

Flexibilização do Regime de Metas de Inflação em Países Emergentes: uma abordagem pós-keynesiana⁺

Gabriel Coelho Squeff

José Luís Oreiro

Luiz Fernando de Paula

1. Introdução

Economistas pós-keynesianos argumentam que o regime de metas de inflação (doravante RMI), baseado no “novo consenso macroeconômico” e nas hipóteses neoclássicas, não é compatível com a teoria pós-keynesiana. Entretanto, alguns economistas pós-keynesianos (PK) defendem que o RMI pode ser compatível com a abordagem PK. Especificamente, estes últimos argumentam que o RMI pode ser compatível com o duplo mandato dos bancos centrais. Isso requer a discussão de qual arranjo institucional do RMI é mais apropriado para o cumprimento dos objetivos de máximo crescimento econômico e, ao mesmo tempo, obtenção de uma taxa de inflação baixa e estável. Adicionalmente, é importante avaliar se o RMI é suficiente para a operacionalização de uma política monetária que visa estabilizar a economia.

Neste artigo defendemos que um arranjo mais flexível do RMI pode ser adotado pelos países emergentes com histórico recente de alta inflação. Estas economias devem adotar um regime mais flexível que permita aos bancos centrais perseguir seu duplo mandato mediante a utilização de uma meta numérica de inflação mais elevada, núcleo da inflação, maior período de convergência, etc. Entretanto, isso pode não ser suficiente: ferramentas complementares de política econômica podem ser usadas. Por exemplo, face aos problemas relacionados ao excessivo afluxo de capitais sobre a taxa de câmbio, controles sobre a entrada de capitais podem ser adotados; adicionalmente, “controles prudenciais de crédito” podem ser usados para controlar a demanda agregada quando a economia estiver superaquecida visando evitar os nocivos efeitos do aumento da taxa de juros sobre as variáveis reais.

⁺ Os autores agradecem a Philip Arestis pelos pertinentes comentários sobre o artigo. Obviamente, as idéias desenvolvidas no artigo e os erros remanescentes são de responsabilidade dos autores.

Este artigo tem por objetivo: (i) discutir se o RMI é compatível com a abordagem PK e, especificamente, em que condições essa compatibilidade é possível; e, principalmente, (ii) definir um arranjo institucional do RMI mais apropriado para as economias emergentes com histórico recente de alta inflação. Neste sentido, procuramos demonstrar como o RMI pode ser compatível com a perspectiva PK por meio da adoção de um regime mais flexível; um arranjo mais flexível pode ser necessário para que os países emergentes conciliem os objetivos de estabilidade de preços e crescimento econômico sustentável. Reconhecemos, entretanto, que o RMI não emerge da teoria PK, ao contrário, advém do “novo consenso macroeconômico”. Mesmo assim entendemos que o RMI estruturado sob uma forma mais flexível pode ser compatível com os objetivos de uma política econômica keynesiana¹.

O artigo está organizado em seis seções incluindo a presente introdução. Na seção 2 analisamos a compatibilidade teórica entre o RMI e a abordagem PK. Na seção 3 discutimos os principais componentes do arranjo institucional do RMI. A seção 4 é dedicada a análise macroeconômica dos países emergentes que adotaram o RMI. Já na seção 5 apresentamos uma proposta PK de flexibilização do arranjo institucional do RMI para os países emergentes e a seção 6 conclui o artigo.

2. O regime de metas de inflação é compatível com a teoria pós-keynesiana?

O “novo consenso macroeconômico” estabelece que uma taxa de inflação baixa e estável é condição *sine qua non* para o crescimento de longo prazo (Arestis e Sawyer, 2006b, p.5) e que não há *trade-off* no longo prazo entre inflação e desemprego (Fontana e Palacio-Vera, 2007). Outra característica do novo consenso é que a discricionariedade na condução da política monetária deve ser limitada, de modo a assegurar uma baixa e estável taxa de inflação e minimizar a volatilidade do crescimento do produto. Apesar do fato de que a adoção de uma regra simples do tipo crescimento de “x-por cento” de um agregado monetário, como sugerida por Friedman (1968), pode ser uma política monetária não ótima em um ambiente de incerteza (cf Walsh, 2001, p.467-472), a literatura do *mainstream* argumenta que a discricionariedade dos bancos centrais deve ser institucionalmente restrita – por meio de um banco central independente – visando

¹ O significado de políticas keynesianas que será adotado neste artigo é de que “implicações de política surgem da percepção do papel da demanda agregada em estabelecer o nível da atividade econômica e [de que há] falta de forças automáticas que conduzem uma economia de mercado ao pleno emprego” (Arestis e Sawyer, 1998, p. 181).

reduzir o problema do *viés inflacionário* que advém quando a política monetária é conduzida dessa forma.

Transparência e disciplina na operação da política monetária requer a utilização de uma âncora nominal. Nos anos 1990, um elevado número de países adotou o Regime de Metas de Inflação (doravante RMI). O RMI é um modelo de política monetárias onde i) uma meta numérica de inflação, ou um intervalo em torno dessa meta, é definida como o mais importante ou o único objetivo da política monetária; ii) a meta de inflação deve ser alcançada por meio de variações na taxa de juros de curto prazo determinada pelo Banco Central (doravante BC); iii) a política monetária deve ser conduzida por um BC independente (Sawyer, 2006). A ampla adoção do RMI decorreu parcialmente do insucesso de outras estratégias de âncoras nominais visando o controle da taxa de inflação, tais como as metas de taxa de câmbio e metas monetárias. Esta última deixou de ser utilizada em função das evidências empíricas de que a relação existente entre a inflação e os agregados monetários ficou extremamente frágil nos anos 1970, provavelmente decorrente das inovações financeiras que ocorreram a partir de então, resultando numa instabilidade na velocidade de circulação da moeda. Já o arranjo de metas de taxa de câmbio (também conhecido como “âncora cambial”) foi, na maioria dos casos, abandonado nos anos 1990 após a ocorrência de um elevado número de crises cambiais que acometeram diversos países (Argentina, Brasil, Rússia e países do leste asiático), como resultado da combinação perversa entre regimes de taxa de câmbio fixas e liberalização da conta de capitais.

Assim, o “novo consenso macroeconômico” determina que o RMI é um bom arranjo institucional visando assegurar e manter baixas taxas de inflação e minimizar as flutuações do produto². A lógica por trás deste argumento é que o RMI teoricamente produz uma “discricionaridade restrita” que combina alguma flexibilidade com credibilidade de maneira ótima, permitindo o BC a reagir a recessões não previstas através de variações adequadas na taxa de juros de curto prazo de modo a minimizar as flutuações do produto em torno de sua tendência de longo prazo (Bernanke et al, 1999). Adicionalmente, o RMI reduz os graus de liberdade do BC para produzir surpresas inflacionárias que visem explorar o *trade-off* entre inflação e desemprego no curto prazo.

² Sobre esse consenso, ver, entre outros, Woodford (2003).

Este otimismo acerca das virtudes do RMI não é compartilhada por economistas pós-keynesianos e outros economistas heterodoxos. Para a maioria dos pesquisadores deste primeiro grupo, o RMI não pode ser considerado um modelo apropriado de política monetária, pois:

- i) Está baseado no axioma da neutralidade da moeda, na medida em que se assume a existência de uma taxa natural de desemprego, determinada pelo lado da oferta da economia e independentemente da política monetária (Arestis e Sawyer, 2005; Palley, 2006a);
- ii) Assume-se que a inflação é predominantemente decorrente do excesso de demanda agregada, ou seja, é fruto de uma situação na qual a demanda agregada é superior ao produto de equilíbrio determinado pelo lado da oferta da economia.

A teoria PK, por sua vez, defende que a moeda não é neutra no curto e no longo prazo, o que significa que não existe equilíbrio no longo prazo independente da política monetária (Carvalho, 1992, p. 38); adicionalmente, a economia não pode ser avaliada negligenciando-se o nível da demanda agregada – que é importante não somente a determinação do nível de atividade econômica, mas também por sua influência sobre a taxa de investimento (Arestis e Sawyer, 2005, p.966). Mais especificamente, a teoria PK considera que variáveis nominais afetam variáveis reais no longo prazo porque mudanças na taxa de juros nominal de curto prazo têm efeitos permanentes sobre as decisões de investimento (Arestis e Sawyer, 2006b, p.16). Mudanças no nível dos gastos com investimentos afetam não somente o nível de demanda agregada por meio do tradicional multiplicador de investimento keynesiano, e assim o nível corrente de desemprego, como também a taxa de desemprego de equilíbrio – ou seja, o nível de desemprego no qual a inflação é constante ao longo do tempo – devido aos seus efeitos sobre o nível de utilização da capacidade instalada e, por meio desta, o nível do salário real que as firmas estão dispostas a pagar aos seus trabalhadores.

Uma redução nos gastos com investimento, decorrente de uma política monetária restritiva, resultará no aumento do desemprego corrente e na elevação do nível de desemprego no qual a inflação é constante ao longo do tempo³. Assim, a taxa

³ Rowthorn (1999) desenvolveu um modelo onde a meta de salários reais desejados pelos sindicatos e a meta de margem de lucro por parte das empresas depende da relação entre capital e trabalho efetivo. Isto significa que uma redução na taxa de acumulação de capital em relação à taxa natural de crescimento irá produzir uma diminuição dessa proporção e uma mudança na taxa de desemprego na qual as metas de

de desemprego de equilíbrio depende do comportamento do desemprego corrente, tornando-se, assim, um equilíbrio *path-dependent*. Este comportamento, por outro lado, é determinado pela dinâmica da demanda agregada que é amplamente influenciada pela operacionalização da política monetária (Arestis e Sawyer, 2005, p.967). Portanto, a moeda é não-neutra no equilíbrio de longo prazo do sistema.

Outro ponto de divergência dos economistas PK com relação ao RMI está relacionado à natureza do processo inflacionário. Para os pós-keynesianos, uma situação de excesso de demanda agregada só pode produzir uma pressão altista nos índices de preços no mercado à vista (*spot*) (Davidson, 2006, pp. 693-694). Se os preços do mercado à vista são mais elevados do que os preços no mercado futuro (*forward*), um ajuste de quantidade irá ocorrer, de modo a garantir a eliminação da inflação produzida pelo excesso de demanda (Ibid, p. 697). Preços no mercado futuro, no entanto, não são influenciados pelas condições de demanda, mas determinado pelo fluxo de oferta dos bens e serviços, que dependem das margens de lucro desejadas pelos empresários e de salário real desejadas pelos sindicatos. Isto significa que um persistente aumento do nível de preços só pode ocorrer como resultado de um conflito distributivo entre salários e lucros (Ibid, p.699).

Estas são as bases da chamada *visão estruturalista da inflação*⁴, a qual determina que a taxa de inflação resulta de um conflito entre os trabalhadores e capitalistas acerca da distribuição da renda e dos custos de fatores como o preço de matérias-primas e petróleo (Arestis e Sawyer, 2005). Nesta abordagem, se a meta de salário dos trabalhadores e a meta de *mark-up* das firmas são exogenamente determinadas, a taxa de inflação é insensível à variações na taxa de juros de curto prazo determinados pelos BCs (Palley, 1996, p.182). De modo geral, entretanto, como a meta de salário e meta de margem de lucro são sensíveis à variações na taxa de desemprego, uma política

salários reais e margem de lucro desejadas são compatíveis uma com a outra. Em termos dos parâmetros do modelo, mais especificamente, para uma elasticidade de substituição entre capital e trabalho inferior a um, uma redução na taxa de acumulação de capital será seguida por um aumento da taxa de equilíbrio de desemprego.

⁴ De acordo com Rowthorn (1999, p.3), um dos fundadores da visão estruturalista da inflação, essa teoria pode ser resumida da seguinte forma: “i) a inflação não antecipada é o resultado de demandas inconsistentes sobre a renda total da economia; ii) a inflação não antecipada não pode ser sustentada de forma permanente porque, se isso ocorrer, haverá uma aceleração explosiva da taxa de inflação; iii) para prevenir variações não antecipadas da taxa de inflação é necessário que as demandas ex-ante pela renda total da economia sejam mutuamente consistentes e, ao serem adicionadas, sejam equivalentes a renda total. Essa consistência é obtida por intermédio de variações no nível de atividade econômica, particularmente por variações da taxa de desemprego e de sua influência sobre a determinação dos salários (e do preços); iv) A taxa de desemprego para a qual a inflação permanece constante ao longo do tempo (a NAIRU) é a taxa de desemprego que elimina a inflação não antecipada”.

monetária restritiva pode induzir os sindicatos a aceitarem metas de salário mais baixas para os salários reais e/ou induzir os empresários a aceitarem uma margem de lucro menor, reestabelecendo o equilíbrio da distribuição da renda e interrompendo o processo de aceleração da inflação. Os custos dessa política, todavia, são elevados:

“(…) a política monetária do banco central está implicitamente praticando uma política de renda baseada no ‘medo’ de perda de postos de trabalho e receitas de vendas das firmas que produzem bens e serviços domésticos” (Davidson, 2006, p.701).

Para os economistas PK uma política mais adequada de controle de inflação decorrente do conflito distributivo entre salários e lucros deve ser a adoção de algum tipo de política de rendas que propiciem a conciliação entre as demandas dos capitalistas e dos trabalhadores por outros meios que não resulte em um aumento na taxa de desemprego (*Ibid*, p.700)⁵. Embora uma política monetária restritiva possa ser usada para reduzir a taxa de inflação numa situação onde as metas de salários reais e de *mark-up* são sensíveis às mudanças na taxa de desemprego, a redução da taxa de inflação deverá ser acompanhada por uma política de renda que equalize ambos os objetivos a um baixo nível de desemprego.

Mais recentemente, alguns economistas PK começaram a reconsiderar a compatibilidade teórica entre o RMI e a abordagem pós-keynesiana. Um exemplo é Palley (2006a, 2006b). Segundo ele, o RMI pode fazer sentido para a teoria PK se admitirmos a existência de uma curva de Phillips no longo prazo do tipo *backward bending*. A lógica por trás dessa argumentação se baseia na idéia de que para níveis muito baixos de inflação, os trabalhadores têm alguma espécie de “ilusão monetária”, na medida em que a inflação pode ajudar a lubrificar as “engrenagens” do mercado de trabalho, facilitando o ajuste entre salários relativos e preços no setor com desemprego. Isso gera uma relação negativa entre inflação e desemprego ao longo de um intervalo restrito da curva de Phillips de longo prazo. Neste intervalo, a política monetária deve ser conduzida de forma a atingir a taxa de inflação que minimiza a taxa de desemprego. Em outras palavras, a política monetária deve ser guiada pela MURI (em inglês “*minimum unemployment rate of inflation*” ou, seja, a taxa de inflação para a qual o

⁵ Um exemplo de política de renda são os “impostos baseados na política de rendas” (“*Taxes Based Income Policy*” - TIP), sugerida por Weintraub (1958). A TIP determina a adoção de uma estrutura tributária sobre a renda que penalize as maiores empresas domésticas de um país se elas concordarem em aumentar a taxa de crescimento dos salários em excesso em relação a algum índice nacional de aumento da produtividade (Davidson, 2006, p. 702).

desemprego é mínimo), que representa o ponto em que o mercado de trabalho como um todo está lubrificado pela taxa de inflação ideal. Uma vez que a inflação suba acima do limite estabelecido neste intervalo, os trabalhadores resistirão à uma redução nos salários reais, de modo que a inflação perde o seu efeito lubrificante no mercado de trabalho. Nesta abordagem, o regime de metas de inflação é um modelo de política monetária desejável para alcançar o nível mais baixo de desemprego compatível com uma taxa de inflação estável (Palley, 2006a, p.248-249).

Outro exemplo dessa compatibilidade teórica se encontra em Setterfield (2005). Este autor elaborou um modelo macroeconômico com características tipicamente PK, em que o produto é determinado pela demanda, a inflação resulta do conflito distributivo entre trabalhadores e empresários e o BC tem uma meta explícita para a taxa de inflação, bem como uma meta para o produto real. Em outras palavras, seu modelo envolve as decisões políticas em que se “(...) explicitamente reconhece a importância das condições de demanda agregada para a atividade econômica real e as reivindicações distributivas como base do processo inflacionário” (Setterfield, 2005, p.15).

Neste quadro, o autor mostra em seu modelo que o equilíbrio de longo prazo do sistema é estável, o que demonstra uma possível adequação do RMI em uma economia com características PK. Essa abordagem implica que (i) a política monetária deve estar voltada para taxas de inflação relativamente elevadas (superior a 10% ou mais); (ii) o crescimento econômico deve ser tratado como prioridade pelas autoridades monetárias.

Em uma recente revisão da literatura empírica sobre a relação entre taxa de juros e inflação, Arestis e Sawyer (2006b) constataram que os modelos macroeconômicos para a zona do Euro demonstram um pequeno efeito das variações das taxas de juro sobre a taxa de inflação. Mais precisamente, eles encontraram que um aumento de um por cento nas taxas de juro de curto prazo na zona do Euro durante dois anos produzem uma redução máxima de 0,16 ponto percentual na taxa de inflação no segundo ano, de apenas 0,08 no quarto ano e que retorna ao nível de *benchmark* no quinto ano. No entanto, o impacto das variações das taxas de juro sobre os gastos com investimento é muito grande. Eles relatam que um aumento de um por cento as taxas de juro de curto prazo por dois anos reduzem os gastos em investimento 0,39 pontos percentuais depois de cinco anos.

Essas evidências sugerem que variações nas taxas de juros podem ter efeitos duradouros sobre o investimento e o estoque de capital, o que demonstra a não-

neutralidade da política monetária no longo prazo (Arestis e Sawyer, 2006b, p.16). Esses resultados mostram que a política monetária deve ser conduzida por meio de variações moderadas nas taxas de juros evitando, assim, seus efeitos (negativos) sobre a acumulação de capital e sobre a taxa de desemprego de equilíbrio⁶. A baixa elasticidade da inflação às taxas de juros também colocam a questão da possibilidade de controlar a taxa de inflação por outros meios além da política de juros. Face a essas evidências empíricas, Arestis e Sawyer (2006a) sugerem que algum tipo de controles prudenciais de crédito pode ser adotado em casos em que seja necessário limitar a taxa de expansão da demanda agregada.

Dada a magnitude dos efeitos das variações das taxas de juros sobre o produto e o investimento, um importante aspecto acerca da compatibilidade entre o RMI e a teoria PK é o desenho institucional do regime. Deste modo, existe um arranjo para o RMI que permita reduzir os custos associados às variações da taxa de juros e/ou minimizar a sua magnitude visando o cumprimento da meta de inflação? Mais especificamente, podemos definir diferentes graus de flexibilidade institucional do RMI, de tal sorte que um RMI mais flexível possa, em princípio, ser compatível com um melhor desempenho econômico do que um RMI menos flexível? Uma resposta positiva para esses questionamentos pode estabelecer, em princípio, alguma compatibilidade entre o RMI e a teoria PK.

3. Arranjo institucional do regime de metas de inflação

Existe uma grande variedade de aspectos institucionais que caracterizam o RMI. Esses aspectos quando tratados como um todo são denominados de *arranjo institucional* do RMI, uma grande variedade de características que engloba desde a definição numérica da meta até os princípios de prestação de contas (*accountability*) e transparência inerentes a este regime de política monetária. No momento em que o RMI é adotado, os *policy-makers* possuem uma ampla gama de aspectos operacionais para determinar: a utilização do índice cheio ou núcleo da inflação (*core inflation*) para definição das metas; a determinação de uma meta pontual ou de intervalos de tolerância; o estabelecimento do período de convergência da inflação à meta, etc.

⁶ Devido aos efeitos de longo prazo da acumulação de capital sobre a taxa de desemprego, mudanças moderada nas taxas de juro curto prazo são necessárias para o BC cumprir seu duplo mandato: manter a inflação baixa e estável e maximizar a taxa de crescimento econômico.

A escolha de cada uma dessas opções pode dar aos BCs uma roupagem específica. Por exemplo, elas podem ser restritivas, na medida em que o RMI é estabelecido com forte ênfase no cumprimento da meta, a despeito dos custos de convergência. Por outro lado, um RMI mais flexível está associado a um regime que leva em consideração os custos e o horizonte temporal necessários para atingir a meta. Isso significa que podemos definir um intervalo de flexibilidade institucional para o RMI, no qual um alto grau de flexibilidade é associado com uma política monetária mais expansionista, onde os aumentos das taxas de juros são menores e menos frequentes. Este comportamento das taxas de juros pode produzir uma trajetória menos volátil do crescimento do produto e dos gastos com investimento.

De maneira geral, a literatura avalia o sucesso do RMI negligenciando o papel desenvolvido pelo arranjo institucional na obtenção de resultados satisfatórios sobre variáveis macroeconômicas como a inflação, produto e emprego, focando majoritariamente em aspectos técnicos relacionados à implementação da política monetária sob um ponto de vista empírico (Heenan et al 2006, p.3). Neste sentido, é necessário avaliar os impactos do arranjo institucional sobre outras variáveis, tais como emprego e crescimento, o que permite estimar *se* e *como* a adoção do RMI contribui (ou não) para a criação de um ambiente favorável ao crescimento econômico.

Os principais aspectos do arranjo institucional do RMI consistem na definição: (i) do objetivo do banco central; (ii) do valor numérico da meta de inflação; (iii) do índice de preços que será usado, incluindo as cláusulas de escape; (iv) do período de convergência da inflação corrente à meta; (v) do *modus operandi* de determinação da taxa de juros – regras versus discricionariedade; (vi) do grau de independência do banco central; (vii) dos procedimentos de prestação de contas e de transparência adotados pela autoridade monetária; e (viii) da necessidade de se adotar instrumentos complementares à política monetária visando controlar a inflação (Taludhar, 2005; Palley, 2006).

Entretanto, alguns aspectos são práticas comuns, disseminadas entre os países que adotaram o RMI: a maioria dos BCs tem, pelo menos, uma independência parcial, isto é, gozam de autonomia operacional para cumprir a meta previamente definida (vi); todos os BCs adotam procedimentos de transparência tais como relatórios sobre a evolução dos índices de preços no passado e no futuro, sobre os instrumentos de política monetária, entre outros (viii). Adicionalmente, o fato de que o BC ter a estabilidade de preços como seu maior objetivo de maneira explícita (item i) não representa um maior comprometimento deste vis-à-vis outros BCs que têm como objetivo declarado, por

exemplo, o controle inflacionário e a estabilidade financeira; na realidade, existem diversos BCs fortemente comprometidos com o cumprimento da meta que não possuem este objetivo de forma explícita.

Deste modo, os itens (ii), (iii), (iv), (v) e (viii) são o núcleo do arranjo institucional do RMI, cujas características impactam diretamente o desempenho macroeconômico e a taxa de inflação. Assim, por meio da definição destes aspectos institucionais dentre todas as possíveis escolhas é possível determinar o grau de flexibilidade do arranjo escolhido, o que possibilita fazer inferências acerca do arcabouço institucional sobre outras variáveis além da inflação.

Com relação à definição da meta numérica da inflação (item ii) os BCs podem fixar uma meta pontual (ver, por exemplo, o caso da Turquia na Tabela 1), fixar um intervalo de tolerância ao redor de um ponto central (casos do Brasil e do Chile, entre outros) ou fixar somente um intervalo de tolerância, sem uma meta central (Tailândia). Neste caso, uma meta pontual é menos flexível do que um intervalo com uma meta central e a utilização de um intervalo para a meta de inflação é a escolha mais flexível dentre as possíveis escolhas no item ii.

Os índices de preços ao consumidor (IPC) são os índices mais usados entre os BCs. Entretanto, a escolha da medida deste índice é um ponto de divergência entre os países que adotaram o regime de metas de inflação. O histórico recente de alta inflação das economias em desenvolvimento fez com que muitos BCs adotassem o índice de preços ao consumidor “cheio”. Entretanto, alguns países excluem do índice cheio alguns itens considerados extremamente sensíveis a choques de oferta ou cujo comportamento está fora da alçada da política monetária, configurando o denominado núcleo de inflação⁷. Assim, analisando a Tabela 1, podemos ver que no grupo menos flexível (índice cheio) estão Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru, Polônia, Coréia do Sul e Turquia; no grupo mais flexível (núcleo de inflação) temos a África do Sul e a Tailândia.

⁷ Núcleo de inflação (*core inflation*) pode ser definido como uma medida da taxa de inflação que exclui alguns itens que apresentam elevada volatilidade de preços. Assim, eliminam-se os produtos suscetíveis a choques temporários de preços na medida em que estes choques divergem grandemente da tendência geral da inflação, dando uma falsa medida da inflação. Núcleo de inflação pode ser entendido como uma medida da inflação de longo prazo e geralmente é considerado um indicador mais preciso das variações do índice de preços ao consumidor da economia como um todo.

Tabela 1. Arranjo Institucional do Regime de Metas de Inflação
Países selecionados, 2008

País	Meta	Medida da inflação	Horizonte temporal
Brasil	4,5% +/-2%	IPC	Ano calendário
Chile	3% +/-1%	IPC	Ano calendário
Colômbia	3,5% - 4,5%	IPC	Ano calendário
México	3% +/-1%	IPC	Ano calendário
Peru	2% +/-1%	IPC	Inflação acumulada em 12 meses
Polônia	2,5% +/-1%	IPC	Inflação acumulada em 12 meses
África do Sul	3 a 6%	IPC (exceto despesas com hipoteca)	Inflação acumulada em 12 meses
Coréia do Sul	3% +/-0,5%	IPC	Média dos últimos 3 anos
Tailândia	0-3.5%	Núcleo do IPC (exceto alimentos e energia)	Média trimestral
Turquia	4,0%	IPC	Ano calendário

Fonte: Elaboração dos autores com base em informação dos bancos centrais dos países.

A fixação do período de um ano para a convergência de inflação corrente à meta é visto como o caso menos flexível e, em contrapartida, a convergência a médio e longo prazo é vista como um processo mais flexível. A idéia por trás desta análise é o fato de que choques não previsíveis tem efeitos defasados na economia, de modo que o cumprimento da meta em apenas um ano – se possível – será mais custosa em termos de crescimento do produto e emprego. Para períodos mais longos, é possível atenuar esses efeitos, sem a necessidade de resposta mais abrupta na taxa de juros.

Com relação a este aspecto, na direção do arranjo menos flexível para o mais flexível, é possível dividir os países da Tabela 1 em quatro grupos: Peru, Polônia e África do Sul (inflação acumulada em 12 meses), Tailândia (média trimestral), Brasil, Chile, Colômbia, México e Turquia (ano calendário), e com período de convergência maior, Coréia do Sul (média dos últimos 3 anos). A *rationale* desta classificação é a frequência na qual um banco central é avaliado quanto ao cumprimento da meta. No primeiro caso (Peru, Polônia e África do Sul), os BCs são avaliados nesse quesito todos os meses, o que implica numa avaliação contínua da autoridade monetária vis-à-vis o último grupo, no qual o BC é avaliado pela inflação média dos últimos 36 meses (um arranjo mais flexível).

Vale a pena salientar que quase todos os países considerados utilizam um intervalo de tolerância para a meta inflação (Brasil, Chile, México, Peru, Polônia e Coréia do Sul) ou simplesmente uma meta de inflação sem ponto central (Colômbia, África do Sul e Tailândia). Brasil, Colômbia, África do Sul e a Turquia têm uma meta de inflação mais elevada do que os outros países. Evidentemente, em termos de definição da meta de inflação, deve-se levar em conta a tendência da taxa de inflação dos últimos anos.

De maneira geral, ao avaliar todas essas características, parece sobressair um padrão a partir da Tabela 1: países com história recente de inflação elevada (Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru, Polônia e Turquia) fazem uso de um RMI mais rígido, enquanto outros países (Coreia do Sul, África do Sul e Tailândia) adotam um regime mais flexível. A discussão a respeito da adoção de regras na condução da política monetária (item v) remonta ao artigo de Taylor (1993). Nele o autor determina que a taxa de juros deve reagir às variações no nível de preços e de renda de acordo com uma regra ótima de política monetária visando o controle da inflação, no que ficou conhecido como Regra de Taylor. A discricionariedade, em oposição, comprometeria o controle da inflação na medida em que um Banco Central que opere com “liberdade” para determinar a taxa de juros poderia incorrer no chamado *viés inflacionário*. Deste modo, se o BC conduzir a política monetária reagindo de modo próximo e automático ao que preconiza a Regra de Taylor temos um arranjo mais rígido; em contraste, caso a autoridade monetária determine a taxa de juros com discricionariedade o RMI é, *ceteris paribus*, mais flexível.

Finalmente, há o debate sobre a necessidade de implementar outras políticas econômicas além dos instrumentos comumente associados ao RMI. Políticas adicionais podem ser adotadas visando alcançar melhores resultados sobre as taxas de crescimento do produto e emprego, sem desconsiderar a inflação. Neste sentido, a elevada volatilidade cambial dos países em desenvolvimento associados à elevada mobilidade dos fluxos de capitais têm severos impactos sobre a taxa de inflação e sobre o produto e emprego⁸; isso pode requerer a adoção de outros instrumentos pelas autoridades econômicas.

O desenho institucional do RMI exige também a definição dos instrumentos que o BC que tem ao seu dispor para controlar a taxa de inflação. Na modelagem do “novo

⁸ Na seção 4 é feita uma análise mais ampla acerca do desempenho econômico dos países emergentes que adotaram o RMI.

consenso macroeconômico”, a taxa de juros nominal de curto prazo é o único instrumento de política monetária utilizado pelo BC. Sob uma perspectiva mais "flexível", no entanto, o BC também pode usar algum tipo de “controle prudencial de crédito”, a fim de limitar a taxa de expansão de crédito pelo sistema bancário. Isso contribui para reduzir a taxa de crescimento da demanda agregada, sem recorrer aos freqüentes e/ou elevados aumentos nominais da taxa de juros de curto prazo, com efeitos negativos sobre a taxa de acumulação de capital.

Um desenho institucional do RMI flexível pode contemplar também a utilização de política de rendas como um instrumento complementar para o controle da inflação. As experiências com políticas de renda em países emergentes, como um instrumento de redução do nível de inflação, mostra apenas alguns poucos casos de sucesso, sendo Israel e México praticamente as únicas experiências bem sucedidas, por meio da combinação deste instrumento com âncora cambial.

A explicação teórica para o fracasso das políticas de renda reside no fato de que o sucesso de tais políticas requer acordos acerca da determinação de preços e salários entre um grande número de agentes, sindicatos e empresas, em escala nacional. A implementação de tais acordos poderia ser uma tarefa viável em economias com um elevado nível de centralização de negociação salarial como, por exemplo, na Suécia e na Noruega (Carlin e Soskice, 2006, cap.4). Mas, em economias com médio ou baixo nível de centralização da negociação salarial como na Alemanha e França, e em quase todas as nações em desenvolvimento, a efetiva adoção de políticas de renda parece ser quase impossível. Isto significa que, para esses países, essas políticas só poderiam ter um papel complementar no que diz respeito às políticas de demanda agregada e com relação aos demais dispositivos para controlar a inflação.

Assim, instrumentos adicionais como controles de capitais, controle de crédito⁹ e/ou políticas de renda podem ser adotadas de modo a otimizar a utilização dos instrumentos de política econômica, minimizando os efeitos negativos sobre a taxa de crescimento do produto. De acordo com classificação desenvolvida, uma situação na qual o RMI é "suficiente" é considerada menos flexível, enquanto um regime mais flexível ocorre quando RMI é "não suficiente", o que requer a utilização de algumas das proposições feitas acima.

⁹ Discutiremos estes instrumentos na seção 5.

Em resumo, é possível determinar uma vasta gama de opções que caracteriza os principais arranjos institucionais do ITR. Por meio da sequência (ii), (iii), (iv), (v) e (viii), no lado menos flexível temos: meta pontual / índice de preços ao consumidor cheio / um ano de convergência / regras / ITR é suficiente. No lado oposto, o arranjo mais flexível é caracterizado por: intervalo mais amplo / núcleo de inflação / período de convergência de longo prazo / discricionariedade / ITR não é suficiente. Obviamente, a maior parte dos países em desenvolvimento se encontra numa situação intermediária, combinando instrumentos rígidos e flexíveis. A Figura 1 ilustra esta classificação.

Figura 1. Intervalo de Flexibilidade do Arranjo Institucional do RMI

(ii) Meta	Meta pontual	.....	Amplo intervalo
(iii) Índice de preços	Cheio	.....	Núcleo
(iv) Período de convergência	1 ano	.....	Longo prazo
(v) Determinação da taxa de juros	Regras	.....	Discricionariedade
(viii) RMI é suficiente?	Sim	.....	Não
	Arranjos menos flexíveis	Arranjos intermediários	Arranjos mais flexíveis

Assim, baseado nesta taxonomia, é possível perguntar qual o melhor arranjo institucional do RMI para os países emergentes. O arranjo mais flexível é melhor do que o menos flexível? Há alguma relação entre flexibilidade do RMI e o desempenho macroeconômico? Discutiremos estas questões na seção 5. Entretanto, primeiramente analisaremos algumas características macroeconômicas dos países emergentes que adotaram no RMI.

4. Contexto macro-institucional de RMI para países emergentes

Nos mercados financeiros globais, os preços determinados nos mercados financeiros – incluindo a taxa de câmbio – têm sido excessivamente voláteis. Os mercados de capitais nos países emergentes são de menor tamanho e segmentação do que nos países desenvolvidos, sujeitos a choques que não guardam necessariamente conexão com as variáveis macroeconômicas. Economias emergentes tendem a ser relativamente mais vulneráveis aos efeitos das flutuações das taxas de câmbio do que as

economias desenvolvidas. A volatilidade da taxa de câmbio é mais elevada nos países emergentes do que nos desenvolvidos e os primeiros possuem mercados cambiais menores e menos líquidos, o que torna essas economias mais vulneráveis às expectativas unidirecionais dos investidores externos e ao “comportamento de manada”. De fato, essas economias estão submetidas a problemas relacionados com a “integração financeira assimétrica”, na medida em que as economias emergentes têm um fluxo de capitais muito maior e mais volátil que o tamanho de seu mercado financeiro (Greenville, 2000; Studart, 2002).

Em especial, as taxas de câmbio podem influenciar a inflação (repassé cambial) através dos preços dos bens finais comercializáveis e bens intermediários importados, e por meio de seu impacto nas expectativas de inflação dos agentes. Ho e McCauley (2003) mostram evidências de que: (i) a renda é negativa e significativamente correlacionada com a repasse cambial (*pass-through*) e as economias de baixa renda têm um maior parcela de mercadorias comercializáveis na cesta de consumo e (ii) “o repasse cambial tem sido maior na América Latina do que na Ásia, mesmo que os países latino-americanos não sejam necessariamente mais abertos do que os asiáticos” (p.6).

A explicação para essa diferença é que os países com histórico recente de inflação elevada – como é o caso de muitos países latino-americanos – são mais sensíveis às flutuações das taxas de câmbio, provavelmente devido à existência de uma memória inflacionária (Eichengreen, 2002)¹⁰. Uma grande parte das economias emergentes teve experiência de inflação elevada¹¹. Em geral, foram países afetados pela crise da dívida externa de 1980, como as economias latino-americanas (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru) ou que sofreram problemas relacionados com a transição para uma economia de mercado (Polônia e Rússia). Por outro lado, as economias emergentes da Ásia (Malásia, Coréia do Sul, Tailândia, etc.) não tiveram

¹⁰ Choudhri e Hakura (2001) fizeram um estudo empírico do repasse cambial em 71 países, entre 1979 e 2000, para testar a hipótese de que um ambiente de inflação baixa leva a um baixo *pass-through* para os preços domésticos. Eles encontraram fortes evidências acerca da existência de uma associação positiva e significativa entre o *pass-through* e a inflação média entre diferentes países e períodos. Além disso, o efeito esperado depende do histórico de inflação. Em um ambiente de inflação elevada, os efeitos dos choques monetários tendem a ser mais persistentes e suscetíveis a bruscas elevações na taxa de câmbio.

¹¹ De acordo com Carvalho (1992, p.193) regimes de inflação elevada decorrem de uma taxa elevada de inflação e “do contínuo desapontamento das expectativas que leva os agentes a questionarem as próprias regras do jogo”, e, conseqüentemente, novas regras contratuais (indexação contratual, por exemplo) são desenvolvidas.

histórico de elevada inflação. Na maioria dos casos de ambos os grupos, entretanto, o RMI foi adotado após crises cambiais.

As implicações destes resultados para os países emergentes que adotaram o RMI evidenciam de forma clara os riscos que a volatilidade cambial representa para a cumprimento das metas de inflação. De fato, Ho e McCauley (2003, p.22) relatam que dos 22 casos de descumprimento da meta de inflação dos países emergentes entre 1998-2002, 10 (45%) foram associados à variações de mais de 10% na taxa de câmbio, sendo seis casos de *overshooting* e quatro de *undershooting*. Alternativamente, os países desenvolvidos tiveram apenas dois casos de nove (22%) de descumprimento da meta de inflação associados à elevadas variações da taxa de câmbio.

Como já assinalado, em geral as economias que tiveram histórico recente de inflação elevada (Brasil, Chile, México e Turquia) fazem uso de índice de inflação cheio como referência para o RMI, enquanto as outras economias emergentes que não tiveram essa experiência fazem uso do núcleo da inflação (ver Tabela 1). A explicação está relacionada com a necessidade dos países que tiveram experiências recentes de inflação crônica de adotar um RMI com maior credibilidade, isto é, sob um arranjo institucional mais rígido, que inclui um índice da inflação cheio – um índice de mais fácil compreensão pela sociedade.

Uma tendência geral dos países emergentes que liberalizaram a conta de capital foi que a capacidade da política monetária de conduzir a taxa de juros de curto prazo para fins domésticos e de resistir à movimentos na taxa de câmbio se reduziu sensivelmente. Neste contexto, Tobin (1978) afirmou que o principal problema relacionado com a integração macroeconômico dos mercados financeiros não é a escolha adequada do regime cambial, mas a excessiva mobilidade dos capitais de curto prazo que reduzem a autonomia dos governos nacionais para perseguir objetivos domésticos como emprego, produção e inflação: “a mobilidade dos capitais financeiros limita a viabilidade de diferenças entre taxas de juros nacionais e então fortemente restringe a habilidade dos bancos centrais e governo de implementarem políticas monetária e fiscal apropriadas para suas economias internas” (p. 154).

Nestas condições, as autoridades têm de enfrentar alguns dilemas de política econômica. Um potencial dilema é que a evolução da inflação e da taxa de câmbio pode ser de tal ordem que seja necessária ação da política monetária – por exemplo, usar a política monetária para conter os movimentos adversos na taxa de câmbio pode comprometer a meta de inflação, embora muitas vezes a meta de inflação nos países

emergentes tenha respondido, na prática, com alguma flexibilidade face aos desafios colocados pelas flutuações das taxas de câmbio, por meio do uso não só da política monetária (Ho e McCauley, 2003). Mohanty e Scatigna (2005) relatam que alguns países emergentes usaram a taxa de juros para conter a volatilidade cambial. A solução de alguns destes dilemas da política econômica para as economias emergentes podem ser "resolvidos" através da utilização de instrumentos não-tradicionais de política econômica, tais como controles de crédito e controles de capitais, como veremos na próxima seção.

Em geral, política de taxas de juros quando utilizada para controlar a demanda agregada para fins de estabilização dos preços é menos eficaz em países emergentes do que nos países desenvolvidos. Existem duas razões para essa diferença. Em primeiro lugar, o mecanismo de transmissão da política monetária via crédito é menos eficaz em países emergentes do que nos desenvolvidos. A principal razão é o fato da relação crédito ao setor privado sobre o PIB é mais elevada nos países desenvolvidos, o que significa que a política monetária é mais eficaz para afetar a demanda agregada nestes países. De fato, essa razão durante os anos noventa foi, em média, de 84% nos países desenvolvidos, vis-à-vis apenas 28% na América Latina, 26% na Europa Oriental e Ásia Central, 12% e no Oriente Médio e Norte da África – os únicos países emergentes que apresentarem resultados próximos aos encontrados para os países desenvolvidos foram as economias da Ásia Oriental e Pacífico, 72% (IADB, 2005, p.5).

Em segundo lugar, devido ao baixo desenvolvimento do mercado de capitais na maior parte dos países emergentes, os gastos com consumo não são sensíveis ao efeito riqueza, como acontece nos Estados Unidos, de modo a que taxa de juros também tem baixo impacto sobre o consumo por meio deste canal¹². Consequentemente, a política monetária em alguns países emergentes tem que ser mais rígida (com taxa de juros mais elevada) do que nas economias desenvolvidas visando o controle da demanda agregada; como resultado, o taxa de sacrifício de uma política deflacionária é frequentemente maior nas economias emergentes do que nos países desenvolvidos.

Por último, é importante ressaltar que as economias emergentes em geral são mais vulneráveis a choques externos do que economias desenvolvidas. Os estudos

¹² Segundo o BID (2005, p.5), a razão entre o volume de crédito mais capitalização do mercado de capitais sobre o PIB durante os anos noventa foi 149% nos países desenvolvidos, 48% na América Latina, 38% na Europa Oriental e Ásia Central, 80% no Oriente Médio e Norte de África - mais uma vez a única exceção foi em países emergentes na Ásia Oriental e no Pacífico, 150%.

empíricos mostram que o impacto dos choques externos sobre a inflação doméstica é mais intenso nas economias emergentes do que nas nações desenvolvidas. Mohanty e Klau (2001), analisando a experiência de 14 países emergentes durante os anos 1980 e 1990, constataram que choques externos de oferta, em especial alimentos e os preços da energia, são importantes determinantes da inflação doméstica. Os produtos primários têm uma importante participação no consumo agregado nos países emergentes, devido aos padrões de consumo associados à baixa renda. Esses preços são ainda particularmente voláteis às condições climáticas e, eventualmente, a fatores geopolíticos.

Concluimos esta seção extraindo duas lições para a nossa discussão. A primeira está relacionada com o fato dos países emergentes serem, em geral, mais vulneráveis a choques externos do que os países desenvolvidos. Como resultado, essas economias são mais propensas a enfrentar questões relacionadas com pressões de custo sobre a inflação. A segunda lição é que a taxa de câmbio desempenha um papel proeminente nos países emergentes, haja vista a influência da taxa de câmbio sobre a inflação doméstica nesses países. Consequentemente, as oscilações das taxas de câmbio representam alguns desafios para as autoridades monetárias das economias emergentes. A este respeito, Goldstein (2002) sugere a adoção de uma mistura de políticas econômicas denominadas *managed floating plus*, em que a variação cambial deveria ser administrada de forma a ser compatível com as metas de inflação.

De acordo com Tobin (1972) quando há uma baixa rigidez nominal dos salários, a inflação pode ajudar a lubrificar as engrenagens do mercado de trabalho, facilitando o ajuste de preços relativos e salários em setores com o desemprego. A este respeito uma taxa positiva e baixa de inflação pode ajudar no crescimento econômico e reduzir o desemprego, uma vez que funciona como mecanismo de acomodação dos desequilíbrios na economia real, face a choques de oferta, negociação de contratos trabalhistas, etc. Apesar de reconhecermos que estes processos podem ser mais fáceis de serem feitos nos países emergentes, haja vista possuírem um mercado de trabalho mais flexível (e até mesmo um maior “exército de reserva de mão-de-obra”) do que nas economias desenvolvidas, uma vez que estas possuem sindicatos mais organizados, a maior vulnerabilidade a choques externos e as oscilações cambiais requerem uma maior flexibilidade RMI para as economias emergentes. O RMI não é o único modelo de política econômica para fins de estabilização de preços, tal como mostrado por algumas

economias emergentes (por exemplo, China e Índia¹³), mas é provavelmente um instrumento necessário para aquelas economias com histórico recente de alta inflação, a fim de demonstrar um claro empenho das autoridades econômicas com a estabilização dos preços. Qual deve ser o RMI mais adequado para as economias emergentes com histórico recente de alta inflação? As economias emergentes devem ter metas de inflação em níveis semelhantes à economias desenvolvidas ou devem ter metas de inflação maiores? Analisamos essas questões na próxima seção.

5. Proposta de flexibilização do arranjo institucional do RMI nos países emergentes

Como vimos nas seções anteriores, economistas pós-keynesianos defendem que a utilização da taxas de juros para controlar a inflação e demanda agregada têm efeitos nocivos sobre investimento e, conseqüentemente, sobre a taxa de crescimento da capacidade produtiva. Além disso, vimos que o uso de instrumentos alternativos como o controle da inflação via política de rendas podem não ser capazes de cumprir esta tarefa na maioria dos países, principalmente no caso dos países emergentes devido ao seu baixo nível de centralização da negociação salarial. Portanto, a conciliação entre a estabilidade de preços e crescimento econômico sustentável no longo prazo exige um uso moderado da política de taxas de juros para o controle da inflação. Adicionalmente, devido ao pequeno efeito das variações das taxas de juro sobre os gastos com consumo na maior parte dos países emergentes, pode ser necessária a utilização de instrumentos complementares para o controle da demanda, tais como controles de crédito. Por último, a fim de evitar os efeitos indesejáveis dos aflusos de capitais sobre a taxa de câmbio nominal e real, controles de capital podem ser necessários.

A utilização moderada da política de taxa de juros para controlar a inflação requer a distinção entre choques de oferta e de demanda e situações de excesso de demanda temporária e permanente, reduzir a volatilidade cambial, bem como reconhecer que os países emergentes, por razões estruturais, tem de operar com taxas de inflação maiores do que os países desenvolvidos.

A política de taxa de juros é um instrumento eficaz para controlar a inflação de demanda, mas não é adequada para controlar a inflação causada por choques de oferta. Por esta razão, o BC deve reagir por meio de variações da taxa de juros unicamente para

¹³ Para uma análise do desempenho econômico de China e Índia, veja Paula (2008).

pressões inflacionárias causada por situações de excesso de demanda. Este objetivo poderá ser alcançado com a utilização de índices de inflação que excluam os produtos mais sensíveis aos choques oferta, tais como alimentos e energia. Isto significa a adoção do núcleo de inflação ao invés do índice de inflação cheio como medida da meta de inflação.

Além disso, o BC só deve reagir a situações de excesso de demanda permanente. Um excesso de demanda temporário, devido a uma elevada taxa de crescimento da demanda efetiva que induzirá um aumento dos gastos com investimento, devem ser acomodados pelo BC por meio de uma política monetária passiva. Para que o BC possa viabilizar o crescimento econômico, aumentos da taxa de juros devem ocorrer apenas em situações de excesso de demanda que não estiverem associados ao aumento da taxa de acumulação de capital. Portanto, se os gastos com investimento estiverem crescendo a taxas mais elevadas do que a demanda agregada global, então, *coeteris paribus*, a capacidade de crescimento do produto será cada vez maior no médio prazo, configurando o caráter temporário de uma situação de excesso de demanda. Sob essas condições, um maior horizonte temporal de convergência (mais de um ano) para a meta de inflação é desejável a fim de atenuar os efeitos dos choques de demanda temporários sobre a taxa de inflação¹⁴.

Em algumas situações de excesso de demanda permanente a utilização de instrumentos além política de taxa de juros devem ser adotados. Como vimos anteriormente, o canal de transmissão da política monetária via crédito é menos eficaz em países emergentes do que nos desenvolvidos – a principal razão é a baixa razão do crédito ao setor privado sobre PIB nos países emergentes. Com relação a este ponto, Arestis e Sawyer (2006a, p. 858) sugerem que “apropriadas formas de controle de crédito podem ser focadas em setores onde uma ‘grande exuberância’ está desenvolvendo, ao invés do uso abrupto do instrumento de mudanças das taxas de juros que afetam todos os setores da economia”¹⁵.

¹⁴ Um mais amplo horizonte de convergência (maior do que um ano) para o cumprimento da meta de inflação significa que uma medida mais adequada da inflação é a média de pelo menos 18 ou 24 meses. Essa ampliação do período de convergência produz uma suavização da série da taxa de inflação do que aquela produzida por períodos mais curtos.

¹⁵ Exemplos de controles prudenciais de crédito podem ser encontrados no Reino Unido no período 1945-75: “intervenção através da persuasão moral sobre bancos para discriminação por tipo de tomador (constrangimento do lado da oferta); e através da especificação de períodos de depósitos mínimos e períodos de pagamento máximo para empréstimos ao consumidor (uma medida do lado da demanda) (Arestis e Sawyer, 2006a, p. 858). Controles de crédito podem ser adotados de variadas formas, como por meio da restrição de prazo de algumas operações de crédito (financiamento de automóveis, por exemplo).

Alguns estudos empíricos como, por exemplo, Sarel (1996), mostram a existência de uma taxa mínima de inflação abaixo da qual a taxa de crescimento do produto é reduzida. A razão para isto é a rigidez nominal dos salários que prevalece no mercado de trabalho. Como já salientado, de acordo com Tobin (1972), quando há uma baixa rigidez nominal dos salários, a inflação pode ajudar a “lubrificar as engrenagens no mercado de trabalho”, facilitando o ajuste de preços relativos e salários em setores com desemprego. Portanto, uma reduzida taxa de inflação é necessária para um crescimento econômico robusto. Padilha (2007), utilizando uma amostra de 55 países emergentes e desenvolvidos no período 1990-2004, reproduziu a metodologia utilizada por Sarel (1996) e demonstrou que para os países em desenvolvimento a taxa mínima de inflação é de 5,1 % ao ano e para os países desenvolvidos é de cerca de 2,1% ao ano. A diferença entre o nível mínimo de inflação nos países desenvolvidos e emergentes se deve ao fato de que a maior taxa de crescimento do produto nos primeiros gera um aumento da taxa de crescimento dos preços dos bens não-comercializáveis relativamente àquela observada nos países desenvolvidos.

Isto significa que para os países emergentes terem a mesma taxa de inflação dos países desenvolvidos, a taxa de crescimento dos preços dos bens comercializáveis tem de ser mais elevada neste último grupo de países. Isto requer uma taxa de câmbio nominal valorizada nos países emergentes, que pode ser obtida por meio de uma política monetária restritiva com efeitos deletérios sobre o investimento e crescimento. Com base neste raciocínio, podemos afirmar que a convergência dos países emergentes aos países desenvolvidos exige, entre outros fatores, diferentes níveis de metas inflação.

Como vimos na seção anterior, a desvalorização da taxa de câmbio é um dos principais canais de pressão de custo nos países emergentes. Trabalhos empíricos mostram que as taxas de juros têm sido um dos proeminentes instrumentos utilizados para lidar com as variações da taxa de câmbio, na medida em que afetam a conta de capital e, assim, afetam a taxa de câmbio real e nominal. Por este motivo, as autoridades econômicas deveriam se preocupar com o comportamento do taxa de câmbio, evitando sua volatilidade e procurando de algum modo afetar sua trajetória no longo prazo (por exemplo, evitando valorizações e desvalorizações excessivas).

Uma possibilidade é a utilização de intervenções oficiais no mercado cambial, que influenciam diretamente a taxa de câmbio nominal, já que altera a relação entre a oferta de moeda doméstica e a quantidade de moeda estrangeira. Por um lado, a capacidade dos países para resistir à depreciação da moeda é limitada pelo seu estoque

de reservas cambiais e de seu acesso às linhas potenciais de crédito. A acumulação de reservas pode ser vista tanto como um seguro contra choques negativos futuros, quanto com relação a ataques especulativos contra a moeda doméstica, vez que as economias emergentes têm um acesso limitado aos mercados de capitais internacionais. Por outro lado, a capacidade de evitar a apreciação da moeda pode exigir a utilização de intervenções esterilizadas. O aumento das reservas monetárias pode colocar pressão sobre a taxa de juros de curto prazo em caso de intervenções não esterilizadas, de modo a que o crédito bancário tenderia a se expandir, o que resultaria em pressões inflacionárias. No entanto, se os bancos centrais têm meta para a taxa de juros de curto prazo, eles podem tentar neutralizar o aumento das reservas bancárias vendendo ativos domésticos ou emitindo os seus próprios títulos de dívida, um procedimento conhecido como intervenção esterilizada (Mohanty e Turner, 2006).

Outra possibilidade para ajudar a gestão do regime cambial nos países emergentes (que não exclui a intervenção no mercado de câmbio) é a adoção de "técnicas de gerenciamento dos fluxos de capitais" que inclui controles de capitais, isto é, normas de administração do volume, composição, e/ou alocação dos fluxos internacionais de capitais privados. Adicionalmente podem ser adotadas "regulações prudenciais financeiras domésticas", que inclui políticas de adequação do capital, requerimentos compulsórios, ou ainda restrições sobre a capacidade e condições pelas quais as instituições financeiras nacionais podem conceder financiamento a determinados tipos de projetos (Epstein et al, 2003, p.6-7). Controles prudenciais ainda podem incluir: (i) limitação das oportunidades para os residentes de contrair empréstimos em moeda estrangeira e para controlá-los quando o fazem, e (ii) manutenção de fortes restrições à capacidade dos bancos de ficarem expostos direta e indiretamente à movimentos da taxa de câmbio na concessão de empréstimos.

Para as economias que praticam taxa de juros domésticas superiores às taxa de juro no mercado externo, controles sobre a entrada de capitais podem ser usados como instrumento complementar as políticas monetária e cambial¹⁶. Para os países em que

¹⁶ Controles de capitais podem ser utilizados para diferentes objetivos que, muitas vezes, podem estar relacionados, tais como (i) reduzir da vulnerabilidade de um país a crises financeiras, incluindo saídas bruscas de capital durante crises cambiais; (ii) permitir um diferencial de juros interno e externo a fim de proporcionar às autoridades monetárias alguma autonomia da política monetária, pelo menos no curto prazo; (iii) manter alguma estabilidade no curto prazo da taxa de câmbio nominal e reduzir as pressões sobre a taxa de câmbio provenientes do excessivo afluxo de capitais. Para tais fins controles de capitais podem ser usados para alterar a composição e maturidade dos fluxos e reforçar capacidade de intervenção das autoridades monetárias no mercado de câmbio. Apesar de muito controversa, algumas evidências acerca da eficácia dos controles de capital sugerem que os benefícios macroeconômicos das técnicas de

taxas de juros interna é inferior às taxas de juro externas, não há necessidade de se adotar controles sobre fluxos de capitais, na medida em que não existem ganhos de arbitragem possíveis, como tem sido o caso da China, Malásia e Coréia do Sul desde o final da década de 1990.

6. Conclusão

Este trabalho objetivou discutir se o RMI é compatível com a abordagem PK e, principalmente, definir um arranjo institucional mais adequado do RMI para as economias emergentes com histórico de inflação elevada no longo prazo. Nosso ponto de vista é que o RMI pode ser compatível com a abordagem PK sob certas condições. Especificamente, um arranjo institucional flexível do RMI é necessário para as economias emergentes conciliarem os objetivos de estabilização dos preços e de crescimento econômico sustentável, na medida em que essas economias têm algumas peculiaridades como os problemas relacionados à "integração financeira assimétrica".

Como vimos, os economistas PK sustentam que a utilização excessiva da taxa de juros como política de estabilização de preços pode afetar a taxa de desemprego de equilíbrio (NAIRU) devido ao seu efeito sobre acumulação de capital e sobre capacidade produtiva. Por esta razão, a política monetária não é neutra no longo prazo. Nossa proposta para a flexibilização do RMI em economias emergentes parte justamente deste ponto. A fim de que os bancos centrais possam cumprir seu duplo mandato (estabilidade dos preços e o crescimento econômico) variações na taxa de juros deve ser reduzida ao mínimo necessário. Do ponto de vista da operacionalidade do RMI o BC atua sobre um "fio da navalha": se adotar uma política monetária muito restritiva, corre o risco de induzir um aumento permanente da taxa de desemprego (devido ao efeito da taxa de juro sobre a acumulação de capital); no entanto, se não gerir a taxa de juros de modo a reduzir as pressões inflacionárias, o BC pode fazer com que a inflação fique "fora de controle" (uma preocupação característica dos países que tiveram histórico de inflação elevada). Isto significa que um RMI flexível será aquele no qual o BC não seguirá uma regra de mecânica, mas terá um considerável grau de

gerenciamento dos fluxos de capitais superam os custos microeconômicos. Veja, neste sentido, Magud e Reihart (2006).

discricionariedade sobre a determinação da taxa de juro de curto prazo, mais orientado pela "arte" do que pela "ciência" da política monetária.¹⁷

BIBLIOGRAFIA

- Arestis, P. e Sawyer, M. Keynesian economic policies for the new millennium. *The Economic Journal*, v. 108, 1998, pp. 181-195.
- Arestis, P. e Sawyer, M. "Aggregate demand, conflict and capacity in the inflationary process". *Cambridge Journal of Economics*, 2005, 29, 959-974.
- _____. "The nature and role of monetary policy when money is endogenous". *Cambridge Journal of Economics*, 2006a, 30, 847-860.
- _____. "Interest rates and the real economy". In: C. Gnos, e L.P. Rochon (eds.). *Post Keynesian Principles of Economic Policy*. Edward Elgar: Aldershot, 2006b, pp. 3-20.
- Bernanke, B.S., Laubach, T., Mishkin, F.S., e Posen, A S. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University Press, 1999.
- Carlin, W., e Soskice, D. *Macroeconomic: Imperfections, Institutions, and Policies*. Oxford Press, 2006.
- Carvalho, F.C. *Mr Keynes and the Post Keynesians*. Aldershot: Edward Elgar, 1992.
- Choudhri, E., e Hakura, D. "Exchange rate pass-through to domestic prices: does the inflationary environment matter?" *IMF Working Paper* n. 01/194. Washington: International Monetary Fund, 2001.
- Davidson, P. "Can, or should, a central bank inflation target?" *Journal of Post Keynesian Economics*, 2006, 28(4), 689-703.
- Einchengreen, B. "Can emerging markets float? Should they inflation target?". *Working Papers Series* n. 36. Brasília: Banco Central do Brasil, 2002.
- Epstein, G., Grabel, I., e Jomo, K. "Capital management techniques in developing countries". *Political Economy Research Institute Working Paper Series*, n. 56. Amherst, University of Massachusetts, 2003.
- Fontana, G. e Palacio-Vera, A. "Are long-run price stability and short-run output stabilization all that monetary policy can aim for?" *Metroeconomica*, 2005, 58(2), 269-298.
- Friedman, M. "The role of monetary policy". *American Economic Review*, 1968, 58, 1-17.
- Goldstein, M. "Managed floating plus". *Policy Analysis in International Economics* n. 66. Washington: Institute for International Economics, 2002.

¹⁷ Um RMI flexível desfrutará de diversas características comuns com a política monetária discricionária da era Greenspan no FED. Sobre a conveniência do poder discricionário na operação de política monetária, Greenspan afirma que: "Regras de política (...) antecipam que as conexões causais chaves observadas no passado irão manter-se fixas ao longo do tempo (...) Mas frequentemente [essas] regularidades históricas tem sido quebradas por mudanças não antecipadas (...) Padrões significam que o desempenho da economia sob qualquer regra, seja ela para ser rigorosamente seguida, iria desviar das expectativas (...) Em um mundo sempre cambiante, algum elemento de discricionariedade parece ser um aspecto inevitável do processo decisórios de políticas" (Greenspan, 1997, p.1).

- Greenspan, A. "Rules vs. discretion in monetary policy". *Speech at Stanford University*. Stanford: Center for Economic Policy Research, September 5, 1997.
- Grenville, S. "Exchange rate regime for emerging countries". *Reserve Bank of Australia Bulletin*. Sidney: Reserve Bank of Australia, November 2000.
- Heenan, G.; Marcel, P., e Roger, S. "Implementing inflation targeting: institutional arrangements, target design, and communications". *IMF Working Paper 06/278*. Washington: International Monetary Fund, 2006.
- Ho, C., e McCauley, R. "Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies". *BIS Working Paper* n. 130. Basle: Bank for International Settlements, 2003.
- IADB - Inter-American Development Bank *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending*. Washington: Inter-American Development Bank, 2005.
- Magud, N., e Reinhart, C.. "Capital controls: an evaluation". *NBER Working Paper* N.11973, January 2006.
- Mohanty, M., e Klau, M. "What determines inflation in emerging market economies?" *BIS Papers* n. 8. Basle: Bank for International Settlements, 2001.
- Mohanty, M., e Scatigna, M. "Has globalization reduced monetary policy independence?" *BIS Papers* n.23. Basle:Bank for International Settlements, 2005.
- Mohanty, M., e Turner, P. "Foreign exchange reserves in emerging countries". *BIS Quarterly Review*, 2006, 24, 39-42.
- Padilha, R. *Metas de inflação: experiência e questões para os países em desenvolvimento*. Dissertação de mestrado. Curitiba, UFPR, 2007.
- Palley, T. *Post Keynesian Economics: Debt, Distribution and the Macroeconomy*. Palgrave, New York, 1996.
- _____. "Monetary policy in an endogenous money economy". In: P. Arestis, e M. Sawyer (eds.). *A Handbook of Alternative Monetary Economies*. Edward Elgar, Aldershot, 2006a. pp.242-256.
- _____. "The economics of inflation targeting: negatively sloped, vertical, and backward-bending Philips curves", mimeo, 2006b.
- Paula, L.F. "Financial liberalization, exchange rate regime and economic performance in the BRICs countries". In P. Arestis, e Paula, L.F. (eds.). *Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries*. Basingstoke: Palgrave, 2008, pp. 52-94.
- Rowthorn, R. "Unemployment, capital-labor substitution and economic growth". *IMF Working Paper WP/99/43*. Washington: International Monetary Fund, 1999.
- Sarel, M. "Nonlinear effects of inflation on economic growth". *IMF Staff Papers* 43, 1996, 199-215.
- Sawyer, M. "Inflation targeting and the central bank independence: we are all Keynesians now! Or are we?" *Journal of Post Keynesian Economics*, 2006, 28(4), 639-652.
- Setterfield, M. "Is inflation targeting compatible with Post Keynesian economics?", mimeo, 2005.

- Studart, R. "Financial integration, instability and macroeconomic performance in the 1990s". In R. Fendt, e M.A.T. Lins (ed.). *Uneven Architecture*. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer Foundation, 2002, 121-147.
- Tobin, J. "Inflation and unemployment". *American Economic Review*, 1972, 62, 1-18.
- _____. "A proposal for international monetary reform". *Eastern Economic Journal*, 1978, 4, 153-9.
- Walsh, C. *Monetary Theory and Policy*. MIT Press: Cambridge, 1999.
- Weintraub, S. *An Approach to the Theory of Income Distribution*. Philadelphia: Clinton, 1958.
- Woodford, M. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press, 2003.