economia pela USP e mestre na mesma área pela PUC-SP. É professora da Faculdade de Economia da FAAP e economista do Banco Santander. E-mail: <luizab-pr@ig.com.br>.

Para cumprir estes objetivos, o artigo está organizado como se segue. Em primeiro lugar, será apresentada uma visão geral da literatura sobre o regime de metas de inflação (a partir de agora, simplesmente “regime de metas”), que permitirá uma leitura mais crítica do texto. Em segundo lugar, serão apresentadas algumas definições de regime de metas, com ênfase no principal ponto de divergência, que é a questão de quanta discricionariedade tem (ou deve ter) a autoridade monetária. Esta divergência é apresentada a partir da discussão que muitos autores fazem ao questionar a afirmação da principal obra sobre regime de metas: “não é uma regra, é um arcabouço”. Percebe-se, já nesta divergência sobre a definição, as diferentes posições das escolas heterodoxas e ortodoxas. Em seguida, a terceira seção tratará da origem do sistema de metas, que tem seu prolongamento natural na discussão sobre a neutralidade da moeda, que é apresentada na quarta seção. A crença (ou não) na neutralidade da moeda implica diretamente na aceitação (ou não) da lógica do regime de metas tal como é construído, lógica esta apresentada na quinta seção. Igualmente, a eficácia do regime, discutida na sexta seção, será questionada por aqueles que não aceitam esta lógica.

O trabalho conclui que, apesar de existirem pontos fundamentalmente diferentes entre o regime de metas de inflação e a herança keynesiana, as contribuições intelectuais de John Maynard Keynes e seus discípulos ao desenvolvimento e até à crítica deste instrumento de política monetária são expressivas e merecem ser salientadas. Não se pode concluir, portanto, que o regime de metas de inflação é uma criação exclusiva da escola ortodoxa.

1. A bibliografia sobre metas de inflação

Como qualquer tema recente, “regime de metas de inflação” é um assunto que carece de distanciamento histórico. A maioria da literatura que o aborda carrega um tom político/ ideológico – de sugestão da implantação das metas em determinado país, ou, ao contrário, de crítica a essa implantação¹. Assim sendo, até mesmo a pergunta fundamental, sobre a eficácia do regime de metas de inflação, é questionada estruturalmente. “O que quer dizer eficácia quando se fala em regime de metas de inflação?” “É possível provar alguma eficácia?”.

Um dos textos mais importantes sobre o assunto é o livro de Bernanke *et al.* *Inflation Targeting: Lessons from the international experience*, de 1999². Apesar da excelente qualidade de seu conteúdo e da clareza das explicações, é preciso ter em mente a biografia de seus autores, o que dá ao livro um tom claramente pró-metas de inflação: Ben Bernanke é presidente do conselho de administração do banco central norte-americano (FED) e é conhecido por apoiar a implantação do regime de metas de inflação; Frederic S. Mishkin faz parte do mesmo conselho, e Thomas Laubach é economista sênior da seção de estudos quantitativos e macroeconômicos do FED. Finalmente, Adam S. Posen também

¹Vale a pena observar, por exemplo, os textos de Sicsú (2002) e Andrade e Deos (2006).

²A autora aceitou o critério “número de citações feitas por outros autores” para definir a importância do texto. De fato, a grande maioria dos textos consultados cita este livro. Da mesma maneira, a ferramenta “Google Acadêmico”, de busca de artigos na internet, encontra mais referências a este texto que a qualquer outro.

trabalhou no FED (de 1994 a 1997), especificamente na parte de estratégias de política monetária, incluindo metas de inflação. Com isso em mente, é possível fazer uma leitura crítica do livro, sem deixar de aproveitá-lo.

Finalmente, a maioria da bibliografia sobre regime de metas de inflação é teórica ou busca analisar seu desempenho em uma gama de países. A literatura específica sobre a evolução e os resultados de sua implementação em um país ou região específica é um pouco mais rara, especialmente quando se trata de economias em desenvolvimento. De qualquer maneira, a tabela 1 fornece exemplos desta bibliografia específica.

Tabela 1 – Exemplos de bibliografia específica sobre a adoção ou não do regime de metas de inflação em determinado país ou região

País(es) ou região(ões) abordado(s)	Autor(es)
África do Sul	Merwe (2004)
Canadá	McCallum (1998)
Colômbia	Gómez, Uribe e Vargas (2002)
Economias de transição (República Tcheca, Polônia e Hungria)	Jonas e Mishkin (2003)
Espanha	Moreno e Rey (2005); Ayuso, Kaminsky e López-Salido (2003)
Estados Unidos da América	Goodfriend (2003)
Finlândia	Moreno e Rey (2005)
Japão	Ito (2004)
Leste asiático	Debelle (2001)
Mercados emergentes	Fraga, Goldfajn e Minella (2003)
Nova Zelândia	McCallum (1998)
Reino Unido	McCallum (1998); Moreno e Rey (2005)
República Tcheca	Jaromír; Ondrej e Jan (2008)
Suécia	McCallum (1998), Jonung e Fregert (2008)

Fonte: elaborado pela autora.

2. Definição de regime de metas e a questão da discricionariedade

O regime de metas é definido por Bernanke *et al.* (1999, p. 4) como um “arcabouço”³ de política monetária caracterizada pelo anúncio público de metas quantitativas para a inflação⁴. Segundo essa mesma definição, implantar um regime

³A autora traduziu “framework” por “arcabouço”. Andrade e Seos (2006) preferiram “estratégia”. Outra possibilidade de tradução seria “estrutura”.

⁴Do original em inglês: “Inflation targeting is a framework for monetary policy characterized by the public announcement of official quantitative targets (or target ranges) for the inflation rate over one or more time horizons, and by explicit acknowledgement that low, stable inflation is monetary policy’s primary long-run goal. Among other important features of inflation targeting are vigorous efforts to communicate with the public about the plans and objectives of the monetary authorities, and, in many cases, mechanisms that strengthen the central bank’s accountability for attaining those objectives.” (Bernanke *et al.*, 1999, p. 4)

de metas implica aceitar explicitamente que a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável é o objetivo primeiro e de longo prazo da política monetária.

A definição dada acima é largamente aceita na literatura, exceto pela palavra “arcabouço” (*framework*). Muitos autores preferem a expressão “regra” (de política monetária)⁵. Bernanke *et al.* (*op. cit.*) parecem estar cientes disso e dedicam uma seção do livro à explicação dessa palavra (a famosa seção “A framework, not a rule”, p. 4-6), deixando claro que um dos temas principais do livro é essa distinção. Assim, eles discordam da existência de “regras” de condução da política monetária, pois uma regra implicaria nenhuma flexibilidade de atuação do banco central:

“[...] em nossa visão, esta dicotomia entre regra e discricionariedade é simples demais para capturar a realidade enfrentada pelos bancos centrais. Especificamente, em nossa visão, *não existe na prática nenhuma regra absoluta para política monetária*. Por exemplo, mesmo o padrão ouro permitia uma discricionariedade moderada da política na prática, principalmente para países com reservas amplas em ouro. Além disso, o padrão ouro era rotineiramente suspenso em guerras e outras emergências [...]” (Bernanke *et al.*, 1999, p. 5-6, itálico no original)⁶

Esta distinção é fundamental, porque a maioria da crítica ao regime de metas aponta a falta de discricionariedade como sendo o seu “defeito” principal: em caso de “emergência”, essa falta de discricionariedade impediria que o banco central atuasse de maneira a resolvê-la. No entanto, conforme explicado acima, na visão de Bernanke *et al.* (*op. cit.*) toda política monetária é discricionária, e a questão é o nível de discricionariedade. A discricionariedade poderia manifestar-se como na forma de uma política “indisciplinada”, que muda de acordo com a visão pessoal do [conselho de diretores do] banco central, ou pode manifestar-se dentro de um arcabouço mais articulado, dentro do qual os objetivos mais gerais estão definidos. Assim, por exemplo, o regime de metas no Brasil definia que a meta para 2003 seria 3,5%, mas, devido a um choque que elevou a inflação, o Conselho Monetário Nacional teve flexibilidade para mudar a meta para um patamar mais elevado (8,5%) sem, no entanto, fugir de seu objetivo principal de longo prazo – manter a inflação em níveis baixos⁷.

Fahri (2007), comentando uma obra anterior dos mesmos Ben Bernanke e Frederic Mishkin (1997), resume a importância dessa questão:

⁵Fahri (2007, p. 5), por exemplo, entende que o regime de metas de inflação significa uma regra (e não um “arcabouço”) de política monetária. Para esta autora, as políticas monetárias decorrentes das análises macroeconômicas keynesianas poderiam ser consideradas discricionárias (enquanto para Bernanke *et al.* todas as políticas monetárias seriam discricionárias).

⁶Do original em inglês: “in our view, this dichotomy between rules and discretion is just too simple to capture the realities that central bankers face. Specifically, in our view, *there is no such thing in practice as an absolute rule for monetary policy*. For example, even the gold standard permitted moderate policy discretion in practice, particularly for countries with ample gold reserves. Moreover, the gold standard was routinely suspended during wars and other emergencies [...]”

⁷A esse respeito, é interessante ler a carta aberta do presidente do Banco Central comentando a respeito do não cumprimento da meta (inicial) de inflação em 2003. A carta está disponível no site do Banco Central do Brasil: <<http://www.bcb.gov.br/img/noticias/carta2004.pdf>>. Acesso em: 29 jul 2007.

“Este regime [metas de inflação], segundo os autores, pode ser melhor entendido como ‘constrained discretion’ do BC. Se ele fosse interpretado como sendo de regras rígidas então deveríamos conceder que essa abordagem seja suscetível a importantes críticas. Primeiro, a ideia de que a política monetária não tem (essencialmente) outros objetivos além da inflação encontra pouca sustentação entre banqueiros centrais, o público e muitos economistas monetários. Segundo, dado que os Bancos Centrais se preocupam com produto, emprego, taxas de câmbio e outras variáveis além da inflação, tratar o regime de metas como uma regra literal pode levar a obter resultados econômicos muito pobres (*very poor economic outcomes*). Uma ênfase exclusiva nas metas de inflação pode acarretar uma economia real altamente instável, caso ocorram significativos choques de oferta, como grandes mudanças nos preços do petróleo.”

Exceto pela palavra “arcabouço”, a definição de regime de metas encontra corroboração em quase todas as obras sobre o assunto. Para Curado e Oreiro (2005, p. 3-4), por exemplo, “um regime de metas de inflação é aquele no qual as ações da política monetária, sobretudo a fixação da taxa de juros básica, são guiadas com o objetivo explícito de obtenção de uma taxa de inflação (ou de nível de preços) previamente determinado.” A instituição de um regime de metas de inflação possui – de acordo com a literatura pesquisada por estes autores – uma série de vantagens.

“O anúncio das metas de inflação *eleva o grau de transparência da política monetária*, tornando mais clara a compreensão do público em relação à atuação dos bancos centrais, o que capacita os agentes econômicos a acompanhar e controlar as ações dos bancos centrais de forma mais precisa. Outra vantagem do regime de metas de inflação é que – caso a meta inflacionária seja crível – a determinação a priori da inflação *minimiza as incertezas no cálculo econômico*, facilitando a tomada de decisões, em especial as decisões de investimento. A meta de inflação funciona, portanto, como um balizador das expectativas de inflação dos agentes, conduzindo à taxa de inflação na direção da taxa natural.” [grifos meus]

Chadha e Nolan (2002, p. 2) têm visão parecida e consideram que, apesar de os detalhes do regime de metas variarem de acordo com o país onde é implementado, os seguintes elementos estão geralmente presentes: **1**) uma meta quantitativa para a taxa de variação do nível agregado de preços (geralmente um índice de preços ao consumidor), **2**) um banco central independente e que tenha o objetivo de atingir a meta quantitativa, e talvez **3**) cláusulas de penalização em caso de graves erros de política.

3. Origem do regime de metas de inflação

Nem mesmo a origem do regime de metas é consensual na literatura. Para Chadha e Nolan (2002, p. 2), o regime de metas de inflação tem sido apresentado como a inovação em política monetária da década de 90. Haldane (1997, p.

8), no entanto, alerta para o fato de que ele não pode ser considerado uma estratégia inteiramente nova (e por isso com pouca credibilidade) de política monetária. As raízes intelectuais de metas para os preços remontam aos trabalhos de Marshall e Wicksell no século XIX. Um pouco mais tarde, Fisher (1911) e Keynes explicitamente defenderam uma meta para um índice de preços. Em sua obra *A tract on monetary reform*, Keynes (1923, p. 148) chegou a defender que, para trazer confiança, as autoridades poderiam impedir que um índice de preços ficasse muito acima ou abaixo de determinado nível (Haldane, 1997, e DeLong, 1996).

No entanto, para DeLong (1996), a magnitude da Grande Depressão destruiria a fé de Keynes na proposição de que a estabilidade interna de preços implicaria em uma economia funcionando bem e com ciclos econômicos pequenos. Assim, para Mendonça (2006, p. 2),

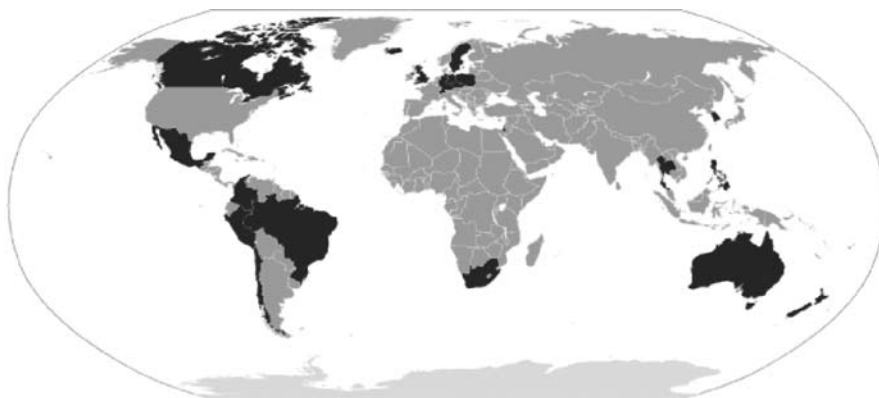
“Até meados dos anos 1970, a análise da política monetária tinha como referencial teórico a abordagem keynesiana associada ao *trade-off* inflação *versus* desemprego, presente na Curva de Phillips original. Não obstante, em razão da revolução teórica provocada pela incorporação das expectativas racionais à política econômica e às sucessivas evidências empíricas contrárias ao *trade-off* mencionado, houve a substituição do paradigma keynesiano na análise teórica da política monetária. O triunfo das expectativas racionais e da taxa natural de desemprego teve como consequência a base do argumento de que a política monetária deve ter como principal objetivo uma inflação baixa e estável.”

Pode-se dizer, portanto, que as origens intelectuais do regime de metas estão na ruptura da crença neste *trade off*, discussão que será ampliada na seção quarta.

O primeiro país a adotar o regime de metas explicitamente foi a Nova Zelândia, em 1989 (Hu, 2003, p. 2). No entanto, países como a Alemanha adotavam, desde meados da década de 70, regimes semelhantes ao sistema de metas. A partir da década de 90, no entanto, é que a adoção foi mais rápida. A figura 1 permite que o leitor visualize alguns países que adotam o regime de metas. Pelas contas de Hu (2003, p. 3), até o fim de 2002 22 países haviam adotado o regime de metas, mas o próprio autor admite que este número pode variar de acordo com a definição de regime de metas utilizada.

Mas, ainda que os primeiros países a adotar o regime de metas tenham sido países industrializados, países em desenvolvimento logo seguiram o mesmo caminho. O Chile, por exemplo, adotou o regime já em 1991. Além disso, para Jonas e Mishkin (2003, p. 3), para quem a década de 90 será conhecida nos livros de história econômica como aquele em que os regimes de câmbio fixo perderam atratividade (como resultado de fortes crises financeiras) e foram substituídos por regimes com câmbio mais flexível, alguns dos chamados países de transição (originados da URSS) também seguiram o mesmo caminho. A República Tcheca foi a primeira, em 1997, mas a Polônia logo a seguiu em 1998.

Figura 1 - Mapa mundi. Os países destacados em preto são alguns dos que adotaram o regime de metas de inflação



A Espanha e a Finlândia (não pintadas) adotaram o regime, mas o abandonaram. Elaboração: Vinicius Feliciano Tersi, a pedido e com os agradecimentos da autora deste texto. Para uma visão geral sobre a implantação do regime de metas de inflação nos diversos países, a sugestão é ler Levin, Natalucci e Piger (2004).

Tabela 2 – Exemplos de países que adotaram o regime de metas de inflação e primeira meta estabelecida para a variação anual do nível de preços

País	Quando adotou?	Primeira meta de inflação anual
África do Sul	fevereiro de 2000 (anúncio formal; primeira meta definida em 2002)	3% - 6%
Austrália	abril de 1993 (FRAGA, GOLDFAJN e MINELLA, 2003, p. 7)	2% - 3%
Brasil	1999	8% (+- 2%)
Canadá	fevereiro de 1991 (MCCALLUM, 1998, p. 4)	3% - 5%
Chile	1991	15% - 20%
Colômbia	1991, primeiro anúncio oficial (GÓMEZ, URIBE e VARGAS, 2002)	15%
Coreia do Sul	janeiro de 1998	9% (+-1%)
Espanha	janeiro de 1995 (abandonou em 1999 com a entrada na União Europeia). (AYUSO, KAMINSKY e LÓPEZ-SALIDO, 2003, p. 2)	
Finlândia	fevereiro de 1993	2%
Hungria	junho de 2001	7% (+- 1%)
Islândia	março de 2001	2,5% (-1,5% +3,5%)
Israel	1991	14% - 15%
México	1999	<= 13%
Noruega	2001 (GJEDREM, 2002)	2,5%
Nova Zelândia	1989 (HU, 2003, p. 2); março de 1990 (FRAGA, GOLDFAJN e MINELLA, 2003, p. 7)	3% - 5%
Peru	janeiro de 1994	15% - 20%

Polónia	outubro de 1998 (FRAGA, GOLDFAJN e MINELLA, 2003, p. 7)	<= 9,5%
Reino Unido	setembro de 1992 (MCCALLUM, 1998, p. 7); outubro de 1992 (FRAGA, GOLDFAJN e MINELLA, 2003, p. 7)	1% - 4%
República Tcheca	janeiro de 1998 (JAROMÍR; OND EJ E JAN, 2008, p. 1); 1997 (JONAS e MISHKIN, 2003, p. 4)	5,5% - 6,5%
Suécia	setembro de 1992 (MCCALLUM, 1998, p. 7)	2% (+- 1%)
Suíça	janeiro de 2000 (FRAGA, GOLDFAJN e MINELLA, 2003, p. 7)	<= 2%
Tailândia	abril de 2000 (FRAGA, GOLDFAJN e MINELLA, 2003, p. 7)	0% - 3,5%

Fonte: elaborado pela autora.

4. A questão da neutralidade da moeda: principal ponto de conflito entre a herança keynesiana e o regime de metas de inflação

Como visto na seção anterior, apesar de Keynes ter mencionado algo que poderia ser interpretado como um regime de metas de inflação, Peliocini e Rezende (2007, p.8), citando Mollo (2004) e o Banco Central (1999), concordam que o regime de metas de inflação foi erigido sob a hipótese de neutralidade da moeda (ideia da qual Keynes discordava inteiramente). Esta hipótese parece ser o principal ponto de conflito acadêmico entre a herança keynesiana e o regime de metas de inflação.

Contribuições essenciais que suportam a hipótese de neutralidade da moeda podem ser encontrados nos trabalhos dos economistas Milton Friedman e Edmund Phelps, que negaram a existência de *trade-off* entre emprego e inflação no longo prazo (teoria conhecida pelo nome de curva de Phillips).

Farhi (2007, p. 4) afirma que esta visão se tornou cada vez mais consensual:

“Os fundamentos teóricos do regime de metas de inflação se baseiam no paradigma novo-clássico de neutralidade da moeda, expectativas racionais, equilíbrio de mercado, preços flexíveis e oferta de trabalho determinada por salários reais. A adesão de economistas novo-keynesianos (como Woodford, 2001a, 2001b; Walsh, 2002 e Bofinger, 2003) a essa política monetária levou ao assim chamado ‘novo consenso’ que passa a aceitar um possível impacto da política monetária no curto prazo (curva de Philips de curto prazo inclinada para baixo), mas mantém sua neutralidade no longo prazo (curva de Philips de longo prazo vertical).”

A mesma autora explica que a única diferença entre Friedman e os autores do “novo consenso” reside “no fato que o primeiro advogava regras para um crescimento ótimo dos agregados monetários, enquanto para os segundos a regra consiste na determinação sistemática da taxa básica de juros para levar o índice de preços a convergir para uma meta determinada”. No entanto, tanto Friedman quanto os economistas do “novo consenso” concordam quanto à

existência de um viés inflacionário inerente à prática governamental, o que levaria a autoridade monetária a praticar uma política caracterizada como “inconsistente temporalmente”. A ampla aceitação desses argumentos, continua a autora, “levou tanto ao desenvolvimento do regime de metas de inflação quanto à tese da independência do Banco Central como formas de impedir a concretização do viés inflacionário”.

Sopeña (2007) encontra em Corazza (1996, p. 2) uma definição de neutralidade da moeda que reúne os aspectos principais dos pontos de debate entre os ortodoxos e os seguidores de Keynes:

“O postulado da neutralidade assegura que, exceto em períodos transitórios de ajuste, *variações monetárias não afetam variáveis econômicas reais, como o nível do produto e do emprego*, pois essas variáveis são determinadas por fatores não monetários, como a dotação de recursos, a tecnologia e a taxa de substituição técnica entre fatores de produção. Como a quantidade de moeda não afeta essas condições fundamentais, segue-se que variações monetárias são neutras em relação às variáveis reais. Moeda é apenas um véu que obscurece mas não afeta a operação das forças econômicas reais, ao menos no longo prazo. No curto prazo a alteração de preços relativos pode alterar as quantidades e a alocação de recursos reais. No entanto, tais efeitos são temporários e se anularão no equilíbrio de longo prazo.” [grifo meu]

A herança keynesiana discorda frontalmente desta hipótese:

“Um outro atributo fundamental da teoria Pós-Keynesiana é a *não-neutralidade da moeda e da política monetária tanto no curto prazo quanto no longo prazo* (cf. Carvalho, 1992, p. 49). Isto ocorre devido à não ergodicidade de parte dos fenômenos econômicos, o que torna os indivíduos propensos a desenvolver preferência pela liquidez em face da incerteza dos acontecimentos futuros. Desta forma, a moeda assume a função de reserva de valor e é admitida a existência de impacto da política monetária sobre as variáveis reais, o que envolve custo social no controle do nível do estoque monetário.” (NEVES e OREIRO, 2006, p.3) [grifo meu]

Sob a hipótese ortodoxa de neutralidade da moeda, afirmam Peliocini e Rezende (2007, p.8), o regime de metas não poderia afetar o processo de acumulação de capital (trajetória de longo prazo do investimento). Esta visão é oposta àquela defendida pelos pós-keynesianos, e por isso aqueles autores elaboram um modelo econométrico com dados em painel de 17 países para tentar verificar o efeito da adoção do regime de metas sobre o investimento. Os resultados obtidos corroboram a abordagem pós-keynesiana: após a adoção de um regime de metas de inflação, há uma correlação negativa e contemporânea entre a variação do índice de preços e o investimento, o que não ocorria necessariamente antes da adoção do regime mencionado.

Os autores concluem que

“Os efeitos esperados da política monetária sobre o investimento no contexto do regime de metas de inflação são distintos quando se usa o referencial teórico ortodoxo e o heterodoxo. Na abordagem Pós-Keynesiana, *sendo a moeda não neutra, o compromisso assumido pela autoridade monetária em fazer convergir a inflação para a meta estipulada deprime a eficiência marginal do capital e o investimento corrente através de mudanças nas expectativas dos agentes.*” (p.2; grifo meu)

Carvalho e Gonçalves (2005, p. 20), de inspiração mais ortodoxa, encontraram resultado completamente diferente de Peliocini e Rezende (2007) em trabalho com o mesmo objetivo e metodologia parecida, o que reforça a visão de que este é um ponto cuja discussão está longe de chegar a um consenso:

“Procuramos neste artigo verificar os efeitos do regime de metas de inflação sob a razão de sacrifício num grupo de 23 países emergentes. [...] os resultados das regressões são favoráveis ao regime de metas de inflação. Países emergentes que optaram pelo regime de metas de inflação experimentam redução na razão de sacrifício nas desinflações que ocorrem a partir de um semestre da data de implementação do regime, em relação aos países emergentes sem regime de metas. Considerando-se o modelo básico, onde controlamos a inflação inicial e a duração de cada episódio, *o nível do produto real, após as desinflações, é em média 1,35% maior do que o verificado nos países sem regime de metas*, para cada ponto percentual de redução da inflação. Como previsto por Sargent (1983), desinflações mais rápidas geram menores razões de sacrifício.” [grifo meu]

Para Lima e Setterfield (2007, p. 2), o regime de metas de inflação é um anátema para muitos pós-keynesianos, devido à preocupação com os potenciais custos reais (menor crescimento e maior desemprego) advindos de a autoridade monetária focar-se (ter como meta unicamente) na inflação baixa. No entanto, os autores acreditam que o citado regime não é de todo incompatível com a visão defendida por Keynes e por seus seguidores. Citando Setterfield (2006), os autores entendem que as preocupações pós-keynesianas com o regime de metas de inflação podem ser acomodadas na medida em que se reconhece que o regime de metas pode adaptar-se até mesmo a uma economia em que o produto e o emprego não gravitam automaticamente em torno de um determinado nível de equilíbrio. Tal adaptação poderia se dar simplesmente pelo uso de mais e diferentes instrumentos para reconciliar a busca de uma taxa mais baixa de inflação com outras metas (reais) de política macroeconômica. Assim, os autores veem uma “potencial compatibilidade” (p. 14-15) entre o regime de metas de inflação e um ambiente macroeconômico pós-keynesiano.

5. A lógica do regime de metas de inflação

Em geral, a política macroeconômica inclui muitos objetivos além da inflação baixa – por exemplo, alta taxa de crescimento real e baixas taxas de desemprego. Assim, enfatizar a estabilidade de preços, com aparente exclusão de outros objetivos,

demanda alguma explicação. A implantação de um regime de metas e a consequente busca de uma estabilidade de longo prazo no nível de preços baseia-se em três argumentos ou justificativas (Bernanke *et al.*, 1999, p. 10):

a) No longo prazo, a taxa de inflação é a única variável macroeconômica que a política monetária pode controlar. Por esse argumento, economistas como Milton Friedman e Edmund Phelps rejeitam o *trade-off* entre inflação e desemprego (curva de Phillips) no longo prazo. Friedman aceitava que uma taxa de inflação mais alta poderia diminuir o desemprego por curtos períodos, porque, por exemplo, os salários estavam fixados por contrato. Até que os contratos fossem renovados, os preços mais altos trariam ao empresário mais lucro, estimulando a produção. No entanto, nesse cenário os trabalhadores passariam a demandar aumentos salariais mais rapidamente, e então o incentivo anterior que o empresário tinha iria sumir. No longo prazo, portanto, só a inflação teria aumentado, pois o desemprego voltaria à sua “taxa natural”, e o afrouxamento da política monetária não teria contribuído para uma redução permanente no desemprego.

b) O estabelecimento de metas de inflação provê um “elemento conceitual chave” para toda a estrutura da política. Essa estrutura auxilia os fazedores da política a comunicar suas intenções para o público e a impor regras e disciplina no Banco Central e no próprio governo. Essa questão, conhecida na literatura como *time inconsistency problem* e analisada por economistas como Kydland e Prescott (1977), Calvo (1978), Barro e Gordon (1983) e outros, relaciona-se ao fato de que o banco central tem incentivos para manter a inflação em nível superior ao esperado pelo público. De fato, neste cenário de inflação inesperada, os contratos (de trabalho, por exemplo) estariam fixados num nível de preços menor, garantindo ao empresário maiores ganhos e aquecendo a economia. No entanto, argumentam esses autores, o público e as firmas não poderiam ser permanentemente enganados: em algum momento, eles ajustariam suas expectativas de inflação, o que eliminaria o incentivo dos empresários. Nesse ponto, mais uma vez ter-se-ia como resultado somente uma inflação mais alta – não uma economia mais aquecida.

c) Até mesmo taxas moderadas de inflação são prejudiciais à eficiência econômica e ao crescimento. Os custos da inflação são permanentes, enquanto os benefícios (como maior atividade econômica, como no exemplo dado em 5.1) são transitórios. Além disso, manter uma taxa de inflação estável e baixa é importante para atingir outros objetivos macroeconômicos.

Este é o argumento mais delicado de todos. Bernanke *et al.* (*op. cit*) demoram-se na explicação dos custos da inflação alta (superior a 10%, segundo eles, concordando assim com a definição de Keynes). Tais custos, no entanto, são largamente conhecidos e aceitos pelos economistas. A questão é, e os autores reconhecem, definir os custos da inflação baixa⁸.

⁸Do original em inglês: “Periods of very rapid inflation are clearly destructive. But whether more moderate inflation (below, say, 10% per year) is harmful, is more controversial. Some economists have argued that the public’s consistent antipathy toward inflation [...] is primarily the result of confusion about what inflation really is. Strictly speaking, inflation is a general rise in all prices, wages, and incomes. As such, it should have little or no effect on real purchasing power or the economic incentives of individuals, since a general rise in prices leaves relative prices unaffected. When members of the public talk about inflation, however, they often stress the effects of changes in relative prices (of food or energy, for example) on their standard living. These are legitimate concerns, of course, but they are largely independent of the rate of inflation *per se*. Moreover, they are beyond the power of monetary policy to correct. “True inflation”, economists

Segundo eles, em anos recentes economistas e bancos centrais tenderam a considerar até mesmo níveis baixos de inflação como problemas. Por exemplo, o público tem dificuldades de incluir a variável “inflação” em suas decisões (principalmente de longo prazo, como poupança para aposentadoria), o que pode levá-las a distorcer essas decisões; o mesmo ocorre com as decisões de produção e investimento das empresas. Evidentemente, fazer previsões acertadas quando a inflação é alta tem custos⁹ com os quais (de maneira geral) as empresas (principalmente as menores) e o público não têm condições de arcar. Assim, no limite, uma inflação mais alta poderia retardar o crescimento.

O problema desse argumento, e os próprios autores o explicitam, é que é muito difícil testar (econometricamente ou não) a relação entre inflação e crescimento¹⁰. Por exemplo, instabilidade política pode causar inflação. Seria a instabilidade política ou a inflação a causa (ou uma das) de um eventual baixo crescimento econômico? É praticamente impossível isolar uma variável tão completamente dependente de uma interação de forças como é a inflação.

Essa dificuldade de obter evidências tem alimentado o debate, sem que se chegue a uma conclusão. Carvalho e Gonçalves (2007), por exemplo, partindo exatamente deste ponto, afirmam:

“Diferentemente de Bernanke *et al.* (1999), que não encontraram evidências da contribuição do regime de metas de inflação para a redução das razões de sacrifício em países desenvolvidos, a análise de 99 episódios de declínio de inflação no grupo de países da OCDE, identificados no período 1970-2004, indicou que as reduções do produto são menores nos países que adotaram o regime de metas de inflação.” (p. 1)

A opinião de Sicsú (2002), completamente diferente, resume bem a dificuldade de se chegar a um consenso sobre o assunto, mesmo sobre as hipóteses iniciais:

“Mostra-se neste artigo que a teoria que sustenta o regime de metas inflacionárias não é consensual entre os economistas e, por último e mais importante, que suas hipóteses não possuem evidências capazes de sustentá-las. Por vezes, tais hipóteses nem mesmo possuem consistência interna.”

Apesar das inúmeras diferenças, algumas questões fundamentais ao regime de metas são pontos em que a divergência não é absoluta entre a teoria heterodoxa e ortodoxa. São elas: transparência e credibilidade na política monetária, independência do banco central e o papel das expectativas.

have sometimes suggested, should be no more harmful to the economy than a decision to price all goods and services in terms of dines instead of dollars.” (Bernanke *et al.*, p. 17.)

⁹Por exemplo, contratar um corpo de economistas para acompanhar de perto a inflação.

¹⁰Para deixar claro, a ideia aqui seria testar apenas a relação entre taxas de inflação abaixo de 10% e crescimento econômico. Como a relação entre taxas altas de inflação e (baixo) crescimento econômico é clara para a maioria dos economistas, a questão fica em discutir se uma inflação de, digamos, 8% é melhor ou pior que uma de 2% para o crescimento econômico.

5.1. Transparência e credibilidade da política monetária

Lima e Setterfield (2007), entre outros autores, concordam que existe compatibilidade entre o regime de metas e a herança keynesiana. Mendonça (2006, p. 15), na mesma linha, comenta sobre o pressuposto de transparência da política monetária (um dos pressupostos do regime de metas de inflação), e afirma:

“De forma análoga à estrutura informacional adotada pelos autores sobreditos, mas adotando um modelo com elementos novos-keynesianos (contratos sobrepostos e concorrência monopolista), Jensen (2000) verifica que o aumento da transparência ocasiona aumento da credibilidade.”

Neves e Oreiro (2006, p. 3) veem na transparência do Banco Central um dos pontos de ligação entre o regime de metas e a herança keynesiana. Eles citam Libânio (2004), que escreve:

“Apesar das críticas feitas ao regime de metas de inflação, determinados aspectos de sua formulação podem ser explorados para discutir uma proposta alternativa de condução da política monetária, a partir do paradigma pós-keynesiano. Em primeiro lugar, destaca-se a maior transparência conferida às decisões de política. Neste sentido, é ilustrativa a proximidade entre a visão de Keynes (...) e de alguns defensores do regime de metas, como Bernanke e Mishkin (1997, p. 19), que afirmam: ‘Transparency facilitates public understanding of monetary policy and increases the incentives for the central bank to pursue the announced goals for monetary policy’.”

Para o mesmo autor citado (Libânio, 2004), sob a ótica pós-keynesiana, um regime de metas de inflação torna mais claros e perceptíveis os objetivos da política monetária. Com isso, poderia contribuir para reduzir o grau de incerteza sobre as decisões de política e os rumos da economia e tornar as expectativas dos agentes mais sensíveis às ações do Banco Central. Desta forma, o estabelecimento de metas explícitas na condução das políticas poderia ser uma estratégia bem sucedida.

Mas a transparência total não é uma proposta consensual entre a herança keynesiana. Para Mendonça (2006, p. 15),

“Em relação ao caso de um modelo neo-keynesiano, é observado que a sociedade é indiferente aos dois regimes de transparência (limitada e total), desde que a taxa de juros não seja incluída na função de perda. Entrementes, no caso da variabilidade de a taxa de juros ser incluída na função de perda, o regime de transparência limitada torna-se superior ao de transparência total.” (p. 16)

Ainda sobre transparência, Schmidt-Hebbel e Mishkin (2006, p.12) afirmam:

“Utilizando um arcabouço novo-keynesiano simples com informação privada e diversificada, Walsh descobriu que os anúncios de metas [inflacionárias] de curto prazo permitem que os agentes que definem os preços distingam ações de política [monetária] destinadas a compensar choques de demanda daquelas [ações] destinadas a compensar parcialmente os efeitos inflacionários de um choque de custos. *Anúncios podem por consequência prevenir que choques de demanda afetem a inflação, mas as decisões do setor privado tornam-se mais sensíveis aos erros de projeção do banco central*, aumentando a variabilidade da inflação. Pode então ser vantajoso para a autoridade monetária fazer anúncios parciais.” (tradução livre da autora¹¹) (grifo meu)

O tema, no entanto, não é consensual dentro da herança keynesiana. Feijó e Montes (2007, p. 6), por exemplo, acreditam que, no arcabouço keynesiano, a credibilidade da autoridade monetária pode ter outra consequência para a estabilidade de preços:

“Com base na visão pós-keynesiana, sugere-se que a regra de combate à inflação por meio de manipulações da taxa básica de juros orientada pelos desvios da inflação e das expectativas de inflação em relação à meta ignora as origens do processo inflacionário, e pode se tornar uma ameaça para a própria autoridade monetária, criando uma ‘armadilha de credibilidade’. Ou seja, *a credibilidade da política monetária não deve ser analisada somente como sendo capaz de promover a estabilidade da inflação. Pelo fato de ser capaz também de afetar o lado real, sua constante utilização pode levar a perda de credibilidade* quando necessária para estimular a economia por meio do canal das expectativas, quando a inflação já estiver baixa e estável.” (grifo meu)

5.2. Independência do banco central: neste ponto quase há consenso

Outro ponto de encontro – o principal ponto de encontro, para Arestis e Sawyer (2006, p. 1) – entre o regime de metas de inflação e a herança keynesiana é a questão da independência do banco central. Arestis e Sawyer (2006, p. 2) e Fraser (2004, p. 2) identificam na obra de Keynes a sugestão deste autor para que o banco central fosse independente e suas ações executadas por *experts* (e não por políticos). Sobre este último ponto, Bacha (2005) afirma:

“O papa do intervencionismo estatal, John Maynard Keynes, em 1932 se opôs à proposta do Partido Trabalhista para interferência direta do conselho de ministros e do parlamento na condução da política monetária. Defendendo a independência do BC, Keynes escreveu: ‘Quanto menos direto o controle

¹¹Do original em inglês: “Employing a simple new Keynesian framework with private and diverse information, Walsh finds that announcements about shortrun targets allow price setters to distinguish policy actions designed to offset demand shocks from those designed to partially offset the inflation effects of cost shocks. Announcements can thereby prevent demand shocks from affecting inflation, but private sector decisions become more sensitive to central bank forecast errors, raising inflation variability. It may then be advantageous for the monetary authority to make partial announcements.”

democrático e mais remota [sic] as oportunidades para a interferência na política monetária melhor ela será.”.

Arestis e Sawyer (2006, p. 13-14) lembram, contudo, que por mais que a questão da independência do banco central seja um claro ponto de encontro entre as ideias de Keynes e o regime de metas, há diferenças expressivas entre os dois em outros aspectos. Um artigo de Paula (2003, p. 3), por exemplo, dá sinais de que mesmo entre os seguidores de Keynes existe discussão sobre a questão da independência do Banco Central. Ele afirma que

“o objetivo [para os economistas pós-keynesianos] de política econômica deve se voltar para a *estabilidade macroeconômica*, um conceito mais amplo do que o de estabilidade de preços, ou seja, deve procurar reduzir as incertezas que são inerentes aos negócios na economia.” (grifo no original)

e portanto

“[...] a utilização de ‘compromissos institucionais’, como a independência do banco central, pode acabar por gerar problemas de descoordenação de políticas econômicas – uma elevação brusca na taxa de juros pode acarretar tanto uma elevação no custo financeiro da dívida pública, ocasionando custos fiscais, quanto um aumento generalizado no grau de inadimplência nas operações de crédito, fragilizando o sistema bancário como um todo.” (p. 5)

5.3. O papel das expectativas

Outro ponto do regime de metas que pode ser considerado semelhante ao defendido pelos seguidores de Keynes é a questão das expectativas de inflação. Para Feijó e Montes (2007, p. 3), no regime de metas o anúncio de uma meta quantitativa para a taxa de inflação dos períodos subsequentes tem a finalidade de servir como principal referência (âncora) para o processo de formação de expectativas para a inflação.

Demertzis e Viegi (2008, p. 3-4), ao se perguntarem qual é o mecanismo que faz do sistema de metas uma âncora melhor (para as expectativas de inflação dos agentes), e que condições são necessárias para que essa âncora seja efetiva, concluem que a resposta depende de uma explicação sobre o mecanismo de formação das expectativas mais complexa que a explicação fornecida pelo *mainstream* (informação perfeita e agentes racionais). Citando vasta bibliografia sobre formação de expectativas, os autores comentam que os agentes conferem as expectativas de outros agentes para verificar se as próprias são razoáveis, e concluem baseando-se em Keynes:

“[...] E como se entende que o ‘elemento concurso de beleza’ (baseado em Keynes, 1936) tem um grande papel na formação de expectativas, os sinais fornecidos pelas instituições públicas podem ter um papel semelhante. Isso, portanto, implica que a política monetária pode ser vista como um jogo de

coordenação entre o banco central e o setor privado, mas também um jogo entre os próprios membros do setor privado.” (p.4)

Jonung e Fregert (2008, p. 2) fornecem valioso exemplo de formação de expectativas. Eles analisam a duração dos acordos coletivos de trabalho, um indicador de quanto os trabalhadores esperam que os preços variem nos períodos seguintes, na indústria sueca entre 1908 e 2007. Os autores concluem que nunca antes do período de vigência do regime de metas os contratos foram tão longos e não indexados – mesmo comparando com o período do padrão ouro anterior à Primeira Guerra Mundial. Os autores concluem, portanto, que pelo menos na Suécia a implementação do regime de metas foi um sucesso (na medida em que ancorou as expectativas).

6. A eficácia do regime de metas de inflação

A eficácia do regime de metas é controversa na literatura. Em primeiro lugar, a própria definição de eficácia de um regime de metas é algo que gera discussões. Eficácia seria atingir a meta (e assim manter a inflação em níveis mais baixos) ou permitir, através da manutenção dessas taxas baixas, um crescimento econômico maior?

Andrade e Deos (2006, p. 4), utilizando a primeira definição de eficácia (atingir a meta), comentam que “a literatura que avalia as evidências empíricas a partir da experiência dos países que implementaram metas inflacionárias não permite afirmações conclusivas a respeito da eficácia do referido modelo”. Como exemplo de autores que chegaram a esta conclusão, citam Ball e Sheridan (2003) e Arestis e Sawyer (2004, p. 53-56). Sicsú (2002) concorda e afirma que a queda da inflação observada em países que implantaram o regime de metas já estava ocorrendo antes da implantação do mesmo (p. 6). Freitas e Mota (2006) vão na mesma direção.

Outros autores chegaram à conclusão contrária, como King (2002), analisando o caso do Reino Unido, no qual seria observável uma clara redução do nível inflacionário depois da adoção do regime de metas. Bernanke *et al.* (*op. cit.*) também chegam à mesma conclusão analisando o caso de diversos países.

Entre os economistas que consideram que o regime de metas é eficaz na redução dos níveis inflacionários, é praticamente consenso que o atingimento da meta depende da credibilidade do banco central, ou da crença dos agentes econômicos em sua capacidade de atingir a meta. Por isso, afirma Mendonça (2006), a transparência e a independência da autoridade monetária são elementos importantes para o sucesso do regime.

Fahri (2007) comenta obra de Carare e Stone (2003), economistas do FMI, que distingue os países de acordo com

“indicadores da clareza e da credibilidade de seu comprometimento com o regime de metas, ou seja, de seu grau de adesão aos preceitos básicos desta política monetária. Os autores afirmam que as análises empíricas realizadas para esses estudos sugerem que os distintos níveis de credibilidade entre as categorias

também correspondem às diferenças entre os PIBs per capita e os níveis de desenvolvimento financeiro.” (p. 13).

Assim, a classificação incluiria: **1) *eclectic inflation targeters* (EIT)**: países que gozam de tamanha credibilidade que conseguem manter uma inflação baixa e estável sem precisar se comprometer de forma inequívoca com o regime de metas. **2) *full-fledged inflation targeters* (FFIT)**: forma mais conhecida do regime e que congrega o maior número de países. Suas autoridades monetárias dispõem de uma credibilidade média a alta e se comprometem claramente – inclusive de forma institucional – a aplicar o regime de metas; e **3) *inflation targeters lite* (ITL)**: países que anunciam uma meta de inflação, mas por causa de sua baixa credibilidade em função da vulnerabilidade a choques exógenos, instabilidade financeira e/ou uma institucionalidade fraca, não conseguem manter a inflação baixa como principal objetivo. A classificação cria, inevitavelmente, nova pergunta: é a credibilidade (e não uma meta explícita) a variável decisiva na manutenção de níveis baixos de inflação? Os países do grupo 1 (Estados Unidos e a maioria dos países da zona do euro) não mantêm uma meta explícita e convivem com taxas baixas de inflação.

A segunda definição de eficácia do regime de metas, aquela que aponta o crescimento econômico como definidor de um regime “eficaz”, traz ainda mais controvérsias. Como já foi afirmado, muitos autores (como Bernanke *et al.*) concordam que essa relação não pode ainda ser completamente testada, mas dão indicações de que ela é provável – por exemplo, estabilidade de preços reduz custos dos agentes e diminui distorções nas decisões econômicas.

Visões acadêmicas, como a de Carvalho (2005), e não acadêmicas (como a da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo¹²) fazem coro ao afirmar que o regime de metas diminui, e não aumenta, o crescimento econômico. A questão, portanto, permanece aberta.

Hu (2003, p. 3) resume a dificuldade de se encontrarem resultados definitivos. Para este autor, a literatura resume os benefícios do regime de metas de inflação sobre a inflação e o produto em dois pontos. Em primeiro lugar, o regime de metas melhora o desempenho da inflação e do produto. Em outras palavras, o arcabouço do regime de metas poderia diminuir o nível, a variabilidade e a persistência da inflação, e ao mesmo tempo aumentar o crescimento do produto, com diminuição de sua variabilidade. Em segundo lugar, o regime de metas melhora a capacidade de projetar a inflação. Mas, ao mesmo tempo, igual número de estudos afirma não ter encontrado clara evidência destes benefícios, ainda que seus resultados também não forneçam argumentos contra o regime de metas. O autor cita diversos estudos que chegaram a conclusões completamente diferentes e resume:

¹²Ver o artigo “Regime de Metas para Inflação no Brasil” da entidade. Disponível em: <http://www.fiesp.com.br/economia/pdf/regime_metas_infla%C3%A7ao.pdf>. Acesso em: 29 jul 2007. É importante notar que o artigo não critica o regime de metas em si, mas a maneira como está sendo conduzido no Brasil – na visão da entidade, os juros definidos pelo Banco Central poderiam ser mais baixos, permitindo maior crescimento econômico e sem causar maior inflação.

“As diferenças de resultados entre os estudos empíricos na literatura de regime de metas de inflação se devem parcialmente ao pequeno número de países com regime de metas e ao curto período desde a implantação do mesmo. Provavelmente vai demorar mais de uma década para que o regime se torne totalmente crível e para que seja completamente estudado.” (tradução minha)

Este autor se propõe, em seu trabalho, a fazer estudo mais abrangente que os demais: inclui 66 países em seu modelo (22 dos quais adotaram o regime de metas) e estuda não só o período de adoção do regime de metas, mas também a motivação dos países que decidiram adotar o regime de metas. Mesmo assim, ele conclui que o desempenho da inflação e do produto melhora tanto para os países que adotaram quanto para os países que não adotaram o regime de metas (entre a década de 80 e 90), e que mais estudos são necessários para se ter uma conclusão mais definitiva.

Cinco anos depois, outro trabalho (ESSAADI e FTITI, 2008, p. 3), menos abrangente, mas utilizando apenas países semelhantes (por serem industrializados e desenvolvidos) e para os quais se dispõe de um período maior de análise para verificar os efeitos da implementação do regime de metas (Canadá, Nova Zelândia, Suécia e Reino Unido), chegou a conclusões mais robustas: **1)** para países com um nível de inflação muito alta antes da implementação do regime de metas, ocorre um período de transição (quebra estrutural) em que o comportamento da inflação muda. **2)** independentemente de a taxa de inflação ser alta antes da adoção do regime de metas, sua implementação contribui de maneira decisiva para a estabilização de longo prazo do nível de preços.

Assim, na opinião da autora deste trabalho, trabalhos mais recentes tendem a trazer resultados mais robustos sobre a eficácia ou não do regime de metas de inflação, pelo menos para os países para os quais há dados. Estas conclusões, no entanto, ficarão restritas ao caso analisado, e só poderão ser generalizadas quando uma amostra maior puder ser utilizada.

7. Outras questões

A discussão sobre o regime de metas é extensa e detalhada. O presente trabalho pretendeu apenas abordar os aspectos mais relevantes e/ou controversos, mas existem outros que merecem ser mencionados. Para uma introdução ao assunto, o próprio texto de Bernanke *et al.* (*op cit*) é adequado. Outra sugestão são as notas técnicas do Banco Central do Brasil¹³. Que medida de inflação deve ser usada? Qual índice de preços? Deve-se utilizar apenas o núcleo da inflação? Qual deve ser a meta (numérica) da inflação? Com que horizonte devem ser anunciadas as metas? Que informação deve ser utilizada pelos fazedores de política monetária? Quando a meta de inflação deve ser flexibilizada? Em que momento deve ser implementado um regime de metas?

¹³Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/ingl/2002nt30RegimesMetasInflacaoi.pdf>>. Acesso em: 29 jul 2007.

Conclusões

A discussão em torno da eficácia do regime de metas de inflação – ou até mesmo do significado de eficácia neste contexto – está longe de terminar. A tendência da literatura é aceitar que o regime de metas de inflação estabiliza e reduz a inflação. A questão mais difícil é saber qual é a proporção de custos e benefícios que esse regime traz consigo. O debate do governo, da academia e da sociedade a respeito do assunto torna-se assim crucial, pois é possível que os efeitos finais esperados pelo regime de metas – crescimento econômico, principalmente – não estejam sendo atingidos. Ou, se estiverem, talvez pudessem ser atingidos de maneira menos custosa.

O debate acadêmico é reflexo desta preocupação da sociedade, e a polarização da visão ortodoxa e heterodoxa sobre o assunto talvez não seja a maneira mais adequada de abordá-lo. Este trabalho tentou discutir os pontos de encontro e de conflito entre o regime de metas de inflação e a herança keynesiana e analisou algumas das características essenciais do regime de metas para discutir se existe ou não compatibilidade entre cada uma destas características e a herança keynesiana.

O trabalho conclui que, apesar de existirem pontos fundamentalmente diferentes entre o regime de metas de inflação e a herança keynesiana, as contribuições intelectuais de John Maynard Keynes e seus discípulos ao desenvolvimento e até à crítica deste instrumento de política monetária são expressivas e merecem ser salientadas. Como ironiza o prof. Sayad (2007),

“O discurso afirma que a teoria keynesiana morreu nos anos 80. Mas a *teoria que orienta a política econômica atual é de extração keynesiana e não clássica ou monetarista*. O que mudou foi a prioridade dada ao pleno emprego. Agora, a prioridade número um é a estabilidade do valor da moeda, custe o que custar em termos de emprego. Taxas flutuantes auxiliam na manutenção do emprego. Mas a âncora mais importante da economia mundial são os salários chineses e a liberalização do comércio que segura os salários nominais e a inflação do mundo inteiro.” (grifo meu)

E ainda:

“Apesar de se afirmar que o keynesianismo morreu, a linguagem do regime de metas de inflação que menciona *core inflation*, inflação de preços competitivos, inflação de preços administrados e efeito transmissão é uma linguagem *mais consistente com as teorias keynesiana e/ou estruturalista do que com o pensamento clássico*.” (grifo meu)

Referências bibliográficas

ANDRADE, R.P.; DEOS, S.S. *Metas de inflação: lições da Era Greenspan*. Texto para Discussão. IE/Unicamp n. 121, abr. 2006. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/download/texto121.pdf>>. Acesso em: 8 jul 2007.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. Inflation Targeting and Central Bank Independence: We Are All Keynesians Now! Or Are We? *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28(4), p. 639-652, jul 2006. Disponível em: <http://qcpages.qc.cuny.edu/~ussher/arestis_sawyer_inflation_targeting05.pdf>. Acesso em: 27 jul 2008.

AYUSO, J.; KAMINSKY, G.L.; LÓPEZ-SALIDO, D. Inflation regimes and stabilization policies: Spain 1962-2001. *Investigaciones económicas*, vol. XXVII, 2003. Disponível em: <<ftp://ftp.funep.es/InvEcon/paperArchive/Sep2003/v27i3a7.pdf>>. Acesso em: 18 out 2009.

BACHA, E.L. *Autonomia do Banco Central: por quê?* Apresentação preparada para a Audiência Pública na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal. Brasília, 19 abr 2005. Disponível em: <<http://iepecdg.com/DISK%201/Arquivos/Leiturassugeridas/AUTONOMIA%20DO%20BANCO%20CENTRAL.05042005.pdf>>. Acesso em: 27 jul 2008.

BERNANKE, B.S. *et al. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1999.

CARVALHO, A.; GONÇALVES, C.E.S. *Metas de Inflação e Razões de Sacrifício em Economias Emergentes*. Nov 2005. Disponível em: <http://www.econ.fea.usp.br/microaplicada/Artigos/sacrifice_ratio_18_11_2005.pdf>. Acesso em: 27 jul 2008.

_____. *Metas de Inflação e Razões de Sacrifício*. Versão preliminar, 2007. Disponível em: <<http://www.ibmecsp.edu.br/pesquisa/download.php?recid=3080>>. Acesso em: 29 jul 2007.

CARVALHO, F.C. Uma Contribuição ao Debate em torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil. *Rev. Econ. Polit.*, out-dez 2005, vol. 25, n.º 4, p. 323-336.

CHADHA, J.S.; NOLAN, C. *Inflation and Price Level Targeting in a New Keynesian Model*. Cambridge Working Papers in Economics, Faculty of Economics, University of Cambridge, fev. 2002. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/a/bla/manchs/v70y2002i4p570-95.html>>. Acesso em: 19 jul 2008.

CURADO, M.L.; OREIRO, J.L. *Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro*. Mar 2005. Disponível em: <http://www.economia.ufpr.br/publica/textos/2005/Marcelo%20Curado_Oreiro.pdf>. Acesso em: 27 jul 2008.

DEBELLE, G. *The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries*. 2001. Disponível em: <<http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2001/debelle.pdf>>. Acesso em: 5 jul 2009.

DELONG, B. *Review - John Maynard Keynes, A Tract on Monetary Reform*. Fev 1996. Disponível em: <http://www.j-bradford-delong.net/Econ_Articles/Reviews/monetaryreform.html>. Acesso em: 19 jul 2008.

DEMERTZISA, M.; VIEGIB, N. Inflation Targets as Focal Points. *International Journal of Central Banking*, mar 2008. Disponível em: <<http://www.ijcb.org/journal/ijcb08q1a2.pdf>>. Acesso em: 25 jul 2008.

ESSAADI, E.; FTITI, Z. *The inflation Targeting effect on the inflation series: A New Analysis Approach of evolutionary spectral analysis*. Gate Groupe d'Analyse et de Théorie Économique. Dez 2008. Disponível em: <<http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/35/56/37/PDF/0832.pdf>>. Acesso em: 18 out 2009.

FARHI, M. *Análise Comparativa do Regime de Metas de Inflação: Pass-through, Formatos e Gestão nas Economias Emergentes*. Texto para Discussão. IE/Unicamp. n. 127, jul 2007. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/download/texto127.pdf>>. Acesso em: 14 jul 2007.

FEIJÓ, C.A.; MONTES, G.C. *Regra monetária sob metas de inflação e mecanismo de formação de preços: é possível conciliar crescimento com estabilidade de preços?* 2007. Disponível em: <http://www.sep.org.br/artigo/_622_b30f309789f63d79e0b7f56ba7e211f7.pdf>. Acesso em: 27 jul 2008.

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. *Inflation Targeting in Emerging Market Economies*. NBER Working Paper No. 10019. 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10019>>. Acesso em: 18 out 2009.

FRASER, B.W. Central Bank Independence: What Does It Mean?. Discurso do presidente do banco central australiano, em 23 de novembro de 1994, no 20.º Seanza Central Banking Course, na cidade de Karachi, no Paquistão. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, dez 2004. Disponível em: <http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Bulletin/bu_dec94/bu_1294_1.pdf>. Acesso em: 27 jul 2008.

FREITAS, L.F.; MOTA, F.B. Sistema de metas de inflação e níveis de preços no Brasil: uma abordagem econométrica. *Conjuntura e Planejamento*, Salvador: SEI, n. 147, p. 34-38, ago 2006. Disponível em: <http://www.sei.ba.gov.br/publicacoes/publicacoes_sei/bahia_analise/conj_planejamento/pdf/c&p147/artigo_2.pdf>. Acesso em: 29 jul 2007.

GJEDREM, S. *One year of inflation targeting*. Pronunciamento feito na Norwegian School of Management's Centre for Monetary Economics Monday. Jun 2002. Disponível em: <http://www.norges-bank.no/templates/article___17869.aspx>. Acesso em: 18 out 2009.

GÓMEZ, J.; URIBE, J.D.; VARGAS, H. *The Implementation of Inflation Targeting in Colombia*. Mar 2002. Disponível em: <<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra202.pdf>>. Acesso em: 19 set 2009.

GOODFRIEND, M. *Inflation Targeting in the United States?* NBER Working Paper No. 9981. Set 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9981>>. Acesso em: 18 out 2009.

HALDANE, A. *Some Issues in Inflation Targeting*. Dez 1997. Bank of England Working Paper No. 74. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=57739>> ou <10.2139/ssrn.57739>. Acesso em: 19 jul 2008.

HU, Y. *Empirical investigations of inflation targeting*. Jul 2003. Disponível em: <<http://www.iese.com/publications/wp/03-6.pdf>>. Acesso em: 18 out 2009.

HURNÍK, J.; KAMENÍK, O.; VLEK, J. The History of Inflation Targeting in the Czech Republic Through the Lens of a Dynamic General Equilibrium Model. *Finance a úviri - Czech Journal of Economics and Finance*, 58, 2008, n. 9-10. Disponível em: <<http://journal.fsv.cuni.cz/mag/article/show/id/1143>>. Acesso em: 18 out 2009.

ITO, T. *Inflation Targeting and Japan: Why has the Bank of Japan not Adopted Inflation Targeting?* NBER Working Paper No. 10818. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10818>>. Acesso em: 18 out 2009.

JONUNG, L.; FREGERT, K. *Inflation targeting is a success, so far: 100 years of evidence from Swedish wage contracts*. Set 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1272438>. Acesso em: 18 out 2009.

JONAS, J.; MISHKIN, F.S. *Inflation targeting in transition countries: experience and prospects*. NBER Working Paper No. 9667. Abr 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9667>>. Acesso em: 18 out 2009.

KING, M. *The Inflation Target Ten Years on*. Palestra na London School of Economics em 19 nov 2002. Disponível em: <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2002/speech181.pdf>>. Acesso em: 9 jul 2007.

LEVIN, A.T.; NATALUCI, F.M.; PIGER, J.M. The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, jul-ago 2004, 86(4), p. 51-80. Disponível em: <<http://research.stlouisfed.org/publications/review/04/07/LevinNatalucciPiger.pdf>>. Acesso em: 30 jul 2007.

LIMA, G.T.; SETTERFIELD, M. Inflation Targeting and Macroeconomic Stability in a Post Keynesian Economy. Encontro Anpec 2007 e *Journal of Post Keynesian Economics*, 30, 3, 435-61 (2008). Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2007/artigos/A07A174.pdf>>. Acesso em: 21 jul 2008.

MCCALLUM, B.T. *Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General*. NBER Working Paper No. 5579. Fev 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5579>>. Acesso em: 18 out 2009.

MENDONÇA, H.F. Transparência, Condução da Política Monetária e Metas para Inflação. *Nova Economia*, jan-abr 2006, 16 (1), p. 175-198. Disponível em: <<http://www.face.ufmg.br/novaeconomia/sumarios/v16n1/160105.pdf>>. Acesso em: 8 jul 2007.

MERWE, E.J. *Inflation Targeting in South Africa*. Jul 2004. Occasional Paper n.º 19, South African Reserve Bank. Disponível em: <[http://www.icbs.co.za/internet/Publication.nsf/LADV/E1BAD4FBC856AE9042256EF40046DEBB/\\$File/OCCNo19.pdf](http://www.icbs.co.za/internet/Publication.nsf/LADV/E1BAD4FBC856AE9042256EF40046DEBB/$File/OCCNo19.pdf)>. Acesso em: 5 jul 2009.

MORENO, A.; REY, L. *Inflation Targeting in Western Europe*. Jun 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=753324>. Acesso em: 18 out 2009.

NEVES, A.L.; OREIRO, J.L. *Equilíbrios múltiplos e metas de inflação num modelo macrodinâmico pós-keynesiano*. Encontro Anpec, jul 2006. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A047.pdf>>. Acesso em: 27 jul 2008.

PAULA, L.F.R. *Ainda a Questão da Autonomia do Banco Central*. 2003. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/a_questao_da_autonomia_do_banco.pdf> e <http://www.desempregozero.org.br/ensaios/ainda_a_questao_da_autonomia_do_banco_central.php>. Acesso em: 27 jul 2008.

PELIOCINI, L.A.; RESENDE, M.F.C. *Metas de inflação, política monetária e investimento: um estudo com dados de painel para dezessete países*. 1997. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2007/artigos/A07A135.pdf>>. Acesso em: 19 jul 2008.

SAYAD, J. *20ª aula do curso de Moedas e Bancos*. 24 jun 2007. Disponível em: <<http://moedaebancos.blogspot.com/2007/06/240607-vigsima-aulaconcluses-do-curso-2.html>>. Acesso em: 20 jul 2008.

SICSÚ, J. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. *Revista de Economia Política*, vol. 22, n.º 1 (85), jan-mar 2002. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/teoria_e_evidencias_do_regime.pdf>. Acesso em: 8 jul 2007.

SCHMIDT- HEBBEL, K.; MISCHKIN, F.S. *Monetary policy under inflation targeting: an introduction*. Central Bank of Chile Working Papers. Dez 2006. Disponível em: <www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc396.pdf>. Acesso em: 25 jul 2008.

SOPENA, M.B. Considerações teóricas sobre moeda, política monetária e metas de inflação. *Revista Análise*, vol. 18, n.º 2, p. 23-37, jul-dez 2007. Disponível em: <<http://revistaseletronicas.pucrs.br/ojs/index.php/face/article/viewFile/2044/2036>>. Acesso em: 27 jul 2008.