

## As âncoras nominais e o combate à inflação

Miguel Salomão\*

---

### Resumo

Este artigo procura analisar e comparar, no que diz respeito ao combate à inflação, a performance de cinco tipos de âncoras nominais: taxa de câmbio, agregados monetários, inflação, PIB nominal e a estratégia conhecida como *just do it*, no qual não há uma âncora explícita. O resultado que se pode inferir deste trabalho é que, apesar de não se poder afirmar a superioridade de uma estratégia sobre as demais, sem se considerarem as características de situações específicas, parece haver uma certa vantagem, no que se refere à manutenção da inflação em patamares baixos no longo prazo, em favor do regime de metas inflacionárias (que tem como âncora a inflação).

**Palavras-chave:** inflação; política monetária; metas de inflação.

### Abstract

This article aims to analyse and compare, in the context of inflation control, the performance of five kinds of nominal anchors: exchange-rate peg, monetary aggregates, inflation, nominal GDP and the strategy known as 'just do it', which does not have an explicit anchor. The conclusion that can be drawn from the study is that, despite it not being possible to ensure the superiority of one strategy over the others and without taking into consideration the particularities of each situation, there seems to be a certain advantage, when considering the maintenance of low level inflation in the long run, favouring inflationary targets (which are based on inflation).

**Key-words:** inflation; monetary policy; inflation target.

\* Engenheiro Florestal, Mestre em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Professor e Consultor.  
E-mail: <msalomao@onda.com.br>

## Introdução

A combinação explosiva entre inflação e recessão verificada em nível mundial durante os anos 70 motivou um interesse crescente em entender a dinâmica dos processos inflacionários, suas origens e particularidades. Na esteira destas preocupações e objetivando modos efetivos de controlar a inflação, surgiram várias teorias,<sup>1</sup> sendo especialmente importante aquela que pressupõe o uso da chamada âncora nominal.

Âncoras nominais são, basicamente, restrições que se impõem sobre a política monetária de modo a “amarrar” o nível de preços a um valor específico, com o propósito de evitar que o banco central atue de forma errática ou irresponsável, condições estas que poderiam levar à inflação e a todas as conseqüências perniciosas que ela engendra. Podem assumir a forma de restrições na quantidade, como na limitação do papel-moeda em circulação, ou de restrições no preço de algum bem, como o ouro ou dólar. As âncoras nominais mais utilizadas e conhecidas são os agregados monetários, a taxa de câmbio e a inflação.

A principal proposta do presente artigo é proporcionar uma discussão sobre as âncoras nominais mais utilizadas atualmente, procurando abordar tanto as vantagens inerentes a cada uma delas, como seus aspectos negativos e dificuldades de implementação. No decorrer do texto, procurar-se-á enfatizar que, sob certas condições, o uso da inflação como âncora nominal pode proporcionar vantagens adicionais importantes quando comparada a outros tipos de âncoras nominais.

Este artigo, além da presente introdução, apresenta mais duas seções: uma análise de forma individual cinco tipos de âncoras nominais: taxa de câmbio; agregados monetários; inflação; PIB nominal; e a estratégia conhecida como *just do it*, na qual não há uma âncora nominal explícita. A última seção conclui o artigo.

## As âncoras nominais

### A taxa de câmbio como âncora nominal (*exchange-rate peg*)

Neste tipo de âncora nominal a taxa de câmbio tem seu valor fixado em relação à moeda de algum país estrangeiro que possui histórico de controle inflacionário, buscando-se com isto que a taxa de inflação doméstica seja próxima àquela verificada no país detentor da moeda que está servindo de âncora. Em alguns tipos de âncoras cambiais é permitido que a taxa de câmbio se deprecie dentro de certos limites (*crawling peg*) com o objetivo de anular diferenciais de inflação e/ou produtividade que poderiam afetar a taxa de câmbio real.

Para que esse regime monetário funcione apropriadamente, é preciso que o banco central possua reservas significativas da moeda internacional com a qual está fixando a moeda doméstica e, além disso, é necessário que demonstre claramente que está disposto a sacrificar sua prerrogativa de praticar política monetária própria, para que assim fundamente entre os agentes a credibilidade na manutenção do regime.

A vantagem mais importante que o *exchange-rate peg* oferece é a diminuição do problema da inconsistência temporal do banco central<sup>2</sup> (MISHKIN, 1997), que surge devido ao fato de sempre haver um incentivo para que a

---

<sup>1</sup>A maioria delas baseadas em políticas de renda e/ou controle de preços.

<sup>2</sup>O problema de inconsistência temporal não é completamente eliminado porque é ainda possível ao banco central alterar as taxas de juros ou fazer operações de mercado aberto para influenciar o crédito.

autoridade monetária pratique políticas expansionistas que aumentem a renda e o emprego no curto prazo. Aqui este problema é reduzido, uma vez que o banco central tem o compromisso de fornecer moeda estrangeira em troca de moeda doméstica quando demandado, e por isso controla com cuidado o nível de moeda em circulação. A política monetária está, então, completamente sujeita à quantidade de moeda estrangeira escolhida como âncora. Se ocorre, por exemplo, um superávit no balanço de pagamentos, há automaticamente uma pressão para que o câmbio aprecie, o que força o banco central a reduzir

**A vantagem mais importante que o *exchange-rate peg* oferece é a diminuição do problema da inconsistência temporal do banco central**

os juros. No caso oposto, isto é, quando há déficit, surge uma pressão para a depreciação, e a autoridade monetária é obrigada a aumentar os juros. Estas oscilações regulam o fluxo de capitais na economia e permitem que os juros tendam a seu equilíbrio de longo prazo, o que por sua vez favorece o atingimento do produto potencial.

Uma forma extrema de *exchange-rate peg* é o chamado *currency board*, desenvolvido no século XIX como meio de controlar a política monetária nas colônias (BERNANKE et al., 1999). Neste sistema, o banco central se compromete, na maioria das vezes por força de lei, a trocar qualquer quantidade de determinada moeda estrangeira por moeda nacional (ou vice-versa) quando demandado. Um requisito básico para que esse sistema funcione é que o banco central detenha um nível de reservas equivalente a, no mínimo, o valor da moeda doméstica em circulação, para que desta forma esteja apto a atender uma eventual procura pela moeda estrangeira sem colocar em risco a credibilidade do sistema. Segundo Canuto (1999), a política monetária passa a depender, então, do volume líquido de créditos externos (privados e/ou

públicos) para o país e/ou de superávits acumulados na conta corrente do balanço de pagamentos.

Vários são os países que conseguiram vencer processos inflacionários usando como estratégia o sistema de *exchange-rate peg*. Entre eles está o Brasil que, pouco antes da adoção do dólar como âncora nominal em julho de 1994, exibia taxas de inflação mensais em torno de 45% ao mês (FACHADA, 2001). O câmbio atrelado em um nível bastante valorizado, em conjunção com outras medidas econômicas integrantes do Plano Real,<sup>3</sup> possibilitou o rápido recuo da inflação (para

cerca de 2% ao final daquele ano), e sua posterior manutenção em patamares significativamente baixos em relação ao histórico inflacionário do país.<sup>4</sup>

As desvantagens do sistema em análise são basicamente duas (MISHKIN, 1997):

- a) a mais óbvia delas é que o país que atrela a sua moeda perde a capacidade de executar uma política monetária independente, uma vez que na presença de um mercado de capitais aberto a taxa de juros e a taxa de crescimento da oferta monetária estão fortemente ligadas àquelas do país-âncora. Assim,

<sup>3</sup>Entre as principais medidas do plano estavam: liberalização comercial, redução de tarifas, liberalização da movimentação de capitais, privatização de empresas públicas, reestruturação do setor financeiro e um forte ajuste fiscal.

<sup>4</sup>Não se pretende, aqui, julgar se a opção pelo câmbio atrelado era ou não a mais apropriada para um país como o Brasil, nem se os custos desta estratégia, tal como a elevação das dívidas interna e externa, foram altos demais ou não. Apenas se evidencia que o atrelamento do câmbio teve um papel central na luta contra a inflação e no sucesso inicial do Plano Real.

se um choque atinge apenas a economia doméstica, queda das exportações por exemplo, deixando a economia âncora inalterada, torna-se difícil, se não impossível, que a autoridade monetária reduza os juros para tentar minimizar os efeitos negativos sobre a demanda agregada;

- b) choques que ocorrem na economia do país-âncora são facilmente transmitidos para a economia do país que tem sua taxa de câmbio atrelada. Quando, por exemplo, o país-âncora incrementa os juros para fazer frente a um aquecimento de sua economia, automaticamente obriga o país com moeda atrelada a aumentar os juros também, mesmo que sua economia não necessite de tal medida. E, se o país com moeda atrelada tentar resistir ao aumento de juros para preservar sua economia, acabará sofrendo uma fuga de capitais em direção ao país-âncora, o que provavelmente causará perda de reservas e até mesmo uma possível desvalorização.

Um exemplo bastante ilustrativo a esse respeito, encontrado em Mishkin (1999), ocorreu na Comunidade Européia durante a vigência do *exchange-rate mechanism*.<sup>5</sup> quando a Alemanha, devido aos elevados déficits fiscais resultantes da unificação, aumentou sensivelmente a taxa de juros para frear a aceleração da inflação. A França, que tinha sua moeda atrelada ao marco, para não correr o risco de ter que enfrentar uma fuga de capitais em direção à moeda alemã, aumentou os juros também, e o resultado final foi uma sensível queda no ritmo de crescimento francês. Já Itália, Reino Unido, Espanha e Suécia, que também usavam o marco como âncora, não aceitaram enfrentar uma redução na atividade econômica e o conseqüente aumento do desemprego, e preferiram ver suas moedas desvalorizarem-se ante a moeda alemã.

## Agregados monetários como âncoras nominais

A estratégia de usar agregados monetários como alvos de política monetária tem sua fundamentação teórica na escola monetarista de Milton Friedman, tornando-se bastante popular em meados dos anos 70 e começo dos anos 80 (BERNANKE et al., 1999).

**A desvantagem mais óbvia do *exchange-rate peg* é que o país que atrela a sua moeda perde a capacidade de executar uma política monetária independente**

Esse sistema de âncora nominal pressupõe três pontos principais (MISHKIN e SAVASTANO, 2000): 1) confiança na informação transmitida pelo(s) agregado(s) monetário(s) para execução da política monetária; 2) anúncio de metas para o(s) agregado(s) monetário(s), de forma a guiar as expectativas do público quanto à inflação; 3) existência de um mecanismo de acompanhamento dos resultados da política monetária (*accountability mechanism*), de modo a evitar desvios sistemáticos e significativos da meta proposta. Mishkin e Savastano (2000) incluem ainda, como aspectos importantes para o bom funcionamento do sistema, a ausência de dominância fiscal e uma taxa de câmbio flexível.

O funcionamento básico dessa estratégia traduz a crença monetarista de que a melhor maneira de conduzir a política monetária, e portanto evitar a inflação, se dá através de uma taxa de crescimento constante do agregado monetário escolhido. Entretanto, como exposto em Bernanke et al. (1999), mesmo entre países como Alemanha e Suíça, considerados os seguidores mais fiéis do regime, dificilmente esta determinação é posta em prática. Quase sempre

<sup>5</sup>Exchange Rate Mechanism: sistema de taxa de câmbio que tinha o marco como âncora e que envolvia todos os países europeus candidatos a uma futura união monetária.

os bancos centrais se desviam das taxas de crescimento monetário por eles próprios estabelecidas, de forma a poder responder apropriadamente a choques que desestabilizam a economia. As experiências do Canadá, do Reino Unido e dos EUA com o regime de metas monetárias durante os anos 70, permitindo *overshootings* e *undershootings* das metas propostas, estão entre as evidências mais claras deste tipo de comportamento (CANUTO, 1999 e MISHKIN, 1999).

Uma das possíveis vantagens atribuídas a este modelo é que uma variável-chave neste sistema, a taxa de crescimento monetário, poderia ser facilmente acompanhada pelo banco central. Esta monitoração permitiria uma análise clara e objetiva da evolução da política monetária e dos seus resultados parciais, tornando as correções de rumo que por ventura se fizessem necessárias rápidas e eficientes.

Um segundo ponto positivo, especialmente quando se compara com o *exchange-rate peg*, seria que, neste regime, é possível ao banco central lidar de maneira mais autônoma com relação a flutuações no produto, com certos choques externos e com objetivos de inflação (MISHKIN e SAVASTANO, 2000).

Outra vantagem é que o regime de metas monetárias, tal como ocorre com o *exchange-rate peg*, possibilitaria ao público em geral ter uma indicação rápida a respeito de se o banco central está tendo sucesso ou não na condução da política monetária. A forma de medir este desempenho se daria através da comparação entre a meta proposta para o agregado monetário e o seu nível atual, que normalmente é colocado à disposição do público poucas semanas depois de terminado o período em consideração (MISHKIN e SAVASTANO, 2000).

O país que mais tem se destacado no uso de metas monetárias é a Alemanha, que começou a fazer uso desse sistema em 1975,

sendo, desde então, extremamente bem-sucedida na condução da política monetária e no controle da inflação (MISHKIN, 1997). A princípio a meta monetária perseguida pelo Bundesbank, o banco central alemão, era a taxa de crescimento do agregado conhecido como *central bank money*,<sup>6</sup> mas a partir de 1988 passou a ser o M3<sup>7</sup> (BERNAKE et al., 1999). Para o cálculo da taxa de crescimento do agregado monetário escolhido, o banco central alemão faz uso da famosa teoria quantitativa da moeda:

$$M \exists V = P \exists Y$$

Onde: M é a quantidade de moeda, V é a velocidade de circulação (número de vezes que o estoque de moeda é usado na remuneração do produto real da economia), Y é o produto e P, o nível de preços.

Para ter a equação em termos de taxas de crescimento, é necessário em primeiro lugar que se tome o logaritmo da equação acima e depois se derive com relação ao tempo. Assim tem-se:

$$\Delta M/M + \Delta V/V = \Delta P/P + \Delta Y/Y$$

Onde:  $\Delta M/M$  é a taxa de crescimento monetário, exogenamente controlada pelo banco central;  $\Delta V/V$  é a mudança estimada na tendência da

<sup>6</sup>CBM é definido, segundo Bernanke et al. (1999), como a soma do papel moeda em circulação, mais os depósitos à vista, depósitos a prazo com maturidade inferior a quatro anos, depósitos de poupança e títulos de poupança (*saving bonds*) com maturidade inferior a quatro anos, sendo que os últimos três componentes são ponderados por seus respectivos níveis de reservas obrigatórias (*required reserve ratios*)

<sup>7</sup>M3 é definido, segundo consta em Bernanke et al. (1999), como a soma da moeda em circulação, depósitos à vista, depósitos a prazo com maturidade inferior a quatro anos e depósitos de poupança com três meses de aviso prévio (*at three months' notice*).

velocidade;  $\Delta P/P$  é a taxa de inflação e  $\Delta Y/Y$  é a taxa de crescimento da economia.

A equação acima nos diz que o resultado da soma entre a taxa real de crescimento do produto e da inflação é igual ao resultado da soma entre a taxa de crescimento monetário e a mudança na velocidade.

Se isolarmos a taxa de crescimento monetário teremos:

$$\Delta M/M = \Delta P/P + \Delta Y/Y - \Delta V/V$$

Esta equação revela que o Bundesbank deriva a meta para a taxa de crescimento do agregado escolhido (M3) através da estimação do crescimento do produto durante o ano seguinte, somando a isto a taxa de inflação esperada e subtraindo desta soma a mudança estimada na tendência da velocidade para o próximo ano.<sup>8</sup>

**Para que o regime de metas monetárias funcione, é fundamental que haja uma relação forte e segura entre crescimento monetário e variáveis como inflação e taxa de crescimento do PIB nominal**

Um momento crítico pelo qual passou a economia alemã e que, segundo Mishkin (1997), demonstra com clareza a natureza do banco central alemão, foi o já citado episódio da reunificação em 1990. Uma grande expansão fiscal, em conjunção com demandas salariais expressivas, foi decisiva para a aceleração temporária da inflação. Contudo, graças a uma ação rápida e eficiente do Bundesbank, foi possível que já em 1995 houvesse um completo controle sobre o processo inflacionário que se afigurava.

Entre as desvantagens do regime de metas monetárias estão:

- a) para que este sistema funcione, é fundamental que haja uma relação forte e segura entre o crescimento monetário e variáveis como inflação e taxa de crescimento do PIB nominal. Se esta relação é fraca, vale dizer, se a velocidade<sup>9</sup> é instável, o regime de metas monetárias não mais será um sinalizador confiável. Isto porque o atingimento da meta monetária não irá produzir os resultados esperados em termos de taxas de inflação e renda, sendo desta forma completamente inadequado como âncora nominal.
- b) o regime de metas monetárias também pressupõe que o banco central pode facilmente controlar os diversos agregados monetários. Contudo, as evidências fornecidas pela experiência das economias avançadas com este regime demonstraram que os bancos centrais controlam razoavelmente bem apenas agregados monetários restritos (M1), sendo muito menor a capacidade de controle sobre agregados mais amplos, como o M2 e o M3 (CANUTO, 1999). Segundo Mishkin (1999), estas duas dificuldades com o regime de metas monetárias seriam as razões que explicam por que, até mesmo os bancos centrais mais firmes na execução desse regime, como é o caso do banco central alemão, não advogam um cumprimento rígido das metas, aceitando oscilações para cima e para baixo das metas por longos períodos de tempo.

<sup>8</sup>Para simplificar a abordagem, adotou-se o " $\Delta P/P$ " e o " $\Delta Y/Y$ " da equação  $\Delta M/M = \Delta P/P + \Delta Y/Y - \Delta V/V$ , como sendo somente a taxa de variação do produto e da inflação respectivamente. Contudo, na prática, o Bundesbank define " $\Delta Y/Y$ " como a taxa de crescimento potencial de longo prazo do produto, e " $\Delta P/P$ " como a mudança no nível de preços que o banco considera "inevitável". Para maiores detalhes, ver Bernanke et al. (1999 p.57-58).

<sup>9</sup>Razão entre o PIB nominal e o estoque de moeda.

## Inflação como âncora nominal

A adoção do regime de metas inflacionárias por países como a Nova Zelândia (março de 1990), Canadá (fevereiro de 1991) e Reino Unido (outubro de 1992) faz parecer, a princípio, que esta estratégia de política monetária seria uma inovação trazida pelos anos 90. Contudo, segundo King (1997), a base teórica do regime de *inflation target* (IT) possui uma longa e respeitável tradição. Evidências comprovando esta afirmação podem ser achadas tanto nas idéias de Keynes e Irving Fisher – ambos defendendo a necessidade de implementar-se uma meta para o índice de preços – quanto na postura da Suécia em face da depressão dos anos 30, onde a adoção de uma meta explícita para os preços possibilitou que este país evitasse o pior da crise.

De maneira bastante simplificada, pode-se dizer que o apelo teórico do *inflation target* reside no fato de que, na medida em que o banco central anuncie metas para a inflação e seja efetivamente capaz de mantê-las dentro destas metas, começa ele a desfrutar de credibilidade perante a opinião pública. Com isso surge uma tendência para que os agentes econômicos passem a usar a previsão de inflação anunciada pela autoridade monetária como parâmetro para reajuste de contratos, aluguéis e salários. Assim, diminuem as incertezas em relação à inflação futura, o que em última instância propicia o aumento da eficiência econômica e do bem-estar dos cidadãos.

Este sistema está baseado em cinco pontos principais (MISHKIN, 2000):

- a) anúncio público de metas de médio prazo para a inflação;
- b) compromisso institucional da autoridade monetária no sentido de que a estabilidade de preços seja o principal objetivo da política monetária;

- c) uso de uma estratégia que envolva a análise de toda informação disponível a respeito das diversas variáveis econômicas relevantes, e não somente taxa de câmbio ou agregados monetários;
- d) a estratégia de política monetária deve ser transparente, o que exige comunicação constante com o público a respeito dos planos, objetivos e decisões do banco central;
- e) o banco central deve estar sujeito ao escrutínio público tanto no que se refere ao seu modo de ação, quanto no que se refere aos resultados obtidos.

Segundo Mishkin (1999), uma das vantagens deste regime é a maior transparência, uma vez que a meta a ser atingida, a taxa de variação nos preços,<sup>10</sup> é facilmente entendida pelo público em geral, que pode acompanhar com certa periodicidade, muitas vezes semanalmente, a sua evolução. A transparência implica que é possível aos agentes entender e monitorar de perto as ações e intenções do banco central, não havendo espaço para que este implante mudanças inesperadas no rumo da política monetária ou pratique ações não detectáveis pelo público. Uma política monetária transparente, portanto, seria aquela na qual mudanças no nível do instrumento causam pouca surpresa nos agentes (KING, 1997), indicando que estes já previam as ações do banco central.

A estrutura de metas inflacionárias, da mesma forma que os agregados monetários, também proporciona uma flexibilidade maior da política monetária quando comparada ao

<sup>10</sup>Normalmente alguma variação do IPC (índice de preços ao consumidor). No caso brasileiro o índice usado é o IPCA (índice de preços ao consumidor amplo), divulgado periodicamente pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística).

*exchange-rate peg*, tornando possível que a autoridade monetária reaja a eventos econômicos inesperados. Na eventualidade de uma recessão, por exemplo, é possível e crível que a autoridade monetária reduza os juros – o que já não ocorre tão facilmente no regime de câmbio atrelado –, assim como é possível que, na presença de situações excepcionais, haja desvios em relação à meta de inflação proposta (cláusulas de exceção). A experiência brasileira com o regime de metas inflacionárias durante o ano de 2001 ilustra bem este ponto: o teto da meta de inflação para aquele ano era 6,0% (para o IPCA), mas devido principalmente à crise argentina, à desaceleração americana e à crise energética, ocorreram dificuldades para que esta meta fosse cumprida. A ultrapassagem do limite superior da meta não significou, no entanto, a perda de credibilidade do banco central brasileiro, nem do regime em si, porque os agentes econômicos já estavam cientes de que o rompimento da meta fora resultado não de ações inconseqüentes do banco central, mas sim de situações extraordinárias completamente fora do controle da política monetária interna.

Este mesmo episódio ilustra um outro aspecto de flexibilidade do *inflation target*: não houve um apego único e cego à meta inflacionária. Os três choques citados anteriormente, pelos quais passou a economia brasileira em 2001, além de causarem incremento na inflação, comprometeram de forma significativa o produto interno. O banco central, ciente desta queda, preferiu ver extrapolada a sua meta de inflação a ter que restringir ainda mais a política monetária e com isso perder parcelas adicionais no nível de atividade.

Outro ponto positivo, na ótica de Mishkin (1999), advém do fato de que, contrariamente ao que ocorre no regime de agregados monetários, alterações na velocidade-renda da moeda se

tornam completamente irrelevantes, uma vez que não se exige aqui qualquer relação estável entre moeda e inflação. Esta vantagem é conseqüência direta de que, em um sistema de metas inflacionárias, toda informação disponível é considerada para a determinação de políticas, o que já não ocorre, por exemplo, em um sistema de metas monetárias, onde se leva em consideração apenas o nível dos agregados monetários.

Mas, talvez, uma das maiores vantagens na adoção de um regime de metas inflacionárias esteja no fato de que se reduz sensivelmente a pressão, por parte da classe política, para que o banco central pratique políticas monetárias inflacionárias com objetivos eleitorais, porque todos entendem que é função e obrigação da autoridade monetária zelar pela estabilidade de preços (MISHKIN, 1999).

Uma forma bastante simples, porém elucidativa, de expressar o funcionamento do regime de metas inflacionárias pode ser vislumbrada através do seguinte modelo (DEBELLE, 1999):

$$y_t = y^* + \beta (y_{t-1} - y^*) - \gamma (r_{t-1} - r^*) + \eta_t \quad (1)$$

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha (y_{t-1} - y^*) + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$L = E_t \sum \delta [(1 - \lambda)(\pi_s - \pi^*) + \lambda(y_s - y_s^*)] \quad (3)$$

Onde:  $\pi_t$  é a inflação,  $\pi^*$  é a meta inflacionária,  $y$  é o produto,  $y^*$  é o produto potencial,  $r$  é a taxa de juros real e  $r^*$  é a taxa de juros real de equilíbrio.  $\eta_t$  e  $\varepsilon_t$  são choques de demanda e oferta, respectivamente.

A equação 1 nos diz que o nível do produto, no período  $t$ , em relação ao potencial dependerá: a) do hiato do produto no período anterior; b) da diferença entre a taxa de juros do período anterior e da taxa de juros de equilíbrio.

A equação 2 implica que o nível de inflação no período  $t$  depende da inflação no período passado e do hiato do produto no período anterior.

Dessa forma, o banco central influenciará na inflação, que é o seu objetivo principal no IT, através de mudanças nos juros, o instrumento de política monetária. A mudança em  $r$  afeta primeiro, com um período de defasagem, a demanda agregada (eq.1) e esta acabará por afetar a inflação (através da eq.2), também com um período de defasagem. O efeito da política monetária sobre a inflação demora, então, dois períodos para se processar. Esta é a razão de, em um regime de metas inflacionárias, exigir-se da autoridade monetária um comportamento onde a previsão e a antecipação sejam características marcantes.

**Uma das maiores vantagens na adoção de um regime de metas inflacionárias talvez esteja no fato de que se reduz sensivelmente a pressão, por parte da classe política, para que o banco central pratique políticas monetárias inflacionárias com objetivos eleitorais**

Já a equação 3 fornece uma função de perda social que o banco central tenta minimizar, onde  $\lambda$  traduz as preferências do banco central quanto a flutuações no produto e na inflação. Assim, um  $\lambda$  igual a zero implica que o banco central se preocupa apenas com flutuações na inflação, desprezando completamente as oscilações no produto. Isto implica que o banco central não medirá esforços para que a inflação permaneça dentro da meta, elevando os juros o quanto se fizer necessário, mesmo que tal medida implique queda significativa do produto e do emprego.<sup>11</sup> Contudo, na prática tem-se verificado que  $\lambda > 0$ , significando que nos países praticantes da estratégia de metas inflacionárias sempre há preocupação com o nível de atividade (Esta é, aliás, uma das características positivas do sistema, pois lhe confere certa flexibilidade).

Se resolvermos o modelo exposto acima, isolando a taxa de juros, temos:

$$r = r^* + \sigma_1(\pi_t - \pi^*) + \sigma_2(y_t - y_t^*) \quad (4)$$

Onde  $\sigma$  está dependendo dos parâmetros do modelo, e em especial de  $\lambda$ .

Esta é a função de reação do banco central, que explicita a forma como o instrumento de política monetária será ajustado<sup>12</sup>: se a inflação excede a meta e/ou o produto excede o potencial, os juros devem subir. Se, no entanto, a inflação e o produto estão abaixo da meta e do potencial respectivamente, os juros devem cair.<sup>13</sup>

As principais críticas em relação ao regime de metas inflacionárias são (MISHKIN e SAVASTANO, 2000):<sup>14</sup>

- **O foco da política monetária na obtenção de baixos níveis de inflação exacerba a instabilidade do produto.**

O fato de ser o controle inflacionário o principal objetivo do banco central em um regime de metas de inflação suscita críticas de que este sistema teria poucas considerações a respeito de flutuações no emprego e no produto.<sup>15</sup>

Mishkin e Savastano (2000) argumentam, no entanto, que o fato de o *inflation target* ter como principal objeto a estabilidade de preços

<sup>11</sup>Uma função objetivo como esta é referida como *strict inflation targeting* (SVENSSON, 1997).

<sup>12</sup>Esta é apenas uma simplificação. Na prática, a regra de decisão é muito mais complexa e envolve toda a informação disponível

<sup>13</sup>Esta função de reação é conhecida como Taylor rule.

<sup>14</sup>Na verdade, Mishkin e Savastano (2000) enumeram sete críticas principais. Aqui, por uma questão de economia de espaço, optou-se por se enumerar apenas três delas.

<sup>15</sup>Ver a esse respeito, Friedman e Kuttner (1996).

não implica completa desconsideração do regime para com o nível do produto e do emprego. Como já referido acima, a flexibilidade do regime, permitindo, sob certas circunstâncias, a extrapolação, ou mesmo a revisão da meta, é uma prova clara de que o banco central considera, de forma explícita, a variável produto nas suas decisões de política monetária.

- **A adoção da estratégia de metas de inflação não impede que ocorra dominância fiscal.**

O sucesso na execução do regime de metas inflacionárias está condicionado, da mesma forma que o regime de câmbio atrelado e do regime de metas monetárias, a uma boa gestão fiscal. Se por acaso esta é irresponsável, gerando déficits sucessivos, haverá a necessidade, mais cedo ou mais tarde, ou de se monetizar a dívida pública que se acumula, ou de reduzi-la através de uma substancial desvalorização. Ocorre que ambas as medidas são inflacionárias e acabarão por destruir o regime de metas inflacionárias. Portanto, para que a adoção do *inflation target* seja bem-sucedida, há a necessidade irremovível de que se coloque a situação fiscal – ao menos no quesito primário – em ordem.

- **Um alto grau de dolarização pode significar um obstáculo significativo ao sucesso do *inflation target*.**

Esta crítica, assim como a anterior, é especialmente procedente para economias emergentes. Estes países são caracterizados por grande dependência de capital externo para o fechamento do balanço de pagamentos, além de exibirem elevada parcela de endividamento – por parte de firmas, consumidores e bancos – denominado em dólares. Como no regime de metas inflacionárias exige-se que o câmbio seja flutuante, há o risco

de que desvalorizações grandes e abruptas tragam no seu bojo crises financeiras altamente prejudiciais para a economia como um todo. Esta é mais uma razão, além daquela originada do elevado *passthrough*<sup>16</sup> existente nos mercados emergentes (MISHKIN e SAVASTANO, 2000), que justifica a necessidade de intervenção parcial da autoridade monetária no mercado de câmbio destes países.

## O PIB nominal como âncora nominal

Esta estratégia é bastante similar ao regime de metas inflacionárias e consiste no estabelecimento de uma taxa de crescimento para o PIB nominal, após o que deve haver um comprometimento da autoridade monetária em atingir esta meta. Em um regime como este, uma queda na previsão de crescimento do produto real levaria o banco central a aumentar a sua meta de inflação, medida esta que tenderia a ser estabilizadora. Sob esta perspectiva, o regime de metas para o PIB seria superior ao *inflation target*, uma vez que leva em consideração nas suas decisões tanto alterações no produto como alterações nos preços. Alguns economistas, segundo Mishkin (1997), chegam a apresentar simulações sugerindo que políticas direcionadas para a estabilização do crescimento do PIB são mais efetivas do que o *inflation target* na produção de resultados econômicos, devido à dificuldade de previsão e de controle da inflação.

---

<sup>16</sup>A porcentagem da variação na taxa de câmbio que é repassada aos preços domésticos. Esta porcentagem pode variar sensivelmente dependendo das circunstâncias, como, por exemplo: persistência da mudança na taxa de câmbio, nível das margens de lucro dos importadores e sensibilidade da demanda por importados.

No entanto, as vantagens da estratégia de PIB nominal sobre a meta inflacionária podem ser apenas aparentes. Primeiro, em um regime de metas para o PIB nominal, o banco central é obrigado a anunciar uma estimativa para a taxa de crescimento potencial do

PIB real. Ocorre que a estimativa deste, além de variar substancialmente com o tempo, é altamente imprecisa, mesmo em retrospecto (BERNANKE et al., 1999). Ainda há o fato de que, se por uma eventualidade qualquer o banco central divulga uma estimativa que seja considerada conservadora, pode ocorrer que esta atitude desencadeie acusações de que governo está excessivamente pessimista, o que por sua vez pode tornar as ações dos agentes igualmente pessimistas, com sérias consequências econômicas. E se o governo, ao contrário, divulga estimativas excessivamente otimistas, tal ação poderá levar a um processo inflacionário, além de levantar suspeitas de inconsistência temporal.

Outro ponto importante quando se procede à comparação entre meta de inflação e meta do PIB nominal, é que a primeira é muito mais facilmente entendida pelo público do que a segunda, que muitas vezes é confundida com PIB real (BERNANKE et al., 1999). O maior entendimento do público a respeito da meta a ser atingida favorece ao monitoramento e ao julgamento das ações do banco central, o que, em última instância, aumenta a eficiência da política econômica.

Uma terceira consideração seria o fato de que as informações em relação à inflação seriam mais periódicas e mais frequentes do que aquelas relativas ao PIB nominal, que exige para sua mensuração dados relativos tanto a quantidades como a preços. A maior rapidez e periodicidade

**O *just do it* apresenta uma estratégia bastante coerente para a condução da política monetária, porque demanda que o banco central esteja sempre atento às surpresas que o futuro pode reservar e esteja apto a enfrentá-las antecipadamente**

na divulgação dos dados proporcionaria uma maior eficiência da política monetária, assim como aumentaria o acompanhamento, por parte do público, do desempenho do banco central.

Relevante também é chamar a atenção para o fato de que o regime de metas de inflação,

através das cláusulas de exceção e da possibilidade de desvios de curto prazo na política monetária, seria tão flexível, no que se refere à preocupação com flutuações no produto, quanto o regime de metas para o PIB.

### ***Just do it* - política monetária sem âncoras nominais**

O caso mais conhecido de sucesso na condução da política monetária sem âncoras nominais são, sem dúvida, os EUA, onde durante os anos 90, mesmo com baixo desemprego e alto índice de atividade da economia, foi possível manter o processo inflacionário sobre controle. Apesar de não conter uma meta explícita, este sistema apresenta uma estratégia bastante coerente para a condução da política monetária, porque demanda que o banco central esteja sempre atento às surpresas que o futuro pode reservar (*forward-looking*) e esteja apto a enfrentá-las antecipadamente (*pre-emptive monetary police*).

Exige-se esta postura do banco central devido à existência de defasagens, longas e incertas, na implementação da política monetária. Nos EUA há evidências significativas de que, devido à inércia muito forte do processo inflacionário, são necessários um ano para que a política monetária afete o produto e cerca de dois anos para que tenha

impacto sobre a inflação (MISHKIN, 1999). A presença destas defasagens obriga o banco central a estar sempre atento às condições futuras, de modo que possa, assim que detectada a possibilidade de um problema futuro, reagir e implementar uma política em antecipação, para que esta tenha seu efeito sobre a economia antes da materialização do problema no presente. Por exemplo, se demora mais ou menos três anos para que a política monetária tenha efeito pleno sobre a inflação, e os formuladores de política monetária perceberem que, mantidas as condições atuais, há risco de um processo inflacionário se desenvolver nos próximos três anos, é necessário implementar medidas restritivas imediatas, ou de outra forma a inflação se instalará na economia. Resumindo, é fundamental que as autoridades monetárias se comportem de maneira *forward looking* e ajam bem antes que pressões inflacionárias ou deflacionárias se fundamentem na economia, porque uma vez que estes processos se instalam é muito mais difícil e custoso combatê-los.

O *just do it*, ao exigir da autoridade monetária previsão e antecipação de possíveis efeitos desestabilizadores, se parece bastante com o regime de metas inflacionárias, mas difere deste por não estabelecer formalmente uma âncora nominal.

A vantagem óbvia deste sistema é que ele tem sido em boa parte responsável pelo êxito que os EUA têm tido no combate à inflação. Esta baixou de níveis de dois dígitos em meados dos anos 80 para níveis de 3% em 1991, e permaneceu ao redor deste patamar desde então (MISHKIN, 1999). Outro ponto positivo é que, devido ao seu comportamento *forward-looking*, esta estratégia consegue resolver o problema de inconsistência temporal, e ainda permite que o banco central desfrute de certa discricção no enfrentamento de situações inesperadas.

A principal desvantagem da estratégia *just do it* é que os resultados da política monetária seriam muito dependentes de indivíduos (MISHKIN, 1997). Se, por exemplo, os técnicos que trabalham no banco central são capazes tecnicamente e são pessoas com reputação ilibada, não há problemas, e esta seria uma das principais razões do sucesso americano na condução da política monetária nos últimos anos. Mas se ao contrário, isto é, se a designação de diretores para a autoridade monetária obedece a indicações políticas, ou se os técnicos que lá trabalham estão sujeitos a pressões políticas ou são incapazes tecnicamente, nada garante que o *just do it* irá funcionar apropriadamente.

Outra possível desvantagem, na ótica de Mishkin (1997), é que a estratégia *just do it*, por não possuir âncoras nominais, talvez não fornecesse aos agentes informações sobre a evolução das medidas monetárias implementadas, e isto poderia contribuir para o aumento da incerteza e da instabilidade, que por sua vez fariam a economia funcionar menos eficientemente. A falta de transparência poderia ocasionar também o aparecimento do problema da inconsistência temporal e de todos os prejuízos que ele acarreta.

## Conclusão

O advento da estagflação durante a década de 1970 demoliu uma crença vigente até então de que inflação relacionava-se de forma direta e positiva com o produto e o emprego. Este episódio foi também um divisor de águas a partir do qual intensificou-se a busca do entendimento a respeito da dinâmica dos processos inflacionários assim como dos meios efetivos de mantê-los sobre controle.

Este artigo procurou expor as diversas variantes de um método de combate à inflação conhecido por âncora nominal, procurando analisar as vantagens e desvantagens inerentes a cada uma delas.

O fato de ter se detido mais longamente na análise do *inflation target* e dos agregados monetários se explica por ser o primeiro uma evolução recente da teoria econômica adotada com sucesso por um número crescente de países, e por ser o segundo um das mais difundidas estratégias de política monetária. Em hipótese alguma, pretendeu-se que, ao analisar de forma mais profunda esses dois métodos, ficasse subentendida sua superioridade, teórica ou de aplicação prática, em relação aos demais.

Dentro desse contexto, procurou-se deixar claro que há a necessidade, quando da escolha entre esta ou aquela âncora, da análise das condições vigentes no momento da implementação, por serem estas determinantes para o sucesso, ou não, da estratégia escolhida. Assim sendo, não seria recomendável, por exemplo, que se implementasse o *inflation target* em cenários de inflação alta e variável. Da mesma forma, seria difícil o sucesso de uma estratégia de *just do it* em países onde as autoridades monetárias e as instituições governamentais em geral sofrem ingerências políticas nas suas tomadas de decisão.

Não obstante, quando da comparação entre as estratégias concorrentes, no que diz respeito à manutenção da inflação, no longo prazo, em patamares baixos, parece haver, ao menos em teoria, e desde que cumpridas certas condições, como não dominância fiscal e baixo grau de dolarização, uma vantagem em favor do *inflation target*. A sustentação para esta afirmação estaria no fato de que esta estratégia teria as seguintes vantagens principais em relação as suas concorrentes: em relação ao atrelamento do câmbio, a maior flexibilidade; em relação aos agregados monetários, a não dependência da velocidade-renda da moeda; em relação ao PIB nominal, a maior facilidade e rapidez no acompanhamento dos resultados das políticas econômicas; e em relação ao *just do it*, o menor grau de discricionariedade.

E, finalmente, existe um outro ponto para o qual se tentou chamar a atenção, que é a possibilidade de estratégias concorrentes partilharem de restrições semelhantes. A questão fiscal, por exemplo, é igualmente importante tanto para o sucesso do regime de câmbio atrelado, como para o IT e para os agregados monetários. Com este ponto intentou-se evidenciar que a condução da política monetária, seja qual for a estratégia escolhida, exige sempre que pelo menos um certo número mínimo de condições sejam atendidas, sem as quais torna-se perda de tempo qualquer política para estabilização de preços.

---

## Referências

- BALL, Laurence. Efficient rules for monetary policy. **NBER Working Paper**, Cambridge, MA, n. 5952, 1997.
- BERNANKE, B. S.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F.; POSEN, A. S. **Inflation targeting**: lessons from the international experience. Princeton, NJ, : Princeton University Press, 1999.
- CANUTO, O. **Regimes de política monetária em economias abertas**. Campinas: Unicamp, 1999. (Texto para discussão, IE/UNICAMP, n. 92).

- DEBELLE, G. Inflation targeting and output stabilization. In: SEMINAR ON INFLATION TARGETING IN BRASIL, 1999, Rio de Janeiro. **Research Discussion Papers**. [Sidney]: Reserve Bank of Australia, 1999.
- FACHADA, P. Inflation targeting in Brazil: reviewing two years of monetary policy 1999/00. **Working Paper**, Brasília: Banco Central do Brasil, n. 25, 2001.
- KING, M. **The inflation target five years on**. Palestra ministrada na London School of Economics, London, 1997.
- MASSON, P.; SAVASTANO, M. A.; SHARMA, S. The scope for inflation targeting in developing countries. **IMF Working Paper**, Washington, DC, n. 130, 1997.
- MISHKIN, F. The channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, **NBER Working Paper**, Cambridge, MA, n. 5464, 1996.
- MISHKIN, F. Strategies for controlling inflation. In: RESERVE BANK OF AUSTRALIA CONFERENCE, Sidney, 1997. **Conference Papers**. Disponível em: <<http://www.rba.gov.au/Publicationsandresearch/Conferences/1997/>>
- MISHKIN, F. International experiences with different monetary policy regimes. **NBER Working Paper**, Cambridge, MA, n. 7044, 1999.
- MISHKIN, F. Inflation targeting in emerging market countries. **NBER Working Paper**, Cambridge, MA, n. 7618, 2000.
- MISHKIN, F.; SAVASTANO, M. Monetary policy strategies for Latin America. **NBER Working Paper**, Cambridge, MA, n. 7617, 2000.
- SVENSSON, L. E. O. Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets. **NBER Working Paper**, Cambridge, MA, n. 5797, 1997.
- SVENSSON, L. E. O. Open-economy inflation targeting. **NBER Working Paper**, Cambridge, MA, n. 6545, 1998.