

Teoria e Evidências do Regime de Metas Monetárias: algumas observações críticas preliminares

João Sicsú*

1.Introdução:

No decorrer desta década um reduzido número de países com economias desenvolvidas adotou o regime de metas inflacionárias. São eles: Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália e Espanha. O Brasil aderiu ao mesmo regime. Tal regime propõe uma meta de crescimento para algum índice de inflação, que é anunciada no início de um determinado período. A meta é estabelecida pelo governo e deve ser perseguida pelo banco central. A política monetária passa a ter um único objetivo, alcançar a meta inflacionária determinada. Assim, os dirigentes do banco central não devem se preocupar com o desempenho de outras variáveis macroeconômicas. Por exemplo, o desemprego e o produto de uma economia somente se tornariam objeto de análise se estivessem dificultando a realização da meta de inflação, que é o alvo exclusivo do banco central.

Nos debates públicos e em declarações aos veículos da grande imprensa, os proponentes das metas inflacionárias para o Brasil debateram, antes do estabelecimento do novo regime, apenas questões sobre as dificuldades operacionais da fixação de metas de inflação. Debateram, por exemplo, se a meta deveria ser de médio ou de longo termo, se deveriam ser pontuais ou intervalos ou, ainda, qual o índice de inflação que deveria ser utilizado. Talvez, tenham debatido somente essas questões porque consideram que a teoria que sustenta a sua proposição é correta e consensual.

Enfim, foi desenhado o novo regime para a economia brasileira. As metas são anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional que é presidido pelo Ministro da Fazenda, Pedro Malan. O índice escolhido foi o IPCA calculado pelo IBGE. Para o ano de 1999, a inflação estabelecida foi de 8% com tolerância de 2% para cima ou para baixo, isto é, foi estabelecida uma meta-intervalo de 6 a 10%. Para o ano 2000, foi fixada uma meta-intervalo de 4 a 8% e, para o ano 2001, foi anunciada uma meta entre 2 e 6%. O governo delegou as decisões de política monetária e a

responsabilidade pelo cumprimento das metas aos dirigentes do Banco Central (Bacen). Caso a meta não seja atingida, o presidente do Bacen terá que enviar uma carta (que deve ser de conhecimento público) ao Ministro da Fazenda justificando as razões do fracasso. Em tese, o não cumprimento da meta pode provocar, até mesmo, a demissão do presidente do Bacen e da sua diretoria.

Mostra-se no artigo que a teoria que sustenta o regime de metas inflacionárias não é consensual entre os economistas, assim como não existem evidências amplamente aceitas de que tal teoria é correta. Argumenta-se que a política monetária não deve ser subutilizada, tendo somente um objetivo, o controle da inflação. A política monetária é útil também para fins reais, isto é, para estimular o produto e o emprego de uma economia. Busca-se, ainda, mostrar que não existem evidências de que o regime de metas é ideal ou, pelo menos, adequado à conjuntura mundial. Para tanto, mostra-se que países que adotaram o regime de metas inflacionários e países que não o adotam, ambos os conjuntos, têm tido sucesso no *front* da inflação.

2. Metas Inflacionárias e Teorias Monetárias

Os defensores da adoção de metas de inflação acreditam que a política monetária não é um instrumento que pode estimular o investimento e, conseqüentemente, reduzir o desemprego. Apóiam suas crenças na hipótese da existência da taxa natural de desemprego, na curva-expectacional de Phillips e no chamado *viés inflacionário*. Postulam que uma política monetária que aumente a liquidez da economia (e/ou reduza os juros) objetivando estimular o crescimento somente pode causar efeitos reais passageiros e efeitos inflacionários permanentes - tal como defendem, Robert Lucas, Robert Barro e David Gordon em inúmeros trabalhos. Alguns, como Finn Kydland e Edward Prescott (1994), consideram que nem sequer efeitos passageiros seriam produzidos, somente inflação seria gerada. Assim sendo, a política monetária não deve ser utilizada para apoiar o crescimento econômico de um país. Caso uma política monetária ativista fosse implementada, estaria verdadeiramente sendo inócua a curto termo e, adicionalmente, estaria dificultando o crescimento no longo termo pois estaria gerando um ambiente de inflação.

Mais ainda, os defensores do regime de metas consideram que ministros, parlamentares e empresários possuem uma feroz propensão a gerar inflação (o que chamam de *viés inflacionário*) já que tais segmentos clamam, permanentemente, por reduções das taxas de juros e por políticas de crédito-fácil. Então, o regime de metas proposto é coerente com suas crenças: um banco central deve tentar apenas controlar a inflação porque a política monetária não pode fazer nada além disto. E, metas devem ser fixadas porque se transformam em um eficaz remédio contra o vírus (ou viés) inflacionário que acomete ministros, parlamentares e empresários.

Em verdade, os defensores da adoção de metas inflacionárias acreditam em teorias monetárias que não são e nunca foram consensuais entre os economistas. Nos últimos anos, o número de economistas adversários do tripé - taxa natural de desemprego, viés inflacionário e curva-expectacional de Phillips - aumentou. John Maynard Keynes, um dos maiores economistas deste século, Robert Eisner, ex-presidente da Associação Americana de Economia, William Vickrey e James Tobin, laureados com Prêmio Nobel, entre outros tão renomados economistas, nunca aceitaram tais teorias monetárias. Grosso modo, a teoria econômica iniciada por Keynes nos anos 1920/30/40 sempre pregou que uma redução da taxa de juros de longo termo poderia estimular o investimento produtivo porque desestimularia o investimento financeiro.

Aos olhos de Keynes, os resultados que poderiam ser obtidos por uma redução da taxa de juros seriam duradouros. Mais fábricas, por exemplo, seriam abertas e parte daqueles que estavam involuntariamente desempregados encontrariam trabalho. A política monetária poderia, dessa forma, estimular o crescimento econômico. A redução do desemprego, portanto, também deve ser um objetivo da política monetária, já que ela é capaz de alcançá-lo. Este raciocínio possui nexos com a realidade, explicaria por que ministros, empresários e parlamentares desejam sempre uma redução da taxa de juros em situações de desaquecimento econômico. Se políticas monetárias expansionistas inevitavelmente sempre gerassem, ao fim e ao cabo, somente inflação, isto já teria sido aprendido por esses segmentos que não clamariam por algo que seria considerado ineficaz e prejudicial. Seria ineficaz porque não estimularia o investimento-real e a abertura de novos postos de trabalho. Seria prejudicial porque produziria inflação. Acreditar em viés inflacionário de empresários é desconsiderar que o que desejam verdadeiramente é o crescimento econômico que

amplia o leque de possibilidades de obtenção de lucro. Acreditar em viés inflacionário de ministros e parlamentares é considerá-los em sua totalidade como irresponsáveis, seria o mesmo que avaliar que sempre estariam dispostos a trocar a situação corrente de estabilidade por benefícios de curto termo e instabilidades de longo termo.

Persson & Tabellini (1994, p.7), dois autores que acreditam na existência do vírus inflacionário, afirmaram que, muito embora todo o arcabouço teórico do *mainstream* que sustenta a problemática da política monetária seja impecável, não é possível observar taxas de inflação consideráveis em todos os países e em todos os tempos como decorrência do viés inflacionário. Justificaram esse incômodo imposto pela realidade, aduzindo que "a razão pela qual observamos taxas de inflação relativamente baixas ... deve ser que sociedades têm a capacidade para desenvolver alguns mecanismos que minoram os incentivos [inflacionistas] ..." (pp.7-8). Contudo, tal justificativa parece extremamente frágil. Assim, a questão não é se uma economia possui (ou não) viés inflacionário e se possui (ou não) mecanismos para contê-lo, mas apenas se uma economia tem (ou não) inflação: se existem taxas de inflação consideráveis é porque o viés inflacionário não é contido por mecanismos eficazes, se tais taxas inexistem é porque o contrário vigora. Mas quais são esses mecanismos? Essa é a questão central! Diante dessa pergunta, os autores apenas afirmaram que "torna-se interessante estudar quais são exatamente esses mecanismos, particularmente porque ... a eficiência desses mecanismos parece variar através dos tempos e das sociedades" (1994, p.8). Resumo da ópera: as desculpas de Persson & Tabellini (em relação a sua percepção de que existem economias em que o viés inflacionário não se manifesta) levam apenas ao lugar comum, isto é, algo existe em certas economias que explica a ocorrência de taxas de inflação bastante baixas.

A taxa natural de desemprego, a teoria da curva de Phillips e o viés inflacionário, que são os principais pilares da teoria ortodoxa da política monetária, têm sido questionados no interior da profissão. São conhecidas as veementes críticas (não respondidas) de Hahn(1984) à existência de uma taxa natural de desemprego. Não há também evidências, amplamente aceitas pelos economistas, de que a taxa natural de desemprego e a teoria da curva-expectacional de Phillips que sustentam a proposição das metas inflacionárias tenha a capacidade de explicar a realidade. O mundo real está há algum tempo contradizendo as previsões decorrentes dessas teorias, mesmo em

suas versões mais modernas. No meio da década de 1990, os defensores da curva-expectacional de Phillips e da taxa natural de desemprego afirmavam convictos que uma taxa de desemprego inferior a 6% nos Estados Unidos desencadearia um processo inflacionário. Desde então, a taxa de desemprego se reduziu. Estacionou em patamares inferiores a 6% e não provocou qualquer inflação significativa.

Ao invés de inflação, são as tendências deflacionárias (decorrentes da desaceleração do ritmo de crescimento das principais economias e dos ganhos de produtividade proporcionados pelos imensos avanços tecnológicos) que resurgiram em grande parte do mundo. Tal evento não foi previsto pelos economistas adeptos da taxa natural de desemprego, do viés inflacionário e da curva-expectacional de Phillips. Muito pelo contrário, enquanto estavam elaborando mecanismos antiinflacionários que objetivam manter as economias semi-desaquecidas, o que diversos países estavam demandando eram políticas monetárias antidesemprego.

Por terem contestado o suposto consenso teórico estabelecido pelo *mainstream* da ciência econômica, Keynes e seus seguidores têm sido injustamente acusados de ser condescendentes com a inflação e unicamente se preocupar com o desemprego. Para afastar essa pecha, Keynes afirmou no seu magnífico livro *Essays in Persuasion* que a inflação é injusta e a recessão é inconveniente e, então, concluiu: “entretanto, não é necessário compararmos um mal com o outro. É necessário reconhecer que ambos são males que devem ser evitados” (1972: 15). Tobin, com o mesmo intuito de Keynes, no seu *Essays in Economics* escreveu: “tenho argumentado que as autoridades monetárias não deveriam, em verdade, não podem fugir da responsabilidade por resultados macroeconômicos reais. Para evitar mal entendido, afirmo com toda clareza que não estou advogando que não se preocupem com ... a inflação” (1996: 478).

Pode-se dizer que, no momento, a grande lição em termos de condução da política monetária tem sido dada pelo experiente Alan Greenspan que sabe muito bem para que serve a política monetária: ele promoveu, embora tardiamente, cortes profundos na taxa de juros da economia americana (de 5,50 para 4,75%, durante o outono de 1998, hemisfério norte) para evitar que o seu país viesse a ser atingido pela onda mundial de desaquecimento e desemprego - e, recentemente, elevou a taxa de juros

sinalizando que está disposto a combater pressões inflacionárias advindas do mercado de trabalho.

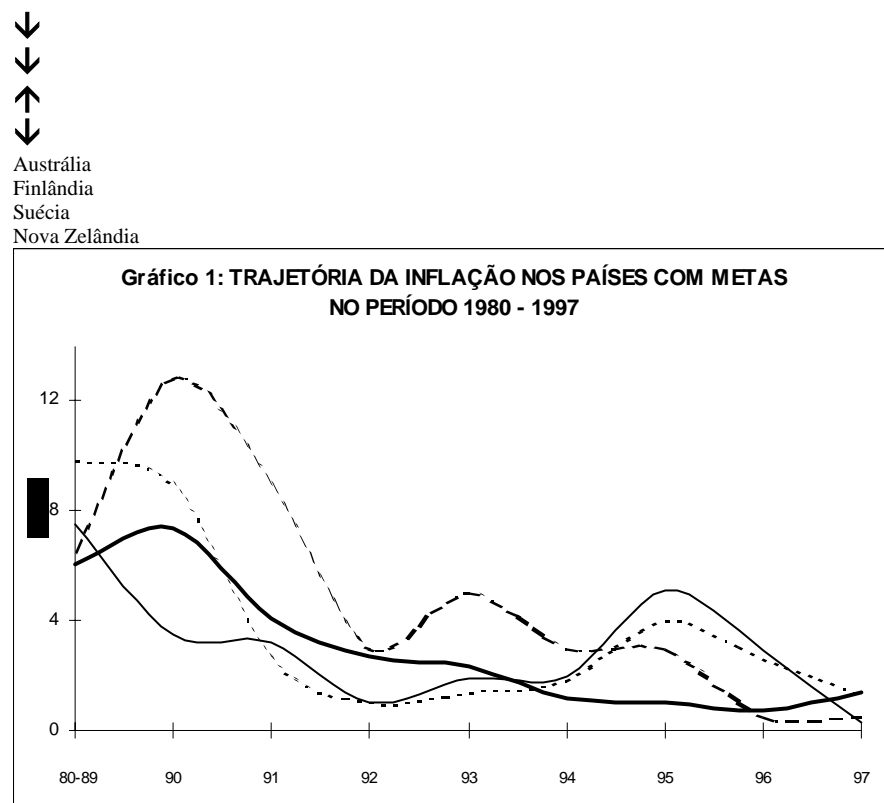
Nesse momento, portanto, a crença em teorias que sustentam que a política monetária deve objetivar apenas metas inflacionárias pode ser danosa: pode aprofundar a onda de redução do ritmo de crescimento das principais economias - tal como a japonesa, por exemplo. Governos responsáveis devem entender que as decisões de política monetária não devem pertencer exclusivamente aos dirigentes do banco central. Um governo que aceita abrir mão da sua política monetária antidesemprego está, no mínimo, sendo mal-orientado. Mas é dessa forma que o Governo brasileiro vem tratando a política monetária. Não tem havido qualquer articulação do Ministro da Fazenda com o presidente do Banco Central para decidir o patamar dos juros. As palavras de Amínio Fraga são reveladores dessa falta de articulação: “desde que eu vim para cá [o Bacen], nunca recebi (do Ministro da Fazenda ou Presidente da República) um telefonema sequer com relação às decisões do Copom (que definem o nível da taxa de juros)” (Gazeta Mercantil, 14-05-1999).

A política monetária é uma das políticas econômicas governamentais que devem ser utilizadas conjuntamente com as demais políticas para se atingir níveis socialmente aceitáveis (e tecnicamente sustentáveis) de emprego e inflação. Uma política monetária voltada somente para manter a inflação sob controle está, na verdade, sendo subutilizada. Mas assim está sendo (e será) comandada a política monetária no Brasil, tal como afirmou o diretor de política econômica do Banco Central: “vamos mirar só a inflação, não temos objetivo de olhar a atividade econômica” (Gazeta Mercantil, 29-06-1999). O que ele quis dizer, na verdade, é que o Bacen não vai manipular os juros para facilitar taxas de crescimento do PIB ou a geração de empregos.

3.Evidências Internacionais

Argumentos empíricos também têm sido utilizados na defesa do regime de metas inflacionárias. É comum se ouvir dizer que o regime de metas tem sido bem sucedido nos países onde passou a ser adotado. Realmente, deve-se reconhecer que a inflação

assumiu uma trajetória descendente durante os últimos anos nos sete países desenvolvidos que adotaram o novo regime. A Nova Zelândia, em 1990, foi o primeiro país a implementar o regime de metas, depois veio o Canadá, em 1991, o Reino Unido, em 1992, a Suécia, a Finlândia e a Austrália, em 1993 e, por último, a Espanha, em 1994. Como mostram os gráficos 1 e 2, a inflação desse conjunto de países manteve a sua rota descendente após a implementação do novo regime comparativamente à década anterior.

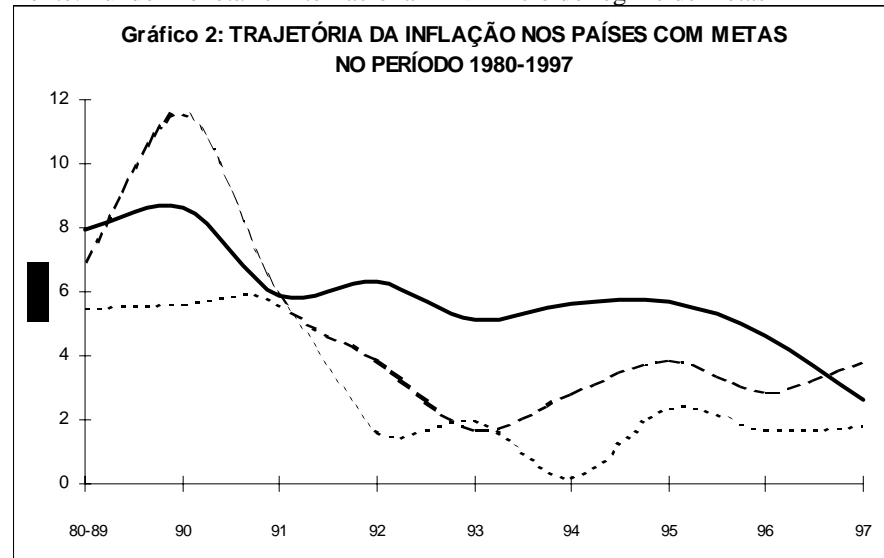


Fonte: Fundo Monetário Internacional → Início do regime de metas

↓
↑
↓

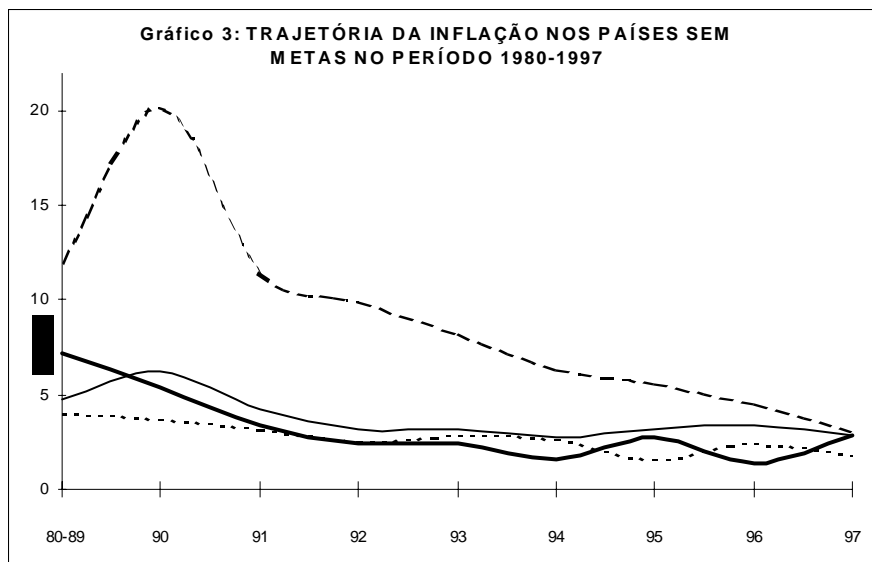
Espanha
Canadá
Reino Unido

Fonte: Fundo Monetário Internacional → Início do regime de metas



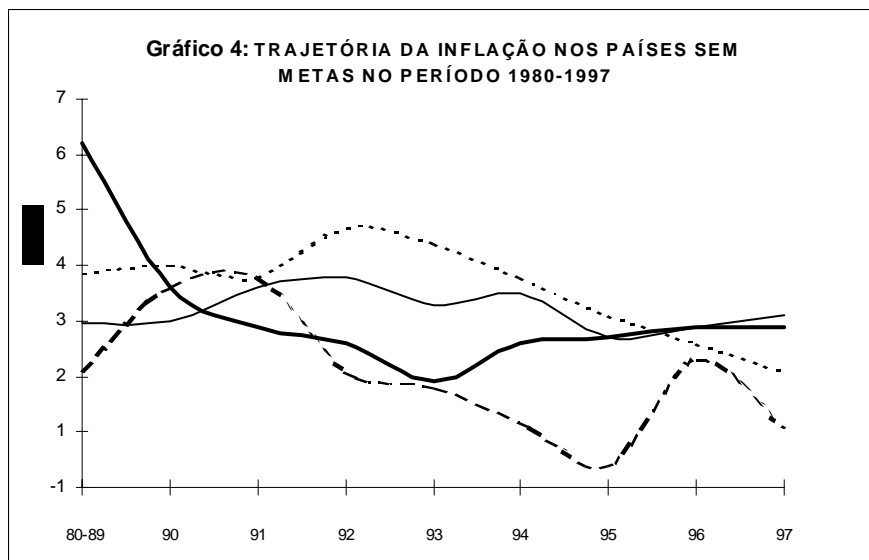
A despeito das evidências indicadas nos gráficos 1 e 2, não existem argumentos suficientemente sólidos que garantam que a adoção de metas inflacionárias seja ideal ou, pelo menos, adequada para o momento. Países que adotaram o regime de metas e países que não adotaram têm tido sucesso no *front* da inflação. Os gráficos 3 e 4 mostram a trajetória da inflação dos demais países com economias desenvolvidas que não adotaram o regime de metas de inflação. São eles: Estados Unidos, Japão, Noruega, Dinamarca, Bélgica, Holanda, Austrália e Portugal. A inflação desse conjunto de países também apresentou uma tendência de queda durante a década de 1990 relativamente à década de 1980.

Estados Unidos
Noruega
Bélgica
Portugal



Fonte: Fundo Monetário Internacional

Dinamarca
Holanda
Áustria
Japão



Fonte: Fundo Monetário Internacional

A explicação para esse fato foi dada por Andrew Haldane, do Banco Central da Inglaterra e um dos maiores defensores da adoção de metas inflacionárias:

metas de inflação têm sido propostas durante um período em que as pressões inflacionárias são benignas em comparação com os anos 1970/80. Quanto da melhora na performance da inflação nos anos 1990 pode ser atribuída à boa sorte e quanto se pode atribuir à boa administração monetária permanece como uma questão aberta, em países com ou sem metas de inflação. (1995: 11)

E concluiu sua avaliação afirmando que não se pode ainda saber se o regime de metas se transformará em uma caminhada segura ou perigosa durante a próxima década. A onda mundial dos anos 1990 foi de desaquecimento econômico e de desaceleração das taxas inflacionárias (isto sim, é um consenso entre os economistas e não a teoria que sustenta o regime de metas inflacionárias).

Não se pode afirmar, então, que o regime de metas seja o responsável pela boa performance da variável nível de preços durante os anos 1990. Minskin & Posen (1997: 87-8), dois dos maiores defensores do novo regime, em um estudo sobre as três primeiras economias que adotaram as metas de inflação (Nova Zelândia, Canadá

e Reino Unido) concluíram que a redução da inflação nesse três países foi resultado das forças que já estavam em movimento antes da adoção das metas. Os autores renhceram que “na Nova Zelândia, ocorria uma desinflação há quatro anos anteriormente à implementação das metas que foi acompanhada de um lento crescimento do PIB e, desde 1988, crescimento do desemprego” (1997: 87). Para os autores, cenários semelhantes enfrentavam o Canadá e o Reino Unido durante o período de adoção das metas. Minskin & Posen afirmam somente que o novo regime é o responsável pela manutenção das taxas inflacionárias em patamares aceitáveis. Mas, até mesmo essa tímida conclusão, não parece plausível, porque todos os demais países com economias desenvolvidas que não possuem metas de inflação também têm mantido suas taxas em níveis aceitáveis.

4. Sumário e Conclusões

O debate sobre uma decisão tão importante, a implementação de um regime de metas de inflação, não foi suficiente no Brasil. Não confrontou teorias divergentes e se pautou apenas pela discussão sobre a operacionalidade da fixação de metas. Quando argumentos teóricos foram ressaltados, foram tratados como verdades indisputáveis. Por exemplo, foi dito que o sistema de preços necessita inevitavelmente de algum tipo de âncora. Afirmaram que, na prática, somente existem duas âncoras: a cambial e as metas de inflação. (Armínio Fraga, *Gazeta Mercantil*, 29-06-1999) Como a primeira é considerada insustentável nos tempos da globalização dos mercados de câmbio, restou a segunda.

Esse argumento, contudo, é falacioso. Nem mesmo todos os economistas que acreditam na existência da taxa natural de desemprego e na curva de Phillips, aceitariam tal afirmativa. Milton Friedman (1987) está entre aqueles que condenam explicitamente a fixação de metas de inflação. E, autores keynesianos afirmam, grosso modo, que uma correta e responsável administração monetária, fiscal e cambial é a âncora que o nível de preços necessita. Cabe ressaltar que as economias desenvolvidas que não aderiram ao regime de metas, também não possuem âncora cambial, mas todas têm mantido a inflação em níveis aceitáveis.

A decisão tomada pelo Governo brasileiro foi, no mínimo, precipitada e, talvez, incorreta. Nenhum país, entre aqueles de economia desenvolvida, reduziu a inflação em razão da adoção de metas. Como foi mostrado, não há evidências de que conceder ao banco central a tarefa única de alcançar uma meta de inflação seja benéfico. O *Federal Reserve System* tem explicitamente dois objetivos, conter a inflação (sem qualquer meta fixada) e buscar o pleno emprego. E, ninguém pode negar que os Estados Unidos foi o país que obteve mais sucessos econômicos na década de 1990. Em seu editorial (reproduzido na Gazeta Mercantil, 19-06-1999), o *Financial Times* afirmou:

Não é tarefa do Federal Reserve (Fed - o banco central dos EUA) esperar a inflação subir e só então aumentar a taxa de juros. Isto seria muito fácil. Sua tarefa é sustentar o crescimento, ao mesmo tempo em que mantém a inflação baixa, o que é muito mais difícil. [Mas] o Fed tem trabalhado bem. A expansão norte-americana dos anos 90 foi extraordinária.

Em suma, as evidências não são favoráveis à adoção do regime de metas. Ademais, existem controvérsias relevantes acerca da teoria que sustenta tal regime. Portanto, utilizá-las em um momento de desaquecimento da economia mundial pode deixar governos sem um importante instrumento de combate ao desemprego.

Referências Bibliográficas:

- Cardim de Carvalho, F.(1999). Políticas Econômicas para Economias Monetárias. In: Lima, G., Sicsú, J. & De Paula, L.F. (organizadores), *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*, Rio de Janeiro: Editora Campus.
- Friedman, M. (1987). Should There Be an Independent Monetary Authority? In: *The Essence of Friedman*. Stanford: Hoover Institution Press.
- Haldane, A.(editor) (1995). *Targeting Inflation*. London: Bank of England.
- Hahn, F.(1984). *Equilibrium and Macroeconomics*. Oxford: Basil Blackwell.
- Keynes, J.M. (1972). *Essays in Persuasion*. London: MacMillan.
- Kydland, F. & Prescott, E.(1994). Rules Rather Than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans. In: Persson, T. & Tabellini, G. (editors) , *Monetary and Fiscal Policy - vol.1: Credibility*. Cambridge(Mass): MIT.
- Mishkin, F. & Posen, A.(1997). Inflation Targeting: Lessons from Four Countries, *Economic Policy Review*, vol.3, n.3, Federal Reserve Bank of New York.

Persson, T. & Tabellini, G. (editors) (1994). *Monetary and Fiscal Policy - vol.1: Credibility*. Cambridge(Mass): MIT.

Tobin, J. (1996). *Essays in Economics: National and International*. Cambridge (Mass): MIT.