

CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS SOBRE MOEDA, POLÍTICA MONETÁRIA E METAS DE INFLAÇÃO*

Mauro Barcellos Sopena**

Resumo: Este artigo objetiva apontar as diferentes percepções existentes acerca da moeda, destacando, a partir de importantes paradigmas monetários, os fundamentos que influenciam a construção de políticas econômicas, sejam elas discricionárias ou conduzidas por regras. Neste contexto, busca-se, ainda, abordar questões relacionadas com a forma de implementação e com o nível de credibilidade do sistema de metas de inflação, como forma contemporânea de condução da política monetária.

Palavras-chave: Moeda. Política monetária. Metas de inflação

Abstract: The goal of this article is to discuss the different perceptions about money, pointing out from the monetary paradigms, the fundamentals that affect the construction of the economic policies. In this context, it is analyzed the questions related with the form of implementation and the credibility of the system of inflation targeting. It is the contemporary form of running the monetary policy.

Key words: Money. Monetary policy. Target inflation.

Jel Classification: E5, Monetary policy, central banking, and the supply of money and credit; E52, Monetary policy; E58, Central banks and their policies.

1 Introdução

O aparato teórico da economia monetária atribui à moeda o núcleo de seu paradigma. Nesse sentido, que definição se deve assumir acerca do papel da moeda na economia? Uma visão mais convencional concebe a moeda como sendo neutra, na medida em que é considerada exógena ao sistema econômico. Numa linha heterodoxa, ao contrário, a moeda é considerada ativa, exercendo efeitos reais sobre o setor produtivo.

* Agradecimento especial aos Professores Dr. Gentil Corazza e Dr. André Moreira Cunha, do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – PPGE/UFRGS.

** Economista. Mestre em Planejamento do Desenvolvimento. Professor de Teoria Econômica da PUCRS – Campus Uruguaiana. E-mail: sopena@pucls.br

ANÁLISE	Porto Alegre	v. 18	n. 2	p. 23-37	jul./dez. 2007
----------------	--------------	-------	------	----------	----------------

É evidente que esta perspectiva teórica assumida pela heterodoxia altera a forma e a condução de políticas econômicas, implicando diferentes resultados sobre a economia.

Alguns pontos específicos sobre a influência da moeda na economia merecem destaque. Primeiro é preciso discutir se a oferta de moeda na economia é exógena. Estudos críticos negam esse princípio, pois consideram a moeda ativa, endógena e não-neutra no processo econômico. Nesse sentido, o controle da oferta de moeda não estaria submetido apenas a uma autoridade central (Banco Central), mas a mecanismos financeiros complexos que, a partir da interação dos diferentes agentes, a tornam endógena ao sistema. Ademais, a moeda interferiria na trajetória da economia por reflexo das decisões econômicas envolvidas que, mais uma vez, corroboram sua endogenia. Em complemento, seria oportuno pensar que as relações de troca estão dentro das relações monetárias; não sendo assim, não haveria sentido pensar em moeda.

A política monetária, conduzida por regras ou discricionariedade, é formulada com base nestas concepções (de exogenia da moeda). O uso de regras com relação aos agregados monetários representa o modelo convencional; entretanto, um *novo* modelo denominado *regime de metas de inflação* (também conhecido por sistema de metas de inflação ou *inflation targets*) está presente em um conjunto de países e vêm promovendo um aumento de reputação das autoridades monetárias e significativos avanços no sentido de controle da inflação.

A literatura recente fornece importantes considerações sobre este tema. O intuito principal deste artigo é o de destacar os principais aspectos teóricos envolvidos sobre a endogenia da moeda, considerando a política monetária – e sua condução – como instrumento poderoso do conjunto da política econômica, seja para combater o processo inflacionário, ou para impactar outras variáveis macroeconômicas.

2 Moeda e monetarismo

A teoria quantitativa da moeda (TQM), do chamado monetarismo, defende que a oferta de moeda deve ser determinada via política monetária. O monetarismo sustenta-se na famosa equação $MV = PT$. Esta equação é muitas vezes considerada como tautológica. Ela indica que o produto da quantidade de moeda existente na economia pela sua velocidade de circulação é igual à soma do nível geral de preços multiplicado pelo volume das mercadorias transacionadas no período. A proposição original é a de que a quantidade de moeda determinaria o nível geral de preços de maneira proporcional (importância dada à oferta de moeda). Suas origens clássicas fortalecem as concepções do liberalismo econômico (estado mínimo, mão-invisível, *laissez-faire*). Negam-se, assim, propriedades específicas da moeda, suas qualidades e seu próprio conceito, dando lugar apenas ao aspecto quantitativo da moeda.

Esta oferta de moeda, ou quantidade de meios de pagamento existente na economia em um dado momento, é a principal responsável pelo nível geral de preços no longo prazo. No curto prazo, variações na oferta de moeda afetariam apenas temporariamente as variáveis reais da economia, como a produção e o emprego.

Esta concepção sugere a neutralidade da moeda como postulado teórico uma vez que a economia (ou as variáveis reais) estaria submetida a outros elementos que não a moeda (elementos não-monetários). De forma oposta, uma visão alternativa pode trazer a noção de que as variações na oferta de moeda podem alterar os níveis de emprego e o produto, desde que a economia não esteja trabalhando no nível de pleno emprego. Esta é uma visão tipicamente keynesiana. Na verdade, na teoria keynesiana, a política fiscal é mais pertinente no sentido de afetar a renda do que a política monetária. Os postulados monetaristas, obviamente, sustentam o contrário: o controle da oferta de moeda seria o principal elemento para impactar a demanda agregada e, portanto, o nível do emprego e da renda.

Neste sentido, a política monetária assumiria papel importante na economia na medida em que a moeda possuiria propriedades importantes que afetariam também as variáveis econômicas reais, não apenas os preços – não-neutralidade da moeda na economia. No contexto do monetarismo, pode-se destacar que:

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 anulam no equilíbrio de longo prazo (Corazza, 1996, p. 2).

Outra questão essencial no debate sobre o papel da moeda passa pelo fato de que, numa economia moderna, a teoria quantitativa da moeda não apreende todos os complexos fenômenos monetários que estão envolvidos. O componente especulativo também não é levado em conta. Estes elementos estão subordinados aos postulados construídos pelo monetarismo que não se aplicariam a uma economia globalizada, com moeda e finanças submetidas a sofisticados mecanismos financeiros.

Como foi destacado, os postulados da neutralidade e da exogeneidade da moeda são os mais fortes na determinação da teoria monetarista da moeda. Pelos elementos que estes postulados defendem, a política monetária deveria ser executada supondo, em essência, que a moeda não afeta variáveis reais, o que, para autores críticos, carece de sentido.

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. Ademais, no que concerne à política monetária, tanto Friedman quanto os economistas do “novo consenso” estão convictos da existência de um viés inflacionário inerente à prática governamental que leva a autoridade monetária a praticar uma política caracterizada como “inconsistente temporalmente”. Nesse contexto, a ênfase na estabilidade de preços pela aplicação de uma regra de política monetária é feita em contraposição às políticas monetárias discricionárias – decorrentes das análises macroeconômicas keynesianas que consideram que a moeda não é neutra (Farhi, 2007, p. 4).

A estabilidade de preços enquanto meta dos *policy-makers* deveria estar embasada em regras controláveis de crescimento da oferta monetária, uma vez que esta política afeta diretamente os preços da economia.

É pertinente, assim, destacar que os paradigmas monetários atuais ainda estão centrados em formulações e concepções acerca do papel da moeda na economia e que, ao contrário da teoria quantitativa da moeda, a existência de propriedades ativas da moeda está corroborada na literatura crítica ao monetarismo. Nestes termos, é importante destacar que:

O confronto keynesiano – monetarista se baseia nas visões diferentes de como opera a economia capitalista e do papel que nela desempenha a moeda. Enquanto para Keynes a moeda tem propriedades que tornam o funcionamento da economia instável e propenso a crises, para Friedman continuam válidos os postulados da TQM. O ponto central dessa nova controvérsia monetária reside nas diferentes teorias da demanda de moeda formuladas por Keynes e por Friedman. O ponto central da crítica de Keynes à TQM se refere à sua hipótese básica de que a economia funciona à plena capacidade, o que ficou demonstrado ser falso na Grande Depressão de 1930. Se a economia não opera no pleno emprego, isto implica que variações na quantidade de moeda podem drenar o produto e o emprego antes de afetarem os preços. Como não há forças econômicas que assegurem por si mesmas o pleno emprego dos fatores, Keynes inverte as hipóteses da TQM, considerando que possam ocorrer variações no nível da renda e do produto e que preços e salários podem ser rígidos devido a fatores institucionais, como a ação dos sindicatos e a administração de preços. Para ele, o nível de preços deve refletir mais o custo de produção do que a variação da quantidade de moeda (Corazza, 1996, p. 5).

3 Debate teórico sobre moeda

O cenário histórico acerca da escolha da política monetária *ideal* (conduzida por meio de *regras* ou por *discricionariedade*) está composto por diferentes argumentos e concepções que dão origem a um importante embate teórico: *bullionistas* (de viés clássico-ortodoxo) versus *antibullionistas* (seus opositores) na Inglaterra do padrão-ouro.

Como foi discutido anteriormente, o que irá aparecer no debate é uma questão central de economia monetária: a moeda é endógena ou exógena? Adicionalmente, segue-se uma questão fundamental para as autoridades monetárias, vinculada à concepção e gestão monetária: deve-se conduzir a política monetária via *regras* ou *discricionariedade*?

O lastro em ouro, como garantia de depósitos financeiros (créditos), representava uma prática que originava certificados de depósitos bancários (*papel-moeda*). Em meados do Século XIX, na Inglaterra, a existência desta garantia de conversão de notas bancárias em ouro (*encaixe metálico*), era defendida pela escola bullionista¹ no sentido de garantir que esta *regra* fosse uma sustentação real, limitante, reguladora da oferta de moeda na economia.

A escola de oposição à regulação direta da emissão de notas bancárias ficou conhecida como *antibullionista*. O argumento central desta corrente sustentava que não seria possível regular a quantidade de moeda; que a quantidade de ouro não era determinante único do volume de dinheiro na economia, mas também, a quantidade de notas existente, as letras de câmbio e os depósitos bancários (quadro notório de inconvertibilidade). Neste sentido, o comércio ou os negócios (necessidades expressas pelo público) determinariam o volume circulante apropriado.

Para os antibullionistas, havia outras causas para o aumento dos preços e a depreciação da libra, que não o mero aumento das emissões de notas. Os aumentos de preços internos e o déficit do Balanço de Pagamentos se deviam a fatores reais, como os gastos militares, a queda de safras e as importações de alimentos, e não aos excessos de emissão de notas. Negavam, portanto, que a excessiva emissão monetária seria a causa da saída de ouro e da suspensão da conversibilidade. Por isso, duvidavam que uma mera contração da emissão de notas seria suficiente para restabelecer a conversibilidade da libra em ouro e a preservação das regras do padrão ouro. Para os antibullionistas, os problemas econômicos podem ter causas reais e não apenas monetárias (Corazza, 1996, p. 3).

O impacto da quantidade de moeda na economia ou, de outra forma, a ameaça à estabilidade (inflação), era negado pelos antibullionistas que sustentavam que a inflação era decorrente de fenômenos reais (não-monetários). A corrente denominada *currency school* negava tal proposição por considerar fundamental o impacto monetário quantitativo (Lei de 1844 que regula a atuação do Banco da Inglaterra).

Por outro lado, a *banking school* negava, de forma antibullionista, a conversibilidade em ouro, na medida em que a regulação automática era possível, uma vez que, sendo a moeda endógena, sua oferta deveria estar vinculada à demanda de mercado.

¹ O nome bullionista vem de *bullion*: lingote ou barra de ouro (inglês). O termo “*bullion debate*” sintetiza a discussão firmada na literatura econômica.

A linha de continuidade dos argumentos e proposições de política econômica destacados passa pela interpretação do monetarismo, suas sustentações e críticas. A utilização do sistema de metas de inflação, uma vez que sugere a idéia de *regras* no exercício da política monetária, também corrobora a importância do debate *regras x discricionariedade*.

O monetarismo defende que desajustes monetários originam desequilíbrios reais (econômicos) sendo, a moeda, neutra. Com efeito, medidas de política monetária estariam subordinadas ao controle da moeda – uma condição essencial. O expoente do monetarismo, Milton Friedman, idealiza a política monetária a partir da adoção de regras monetárias capazes de conduzir a (estabilidade da) economia de maneira orientada (não-discricionária) – concepção de inflação como fenômeno monetário.² Proposições desta natureza apresentam como pano de fundo a noção de Estado mínimo (*mão-invisível* da escola clássica e *laissez-faire*) ao considerar que a economia se auto-regula. Nesse sentido Greenspan (2004) destaca que:

Indeed, the notion, advanced by Milton Friedman more than 30 years ago, that inflation is everywhere and always a monetary phenomenon, is longer a controversial proposition in the profession. But the size and geographic extent so the decline in inflation raises the question of whether other forces have been at work as well (Greenspan, 2004, p. 3).

De forma oposta, o argumento dos economistas de viés mais heterodoxo sustenta que ações pontuais das autoridades monetárias e do governo são importantes na determinação da estabilidade monetária.

Como *inovação* de política monetária, o sistema de metas de inflação (SMI), de resultados ainda muito pouco estudados, representa um esforço de concretização adequada e estratégica de política monetária voltado à estabilidade de preços que, embora pareça eficiente, ainda não está em condições de ser avaliado integralmente.³

Objetiva o controle da inflação e caracteriza-se por promover o *anúncio*, aos agentes econômicos, da meta firmada para a inflação, acomodando expectativas (com sentido amplo de garantia de ações: *accountability*) e aumentando a confiança (*credibilidade*) das autoridades monetárias. Embora esteja *desenhada* uma regra, uma vez que a própria meta estabelecida cumpre esse papel, os mecanismos estabilizadores disponíveis permanecem ativos, podendo ser aplicados pelas autoridades na correção/orientação de indicadores.

² A análise monetarista é mais voltada ao longo prazo (período em que o aumento da oferta de moeda afetará o nível geral de preços).

³ Economias que utilizaram o sistema de metas de inflação apresentam baixos índices de inflação.

A experiência de Alan Greenspan no comando do Federal Reserve (FED) indica que a condução de políticas monetárias *estabilizadoras* (restritivas), combinadas com aspectos conjunturais favoráveis, permitiu o controle da inflação (política monetária ativa no processo de condução à estabilização de preços). Trata-se de importante depoimento acerca da gestão de fenômenos monetários contemporâneos em que o núcleo trata do debate *regras versus discricionariedade* (Greenspan, 2004).

Uma das questões fundamentais destacadas por Greenspan (2004) é a de que os resultados de política monetária são obtidos a partir de um conjunto estabelecido de previsões acerca dos fenômenos.⁴ A complexidade conduz a dificuldades de se calcular o risco; assim, regras são insuficientes diante das constantes inovações monetárias.

Se complexidade, mudanças e inovações são freqüentes, os riscos são maiores e, conseqüentemente, os modelos adotados são mais ineficazes, aumentando o nível de flexibilidade a ser utilizado pela política monetária. A análise recente de Greenspan (2004), referente às últimas duas décadas, sugere que o ambiente em que a estabilidade de preços é alvo, caracteriza-se também pelo aumento das forças competitivas do processo de globalização e produtividade resultante:

I am increasingly of the view that, at a minimum, monetary policy in the last two decades has been operating in an environment particularly conducive to the pursuit of price stability. The principal features of this environment included: a) increased political support for stable prices, which was the consequence of, and reaction to, the unprecedented peacetime inflation in the 1970s; b) globalization, which unleashed powerful new forces of competition; and c) an acceleration of productivity, which at least for a time held down cost pressures (Greenspan, 2004, p. 3).

4 Considerações sobre o regime de metas de inflação

O sistema de metas de inflação (SMI, *inflation targets*) vem sendo estudado e avaliado sob o seguinte enfoque: economias que adotam o sistema de metas de inflação apresentam diferenças em termos de estabilização? O sistema de metas de inflação faz realmente diferença em termos de resultados? Que cenário macroeconômico um dado país apresentava antes da aplicação do sistema de metas de inflação e o que mudou depois da adoção?

Estudos empíricos acerca deste tema produzem correlações entre o sistema de metas de inflação com indicadores de volatilidade da taxa de inflação (π), do PIB e outros agregados para países que adotaram e que

⁴ Em Greenspan (2004, p. 5), os modelos econométricos são importantes no sentido de que *The success of monetary policy depends importantly on the quality of forecasting. The ability to gauge risks implies some judgment about how current economic imbalances will ultimately play out.* Uma interessante definição de estabilidade, em Greenspan: *estabilidade é quando os agentes não têm mais expectativas.*

não adotaram o sistema de metas de inflação. Sobre esta condição, há de se considerar que países em desenvolvimento possuem maior volatilidade, em qualquer indicador econômico que se utilize.

Outra possibilidade de análise que aparece nas abordagens empíricas refere-se à avaliação do sistema de metas de inflação entre países avançados e em desenvolvimento, tipo de estudo que pode amenizar a questão da volatilidade, anteriormente citada. A questão *intrigante* é a de que não há consenso sobre em que medida o grau de correlação entre o sistema de metas de inflação e a taxa de inflação (π) encontrada corrobora a conclusão de que, a partir dos anos 1990, os países vêm apresentando queda na taxa de inflação; porém, a questão é que não se sabe ao certo se esta queda é fruto da adoção do sistema de metas de inflação ou de outros fatores.⁵

O sistema de metas de inflação não passa de um *anúncio* de meta quantitativa de médio prazo para a inflação (diminuindo incertezas), em que o objetivo central, ao qual tudo o mais está subordinado, é a estabilidade de preços. A partir dos anos de 1990, um número considerável de países abandonou o câmbio fixo e adotou o sistema de metas de inflação na condução da política monetária. A *Nova Zelândia* (1990) foi pioneira na adoção dessa estratégia em 1990.

Em geral, a *meta* para a inflação poderá ser um valor único ou um intervalo (*banda*), no interior do qual o índice poderá variar. O prazo da meta é outra questão importante: quanto maior for o prazo, maior será a flexibilidade, necessitando maior cuidado com a perseguição da estabilidade. Entre os países emergentes que adotaram regimes de meta de inflação, destacam-se a África do Sul, Brasil, Chile, Colômbia, Coréia, Filipinas, Hungria, Israel, México, Peru, Polônia, República Checa, Tailândia e Turquia.

É importante destacar que metas alcançadas permitem que seja gerado um ambiente de credibilidade aos agentes econômicos e que, atrelado a isto, o BACEN conduza a política monetária com transparência (explicação de eventos novos ou cumprimento de medidas anunciadas, por exemplo) – *accountability*. No entanto, como foi anotado por Farhi (2007), a adoção de regimes de meta para a inflação pressupõe a existência de pré-condições para estas economias, como segue:

⁵ Além da taxa de inflação estar em queda, a diferença entre as taxas dos países também é cada vez menor. A noção de estado estacionário (maturidade), freqüentemente utilizada, relaciona-se à situação na qual certa taxa de inflação, quando atingida, permanece inalterada, melhorando os ganhos em termos de ampliação da estabilidade (situação que ocorre com freqüência em países emergentes).

a) independência institucional (existência de plena autonomia legal e formal das autoridades monetárias);⁶

b) infra-estrutura técnica bem desenvolvida (modelos apropriados que consigam capturar oscilações acerca das expectativas de inflação);

c) estrutura econômica (fundamentos que permitam flexibilidade de preços, baixo ou moderado *pass-through* e mínima indexação); e

d) sistema financeiro sadio (solidez e desenvolvimento financeiro do mercado que garantam eficácia dos mecanismos de transmissão).

Quanto ao primeiro item, *independência institucional*, uma importante observação deve ser feita. Neste caso, importa a questão da dominância fiscal e estabilidade fiscal: considerando que a taxa de juros (um dos *lados* da política monetária) é um instrumento utilizado para a contenção da inflação, a definição das taxas de juros pode influenciar a questão fiscal (contas públicas), aumentando-a, por exemplo, nos casos de aumento da taxa de juros. Quanto menor esta relação, obviamente, melhor será a condição de aplicação de um regime de metas de inflação.

A terceira pré-condição, *estrutura econômica*, também requer uma consideração especial: o sentido do *pass-through* cambial refere-se à sensibilidade da economia (preços) a variações da taxa de câmbio. No caso de desvalorização repentina, os preços podem aumentar via inflação de custos, especialmente no curto prazo. Segundo Farhi (2007, p. 9):

nos países emergentes, desvalorizações muito expressivas das taxas de câmbio têm provocado surtos inflacionários através de sua transmissão (*pass through*) aos preços. Esse efeito também é muito mais acentuado nas economias emergentes que nos países industrializados e faz com que seja freqüente que as metas de inflação não sejam alcançadas. (...) Um choque deste tipo poderia provocar novamente um alastramento da inflação. Uma depreciação percebida como persistente da taxa de câmbio pelos agentes econômicos pode resultar em conseqüências inflacionárias, reduzindo o grau de autonomia da política monetária. Se tal efeito for expressivo, as autoridades monetárias serão obrigadas a elevar a taxa de juros em resposta a um choque externo, para controlar seus efeitos sobre os preços (Farhi, 2007, p. 9).

As pré-condições para a plena adoção do sistema de metas de inflação estão presentes na literatura do início da década de 1990. A dificuldade em atender a estes princípios pode caracterizar uma barreira à adoção do sistema de metas de inflação em muitas economias em desenvolvimento. Atualmente, estes princípios não são imprescindíveis, embora sejam desejáveis do ponto de vista da concretização dos objetivos.

⁶ Uma importante questão, não trabalhada neste artigo, trata-se da *independência* do Banco Central. A autonomia das autoridades monetárias é um capítulo especial das discussões sobre política econômica e, dependendo de cada concepção, os formuladores de política econômica estariam subordinados e/ou influenciados por questões políticas; no caso da *independência*, trabalhariam com propósitos centrados apenas em questões de ordem econômica.

Em economias em desenvolvimento, segundo Fraga, Golffajn & Minella (2003), o desempenho do sistema de metas de inflação pode ser menos satisfatório em função da existência de credibilidade imperfeita, de altos níveis de inflação (histórico de inflação) e da presença de dominância. De certa forma, entende-se que a própria adoção do sistema de metas de inflação, por si só, consegue, de certo modo, estabelecer o sentido das pré-condições anteriormente indicadas para a implantação de regime de metas para a inflação.

Em interessante trabalho empírico (Mendonça, 2005, p. 5), apresenta resultados acerca da relação entre a adoção do sistema de metas de inflação e o impacto nas variáveis macroeconômicas para dados (médias) de 14 países que apresentam o sistema de metas de inflação como regime monetário.⁷ A Tabela 1 condensa as principais conclusões do referido estudo.

Tabela 1.
Impacto do SMI em diferentes variáveis macroeconômicas (médias)

<i>Indicador/taxas</i>	<i>Três anos antes do SMI</i>	<i>Três anos depois do SMI</i>
Inflação	12,2	4,6
Desemprego	7,3	10,5
Taxa de juros	16,2	8,1
Crescimento	4,0	3,7

Fonte: Elaboração própria baseada nos dados de Mendonça, 2005.

Os indicadores estão separados em períodos de três anos, antes e depois da adoção do sistema de metas de inflação. Observa-se que tanto as taxas de inflação, como as taxa de juros decrescem, evidenciando uma forte relação entre a adoção do sistema de metas de inflação e tais taxas. A taxa de crescimento praticamente não se altera e, a de desemprego, aumenta. A análise de correlação permite assegurar que antes da adoção da meta de inflação, a maior relação esteve entre inflação e crescimento econômico, mantendo-se no período seguinte.

⁷ Países selecionados no estudo: Austrália, Brasil, Canadá, Chile, Colômbia, Coreia, Espanha, Finlândia, Israel, Nova Zelândia, Polônia, República Tcheca, Suécia e Reino Unido.

Tabela 2.
Correlação entre SMI e variáveis macroeconômicas selecionadas.

Variáveis	Três anos antes do SMI				Três anos depois do SMI			
	Inflação	Desemprego	Juros	Crescimento	Inflação	Desemprego	Juros	Crescimento
Inflação	1	0,19	0,51	0,52	1	-0,21	0,57	0,53
Desemprego		1	0,19	-0,16		1	-0,03	-0,51
Juros			1	0,02			1	-0,07
Crescimento				1				1

Fonte: Elaboração própria baseada nos dados de Mendonça (2005).

Para o caso brasileiro,⁸ segundo Mendonça (2005), o sistema de metas de inflação tem gerado efeitos positivos, tais como:

aumento da produção industrial e redução na taxa de juros, na inflação e no desemprego. De acordo com as evidências obtidas, para o desenvolvimento da credibilidade, é preciso que sejam eliminadas pressões inflacionárias, assim como, a necessidade de evitar elevações na taxa de desemprego (Mendonça, 2005, p. 17).

Em trabalho mais recente (Mendonça, 2007), ao fazer um comparativo entre as metas para inflação e suas taxas, sugere que, entre 1999 e 2004, alguns índices não foram atingidos, conforme foi demonstrado na Tabela 3. Segundo esse autor, parece haver, ainda, a necessidade de se aperfeiçoar estratégias:

Depois de transcorridos mais de meia década desde a adoção do regime de metas para a inflação no Brasil, os resultados obtidos mostram que há a necessidade de um aprimoramento na estratégia implementada (Mendonça, 2007, p. 433).

Tabela 3.
Metas para inflação no Brasil (%)

Ano	Meta	Banda	Inflação observada
1999	8,0	± 2	8,9
2000	6,0	± 2	6,0
2001	4,0	± 2	7,7
2002	3,5	± 2	12,5
2003	4,0	± 2,5	9,3
2004	5,5	± 2,5	7,2

Fonte: Mendonça (2007).

⁸ No Brasil, o sistema de metas de inflação foi adotado no ano de 1999, oportunidade em que o câmbio administrado foi abandonado.

Segundo Corbo (2004), resultados empíricos demonstram que o sistema de metas de inflação:

It has helped in reducing inflation and inflation expectations, without raising output volatility; it has improved the ability to predict inflation – lower inflation-forecast errors; it has contributed to maintaining price stability, preventing one-time shocks to inflation from affecting permanently inflation (Corbo, 2004, p. 5).

É conclusão forte de que o sistema de metas de inflação tem ampliado a credibilidade, de forma especial nas economias em desenvolvimento.⁹ Em outras palavras, a literatura parece sugerir que, ao menos para países em desenvolvimento, a adoção do sistema de metas de inflação é realmente vantajosa e *deve* ser utilizada. Nas palavras de Corbo (2004), o sistema de metas de inflação apresenta as seguintes características:

Advantages of inflation targeting: It is consistent with modern view on the power and limits of monetary policy. Provides better nominal anchor for monetary policy (MP) and inflation expectations. Addresses squarely the need to determine long run inflation objective. Increases MP transparency and accountability. Takes care of time inconsistency – forces authorities to make into account long term consequences of short term actions (Corbo, 2004, p. 3).

A credibilidade, uma vez alcançada, permite ainda que, num eventual choque ou ataque, as autoridades monetárias possam adotar medidas mais *suaves* na defesa da estabilidade. A eficiência da política monetária é maior, em especial nos casos de maturidade (estado estacionário). A síntese deste argumento está construída nas palavras de Mishkin (2006), quando demonstra que:

Based on the evidence (...), we conclude that countries adopting inflation targeting have substantially improved the efficiency of their monetary policy. Furthermore, the gains in efficiency are larger for stationary inflation targeters than for inflation targeters in general. Relevant differences in performance levels and gains are apparent when disaggregating inflation targeters into industrial and emerging economies. Observed macroeconomic performance is much better in industrial inflation targeters than in emerging inflation targeters both before and after the adoption of inflation targeting (or stationary inflation targeting) (Mishkin, 2006, p. 62).

Mesmo neste contexto, em que a adoção de regras com transparência parece ser a política *ideal*, há oposição no debate: argumentos contrários ao sistema de metas de inflação, obviamente, irão defender a maior flexibilização ou um maior *grau de manobra* para as autoridades monetárias. Soma-se a isto, a idéia de que não há evidências fortes e comprovadoras sobre os efeitos positivos da aplicação do sistema de metas de inflação. Estes argumentos afastam-se da noção de *regras*; apoiando-se na defesa da *discricionariedade* na condução da política econômica.

⁹ Uma maneira usual de medir esta credibilidade é a avaliação de como estas economias respondem a choques exógenos.

5 Conclusões

Ao contrário do contexto anterior ao sistema de metas de inflação, onde o controle dos agregados monetários (base monetária e sua quantidade) estava no centro de políticas ortodoxas, rígidas e convencionais,¹⁰ ou a adoção de câmbio fixo, que tornava a política monetária passiva, o sistema de metas de inflação aparece como uma estrutura alternativa e inovadora na condução de políticas. Ao que tudo indica, sua aplicação é mais adequada, pertinente e eficaz.

Neste sistema, embora exista a regra (a própria meta estabelecida), o mecanismo é mais complacente com a percepção de que a moeda é endógena, pois, conforme discutido, o nível de discricionariedade é maior quando comparado com políticas convencionais. Ademais, ganhos no sentido de flexibilidade, credibilidade, simplicidade e transparência parecem sustentar a condução de tais políticas, fazendo com que os agentes econômicos consigam, com maior facilidade, acompanhar a condução da política monetária e o desempenho das autoridades, representadas pelo Banco Central, no controle inflacionário.

Uma vez obtido um nível de credibilidade *satisfatório*, por assim dizer, a importância do uso de regras se tornará cada vez menor. Embora exista certo nível de discricionariedade no regime de metas, existe também um pleno esforço de combate à inflação que é mais explícito e transparente.

A complexidade é uma palavra de ordem na formulação e implementação de políticas monetárias. Uma análise abrangente sobre os determinantes práticos da economia monetária, ou seus princípios consagrados, pode ser apreciada em uma passagem de Mishkin (2007), quando argumenta, em trabalho recente, que nas últimas cinco décadas alguns pontos fortes têm norteado o trabalho dos economistas. Assim,

monetary economists have developed a set of basic scientific principles, derived from theory and empirical evidence, that now guide thinking at almost all central banks and explain much of the success in the conduct of monetary policy. I will outline my views on the key principles and how they were developed over the last fifty or so years. The principles are: 1) inflation is always and every-

¹⁰ É importante assinalar que políticas econômicas, em especial políticas monetárias ortodoxas, carregam consigo defasagens temporais (*lags*) que podem afetar os resultados esperados por seus formuladores. Defasagens internas (do problema à adoção da medida) e externas (da adoção da medida ao efeito na economia) são muito frequentes e referem-se aos espaços de tempo registrados entre detecção de fenômenos, adoção dos recursos e efeitos na economia. É intuitivo, neste caso, que o sistema de metas de inflação, pelas características que contém (entre eles *accountability* e transparência), permite melhorar a *performance* dos mecanismos de transmissão, notadamente o gerenciamento da taxa de juros (SELIC, definida a partir da expectativa de inflação), via certo grau de discricionariedade, como no caso da economia brasileira. Um debate interessante e recente sobre defasagens de política monetária pode ser encontrado em *Relatório de Inflação*, do Banco Central do Brasil, Vol. 9, Nº 3, de setembro de 2007.

where a monetary phenomenon; 2) price stability has important benefits; 3) there is no long-run tradeoff between unemployment and inflation; 4) expectations play a crucial role in the determination of inflation and in the transmission of monetary policy to the macroeconomy; 5) real interest rates need to rise with higher inflation, i.e., the Taylor Principle; 6) monetary policy is subject to the time-inconsistency problem; 7) central bank independence helps improve the efficiency of monetary policy; 8) commitment to a strong nominal anchor is central to producing good monetary policy outcomes; and 9) financial frictions play an important role in business cycles (Mishkin, 2007, p. 2).

O debate apresentado neste artigo teve como propósito reunir alguns elementos importantes sobre economia monetária. Adicionalmente, alguns dados empíricos e discussões contemporâneas sobre a condução de políticas monetárias foram apresentados na tentativa de promover discussões sobre política econômica.

É certo que a complexidade econômica é grande e dificulta a apreensão de fenômenos monetários; a exemplo disto, se pode citar a ingrata tarefa de se determinar o desempenho dos mecanismos de transmissão, dos contornos institucionais e formais ou das expectativas dos agentes econômicos, alguns dos muitos exemplos que ilustram o nível de dinamismo presente nas discussões econômicas.

O que importa, no entanto, é a crescente capacidade de determinação dos elementos monetários que, de forma promissora, vem permitindo que teóricos e formuladores de políticas possam, no futuro, produzir políticas monetárias capazes de promover o desenvolvimento econômico sustentado. A literatura sobre estas questões é muito significativa e reúne abordagens teóricas e empíricas diversificadas.

Referências

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de inflação. <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2007/09/ri200709c6p.pdf>. Acessado em 18 setembro de 2007.
- CAGAN, P. *Monetarism*. In: Eatwell et al. *The New Palgrave: Money*. London, MacMillan, 1990.
- CORBO, V. Challenges in implementing an inflation targeting regime. 2004. <http://www.bcb.gov.br/Pec/Seminario5Anos/Port/vittoriocorbo.pdf>. Acessado em 24 de outubro de 2007.
- CORAZZA, G. *O monetarismo ou a negação da moeda*. <http://www.ufrgs.br/decon/publionline/textosdidaticos/textodid11.pdf>. Acessado em 02 de agosto de 2007.
- FARHI, M. Análise comparativa do regime de metas de inflação: *pass-through*, formatos e gestão nas economias emergentes. *Texto para Discussão n. 127*, Campinas: IE/UNICAMP, 2007.
- FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. *Inflation targeting in emerging market economies*. NBER Working Paper No. 10019. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research, 2003.

- FRIEDMAN, M. *Quantity theory of money*. In: Eatwell et al. *The New Palgrave: Money*. London, MacMillan, 1990.
- GREENSPAN, A. Risk and uncertainty in monetary policy. *The American Economic Review*. Nashville, Vol. 94, Iss. 2, p. 33, 2004
- LAIDLER, D. *The bullionist controversy*. In: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. *The New Palgrave: Money*. New York: W.W. Norton, 1989.
- MENDONÇA, H. *Metas para inflação e variáveis macroeconômicas: uma avaliação empírica*. 2005. <http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A040.pdf>. Acessado em 24 de outubro de 2007.
- . *Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados*. *Revista de Economia Política*, v. 27, nº 3, 2007.
- MEYER, L. *Does money matter?* The 2001 Homer Jones Memorial Lecture, Washington University, St. Louis, Missouri, March 28, 2001.
- MISHKIN, F.; SCHMIDT-HEBBEL, K. *Does inflation targeting make a difference?* Central Bank of Chile. Working Paper No. 404. 2006.
- MISHKIN, F. *Will Monetary Policy Become More of a Science?* The Federal Reserve Board. Finance and Economics Discussion Series: 2007. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200744/index.html>. Acessado em 25 de setembro de 2007.
- SCHWARTZ, A. Banking school, currency school, free banking school. In: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. *The New Palgrave: Money*. New York: W.W. Norton, 1989.
- STIGLITZ, J. *Stability with growth: macroeconomics, liberalization and development*. Oxford: Oxford University Press, 2006.
- WRAY, L. *Trabalho e moeda hoje*. Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Contraponto, 2003.