

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bibfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS
MESTRADO EM ECONOMIA DAS INSTITUIÇÕES E DO
DESENVOLVIMENTO**

**CONFIANÇA E POLÍTICA MONETÁRIA
UMA ABORDAGEM INSTITUCIONAL**

Gina Maria Baccelli

Orientador: Basília Maria Baptista Aguirre

**SÃO PAULO
2003**

**Reitor da Universidade de São Paulo
Prof. Dr. Adolpho Jose Melfi**

**Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Profa. Dra. Maria Teresa Leme Fleury**

**Chefe do Departamento de Economia
Profa. Dra. Elizabeth Maria Merlier Q. Farina**

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE INSTITUTO DE
PESQUISAS ECONÔMICAS
MESTRADO EM ECONOMIA DAS INSTITUIÇÕES E DO DESENVOLVIMENTO

DEDALUS - Acervo - FEA



20600025435

CONFIANÇA E POLÍTICA MONETÁRIA
UMA ABORDAGEM INSTITUCIONAL

Gina Maria Baccelli

Dissertação Apresentada à Faculdade
de Economia e Administração
e Contabilidade da Universidade de
São Paulo para obtenção

Orientador: Prof. Basília Aguirre

SÃO PAULO
2003

FICHA CATALOGRÁFICA

Baccelli, Gina Maria

Confiança e política monetária : uma abordagem institucional / Gina Maria Baccelli. -- São Paulo : FEA/USP, 2003.

145 p.

Dissertação - Mestrado

Bibliografia

1. Política monetária 2. Credibilidade I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP.

CDD - 332.46

T332.46 B1166

T85433



2000025435



Powered by RioProStar - www.togprocess.com.br

*Aos Meus Filhos,
Luiza e Felipe
Com Amor...*

Agradecimentos

À minha orientadora Profa. Basília Aguirre os meus sinceros agradecimentos pela ajuda valorosa, pela paciência com a minha falta de tempo e, especialmente, por ter contribuído para que eu escolhesse meu tema de tese com suas aulas estimulantes.

Aos meus pais por me fazerem forte para que conseguisse chegar até onde estou

Ao meu marido, Helcio, que me deu, sem cobranças, todo o tempo de que precisei para me dedicar a este trabalho. Neste tempo ele foi pai e mãe, suprimindo minha falta junto aos nossos filhos

Ao meu amigo Walter Brasil que, quando meu chefe, permitiu que eu me dedicasse aos estudos por entender a importância da Academia para a boa formação de um economista

Ao Prof. Sergio Abranches por inestimável ajuda em questões bibliográficas

Aos amigos que me apoiaram ao longo de todos esses anos

RESUMO

A dissertação discute questões relativas à confiança e credibilidade nas políticas macroeconômicas, com ênfase na política monetária. Partindo da percepção de que a relação de confiança é baseada, quase sempre, num cálculo racional, onde o agente que deposita a confiança tenta calcular a probabilidade de ser enganado, a dissertação discorre sobre os determinantes da confiança e suas implicações na vida econômica. No caso da política monetária, a questão da credibilidade é tratada sob o aspecto da inconsistência dinâmica, que pode estar presente quando o Banco Central pratica políticas discricionárias. São discutidas as soluções teóricas como a construção da reputação do Banco Central ou a adoção de uma política de regras ou arranjo institucional. A conclusão é que a adoção de um arranjo institucional é a solução mais adequada, porque efetivamente limita o raio de ação dos governos, aumentando o grau de credibilidade das políticas. Desse modo, quanto maior a restrição, ou quanto mais custoso for o abandono do compromisso, maior será a confiança dos agentes. Vários arranjos institucionais são discutidos e o modelo de metas de inflação parece ser aquele que contém maiores qualidades, como possuir flexibilidade e, ao mesmo tempo, ser uma política de compromisso.

ABSTRACT

The dissertation focused on questions related to trust and credibility and their influence on the effectiveness of macroeconomic policies. Knowing that trust relations are almost always based on rational decisions, the dissertation discusses what are the determinants of trust and what are their influence in the economic relations. It also analyses the case of monetary policy, where time consistency problems can impede Central Banks to implement credible policies. The solutions to the lack of credibility, which is to build a reputation or to establish an institutional commitment are also evaluated. The conclusion is that institutional arrangements are more effective in building credibility because they limit the action of policymakers and increase the cost to renege on established commitments. Some different types of commitments are analyzed and it is recognized that the inflation targeting model is more appropriated because it has the qualities of carrying some flexibility and, at the same time, imposing a target to be met by the central bank.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	3
1.CONFIANÇA – UM OVERVIEW DA LITERATURA.....	6
O Cálculo Racional	7
Tipos e Trade-offs	13
Sistemas de Confiança.....	16
A Questão Social	23
Conclusão	25
2. A POLÍTICA MONETÁRIA E A QUESTÃO DA CREDIBILIDADE.....	26
O Problema da Inconsistência Intertemporal	28
O Modelo.....	30
Conclusão	36
3. Soluções para o Problema da Credibilidade	
A construção da Reputação	38
Reputação e Informação Incompleta – O Modelo	40
Sinalização	49
A Questão do Ambiente	54
Crenças Auto-Alimentadas	58
Conclusão	60
4. Soluções para o Problema da Credibilidade	
A Existência e o Fortalecimento das Instituições	63
Instituições Importam	64
O Papel das Instituições na Vida Econômica	
Assimetria de Informações e Problema do Principal Agente	68
Custos de Transação	69
Ação Coletiva e Bens Públicos	71
Previsão e Credibilidade	73
Instituições e seus Efeitos sobre a Credibilidade das Políticas	74
Leis e Credibilidade	80
Mudanças Institucionais	83
Conclusão	91
5. INSTITUIÇÕES PARA A PRÁTICA DA POLÍTICA MONETÁRIA	95
Regimes Monetários – Perspectiva Histórica	95
Taxa de Câmbio Fixa	98
Meta Monetária	110
Banco Central Independente	117

Banco Central Independente de Rogoff	119
Contratos de Incentivo	127
Banco Central como um Comitê	130
Metas de Inflação	131
O Modelo	132
6. CONCLUSÃO	145
7. BIBLIOGRAFIA	166

1. INTRODUÇÃO

Durante o curso de Economia das Instituições me deparei com um assunto extremamente fascinante, especialmente para uma cidadã de um país em desenvolvimento: a confiança e seus efeitos nas relações econômicas.

Percebi, então, que a questão é muito abrangente e atual. Cada vez mais se discute, especialmente em países como o Brasil, o que o governo deve ou não fazer para angariar credibilidade às suas políticas. No ano passado vivemos uma crise de confiança com efeitos perversos sobre o crescimento econômico e a inflação, que reforçou ainda mais minha convicção na importância do tema.

Na teoria as palavras confiança e credibilidade, apesar de serem quase sinônimos (ver discussão no capítulo 2), são utilizadas de maneira diversa. Na literatura que trata de políticas macroeconômicas, o termo utilizado é sempre credibilidade (credibility). Já na literatura que trata de outros aspectos ligados ao tema, especialmente na área institucional, é comum o uso da palavra confiança (trust), assim como esta é a preferida na literatura de economia política. Neste trabalho, utilizarei os termos como sinônimos, já que acredito ser esta a forma mais correta de pensar.

Na teoria econômica, o assunto é largamente tratado sob o ponto de vista da inconsistência dinâmica das políticas. Como os agentes não acreditam que as políticas anunciadas serão mantidas ao longo do tempo, o governo possui uma

uma credibilidade imperfeita, o que aumenta o custo das políticas praticadas e piora o desempenho econômico. Trabalhos recentes do Banco Mundial¹ mostram também que as decisões de investimento do setor privado são afetadas pela previsibilidade e credibilidade das políticas governamentais.

Mas, antes de discutir os aspectos mais teóricos encontrados na literatura de credibilidade, decidi discorrer um pouco sobre questões relativas estritamente ao conceito de confiança. Percebi que a confiança, como outros tipos intangíveis de capital, é um requisito necessário ao desenvolvimento e, que, também como outros tipos de capital, parece ser escassa em países em desenvolvimento.

Escolhi tratar da credibilidade da política monetária devido à atualidade do tema e à minha experiência como economista em departamentos econômicos de instituições financeiras. No entanto, chamo a atenção do leitor para a existência de vasta bibliografia sobre a questão da credibilidade da política fiscal, um assunto também muito importante nos dias atuais.

Defenderei ao longo da tese que arranjos institucionais, como metas de inflação, ou sistemas de câmbio fixo, são tentativas de limitar o raio de ação dos governos para angariar confiança. Desse modo, quanto maior a restrição, ou ainda, quanto mais custoso o abandono do compromisso, maior será a confiança dos agentes, na medida em que esses arranjos reduzem a probabilidade de que as políticas anunciadas não sejam seguidas.

¹ Ver Brunetti et al. (1997) – World Bank Survey

Mostrarei também as dificuldades envolvidas na mudança institucional. Vários fatores, como o conflito de interesse entre grupos organizados e a organização política das sociedades, podem dificultar ou até inviabilizar a implementação de políticas de regras ou arranjos institucionais, impedindo um aumento na credibilidade das políticas.

No último capítulo, mostrarei os arranjos institucionais que foram criados ao longo dos anos para melhorar a credibilidade da política monetária. E sem dúvida, acredito que entre as opções de arranjos institucionais discutidas, o modelo de meta de inflação parece ter as melhores qualidades. Como mostra a experiência internacional, este é um modelo de compromisso, que carrega, no entanto, um grau de flexibilidade que dá algum espaço para acomodação de choques adversos.

Espero que as próximas páginas possam ajudar a esclarecer um pouco mais quais os desafios e trade-offs que os países terão de enfrentar ao decidirem melhorar a credibilidade de suas políticas monetárias.

1. CONFIANÇA – UM OVERVIEW DA LITERATURA

O que é confiança? Quando uma pessoa deve confiar? Porque alguém ou alguma instituição é confiável ou possui credibilidade? São perguntas que estão no nosso dia a dia e que sempre influenciam nossas decisões, por menores que sejam.

Embora um problema comum na vida moderna, a questão a confiança está longe de ser trivial. Os efeitos da perda de confiança nas relações podem ser devastadores. Nós aqui no Brasil sabemos disso, pois vivemos no ano passado os efeitos de uma chamada "crise de confiança" na economia.

Como funciona a confiança, como é determinada, como pode ser obtida e mantida são as questões tratadas neste capítulo. A idéia aqui foi fugir um pouco apenas da questão econômica e discutir outros aspectos da questão. O objetivo foi mostrar o quão abrangente é o conceito de confiança em suas diversas dimensões.

Exatamente por abranger várias dimensões, histórica, social, econômica e até pessoal, a confiança tem um caráter instável, que gera uma característica incomum: é difícil obter confiança, fácil perder e penoso reconquistar.

Keynes¹ ao discutir o estado da confiança na determinação dos investimentos, já nos lembrava da extrema precariedade da base de conhecimento sobre a qual temos de tomar nossas decisões. Para Keynes, o estado das expectativas de longo prazo que embasam nossas decisões não depende exclusivamente do prognóstico mais provável que podemos formular. Depende, também, da confiança com que fazemos tal prognóstico. Mas do que depende o que ele chamou de estado da confiança?

Dada a complexidade do assunto, as próximas seções não têm a pretensão de fornecer uma resposta completa, mas de oferecer alguns parâmetros que possam clarear o caminho.

Confiança - O Cálculo Racional

No geral, a teoria reconhece que a confiança é um elemento muito importante nas relações econômicas - "Sem confiança, nenhum mercado poderia funcionar" (Arrow, 1974) - e trata a questão dentro do parâmetro de racionalidade dos agentes e da maximização da utilidade. Em economia, um agente é confiável se os incentivos corretos o levarem a isso. Segundo Dasgupta (1988), "se os incentivos são corretos, mesmo a pessoa mais confiável pode não agir como seria esperado".

¹ Keynes, J. - A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda - capítulo 12

Deste ponto de vista, a confiança deve estar sempre relacionada com algum cálculo racional, ou como Williamson (1993) em sua definição de “Calculative Trust” ou James Coleman (1990) em seu livro *Foundations of Social Theory* colocam: em um cálculo que envolve perdas e ganhos.

Segundo Coleman (1990), situações envolvendo confiança são uma subclasse daquelas envolvendo risco. Ao confiar, um agente tem de correr o risco de depender do desempenho de outros, daqueles em quem esse agente depositou a confiança.

Neste caso, os elementos à disposição do potencial “*trustor*” (aquele que confia) na decisão de confiar são os mesmo que um agente racional usa na hora de decidir fazer ou não uma aposta: o tamanho da perda e do ganho e a chance de vitória.

Utilizando-se o cálculo de maximização de utilidade em situações de risco, temos que o potencial “*trustor*” deve decidir entre não confiar, o que significa que não haverá mudança na sua utilidade, ou confiar, o que significa que a sua utilidade esperada em relação à corrente será igual ao ganho potencial vezes a chance de ganho menos a chance de perda vezes a potencial perda. Ou, seja, se:

p = a probabilidade de que o trustee seja confiável (chance de ganho)

L = a perda potencial

G = o ganho potencial

Decisão de Confiar: **Sim** se $p/1-p > L/G$

Indiferente se $p/1-p = L/G$

Não se $p/1-p < L/G$

O agente racional irá aceitar confiar se a relação entre a chance de ganhar e a de perder for maior do que a relação entre a perda potencial e o ganho potencial.

Assim, a confiança pode ser vista como um ponto localizado numa distribuição de expectativas probabilísticas, que pode ter o valor zero igual à completa desconfiança ou 1 = completa confiança e que é centrada ao redor do ponto de incerteza 0,5.

Nesse modelo, a descrença ou a confiança cega/lealdade são comportamentos onde existe a predisposição de designar valores extremos à p , muitas vezes independentemente das evidências.

Na teoria econômica, a questão da confiança está relacionada à condição de ignorância ou incerteza sobre o comportamento de outros agentes. A necessidade de possuir um conhecimento que reduza essa incerteza, leva a procura de informações que possam auxiliar no cálculo de p . Como se formam as informações, onde são obtidas, como são entendidas, são aspectos fundamentais que influenciam a decisão de confiar

A probabilidade p pode ser calculada também por dedução, utilizando modelos teóricos, ou por indução, utilizando uma frequência observada de eventos. Nos dois modos, serão novamente as informações a respeito do "*trustee*" (aquele que recebe a confiança) que ajudarão a formar a melhor estimativa de p .

Como normalmente nosso conhecimento é incompleto, acabamos formando uma opinião com base em antecedentes, atos passados, em sinais que encontramos e que nos dão uma pista sobre as possíveis características do "*trustee*".

Aqui, se inserem os modelos de reputação e sinalização que serão discutidos no capítulo 2. A reputação nada mais é do que uma opinião formada publicamente sobre o comportamento de um determinado agente, que é baseada em ações e atos passados.

A questão da confiança também está relacionada com o fato de que outros agentes têm um grau de independência para não atender nossas expectativas. Para o ato de confiar tornar-se relevante é preciso haver uma probabilidade de “traição”, de não cumprimento do prometido, de não correspondência à nossa expectativa.

Uma forma possível para lidar com essa liberdade do “*trustee*” de não corresponder ao esperado, é o uso de formas de restrição às suas ações. Se as ações do “*trustee*” forem fortemente constrangidas ou controladas, a necessidade de confiança na relação fica consideravelmente menor. Quanto mais restrito o raio de ação, menor a necessidade de calcular *ex-ante* a probabilidade p de que o “*trustee*” seja confiável. Aqui se inserem os arranjos institucionais que serão discutidos no capítulo 4 e 5.

A restrição de ações pode não ser desejável apenas para o “*trustor*” na decisão de confiar, mas também para a figura do “*trustee*” que deseja angariar confiança. Nesse caso, o “*trustee*” procura assumir um compromisso ou fornecer um sinal que funciona como um arranjo que tem como finalidade reduzir a preocupação com a sua confiabilidade.

Existem, no entanto, graus de eficácia nessa estratégia. A melhor é construir compromissos que não podem ser rompidos de nenhuma maneira, reduzindo assim a necessidade da confiança.

O mais comum, no entanto, é que as restrições ocorram através de contratos e promessas, arranjos que não têm a capacidade de evitar totalmente a possibilidade de não cumprimento do acordado, tornando-o apenas mais custoso.

Nesse caso, pode haver um deslocamento da confiança para a eficácia das sanções, ou para a existência de uma terceira parte que tenha o poder de fazer cumprir o contratado. Este é um assunto que discutiremos bastante nos próximos capítulos

Como a menor confiança em contratos e compromissos sugere, a relevância da confiança na determinação das ações dos agentes está relacionada não apenas com o tamanho da restrição, com as sanções impostas ou com o custo do abandono do compromisso, mas também com a capacidade de antecipar qual será o incentivo que o "trustee" terá para desempenhar de acordo com o combinado.

Especialmente nas relações econômicas a necessidade de se avaliar os incentivos a que está exposto o "trustee" é imperiosa na decisão de confiar. Novamente temos as instituições como poderosos instrumentos para garantir que os incentivos sejam tais que não haja mudança de políticas ex-post.

Confiança – Tipos e Trade-Offs

A confiança também pode ser classificada em termos de inter-relações entre as pessoas e entre a origem das atitudes de confiar ou não confiar.

Na dimensão interpessoal podemos destacar três categorias de confiança:

- 1) *Confiança Generalizada*: Aqui o ato de confiar é parte de uma atitude geral não uma evolução de uma situação pessoal particular. Sua origem, no entanto, pode estar relacionada com experiências passadas de confiança unilateral.
- 2) *Confiança Unilateral*: A confiança do indivíduo A no indivíduo B depende de uma estimativa da confiabilidade de B. A confiabilidade de B, no entanto, é independente da confiabilidade de A. Mesmo assim, o comportamento de B pode ser influenciado por reações dos envolvidos no outro lado da transação ou por custos de monitoramento e controle.
- 3) *Confiança Recíproca*: Aqui o comportamento é influenciado pelo grau de confiança e confiabilidade mostrado pelos outros. Esses outros podem ser: aqueles que estão do outro lado da transação ou aqueles em situação similar, como firmas numa mesma indústria, por exemplo.

Uma segunda dimensão envolve o processo pelo qual a confiança é gerada: se através de interações repetidas ou através de atitudes morais ou

psicológicas. Neste caso podemos destacar cinco categorias, que, no entanto, não são mutuamente exclusivas, podendo coexistir sem problemas:

- 1) *Baseada no Conhecimento*: é a confiança em especialistas que fazem previsões ou fornecem serviços embasados na ciência ou na experiência profissional. Este é, na maioria das vezes, um tipo de confiança unilateral.
- 2) *Baseada em Regras*: neste caso uma organização ou instituição angaria confiança porque promete não desviar de procedimentos estabelecidos claramente. Este tipo de confiança é também unilateral.
- 3) *Baseada em Afeto*: é a relação encorajada pelo amor ou amizade. Pode ser uma relação unilateral ou bilateral, na medida em que a confiança depositada influencia o comportamento da outra parte.
- 4) *Baseada em Moral*: É a relação onde a confiabilidade é desenvolvida pela interação com agentes que têm compromissos morais de agir de maneira preestabelecida.
- 5) *Baseada em Interesses Encapsulados*: é aquela que se desenvolve ao longo do tempo como parte de um esforço individual ou institucional de desenvolver uma reputação. Como essa reputação tem um valor, existe um incentivo em construí-la e em agir de maneira a mantê-la para que sejam atingidas outras metas, que podem ser econômicas, políticas ou morais.

Utilizando estas tipologias, podemos isolar os conflitos, trade-offs e complementaridades entre os tipos de confiança.

A tensão mais óbvia ocorre entre a confiança recíproca e baseada em afeto ou moral e a confiança unilateral e a encapsulada. A confiança interpessoal, baseada na empatia e no senso de dever com amigos e com a família, pode conflitar com a imparcialidade e neutralidade que é esperada das pessoas e instituições que governam as sociedades modernas, cuja característica é a criação de organizações e sistemas que operem imparcialmente e sem favoritismo. Em países onde a confiança baseada no afeto e na moral prevalecem, o desenvolvimento de uma sociedade moderna e complexa pode ser seriamente dificultado.

Por outro lado, um ambiente de regras claras pode incentivar a confiança interpessoal. Uma vez que essas relações de confiança estejam estabelecidas, os participantes se tornam menos dependentes das regras. Mas sabe-se que essas relações de confiança teriam dificuldade de se estabelecer se as regras não existissem.

Claramente neste trabalho estamos interessados em explorar a confiança gerada pela adoção de regras e aquela relacionada com interesses encapsulados.

Sistemas de Confiança

James Coleman (1990) descreveu de uma outra maneira as relações de confiança. Através do que ele chamou de Sistemas de Confiança, mostrou tipos de relacionamento social onde os atores procuram a melhor forma de interagir de modo a maximizar perdas e ganhos. Assim, demonstrou como esses sistemas de confiança fazem parte das sociedades e podem influenciar nas decisões dos agentes.

Foram definidos três tipos de sistema de confiança: o sistema de confiança mútua, o sistema onde existem intermediários na confiança e o sistema onde a confiança é depositada numa terceira parte.

No sistema de confiança mútua, duas pessoas têm um relacionamento e confiam mutuamente. A racionalidade de manter ou não a confiança é dependente dos benefícios e perdas envolvidos. Nesse caso, os envolvidos são ao mesmo tempo "*trustees*" e "*trustors*". Esta é uma relação simétrica, diferente daquela onde a pessoa tem apenas um dos dois papéis. O quadro abaixo descreve a diferença:

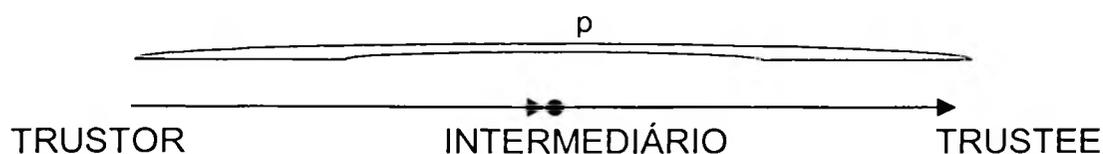
Incentivos para o trustee e o trustor em relações simétricas e assimétricas

ESCOLHA DE AÇÃO	INCENTIVOS EM RELAÇÕES ASSIMÉTRICAS	INCENTIVOS ADICIONAIS EM RELAÇÕES MÚTUAS
MANTER OU ROMPER A CONFIANÇA	PERDA DE BENEFÍCIOS PORQUE O OUTRO NÃO VAI CONFIAR NO FUTURO	O OUTRO COMO <i>TRUSTEE</i> IRÁ DEIXAR DE CONFIAR SE EU ROMPER A CONFIANÇA
CONFIAR OU NÃO CONFIAR	EXPECTATIVAS DE GANHO (pG) ATRAVÉS DE AÇÕES CONFIÁVEIS DOS OUTROS É MAIOR DO QUE EXPECTATIVA DE PERDA $(1-P)L$	p É ELEVADO PELO PODER DE SANÇÃO EXISTENTE QUANDO O OUTRO QUEBRA A CONFIANÇA; G AUMENTA PELOS BENEFÍCIOS FUTUROS OBTIDOS COM O OUTRO COMO <i>TRUSTEE</i> .

Podemos ver que no sistema de confiança mútua existe um retorno positivo, o que indica que a dinâmica leva a um nível crescente de confiança. Existe, portanto, um incentivo para transformar uma relação de confiança assimétrica numa de confiança mútua. Uma forma de fazer isto é criar uma obrigação entre as partes.

No sistema seguinte descrito por Coleman (1990) existe um intermediário na confiança, que pode ser de três tipos diferentes: consultor, garantidor e empreendedor.

1) Consultor



Talvez a figura mais comum na vida do dia a dia seja a do consultor. Professores escrevem cartas de recomendação e pessoas procurando trabalho devem sempre ter alguma recomendação de empregos anteriores ou de pessoas conhecidas. A aceitação da recomendação significa confiar no julgamento de um intermediário, na sua capacidade de garantir que o *"trustee"* vai desempenhar como esperado.

Nas sociedades modernas, o intermediário consultor freqüentemente é uma empresa ou instituição governamental. Nesse caso, os atores normalmente ocupam a figura de empregados ou devedores. A importância desses intermediários é elevada, já que a confiança gerada por um currículo melhor ou por um bom histórico de crédito pode ser essencial para o sucesso na vida moderna.

É possível também que todos os agentes sejam instituições, empresas ou até que hajam países envolvidos. O caso do FMI pode ser usado como exemplo. Ele deve, entre outras coisas, possuir uma capacidade superior de julgar se um determinado país pratica políticas econômicas saudáveis e que garantam o desempenho esperado. Nesse papel, é um intermediário tipo consultor na confiança que os mercados depositam nos países.

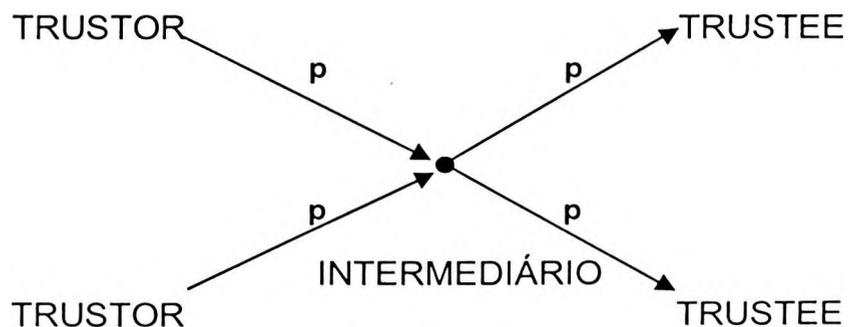
2) Garantidor



Aqui existe uma garantia de que não existirão perdas para o *"trustor"*. Neste caso, o *"trustor"* não tem de depositar confiança no *"trustee"*, porque se este não corresponder como esperado, existe uma garantia dada pelo intermediário.

Este tipo de relação só será possível, no entanto, se o intermediário possuir informação superior sobre o *"trustee"*, melhor do que aquela possuída pelo *"trustor"*, porque de outra forma, o intermediário estaria correndo o risco que o *"trustor"* se recusou a correr.

3) Empreendedor



O caso do intermediário empreendedor é um pouco mais complexo. Ele acontece numa relação que envolve vários indivíduos que formam expectativas (ou confiam) sobre a capacidade do empreendedor de promover retornos positivos aos envolvidos.

Coleman (1990) exemplifica usando o caso de uma anfitriã que convida pessoas para uma festa. Para que a combinação certa de pessoas na festa promova um ambiente agradável, é preciso que os convidados confiem na sua capacidade de produzir boas festas e compareçam ao evento. Assim, a boa anfitriã será aquela que consiga angariar a confiança das pessoas de que sabe convidar, o que acaba sendo uma receita para que as pessoas certas compareçam e a festa se torne um sucesso.

O terceiro sistema de confiança é aquele mais comum nas relações econômicas, o que existe quando há uma terceira parte envolvida na transação. O uso de papel moeda é o melhor exemplo desse sistema de confiança. Nas relações envolvendo dinheiro, títulos ou outros tipos de ativos financeiros, a necessidade do “*trustor*” depositar confiança no “*trustee*” pode deixar de existir, porque uma terceira parte passa a viabilizar a transação.

No caso do papel moeda, a confiança é depositada no governo que emitiu a moeda. Assim, ele passa a assumir a tarefa de angariar confiança, antes destinada ao “*trustee*”.

Apesar das sociedades funcionarem baseadas nesses sistemas organizados de confiança, Coleman acredita que o processo de confiança pode se tornar totalmente instável. Essa instabilidade seria causada primordialmente pelo fato de que o processo de confiança é cumulativo. A conquista da confiança fornece o poder que leva ao sucesso e que atrai mais confiança. Exemplos de fortes expansões da confiança podem ser encontrados facilmente na história econômica dos países.

Por outro lado, a perda da confiança traz o processo inverso, reduz o poder e leva a uma ainda maior contração. Corridas bancárias são um exemplo do efeito perverso desse processo, demonstrando como a perda de confiança de muitos agentes ao mesmo tempo pode limitar severamente a capacidade de reação do *"trustee"*.

Para Coleman, a estrutura de comunicação na qual o *"trustor"* está inserido pode ter um importante efeito nessa contração ou expansão da confiança. Podem existir três fontes diferentes de informação disponíveis para o *"trustor"* poder formar sua opinião: 1) o desempenho do *"trustee"*; 2) outras pessoas que tenham interesses similares ao do *"trustee"* ou uma posição semelhante e 3) outros que tenham uma posição ou interesses divergentes dos do *"trustee"*.

O tamanho da expansão ou contração da confiança, ou seja, a flutuação da confiança, depende do mix entre essas fontes de informação. Espaços sociais com um alto grau de comunicação interna, onde a crença no julgamento dos pares leva a uma rápida expansão da confiança, são os mais suscetíveis a flutuações. Isso porque crenças construídas em cima da opinião de outras pessoas podem ser facilmente destruídas pelas informações sobre o verdadeiro desempenho do "trustee".

Por outro lado, julgamentos baseados em informações sobre o desempenho do "trustee" podem ser mais estáveis, porque se fundamentam em ações passadas e, muitas vezes, em interações repetidas entre as partes, que dão maior garantia de que a confiança depositada será mantida.

Resumindo, nas sociedades modernas, as principais consequências da expansão e contração da confiança são: 1) o processo de confiança é cumulativo. A expansão da confiança tende a trazer nova expansão, enquanto que a contração tende a ser seguida de maior contração, tornando o processo instável e 2) a expansão da confiança cria um crescente potencial de ação social para os "trustees", sejam eles elites, governos ou outras instituições. E a contração da confiança é difícil de tratar porque pode inviabilizar qualquer tipo de reação.

Confiança e a Questão Social

Em um trabalho recente, Alesina (2000) coloca a questão da confiança como também relacionada ao ambiente social onde estão inseridos os agentes. Utilizando-se de dados da economia americana para o período 1974-94, pesquisou vários fatores para descobrir quais são os principais determinantes da confiança. As principais conclusões são que esses fatores estão relacionados com o ambiente social e a história dos indivíduos.

O ato de confiar pode estar relacionado com valores culturais ou morais, sendo, portanto, influenciado por características pessoais, como nível e tipo de educação e crenças religiosas ou culturais.

A confiança pode também ser influenciada por experiências passadas. Se o agente é parte de um grupo que é discriminado, pode ter um menor nível de confiança. Se foi desrespeitado, teve poucas oportunidades ou chances de ascensão social pode tender a confiar menos do que outro agente pertencente a outros grupos sociais mais favorecidos.

Pode existir um maior nível de confiança entre aqueles que se acham similares, ou seja, entre os que são membros do mesmo grupo social ou racial. Dessa forma, haveria uma tendência à existência de uma menor confiança em comunidades/sociedades menos homogêneas em termos raciais, étnicos ou

religiosos e em comunidades com pior distribuição de renda. Além disso, comunidades onde os laços familiares são muito fortes tendem a ter menos confiança em não familiares, o que pode levar a problemas de subdesenvolvimento².

A confiança tende a crescer com a maior interação entre os agentes, ou pela expectativa de uma maior interação no futuro. A possibilidade de retaliação é um requerimento básico para o desenvolvimento da cooperação, de forma que interações esporádicas criariam menos incentivos para o comportamento cooperativo. Nesse caso, agentes que vivem em comunidade, com maior interação, seriam mais pré-dispostos a confiar.

O ambiente institucional também pode afetar o nível de confiança dos agentes. Em comunidades onde o comportamento ilegal é efetivamente combatido e punido, existirão mais incentivos para confiar porque haverá uma maior proteção contra comportamentos extremos ou não cooperativos.

Por último, há a questão da influência do ambiente sobre o nível de confiança do agente. Se acreditarmos que alguém que tem um baixo nível de confiança, por influência cultural, religiosa ou educacional, possa ser influenciado positivamente ao passar a fazer parte de uma comunidade onde é elevado o nível de confiança, teremos também que a confiança pode ter complementaridades.

² Fukayama (1995) discute os efeitos dessa questão no desenvolvimento de empresas não familiares na China.

Conclusão

Neste primeiro capítulo, procuramos dar um overview da literatura sobre confiança em suas múltiplas dimensões. O discutido acima é importante para que o leitor perceba que muitas vezes o desempenho econômico é dependente também da interação de fatores que pouco tem a ver com a teoria tradicional.

Segundo Arrow (1974), as relações econômicas seriam inviáveis se não houvesse confiança, mas vimos que os níveis de confiança podem variar significativamente entre as sociedades e mesmo dentro das sociedades.

Nesse aspecto, o objetivo de como melhorar a confiança nas políticas econômicas, tema que passaremos a tratar nos próximos capítulos, fica ainda mais desafiador, porque a construção de instituições que garantam que as políticas serão confiáveis vai ter de levar em consideração todos os aspectos discutidos aqui: o nível de confiança das sociedades, a instabilidade dos sistemas de confiança e, principalmente, o fato de que existe um cálculo racional envolvido na decisão de confiar, o que significa que os agentes têm de ser convencidos de que a regra assumida vai ser cumprida. Ou seja, que a existência das instituições irá garantir os incentivos corretos para que, ex-post, o compromisso seja mantido.

2. A POLÍTICA MONETÁRIA E A QUESTÃO DA CREDIBILIDADE

“Credibilidade é a qualidade daquilo que é crível, confiável”.

Dicionário Aurélio

Até aqui, usamos intensamente o termo confiança (*trust*) para descrever as relações que envolvem os agentes econômicos em vários aspectos de sua vida. Também descrevemos a importância da confiança nas relações econômicas, e como ela pode ser determinada.

É notório, no entanto, que em toda a bibliografia econômica, os autores utilizem sempre o termo credibilidade (*credibility*) e nunca o termo confiança (*trust*). Em termos de definição, temos que a palavra inglesa “credible” é um adjetivo que significa: digno ou capaz de ser acreditado, de ser confiável. Já a palavra “credibility” é um substantivo que significa a qualidade daquilo que é confiável. Os termos são, portanto, sinônimos no que diz respeito à confiança depositada em alguém ou alguma instituição, ou ainda, em termos de acreditar em algo ou alguém.

Então, porque a predominância da palavra credibilidade no vocabulário econômico, se os conceitos são assim tão parecidos? Procurando repostas, cheguei à conclusão de que seria mais uma convenção utilizar o termo “credibility” ao invés de “trust”. Na língua inglesa, parece que a palavra “credibility”, que vem de credible, ou do latim credere, está mais ligada a

questões monetárias, e seria assim, mais utilizada em questões financeiras. Já a palavra "*trust*" está mais ligada ao sentido de custódia, guarda de coisas tangíveis e intangíveis, que está relacionada com a existência de confiança. Assim, para efeito deste trabalho, usarei as palavras como quase sinônimos e, portanto, aspectos importantes envolvendo a confiança irão também afetar a credibilidade.

No caso de políticas macroeconômicas¹, a credibilidade é entendida como a expectativa dos agentes de que uma política anunciada vai ser seguida. Ou como define Alan Blinder (1999) para o caso da política monetária "um Banco Central tem credibilidade quando os agentes acreditam que ele vai fazer o que ele diz que vai".

Segundo Blinder (1999), nos últimos 20 anos o conceito de credibilidade se tornou uma preocupação central da literatura econômica que trata da política monetária. O aumento do interesse na credibilidade da política monetária é, em grande parte, devido à revolução causada pelas expectativas racionais.

Na teoria, em algumas circunstâncias e se as expectativas forem racionais, um Banco Central com credibilidade pode desinflacionar a economia com um baixo custo de desemprego. Mas, mesmo se as expectativas não forem totalmente racionais, a credibilidade ainda é um fator fundamental para a prática da política

monetária e, segundo Blinder (1999), é uma das preocupações principais dos Bancos Centrais ao redor do mundo².

A Questão da Inconsistência Intertemporal da Política Monetária e o Debate Regras versus Discricionaridade

A literatura sobre credibilidade na política monetária começou a ganhar corpo com o trabalho de Kydland e Prescott (1977), que mostrava a superioridade de uma política de regras sobre uma discricionária. Com seus estudos sobre inconsistência intertemporal criaram um marco teórico no debate regras versus discricionaridade, que já existia há vários anos entre os economistas.

Segundo Schaling (1995), esse debate já dura 150 anos e começou na primeira metade do século 19 na Inglaterra, com as discussões entre a Currency School e a Banking School sobre como o então Banco da Inglaterra (Bank of England) deveria operar. A primeira (que teve como grande líder o economista David Ricardo) defendia que a moeda deveria variar de acordo com seu valor em ouro e, portanto, que as mudanças no Balanço de Pagamentos deveriam ditar as variações monetárias. Já o pensamento da Banking School favorecia mais uma política discricionária.

¹ Há uma extensa literatura que trata de credibilidade na política fiscal e no manejo da dívida pública que, no entanto, não será tratada aqui. Para um overview ver Persson, T. e Tabellini, G. - Political Economics and Macroeconomic Policies (1997)

² Ver Blinder, A. - 1999.

Já no século 20, a defesa mais insistente visando à adoção de uma política de regras partiu de Milton Friedman (1959). Para ele, era necessário que houvesse uma regra monetária para evitar um possível excesso de ativismo por parte do Banco Central. Para Friedman, a falta de regras poderia levar a política monetária a ser um elemento desestabilizador ao invés de estabilizador da atividade econômica (discutiremos esse assunto com mais detalhes no capítulo 5).

Depois do trabalho Kydland e Prescott (1977), outros autores como Barro e Gordon (1983) defenderam a superioridade de uma política de regras sobre a discricionariedade. O argumento principal é o de que a decisão dos agentes depende em parte de suas expectativas sobre as ações futuras de política econômica. O comportamento discricionário de escolher a melhor decisão dada a situação corrente pode criar problemas de credibilidade e gerar resultados não ótimos ou até instabilidade econômica.

Esses autores mostraram a existência de um viés inflacionário no comportamento do Banco Central. Isso porque sabendo que quando a inflação é antecipada, não produz nenhum efeito sobre a atividade e o emprego, existiria por parte de Banco Central uma tentação de criar uma inflação não antecipada, como uma forma de promover um bem-estar maior.

Os defensores da utilização de políticas discricionárias apontam para o fato de que a adoção de regras implica em uma importante perda de flexibilidade, que pode dificultar a reação do Banco Central a choques inesperados. Além do mais, muitos não acreditam na existência do viés inflacionário³ e, portanto, não vêm razão para a perda de flexibilidade ocasionada pela adoção de uma política de regras. Ainda assim, é consenso na literatura a existência de um trade-off credibilidade versus flexibilidade na escolha do regime de política monetária.

O Problema da Inconsistência Dinâmica – O Modelo

No modelo de Barro e Gordon (1983) a autoridade monetária escolhe uma seqüência de taxas de inflação π_t , que minimizam a função de perda social descontada.

$$\Lambda = \sum B^s E \left[\frac{(U_{t+s} - \bar{U})^2}{2} + \Theta \frac{(\pi_{t+s} - \bar{\pi})^2}{2} \right] \quad (1.0)$$

Onde:

T é infinito

$\bar{\pi}$ = a taxa de inflação ótima em termos sociais;

\bar{U} = a taxa de desemprego ótima para a sociedade;

³ Ver Blinder 1999

U_{t+s} e \bar{U} são ambas medidas em relação à taxa de desemprego natural. O modelo assume que a taxa de desemprego que a autoridade monetária acha ótima é menor que a taxa de desemprego natural, de forma que \bar{U} é negativa.

Esse fato reflete uma distorção preexistente no mercado de trabalho, que coloca a taxa de desemprego natural acima do que a autoridade monetária considera ótima.

A diferença entre a taxa de desemprego U_t em cada período e a taxa natural de desemprego (considerada zero neste exemplo) é dependente da diferença entre a taxa de inflação atual e a taxa de inflação esperada π_t^e e dependente de um choque estocástico ε_t no desemprego. Temos uma Curva de Phillips

$$U_t = -(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t \quad (2.0)$$

Onde ε_t é idêntica e independentemente distribuído ao longo do tempo com média zero e variância σ^2 . A equação 2.0 descreve a determinação do desemprego, dadas π_t e π_t^e . π_t é escolhida pela autoridade monetária e π_t^e reflete as expectativas individuais.

O agente individual é incapaz de afetar a taxa de inflação π_t , e a taxa de desemprego U_t . Ele forma suas expectativas racionalmente, sabendo dos incentivos que afetam o governo, mas não tem condições de usar π_t^e como uma variável estratégica. Assim, a inflação esperada é dada por:

$$\pi_t^e = E_{t-1}\pi_t \quad (3.0)$$

Onde a expectativa é condicional à informação do período t-1.

No caso simples, onde não há conexão entre os períodos, e supondo que o governo escolhe a inflação para o período t depois que o choque estocástico ε_t foi observado, a função de perda para um período será:

$$\lambda_t = \frac{(U_t - \bar{U})^2}{2} + \Theta \frac{(\pi_t - \bar{\pi})^2}{2} \quad (4.0)$$

O governo escolhe a inflação ótima considerando a inflação esperada como dada. Substituindo 2.0 na função de perda acima e minimizando em relação à π_t com π_t^e dada,) obtemos a condição de primeira ordem:

$$\pi_t = \frac{1}{1+\Theta} \pi_t^e + \frac{\Theta}{1+\Theta} \left(\bar{\pi} - \frac{1}{\Theta} \bar{U} \right) + \frac{1}{1+\Theta} \varepsilon_t \quad (5.0)$$

Que pode ser chamada de função de reação do governo à inflação esperada pelo público. Para cada nível de inflação esperada π_t^e , ela nos dá a inflação π_t socialmente ótima.

Se o público espera que o governo escolha a inflação $\bar{\pi}$, ou seja, se $\pi_t^e = \bar{\pi}$, será socialmente ótimo para o Banco Central escolher praticar uma taxa de inflação mais alta, enquanto \bar{U} for negativo, ou seja, enquanto for ótimo tentar reduzir a taxa de desemprego abaixo da taxa natural. Isso porque teríamos:

$$\pi_t = \bar{\pi} - \frac{1}{1+\Theta}U + \frac{1}{1+\Theta}\varepsilon \quad (6.0)$$

Calculando a taxa de inflação de equilíbrio do modelo⁴ chegamos a:

$$\pi_t = \bar{\pi} - \frac{1}{\Theta}U + \frac{1}{1+\Theta}\varepsilon \quad (7.0)$$

Onde: $\text{Var}(\pi) = \left(\frac{1}{1+\Theta}\right)^2 \sigma^2$ e a $\text{Var}(U) = \left(\frac{\Theta}{1+\Theta}\right)^2 \sigma^2$ (8.0)

⁴ Ver Drazen cap 4 para maiores detalhes dos passos para resolução do modelo

A equação 7 é o principal resultado do modelo. É fácil verificar que a inflação de equilíbrio excede a inflação socialmente ótima por $-\frac{\tilde{U}}{\Theta}$, o que implica num viés positivo de inflação enquanto \tilde{U} for negativo. Assim, mesmo que o governo não possa influenciar a taxa de desemprego de equilíbrio, a tentação de fazê-lo, quando a expectativa de inflação dos agentes é dada, vai levar a um viés inflacionário.

Para entender porque, se o Banco Central escolhe uma inflação igual à inflação socialmente ótima, o desemprego ficará acima do que ele almeja. A perda por não chegar ao desemprego desejado cresce de acordo com o quadrado do gap mostrado na equação 4.0.

Como a perda por manter o desemprego acima do que deseja cresce exponencialmente, existe um incentivo para elevar a inflação um pouco em relação ao desejado socialmente para reduzir o desemprego. Por essa razão, $\pi = \pi^e$ não pode ser um equilíbrio. O gap ótimo em termos de perda mínima é dado pela função de reação do governo.

É importante notar que o viés inflacionário expresso pelo modelo depende da taxa de desemprego natural ser mais alta do que o Banco Central gostaria, ou seja, depende de uma distorção anterior. Poderíamos, então, imaginar uma solução onde uma mudança estrutural fizesse com que a taxa de desemprego

natural caísse para o nível desejado pelo Banco Central, o que eliminaria o viés inflacionário.

Alan Blinder (1998) em seu livro "Central Banking Theory and Practice" argumenta que a descrição feita pelo modelo acima tem pouca conexão com a realidade do exercício da política monetária nos Estados Unidos e em outros países. Para ele, os Bancos Centrais não parecem ter, na prática, um viés inflacionário. Ele argumenta que política adotada vai para o lado oposto: nos Estados Unidos existe uma grande preocupação com os potenciais efeitos inflacionários de permitir que a taxa de desemprego fique abaixo da taxa natural. Uma melhor descrição, portanto, seria esperar que os Bancos Centrais tivessem como meta a taxa natural de desemprego, o que evitaria problemas como os descritos no modelo de Barro e Gordon

Ainda assim, podemos afirmar que o modelo captura corretamente os incentivos a que pode estar sujeito um Banco Central que pratica uma política monetária discricionária. Se enxergarmos a execução da política monetária como uma seqüência de decisões, de forma que o governo possa reotimizar a cada ponto, teremos a inconsistência dinâmica como uma representação da mudança dos incentivos ao longo do tempo. O problema de credibilidade pode acontecer porque o público sabe desta possibilidade de mudança de política via alterações de incentivos ao longo do tempo e desconfia que pode ser surpreendido com modificações inesperadas nas políticas seguidas pelo Banco Central.

Conclusão

Vimos aqui que uma política tem credibilidade quando existe a expectativa entre os agentes de que será seguida. Ou como define Alan Blinder (1999) para o caso da política monetária “um Banco Central tem credibilidade quando os agentes acreditam que ele vai fazer o que ele diz que vai”.

A questão da credibilidade se tornou uma preocupação central da literatura econômica que trata da política monetária, especialmente depois da revolução causada pelas expectativas racionais. Isso porque na teoria, sob credibilidade perfeita, um Banco Central pode desinflacionar a economia com um baixo custo de desemprego.

A literatura sobre credibilidade na política monetária começou a ganhar corpo com o trabalho de Kydland e Prescott (1977) que mostrava a superioridade de uma política de regras sobre uma discricionária. Com seus achados sobre inconsistência intertemporal criaram um marco teórico no debate regras versus discricionariedade.

Apesar das críticas de que na vida real os Bancos Centrais dos países desenvolvidos não parecem ter, na prática, um viés inflacionário⁵, podemos afirmar que o modelo de Kindland e Prescott captura corretamente os incentivos

a que pode estar sujeito um Banco Central que pratica uma política monetária discricionária.

Se enxergarmos a execução da política monetária como uma seqüência de decisões ao longo do tempo, a inconsistência dinâmica pode ser vista como uma representação de possíveis conflitos de interesse que afetam o Banco Central. O problema de credibilidade pode acontecer porque o público sabe desta possibilidade de alteração de políticas causada pelas mudanças de incentivos ao longo de tempo e desconfia que pode ser surpreendido com modificações inesperadas nas políticas seguidas até aquele momento.

Definido que existe um problema de credibilidade na política monetária, seja por conta do viés inflacionário, seja porque é preocupação prática dos Bancos Centrais como mostra Blinder (1999), a teoria desenvolveu algumas “soluções” que serão discutidas nos capítulos que se seguem.

⁵ Ver Blinder 1999

3. SOLUÇÕES PARA O PROBLEMA DA CREDIBILIDADE

A CONSTRUÇÃO DE REPUTAÇÃO

O que exatamente é a reputação. A palavra reputação normalmente se refere à crença sobre as características ou sobre o caráter de um indivíduo ou grupo de indivíduos. No mundo econômico, a reputação pode ser definida como a expectativa sobre a forma de agir de um agente.

Lembrando o primeiro capítulo, sabemos que uma das formas que os agentes utilizam para formar suas expectativas sobre as verdadeiras, mas não observáveis, características do “trustee”, é olhar seu comportamento passado. Com base nessas informações, podem, então, fazer inferências sobre comportamentos futuros. Assim, poderíamos pensar em reputação como significando uma maior previsibilidade de ações, no sentido de um aumento da probabilidade de que o agente siga o mesmo tipo de ação adotada no passado.

Desse modo, podemos afirmar que a reputação é uma informação valiosa para melhorar a capacidade do “trustor” de estimar, com mais segurança, a probabilidade p de que o “trustee” é confiável.

Como formamos a reputação através de ações passadas, devemos focar em como essas ações levam os agentes a esperarem uma forma de ação futura. Nesse sentido, podemos afirmar que a construção da reputação se dá num jogo

jogado repetidamente. Nele o jogador deve jogar sempre da mesma forma, de modo que os oponentes formem uma expectativa sobre a sua forma de jogar e, no futuro, ajustem seus lances de maneira apropriada.

Nesse caso, a repetição significa não apenas que é possível usar o passado para prever o futuro, como também significa que existe um incentivo ao "trustee" em manter sua reputação, porque ele quer influenciar o comportamento "forward-looking" do agente que deposita a confiança (trustor).

Dessa forma, nos chamados modelos de reputação, existe uma conexão entre as políticas correntes e as esperadas no futuro, que disciplina o governo, reduzindo o incentivo para a prática de políticas inflacionistas. O ponto central é o que a interação repetida entre o governo e os agentes privados pode reduzir o viés inflacionário e restaurar a credibilidade da política monetária.

Nesses modelos, quando existem interações repetidas, um Banco Central operando uma política sem regras acaba enfrentando um trade-off: o custo futuro de um aumento na expectativa de inflação pode não compensar o benefício corrente de um maior nível de emprego.

Existe uma controvérsia, no entanto, sobre se o problema da inconsistência intertemporal pode ser totalmente resolvido. Não se pode generalizar afirmando que a preocupação com a perda de reputação irá sempre garantir o

comportamento positivo por parte do governo.¹ Além disso, como veremos adiante, os resultados são muito dependes dos parâmetros do modelo, e, em algumas circunstâncias, pode haver resultados de múltiplos equilíbrios.

A questão de como eliminar essa multiplicidade de equilíbrios e coordenar os agentes para que o equilíbrio de inflação baixa seja alcançado foi resolvida de maneira incompleta pela teoria². De qualquer modo, é grande a influência da reputação em muitas áreas da teoria macroeconômica.

Reputação e Informação Incompleta³

Modelos de informação incompleta são adequados para o argumento que queremos defender, porque neles a reputação funciona como um antídoto contra a incerteza sobre as ações futuras do "trustee". Nesse tipo de modelo, existe uma informação incompleta sobre o tipo do agente, com diferentes tipos de agentes agindo de forma desigual. Aqui a reputação de um agente pode ser entendida como a expectativa de outros agentes sobre qual é o seu tipo.

Mostraremos um jogo onde a questão é construir a reputação de um Banco Central de ser firme contra a inflação.

¹ Ver Drazen, A (2000) para uma discussão a esse respeito.

² Ver Drazen, A. (2000) capítulo 6

³Essa seção é baseada em Drazen, Alan – Political Economy in Macroeconomics capítulo 6

Neste jogo de dois períodos, existem dois tipos de governo, cada um com uma função descontada de perda esperada, onde T pode ser finito ou infinito:

$$\Lambda_t = E \left[\sum_{s=0}^T B^s \eta_{t+s} \right] = \sum B^s E_t \left(Y_{t+s} + \Theta \frac{\pi_{t+s}^2}{2} \right) \quad (9.0)$$

Onde:

Θ = custo de gerar inflação

π = inflação

$Y_t = -(\pi_t - \pi_t^e)$

Um deles é duro e se importa apenas com a inflação $\Theta^T = \infty$, ou seja, o custo Θ na função de perda do governo tende para infinito. O outro, que é fraco, define também um custo para o desemprego onde $\Theta'' < \infty$.

O tipo firme vai sempre escolher uma taxa de inflação zero, independentemente da escolha do tipo fraco. Assim, se o tipo fraco sucumbir à tentação de inflacionar vai se revelar como fraco. O público esperará que sua taxa de inflação seja $\pi''' = \frac{1}{\Theta''}$ para sempre e se tornará ótimo para ele agir dessa forma. Essa conexão entre a ação passada e a crença que se forma é central ao modelo.

Para o tipo fraco criar na mente dos agentes a noção de que ele é um tipo forte, será necessário que escolha sempre a inflação zero, ou seja, ele não deve revelar sua verdadeira natureza. Este é, então, um modelo de imitação, onde o tipo fraco imita as ações do tipo forte para gerar expectativas de inflação baixa.

Nesse jogo, não há nenhum questionamento sobre o comportamento do governo do tipo forte. Há apenas a incerteza sobre o comportamento do tipo fraco, sobre se ele vai investir na construção de uma reputação através da imitação das ações do tipo forte.

Ao considerarmos o equilíbrio, duas questões aparecem: como um governo tipo fraco pode obter credibilidade ao anúncio de uma política de inflação baixa? E como desenvolver uma reputação quando o público está incerto sobre a natureza do governo, mas observa que a inflação é zero?

O comportamento da reputação ao longo do tempo pode ser representado pela evolução da probabilidade que o público fixa em cada período sobre se o governo é forte, que chamaremos de p . No começo do período 1, o público não sabe qual o tipo de governo, mas tem uma probabilidade p_1 de que ele é forte. Esta é então atualizada através da regra de Bayes. O conceito de equilíbrio inclui a noção de crenças racionais dos agentes sobre a estratégia de outros agentes, incluindo a atualização racional dessas crenças⁴.

⁴ O conceito de equilíbrio Bayesiano Perfeito satisfaz as seguintes condições: a) em cada período a estratégia do público é ótima, dada suas crenças naquele período e a política de equilíbrio do governo b) em

De acordo com a regra de Bayes, a probabilidade em cada período de que o governo seja forte, condicionada pela inflação π observada no período t, é igual a probabilidade anterior de que o governo é forte, multiplicada pela probabilidade de que um governo forte escolha π , dividida pela probabilidade incondicional de observar π . Com dois tipos de governo temos:

$$\Pr(\Theta = \infty / \pi_t = \pi) = \frac{\Pr(\pi_t = \pi / \Theta = \infty) \cdot \Pr(\Theta = \infty)}{\Pr(\pi_t = \pi / \Theta = \infty) \cdot \Pr(\Theta = \infty) + \Pr(\pi_t = \pi / \Theta = \Theta''') \cdot \Pr(\Theta = \Theta''')} \quad (10.0)$$

Onde o lado esquerdo é a probabilidade posterior p_2 condicional à política observada. A probabilidade de que o governo tipo forte escolha outra coisa que não inflação zero é zero ($\pi = \frac{1}{\Theta'''} = 0$), enquanto que a probabilidade de que um governo do tipo fraco escolha a inflação zero no período 1 será q_1 . Aqui q será a probabilidade percebida pelo público de que o governo do tipo fraco irá escolher a inflação igual a zero, que é determinada como sendo a probabilidade verdadeira de que em equilíbrio a escolha seja a inflação zero.

No caso em que a escolha seja inflacionar, ou seja, onde $\pi_1 = \pi'' = \frac{1}{\Theta''}$ temos que:

cada período a política do governo é ótima, dado seu tipo e a estratégia de equilíbrio do público e) as crenças finais em cada ponto são formadas usando as políticas observadas no momento anterior e no

$$p_2(\pi_1 = \pi^w) = \frac{p_1 \cdot 0}{(1-p_1)(1-q_1)} = 0 \quad (11.0)$$

quando $\pi_1 = 0$ temos:

$$p_2(\pi_1 = 0) = \frac{p_1 \cdot 1}{p_1 + (1-p_1)q_1} \geq p_1 \text{ com igualdade estrita quando } q_1 \text{ for menor que } 1.$$

Ou seja, quando $(\pi_1 = \pi^w)$, o governo revela-se como fraco. Quando $(\pi_1 = 0)$ não há como saber qual o tipo de governo e a evolução da reputação depende do valor de q_1 .

Quando $q_1 < 1$, ou seja, quando a probabilidade de que um governo fraco tivesse inflacionado existiu e ele não a exerceu, (a inflação observada foi zero) há um aumento na probabilidade posterior (em p_2) de que o governo seja forte, ou seja, há um melhora na reputação. Por outro lado, quando $(q_1 = 1)$, ou seja, quando um tipo fraco sabidamente vai escolher a inflação zero, a observação de que a inflação foi zero não traz informação adicional e não há o ganho de reputação, p_1 não muda. A inflação esperada em cada período é mostrada abaixo, dado que um governo do tipo forte não inflaciona:

$$\pi_t^e = (1-p_1)(1-q_1)\pi^w \quad (12.0)$$

momento corrente usando-se a regra de Bayes quando aplicável.

No caso do governo tipo fraco, é preciso agora saber o que leva à escolha da inflação zero no primeiro período, e conseqüentemente, a uma redução na inflação esperada no segundo período. Basicamente, podemos dizer que o governo estará pesando entre o ganho de uma inflação surpresa hoje (o que implica que ao revelar seu tipo hoje não haverá surpresa amanhã) contra o ganho de uma inflação surpresa amanhã (o que requer que seu verdadeiro tipo não seja revelado hoje).

Considerando a perda do governo tipo fraco em escolher diferentes π_1 temos que no primeiro período o ganho por ter escolhido $\pi_1 = \pi''$ ao invés de $\pi_1 = 0$ é a redução na perda em um período, que é igual a:

$$| L(\pi'', \pi_1^e) - L(0, \pi_1^e) | = \frac{\pi''}{2} \quad (13.0)$$

A perda na escolha da inflação alta hoje é se revelar como fraco, implicando numa perda maior amanhã. Mais especificamente, como o jogo é finito, cada tipo escolhe o ótimo no segundo período e a inflação esperada é $\pi_2^e = (1 - p_2)\pi''$. Assim, a perda no segundo período (quando o governo escolhe $\pi_2 = \pi''$ e se revela como fraco) é:

$$L(\pi_2, \pi_2^e) = -(\pi'' - (1 - p_2)\pi'' + \Theta'' \frac{(\pi''')^2}{2}) \quad (14.0)$$

$$= \left(\pi'' \left(\frac{1}{2} - p_2 \right) \right) = \lambda(p_2)$$

Uma reputação melhor, um p_2 maior, claramente reduz a perda no segundo período, refletindo o fato de que implica numa menor inflação esperada e num menor desemprego. Assim, o custo de escolher $\pi_1 = \pi''$ ao invés de $\pi_1 = 0$ é o aumento na perda no segundo período, que pode ser descrito como:

$$|B(\lambda(0) - \lambda(p_2))| = B p_2 \pi'' \quad (15.0)$$

O governo do tipo fraco vai escolher entre inflacionar ou não inflacionar dependendo dos ganhos e perda descritos nas funções acima. Desse modo

$\pi_1 = 0$ será uma escolha ótima quando:

$$p_2 \geq \frac{1}{2B}$$

Então teremos três possibilidades dependendo do valor dos parâmetros:

Se $B \geq \frac{1}{2p_1}$ então um governo tipo fraco vai escolher $\pi_1 = 0$ com certeza ($q_1 = 1$) e $p_2 = p_1$ o que é um equilíbrio tipo "pooling";

Se $B < \frac{1}{2}$ nenhum valor de $p_2 \leq 1$ vai satisfazer a condição acima, de modo que nenhum valor de p_1 trará ganhos para manter ou construir uma reputação. Teremos um equilíbrio de separação

Se $\frac{1}{2} \leq B \leq \frac{1}{2p_1}$ teremos que um governo fraco praticará uma estratégia mista, o que significa que escolherá $\pi_1 = 0$ com probabilidade q_1 e $\pi_1 = \pi''$ com probabilidade $1 - q_1$, onde $q_1 = (2B - 1)p_1 / (1 - p_1)$. Neste caso, a reputação estará crescendo ao longo do tempo. Por esta razão, mesmo num horizonte finito, qualquer reputação anterior $p_1 > 0$ e preocupação com o futuro suficientemente elevada (um fator de desconto B suficientemente alto) sustentarão um equilíbrio de inflação baixa.

Uma crítica a este modelo é a de que o tipo de equilíbrio a ser alcançado vai depender das crenças iniciais, ou seja, do valor inicial de p . Um fator de desconto alto o suficiente $B > \frac{1}{2}$, e um p inicial alto o suficiente irão implicar que um governo tipo fraco fará a opção por $\pi_1 = 0$ e haverá um equilíbrio tipo

"pooling". Por outro lado, uma reputação baixa a priori, poderá implicar na adoção de estratégias mistas ou de separação. Assim, como o equilíbrio a ser alcançado é dependente do p inicial, significa que é determinado por algo que é exógeno ao modelo, o que reduz a sua capacidade explicativa. Ou seja, nesses tipos de modelos, não é a reputação que pode acabar garantindo um equilíbrio de inflação baixa.⁵ A existência a priori de algum tipo de confiança acaba sendo requerida mesmo quando existe a necessidade de construir a reputação.

Esse fato chama a atenção para um aspecto importante: se já existe a priori algum grau de confiança na autoridade monetária fica mais fácil angariar credibilidade e praticar uma política monetária que leve ao equilíbrio de baixa inflação. Por outro lado, se já existe alguma reputação, faz sentido que o governo jogue duro para proteger esta reputação. Já em ambientes onde os níveis de confiança inicial são baixos ou inexistentes, fica mais difícil a construção da reputação e esta pode acabar sendo abandonada.

Os resultados do modelo de dois períodos podem ser facilmente estendidos para múltiplos períodos. Num jogo de vários períodos, o tipo fraco escolheria sabidamente a inflação zero nos primeiros períodos, e não haveria evolução na reputação. Nos períodos intermediários, o tipo fraco alternaria entre uma inflação zero e positiva. Se a inflação observada tiver sido zero, há um ganho de reputação ao longo do tempo; se a inflação observada tiver sido positiva, há uma

⁵ Segundo Drazen, na teoria dos jogos, a tentativa de eliminar múltiplos equilíbrios tomou duas direções: refinamentos dos equilíbrios e seleção de equilíbrios. Para maiores detalhes ver Drazen (2000) Capítulo 6.

perda completa de reputação. Mas mesmo nesses períodos intermediários onde a inflação observada for zero, a probabilidade q de que o governo escolha a inflação zero estará caindo e a taxa esperada de inflação estará subindo. Finalmente em algum período antes do final do jogo, o tipo fraco irá inflacionar com certeza se já não o tiver feito. Ainda assim, se a taxa de desconto for suficientemente baixa e o período suficientemente extenso, há a possibilidade de que o desejo de manter a reputação via imitação leve a um equilíbrio de inflação baixa por um longo período de tempo.

Drazen⁶ chama a atenção para este efeito de piora nas expectativas de inflação, mesmo quando a inflação observada é zero. Chama-o de "o problema do Peso" nome derivado do fato de que por uma década o prêmio do Mercado de Forward do Peso Mexicano ter sido positivo apesar do fato de que a moeda permanecia com cotação fixada. Ou seja, pode haver um problema de credibilidade que não é resolvido mesmo com os resultados correntes sendo positivos.

Sinalização

Uma interessante literatura foi desenvolvida a partir da idéia de que em muitas relações econômicas existe uma assimetria de informações. No conhecido modelo de limões de Akerlof este problema é discutido para o mercado de carros usados.

Supondo-se que existem dois tipos de carros usados: os pêssegos e os limões. Um pêssego, que é sabidamente um pêssego, vale US\$ 3000 para o comprador e US\$ 2500 para o vendedor. Assumimos que a oferta de carros é fixa e a demanda é infinita, de modo que o preço de equilíbrio no mercado de pêssegos é US\$ 3000. Um limão, por outro lado, vale US\$ 2000 para o comprador e US\$ 1000 para o vendedor. Há no mercado duas vezes mais limões do que pêssegos.

Se os compradores e os vendedores têm a habilidade de reconhecer que um carro é um limão ou um pêssego, não há problema: os pêssegos serão vendidos por US\$ 3000 e os limões por US\$ 2000.

Por outro lado, se nem o vendedor nem o comprador sabem identificar o tipo de carro, então teremos um problema: o vendedor estimando ter um pêssego com probabilidade $1/3$ e um limão com probabilidade $2/3$, tem um carro com expectativa de valor de US\$ 1500. O comprador, pensando comprar um pêssego com probabilidade $1/3$ e um limão com probabilidade $2/3$ estima que o carro valha US\$ 2333. Assumindo uma oferta inelástica e uma demanda elástica, o preço de equilíbrio do mercado será US\$ 2333.

Mas o mercado de carros não funciona assim. O vendedor, por ter usado o carro por algum tempo, sabe exatamente se ele é um pêssego ou um limão. Os compradores, normalmente, não têm esse poder. Na hipótese extrema de que

⁶ Drazcn, A. (2000) – capítulo 6

os compradores não têm como saber, de modo nenhum, qual o tipo do carro, teremos um mercado de pêssegos que não irá funcionar. Apenas limões serão colocados no mercado.⁷ Isso se chama seleção adversa.

Mas como funcionam então os mercados sujeitos a problemas de seleção adversa (entre eles podemos citar o mercado de seguros e o mercado de trabalho)

O que ocorre é que a parte que tem mais informação fará alguma coisa para indicar qual o tipo de bem que está sendo vendido. Será feita uma sinalização sobre a qualidade do bem, de modo que o agente possa decidir confiar e efetue a transação com alguma segurança. Por exemplo, em modelos que usam essa teoria para o mercado de trabalho, o nível de educação dos candidatos funciona como uma sinalização de suas possíveis habilidades no trabalho.

Aqui, como no caso da reputação, o agente que quer angariar confiança vai fornecer algum tipo de informação ao “*trustor*” para que este possa formar sua probabilidade p e aceitar ou não confiar no “*trustee*”.

Podemos usar a teoria de sinalização dentro do contexto dos modelos de política monetária discutidos anteriormente. Uma crítica básica que pode ser feita aos modelos de imitação descritos acima é a de que apenas o governo do tipo fraco pode agir de maneira estratégica, decidindo em quais circunstâncias escolher a

⁷ Para uma demonstração formal ver Kreps, D – A Course in Microeconomic Theory – cap.17

inflação zero e se passar por um tipo forte. Não está no modelo, a possibilidade de que o governo do tipo forte queira sinalizar qual é o seu tipo. Além do mais, não existe a hipótese de que mesmo o governo do tipo forte poderia inflacionar em determinadas circunstâncias, o que tornaria as premissas do modelo mais realistas.

Quando permitimos que o governo tipo forte determine um custo finito para a inflação, abrimos a possibilidade da ocorrência de diferentes resultados. Se mudarmos a especificação do modelo apresentado na seção anterior de modo que:

- O governo determine um custo para o desemprego, representado por um peso finito para a inflação na sua função de perda, ou que $\infty > \Theta^T > \Theta^W$ (apenas como lembrança, no modelo anterior $\Theta^T = \infty$)

- A taxa de inflação ótima para o governo do tipo duro não seja mais

$$\pi^T = 0 \text{ e sim } \pi^T = \frac{1}{\Theta^T} > 0$$

Teremos que a natureza da solução será mudada, já que se abre a possibilidade de que um governo tipo forte queira sinalizar seu tipo, para se diferenciar do tipo fraco, ou seja, um governo do tipo forte também poderá agir estrategicamente.

Assim, embora o tipo fraco ainda tenha o incentivo para imitar o tipo forte em determinadas circunstâncias, existe agora a possibilidade de que o governo tipo forte possa seguir uma política mais dura do que seguiria em outras circunstâncias, para tornar demasiadamente custosa a imitação por parte do tipo fraco.

Ao desenvolvermos o modelo⁸, é demonstrado que com os mesmos parâmetros que levam a um equilíbrio de "pooling", onde o tipo fraco imita o tipo forte, podemos ter também um equilíbrio de separação, onde o tipo forte sinaliza seu verdadeiro tipo, escolhendo políticas ainda mais restritivas, e provocando, aos olhos dos agentes, uma separação do tipo fraco.

O interessante deste tipo de modelo é que captura dois possíveis determinantes no comportamento do Banco Central quando o público está inseguro quanto ao seu comprometimento de manter a inflação sob controle: o primeiro é o desejo de parecer mais duro do que realmente é (caso da imitação) e o segundo é o desejo de demonstrar que é do tipo forte, tomando decisões que o diferenciem claramente do tipo fraco.

Drazen chama esta atitude por parte de governos tipo forte de realizar ações com o intuito de se diferenciar do tipo fraco de "visibilidade". Um exemplo pode ser fixar a taxa de câmbio nominal num programa antiinflacionário, o que

⁸ Para maiores detalhes ver Drazen, Allen – Political Economy in Macroeconomics cap.6, Vickers, J. (1986) e Persson e Tabellini - Macroeconomic Policy, Credibility and Politics (1990).

refletiria não apenas a disciplina que o compromisso carrega, mas também permitiria, através da visibilidade da política, que governos mais comprometidos sinalizem seu tipo e angariem credibilidade.

Se pensarmos na construção de uma reputação como um processo de tomar atitudes que convençam os outros de nossas verdadeiras características, as quais não são diretamente observadas, vemos que os modelos de sinalização são mais explicativos do que os de imitação mostrado acima. Sinalizar qual é o seu tipo para diferenciar-se de um tipo fraco, ou ainda, demonstrar comprometimento em circunstâncias onde o tipo fraco tomaria outras atitudes parece ser um caminho bastante consistente para construir uma reputação.

O Efeito do Ambiente em Modelos de Reputação e Sinalização

A essência do modelo de reputação tradicional descrito na seção anterior é a de que a adoção de uma política dura de combate à inflação sinalizaria o tipo do governo e determinaria o que ele iria fazer no futuro. Ou seja, a reputação seria determinada por ações passadas, que, por conseguinte, trariam credibilidade à política monetária. No entanto, ao focar-se inteiramente em ações passadas, esses modelos acabam não incorporando aspectos importantes que são relacionados com comportamentos "*forward-looking*", onde os agentes assumem

que as mudanças na política ocorrem de uma maneira não randômica, sendo, pelo menos em parte, previsíveis.

Nesse sentido, uma importante contribuição foi feita por Drazen e Masson (1994), ao demonstrar que a credibilidade não reflete simplesmente o desejo de levar em frente uma política, mas também a capacidade de praticá-la em situações desfavoráveis. Utilizando-se de um modelo de reputação com informação incompleta demonstraram que, se levarmos em consideração o ambiente onde a política é praticada, poderemos ter resultados completamente diferentes dos derivados nos modelos tradicionais.

A inclusão do ambiente no modelo traz várias implicações. A mais importante é a de que haverá uma separação entre a reputação do governo e a credibilidade da política. Um governo que renegue seu compromisso e resolva inflacionar num ambiente fortemente recessivo, não terá sua reputação afetada; muito provavelmente os agentes não passarão a acreditar que ele inflacionará a economia também em épocas normais. Mais importante, a decisão de não inflacionar em circunstâncias adversas poderá não melhorar a credibilidade da política como é sugerido no modelo de reputação da seção anterior. Não inflacionar em períodos altamente adversos pode aumentar a reputação do governo, mas reduzir a credibilidade da política antiinflacionária.

O ponto central é o de que se os efeitos negativos de uma política antiinflacionária sobre o ambiente econômico são suficientemente persistentes, poderá haver uma perda de credibilidade na política anunciada. O que é um resultado que contraria o modelo de reputação, onde a prática contínua de uma política “forte” aumenta a credibilidade e reduz as expectativas inflacionárias.

Os autores mostram que quando existe uma persistência na flutuação do desemprego ao longo de vários períodos, a manutenção de uma política dura de combate à inflação pode elevar, ao invés de reduzir, a inflação esperada no futuro.

Se assumirmos que o público sabe que a decisão a ser tomada no futuro pelo governo dependerá não só de suas preferências, mas também das circunstâncias nas quais se encontrará, entenderá que não inflacionar hoje significará mais desemprego amanhã. Nesse caso, a implementação de uma política forte hoje, elevará o *trade-off* inflação x desemprego que terá de ser enfrentado amanhã. Como consequência, a observação de uma política forte hoje pode aumentar a probabilidade percebida pelos indivíduos de que haverá inflação amanhã, ao mesmo tempo em que reforça a reputação do governo.

No caso da não persistência do desemprego ao longo dos períodos, o modelo tem o resultado tradicional: a observação de uma política forte (inflação zero) hoje eleva a credibilidade de que não haverá inflação no segundo período.

A influência do ambiente na credibilidade das políticas foi muito explorada para explicar a crise cambial que assolou vários países da Europa no início dos anos 90.

Os casos do Reino Unido e da Suécia em 1992, que sofreram ataques especulativos contra suas moeda e tiveram que abandonar a política de taxa de câmbio fixo que seguiam, são exemplos da inoperância de atitudes fortes por parte do Banco Central em circunstâncias muito adversas.

No caso do Reino Unido, entre agosto e setembro de 1992 houve um ataque especulativo contra o Pound, o qual foi defendido vigorosamente através de declarações do primeiro ministro John Major e através de fortes aumentos na taxa de juros. Estatísticas mostram que o Banco Central inglês pode ter gastado metade de suas reservas em um único dia, na tentativa fracassada de defender a moeda. No caso da Suécia, as autoridades declararam que iriam defender o Krona a qualquer custo. Em setembro, a taxa de juros foi elevada primeiro para 24% a.a, depois para 75% a.a. e finalmente para 500% a.a. Em novembro, em meio a forte saída de capitais, o Peg foi abandonado.

Nestes casos, a manutenção de uma política austera e a clara sinalização de que o governo estava firme em seu compromisso de manter a taxa de câmbio inalterada teve, aparentemente, um efeito contrário ao apontado pelo modelo

tradicional. Como mostraram Drazen e Masson (1994), os efeitos perversos e prolongados da política que estava sendo adotada nesses países aumentaram a probabilidade de rompimento futuro. A dramática elevação da taxa de juros colocou forte pressão sobre a atividade econômica e, no caso da Suécia, sobre o setor financeiro. Como resultado, os agentes sabiam que o custo de manutenção da política era crescente e que qualquer Banco Central racional seria forçado a relaxar sua política em face de conseqüências tão sérias.

Crenças Auto-Alimentadas

Todos os modelos de credibilidade que foram discutidos até aqui mostraram como a credibilidade do governo é determinada pela sua reputação, pelos incentivos que ele enfrenta e pelo ambiente. Ou seja, de certa forma, nestes modelos os determinantes da credibilidade estão sob controle dos formuladores de política.

Há outros tipos de modelo, no entanto, onde os governos têm muito menos controle sobre sua credibilidade. Nesses modelos em particular, para um dado conjunto de circunstâncias, existirão múltiplos equilíbrios de credibilidade. As ações de política terão credibilidade apenas se os mercados acreditarem que têm, porque suas crenças são auto-alimentadas.

A intuição aqui é essencialmente a mesma da utilizada nos modelos de corrida bancária como o de Diamond & Dybvig (1983). Se os depositantes estão confiantes de que os bancos não irão falir, eles não retirarão seus recursos do sistema financeiro e, portanto, os bancos não falirão. Mas, se existe uma perda de credibilidade, eles irão retirar seus depósitos dos bancos e estes irão à falência.

Modelos de crenças auto-alimentadas são muito utilizados para explicar crises cambiais, quando um dado conjunto de fundamentos pode ser consistente com a manutenção da taxa de câmbio fixa ou com uma crise cambial. A crença do mercado é fundamental, porque a crise tem uma característica de auto-alimentação: o regime de câmbio fixo colapsa se atacado, mas sobrevive se poupado pelos especuladores.

Calvo (1998) aplica uma idéia similar para estudar a determinação da taxa de juros paga pela dívida pública. Ele considerou um modelo de dois períodos, no qual a dívida emitida no primeiro período pode ser parcialmente repudiada, a um custo proporcional ao tamanho do "default". O repúdio da dívida reduz a taxa de juros contratada no primeiro período e recebida no segundo. Por essa razão, quanto maior a probabilidade de não pagamento percebida pelos investidores, ou quanto menor a confiança na capacidade de pagamento do governo, maior a taxa de juros exigida no primeiro período para que a dívida seja financiada.

Calvo adota também a premissa de que a probabilidade de não pagamento é dependente da situação fiscal, mais especificamente do nível de gastos públicos. Dessa forma, como a despesa de juros é um dos componentes do gasto público, a probabilidade de “*default*” no segundo período passa a ser função da taxa de juros paga no primeiro.

Desse modo, as expectativas tomam-se auto-alimentadas, porque a taxa de juros é função crescente da probabilidade de não pagamento da dívida, que por sua vez, depende positivamente da taxa de juros. Dados determinados parâmetros, poderão existir dois equilíbrios: no primeiro a dívida é paga e no segundo há um repúdio da dívida. O resultado será dependente do comportamento do mercado, de sua confiança inicial na capacidade do governo de honrar sua dívida.

Conclusão

Discutimos aqui a importância da construção da reputação como forma de angariar credibilidade à política monetária. A interação repetida entre o governo e os agentes privados pode reduzir o viés inflacionário e trazer credibilidade à política monetária. O grande problema está na existência de múltiplos equilíbrios, que torna mais complicada a certeza do resultado, que passa a

dependem dos parâmetros do modelo, ou seja, pode variar de acordo com a situação.

Ainda assim, acredito que os modelos de sinalização são adequados para explicar a realidade. Neles, o Banco Central pode, através de suas atitudes, mostrar aos agentes econômicos qual é o seu tipo, ou seja, qual é o seu comprometimento com a estabilidade de preços, e assim se diferenciar de um Banco Central tipo fraco, o que significa construir uma reputação ao longo do tempo.

Discutimos também, que nem sempre os resultados do modelo de reputação serão os mesmos se incluirmos o efeito do ambiente. Nesse caso, há uma separação entre a credibilidade do Banco Central e a credibilidade da política adotada. Dependendo da situação, se o Banco Central adota políticas fortes com o intuito de reforçar sua reputação e essas políticas têm efeitos negativos persistentes num ambiente econômico já adverso, a credibilidade da política pode ser abalada, embora a reputação do Banco Central fique inalterada.

Assim, percebemos que o Banco Central nem sempre tem o poder de implementar as políticas que gostaria, porque depende do ambiente econômico em que está vivendo. Políticas praticadas em ambientes econômicos adversos podem não angariar credibilidade por mais duras que sejam, porque os agentes

percebem que elas são inviáveis politicamente e terão de ser abandonadas no futuro.

Finalmente, em certas ocasiões a credibilidade das políticas é afetada por crenças auto-alimentadas, que estão fora do controle das autoridades econômicas, mesmo que estas possuam boa reputação.

4. SOLUÇÕES PARA O PROBLEMA DA CREDIBILIDADE

A EXISTÊNCIA E O FORTALECIMENTO DAS INSTITUIÇÕES

"Instituições são as regras do jogo, organizações são os atores"

Douglass North

Nos últimos dois capítulos discutimos a questão da inconsistência dinâmica e algumas soluções para o problema da credibilidade da política monetária.

Agora, discutiremos o papel das instituições, ou de outra forma, como a existência de instituições pode levar à expectativa de que as políticas anunciadas serão seguidas. Como as instituições podem angariar credibilidade às políticas.

Discutiremos também os fatores que afetam a evolução das instituições e porque pode ser tão complicada a construção de instituições que cumpram mais eficientemente seu papel de melhorar a credibilidade das políticas. E finalmente, no último capítulo mostraremos quais os arranjos institucionais que foram desenvolvidos para lidar com a questão da falta de credibilidade das políticas.

Instituições Importam¹

A palavra instituição pode ter uma variedade de significados. Na maioria dos casos, é entendida como sinônimo de organização e, por isso, é necessário definir melhor o conceito.

Neste trabalho, utilizarei a definição fornecida pela teoria da Nova Economia Institucional. Nela, Instituições são as regras formais ou informais que moldam o comportamento dos indivíduos e das organizações na sociedade e os mecanismos que garantem que essas regras serão cumpridas (mecanismos de "enforcement"). Dessa forma, elas definem os resultados sociais que emergem das ações individuais dos agentes.

As instituições sociais são criadas de várias maneiras. Algumas, como o Fundo Monetário Internacional, o Banco Central o sistema legal, etc., foram desenhadas e criadas por um planejador central ou por uma comissão de planejadores. Outras, como as convenções de guerra, o nível de confiança, valores éticos, etc, emergiram de uma maneira não intencional, sem que nenhum desejo guiasse sua criação. Elas emergem, como afirmava Hayek, pela ação humana e não devido à criação humana.

¹ Essa expressão é muito utilizada na literatura de economia institucional para definir o importante papel das instituições no desenvolvimento econômico.

Uma outra forma de classificar instituições é dividi-las em mercados e hierarquias. Os mercados são conjuntos de instituições (regras e mecanismos que garantem seu cumprimento) que possibilitam a condução de transações interpessoais, que não requerem uma relação contratual continuada. Essas regras podem variar da definição do local e horário para que as transações ocorram, até chegar a complexos contratos legais e cortes de arbitragem que garantem o cumprimento das regras estabelecidas.

Hierarquias, por outro lado, são conjuntos de regras para transações baseadas em verticalização de autoridade. Neste caso, as hierarquias existem para estabelecer obrigações contratuais -como as existentes entre gerentes e empregados e entre organizações públicas e privadas - com vistas a reduzir os custos de transação e monitoramento.

Rodrik (2000) lembra que a economia de mercado é necessariamente envolvida em um conjunto de instituições para que possa funcionar. Ele discute cinco tipos de instituições que embasam a existência dos mercados:

A primeira é o direito de propriedade. North (1973) mostrou que o estabelecimento de regras seguras e estáveis de direito de propriedade foi o elemento chave para que o Ocidente entrasse na era do moderno crescimento econômico. Essa regra deu a razão para que o capitalista tivesse incentivo para

acumular e inovar, porque garantiu o controle adequado do retorno gerado pelos ativos investidos.

A palavra chave aqui é controle, porque direito de propriedade não tem significado a não ser que exista controle, sendo que o oposto nem sempre é verdadeiro: controle sem direito de propriedade pode funcionar como incentivo, como mostra o caso da China, onde muitas vezes existe direito de controle sem que os direitos de propriedade sejam bastante claros. Rodrik lembra que direitos de propriedade absolutos são raros, mesmo em lei.

O segundo tipo são as instituições regulatórias, que têm a tarefa de minimizar a ocorrência de boa parte dos problemas como o da existência de "caronas", problemas de assimetria de informações e custos de transação. Rodrik lembra que nos países bem sucedidos em termos econômicos existe uma série de instituições regulatórias e defende que liberdade de mercado exige supervisão regulatória.

O terceiro tipo são as instituições necessárias para o bom funcionamento da estrutura macroeconômica. São as instituições monetárias e fiscais que desempenham funções estabilizadoras. A mais importante dessas instituições é o Banco Central com seu papel de prestador de última instância.

O quarto tipo são as instituições de seguro social. Segundo Rodrik, a expansão das instituições de seguro social durante o século passado foi uma das facetas mais marcantes da evolução das economias de mercado nos países desenvolvidos. As instituições de seguro social são importantes porque legitimizam a economia de mercado ao compatibilizá-la com a estabilidade e a coesão social. Rodrik lembra que os países da América Latina aprofundaram a economia de mercado nos últimos anos, sem antes construir instituições de seguro social, o que levou à insegurança econômica e à falta de apoio as reformas.

Finalmente existem as instituições para administração de conflitos, que são instâncias que têm a função de coordenar as forças ou grupos sociais para gerar resultados que sejam benéficos para a sociedade. Rodrik defende que essas instituições *"warn the potential winners of social conflict that their gains will be limited, and assure the losers that they will not be expropriated"*

As sociedades desenvolvidas têm um enorme conjunto de instituições de administração de conflitos como um Poder Judiciário de alta qualidade, boa representação política, eleições livres, sindicatos independentes, formas de representação de minorias e rede de segurança social.

Rodrik levanta um ponto importante que merece ser discutido. Cada sociedade tem seu conjunto de instituições e nenhum deles deve dominar como solução

única. Existe o que ele chama de “institutional diversity”, que precisa ser preservada. Isso significa que não existe uma receita pronta que deve ser implementada pelos países para que melhorem seu desempenho econômico. A forma de atacar os problemas de cada sociedade deverá ser individual, dependente de cada contexto².

O Papel das Instituições na Vida Econômica

Existem vários problemas econômicos que evidenciam a importância da existência de instituições que definam os incentivos corretos para garantir o melhor resultado em termos sociais. Listamos alguns a seguir:

Assimetria de Informações e o Problema do Principal Agente

Existe uma assimetria de informações quando uma ou mais partes de uma transação têm informações que não estão disponíveis para todos. Já a questão do agente-principal aparece quando a parte interessada (o principal) delega qualquer tipo de responsabilidade para um agente, sem ter, devido a problemas de assimetria de informações, como garantir que seu desempenho será o esperado.

² Ver interessante discussão sobre as instituições na China em Qian, Y. 2001 –seção 2

Os efeitos econômicos destes problemas podem ser a seleção adversa, o risco moral ou o desenvolvimento de mercados incompletos. Um exemplo comum é o do sistema bancário, onde a falta de informações confiáveis sobre os tomadores de empréstimos pode acabar inviabilizando o mercado de crédito. A existência de instituições como Agências de Rating, Auditoria, regulamentação e supervisão são essenciais para reduzir os riscos do sistema.

Os efeitos negativos dos problemas de principal-agente podem ser prevenidos ou reduzidos através da existência de instituições que estabeleçam um monitoramento efetivo de desempenho dos agentes. Podem ser utilizados contratos de desempenho e outros tipos de arranjos que aumentem a capacidade do principal de influenciar o comportamento do agente. É possível ainda criar mecanismos de “feedback”, em que os resultados sejam mais transparentes e mesuráveis. Idealmente, essas formas de monitoramento devem ser acompanhadas de mecanismos que efetivamente punam comportamentos oportunistas e recompensem o bom desempenho.

Custos de Transação

Um dos principais papéis das instituições nas economias modernas é reduzir os custos de transação. Uma transação, efetuada através de mercados ou hierarquias, normalmente consiste numa transferência de um direito, que pode ser de propriedade de ativos ou de recebimento de bens ou de serviços, por

exemplo. Normalmente, as transações são reguladas por contratos formais ou informais que definem as condições através das quais os direitos são transferidos, incluindo preços, condições de pagamento, período de vigência e vários outros aspectos importantes.

Esses contratos são instituições, ou seja, regras que estabelecem as condições que as partes devem satisfazer para receber os benefícios da troca em questão. Os contratos, por sua vez, são regulados por outras instituições que também podem ser formais (o sistema legal, a burocracia) ou informais (confiança ou práticas comumente aceitas) que são respeitadas devido à existência de represarias sociais ou de outros instrumentos de monitoramento (mecanismos de *enforcement*).

As transações podem envolver custos significativos, dependendo do seu tipo ou duração. Esses custos podem, por exemplo, estar relacionados com a obtenção e verificação de informações sobre a qualidade e quantidade dos bens e serviços envolvidos, sobre os parceiros (verificação de reputação, histórico, etc.) ou sobre a qualidade dos direitos de propriedade que estão sendo transferidos (incluindo o aspecto legal e contratual). Outros custos abrangem monitoramento, custos de design, custos de seguro e garantia de cumprimento de contratos. Em alguns casos, esses custos podem ser enormes (como por exemplo, os envolvidos num processo de privatização) e, no limite, podem inviabilizar a transação.

Nas últimas décadas, a revolução da tecnologia ajudou a reduzir os custos de obtenção e transferência de informações. Ainda assim, não afetou significativamente os incentivos dos agentes para que forneçam voluntariamente essas informações. Como consequência, os custos de informação ainda continuam dependendo, em grande parte, da eficiência das regras que estabelecem e protegem os direitos de propriedade, da eficiência e confiabilidade do sistema judiciário, da existência de regras claras de resolução de conflitos, e, especialmente, da capacidade das instituições de estabelecer incentivos ao fornecimento e armazenamento de informações relevantes (Agências de Crédito, Agências de Rating, rankings de qualidade, etc.).

Finalmente, as instituições devem criar incentivos e reduzir os custos para que os atores participem dos mercados (inclusive tomem riscos) e para que os membros de organizações ajam coletivamente para perseguir objetivos comuns.

Ação Coletiva e Bens Públicos

Um papel importante das instituições é o de criar incentivos que evitem que os agentes ou organizações ajam de maneira oportunista, especialmente no caso dos chamados bens públicos ou coletivos.

Como sabido, os bens públicos têm duas importantes características: são não excludentes, ou seja, uma vez que existem não podem negados a um ou outro grupo e fornecem consumo universal, o que significa que seu consumo por um indivíduo ou organização não reduz a sua oferta para outros potenciais beneficiários.

Como os beneficiários não podem ser excluídos do consumo, existe um incentivo para que não paguem por ele, surgindo o problema conhecido como *carona (free-rider)*.

Olson (1965) mostra que esses problemas podem existir também no caso de bens coletivos, implicando que organizações ou grupos de indivíduos com interesses comuns podem também enfrentar problemas de *carona*. Um exemplo de instituição para evitar esse tipo de problema é a exigência de pagamento de anuidade para filiação a sindicatos, o que em muitos países é obrigatório por lei.

As instituições podem ajudar também na formação de grupos de interesse. É comum a existência de grupos de indivíduos ou organizações que têm interesses comuns, mas são incapazes de se organizar como efetivos grupos de interesse (Olson 1965). Isso porque, para muitos beneficiários potenciais, os custos da ação coletiva são muitos altos e faltam os recursos necessários para

promovê-la. Além disso, existe uma falta de informações de que como agir como grupo social³.

Previsibilidade e Credibilidade

A qualidade das instituições pode ser determinante para garantir que as “regras do jogo” sejam estáveis, previsíveis e tenham credibilidade, de modo a garantir um clima adequado para o desenvolvimento econômico. Trabalhos recentes do Banco Mundial⁴ mostram que as decisões de investimento do setor privado são afetadas pela previsibilidade e credibilidade das políticas governamentais. Além disso, é comprovado⁵ o papel das instituições na promoção do crescimento econômico.

Dessa forma, a criação de instituições que reduzam os incentivos a práticas oportunistas por parte dos governos é fundamental. Compromissos com organizações como a Organização Mundial do Comércio ou através de acordos bilaterais como o Mercosul ou Nafta são formas de garantir o comprometimento dos governos com o processo de abertura da economia.

Processos de privatização de serviços públicos que foram acompanhados de reformas regulatórias e criação de agências específicas aumentaram os

³ Discutiremos esse assunto mais profundamente nas próximas seções

⁴ Ver Brunetti et al. (1997) – World Bank Survey

⁵ Ver Knack e Keefer (1995 e 1997) e Brunetti et al. (1997)

incentivos para a participação do capital privado, já que forneceram regras claras e garantias de rentabilidade em setores onde normalmente o Estado era o único provedor.

Finalmente, instituições que tragam credibilidade às políticas públicas de estabilização de preços têm sido implementadas em vários países, com destaque para a criação de mecanismos institucionais para a prática da política monetária, que foram implementados através de reformas legais ou até constitucionais. Além disso, vários países (como o Brasil) adotaram regras de política fiscal que determinam o nível de endividamento do setor público, definem a forma de atuação dos governos e proíbem a prática de políticas fiscais irresponsáveis.

Instituições e seus Efeitos sobre a Credibilidade das Políticas

"Institutions are a set of humanly devised behavioral rules that govern and shape the interactions of human beings, in part by helping them to form expectations of what other people will do"

Lin e Nugent (1995)

Já sabemos que a adoção de regras é uma das soluções para evitar que a liberdade de ações dê margem a que os governos alterem *ex-post*, o curso das

políticas macroeconômicas. O desenho institucional evidencia alguns aspectos fundamentais das regras do jogo, que depois de implementados não podem ser facilmente alterados.

Dessa forma, tudo o mais constante, a credibilidade de uma regra está associada ao fato de ser clara e observável *ex-ante* e o mais irreversível possível *ex-post*.

O grau de irreversibilidade de uma regra está relacionado com o chamado custo de saída, que nada mais é do que a perda de credibilidade associada à mudança da regra. Por exemplo, uma vez que é delegada a independência para o Banco Central, existirá um custo de perda de credibilidade para o governo que resolver alterar o que já foi estabelecido. No limite, quanto mais irreversível for a regra, quanto maior for seu custo de saída, mais credibilidade deverá angariar. Na vida real, no entanto, dadas as limitações a que estão sujeitos os governos, existirão provavelmente diferentes graus de irreversibilidade para as regras, que trarão, por sua vez, diferentes graus de credibilidade às políticas.

Uma importante consideração a ser feita quando da adoção de uma política de regras é a perda de flexibilidade que acarreta. Isso porque a adoção de políticas discricionárias permite acomodar a ocorrência de acontecimentos inesperados. No caso da adoção de regras, essa flexibilidade é perdida, já que é praticamente

impossível prever ex-ante todos os acontecimentos que irão ocorrer durante o período de existência da regra ou compromisso.

A existência de cláusulas de escape previamente definidas quando da adoção da regra poderia resolver em parte o problema da perda de flexibilidade, mas com a possível consequência de, muito provavelmente, reduzir o nível de credibilidade. Existe, portanto, um trade-off credibilidade x flexibilidade que tem de ser resolvido caso a caso de acordo com a necessidade percebida de angariar credibilidade versus maior ou menor desejo de possuir flexibilidade. Da mesma forma, existe um trade-off entre reversibilidade x credibilidade.

Posen (1993) e McCallum (1996) são críticos formais desse tipo de abordagem institucional, pois defendem que os arranjos institucionais não corrigem o problema da inconsistência dinâmica, apenas o realocam. Isso porque a adoção da regra em si não seria suficiente, sendo necessária a garantia de que a regra não será mudada, ou de que será seguida, o que significa que a credibilidade será dada pela capacidade de se fazer cumprir (enforcement) a regra e não pela adoção da regra em si.

A crítica é correta, pois sempre pode haver uma tentação de renegar a regra. Mas mesmo assim, críticas como essas podem levar a um problema de

regressividade infinita⁶. No limite quem garantirá a capacidade do governo de poder fazer cumprir a regra?

Uma saída é analisar todo o sistema institucional existente, para avaliar a capacidade de cumprimento da regra ou compromisso que está sendo assumido. Especialmente em sociedades onde o cumprimento das regras não é prática comum, apenas o estabelecimento da regra não será, provavelmente, suficiente para angariar credibilidade. Nesse caso, será a capacidade de fazer com que a regra seja cumprida que será o fator que estará sendo avaliado.

Aqui gostaria de retomar a discussão sobre confiança ocorrida em capítulos anteriores. Existem diferentes graus de confiança em diferentes tipos de sociedades. Um elevado grau de confiança inicial torna a adoção da regra mais crível e provavelmente exige um menor grau de irreversibilidade e inflexibilidade. Mesmo porque, muito provavelmente, esta sociedade deva ter uma melhor capacidade de forçar o cumprimento das regras.

Baixos graus de confiança inicial exigirão elevados níveis de irreversibilidade e pouca flexibilidade da regra a ser adotada, além de uma grande capacidade de forçar o cumprimento da regra estabelecida. Lembrando da discussão sobre reputação, um governo visto como fraco terá de implementar políticas econômicas mais duras para angariar credibilidade. Sociedades com baixo nível

⁶ Este termo é utilizado por Buchanan e Tullock (1962) na discussão sobre o fato de ao impor uma regra para o processo de decisão constitucional, temos sempre que perguntar: como a regra é ela mesma escolhida?

de confiança terão de incorporar em suas regras uma maior irreversibilidade e pouca flexibilidade para poderem angariar credibilidade.

Deve ser reconhecido, no entanto, um aspecto de certa forma contraditório quando defendo a necessidade de inflexibilidade das políticas de compromisso. Isso porque existe o argumento de que essa inflexibilidade pode ser irrealista em vista das restrições a que os governos estão muitas vezes sujeitos. O resultado de uma regra muito inflexível poderá ser a perda de confiança, ao invés de seu aumento. O argumento aqui é o mesmo do capítulo 3: se uma regra é vista como impossível de ser cumprida ela não terá credibilidade. Portanto, é preciso reconhecer que existe um aspecto subjetivo na decisão de quanta flexibilidade deve ser imposta à política de regras, que será dependente do ambiente onde estará sendo implementada a política.

Dois exemplos podem ser discutidos aqui. O primeiro é o caso brasileiro depois da adoção do modelo de metas de inflação e o segundo e a política de fixação do câmbio pela Argentina no início dos anos 90⁷

No Brasil o modelo de metas de inflação foi implementado logo depois da desvalorização cambial de 1999, que foi entendida pela população como uma grande mudança de regra. O ambiente de credibilidade, estava, portanto, afetado negativamente pelo evento. A questão da definição da meta tem de ser

⁷ Ambos os episódios estarão sendo discutidos com mais detalhes no capítulo 5 .

entendida por esse aspecto, foi feita num ambiente adverso, afetado por uma recente e significativa mudança de regra.

A escolha da variação anual do IPCA (índice de preços ao consumidor ampliado calculado pelo IBGE) e a inexistência de cláusulas de escape foi a solução necessária para minimizar problemas de credibilidade. Isso porque a adoção de um índice core (procedimento utilizado em muitos países que adotam o sistema de metas de inflação), para isolar a meta de influências indesejadas, e a adoção de cláusulas de escape, que deixassem margem de manobra para a política monetária no caso da ocorrência de choques imprevistos, foram vistos como mecanismos que dificultariam a construção da credibilidade naquele momento.

A adoção de um índice core como meta foi inviabilizada pela possível conexão que os agentes iriam fazer com os vários planos de estabilização que haviam ocorrido em anos passado, que acabaram fazendo expurgos nos índices de inflação, impondo perdas nos contratos e nas aplicações financeiras. Por outro lado, como a confiança inicial era muito baixa, a adoção de cláusulas de escape poderia ser entendida como uma sinalização que o comprometimento do governo não era total.

No caso da Argentina, depois de passar por dois episódios de hiperinflação em pouco espaço de tempo, a confiança na moeda e nas instituições monetárias

estava praticamente destruída. O modelo de câmbio fixo, implementado no início dos anos 90, é uma das regras de política monetária que podem ser adotadas para angariar confiança⁸. Mas no caso argentino, o nível de confiança parecia ser tão precário, que foi preciso incluir o compromisso da paridade da moeda nacional ao dólar na Constituição do país, o que aumentou sobremaneira o grau de irreversibilidade e elevou significativamente o custo da mudança.⁹

Leis e Credibilidade

A irreversibilidade da adoção de uma regra está relacionada, como vimos acima, com o custo de quebra do compromisso. Nesse caso, regras que têm apoio em mecanismos legais ou se transformam em leis têm uma vantagem sobre aquelas que estão embasadas em outros tipos de mecanismos. Existem algumas diferenças importantes que listaremos a seguir.

A primeira diferença é que leis possuem penalidades atachadas, de forma que existem custos explícitos de não cumprimento. Em segundo lugar, o não cumprimento da lei é mais visível e, portanto, existe uma melhor capacidade de monitoramento. Aqui retornamos ao conceito de visibilidade discutido no capítulo

⁸ Ver discussão mais detalhada sobre o modelo no capítulo 4

⁹ A Argentina rompeu a paridade do peso com o dólar em janeiro 2002, depois de três anos de recessão e depois da renúncia do presidente eleito em 1999 – Fernando De LaRúa. O Congresso teve de se reunir às pressas para mudar a Constituição e permitir a flutuação do peso. Além das conseqüências econômicas devastadoras, os efeitos do rompimento institucional sobre o nível de confiança nas instituições foram também significativos, com uma perda total de credibilidade dos políticos, que em alguns casos chegaram a ser agredidos nas ruas nos meses que se seguiram à desvalorização do peso.

3, onde uma maior visibilidade do compromisso melhora a capacidade de monitoramento e torna a saída mais custosa.

Um terceiro aspecto importante que angaria credibilidade às políticas adotadas na forma de leis está relacionado com a existência de mecanismos formais, definidos anteriormente, para que sejam efetuadas mudanças ou emendas na forma da lei. Assim, procedimentos específicos, prazos de tramitação e discussão e exigência de consenso político, são alguns dos procedimentos que devem ser seguidos para que haja mudança na lei, o que acaba dificultando e elevando o custo da quebra do compromisso.

Em resumo, para entender porque a adoção de uma regra na forma de uma lei pode angariar maior credibilidade, é preciso perceber quais são os mecanismos que garantem a sua força. Ou seja, quais são as penalidades ou custos associados ao não cumprimento da lei e quais são os custos e procedimentos formais associadas à sua mudança ou abandono.

Finalmente, um último aspecto que merece ser discutido é o de como a separação de poderes entre Executivo, Legislativo e Judiciário pode trazer credibilidade às leis, especialmente às leis constitucionais. Conhecido informalmente como "*cheks and balances*", a separação de poderes tem o propósito de limitar o poder de instâncias de governo e, ao mesmo tempo, do governo como um todo.

A separação de poderes tem assim, a função de limitar o poder do governo ao determinar os procedimentos para que algumas decisões tenham de ser aprovadas por mais de uma instância. Existem várias análises da influência da divisão de poderes sobre os resultados econômicos e de como ela é necessária para disciplinar os "policymakers".¹⁰

No entanto, o aspecto que queremos discutir aqui é o de como a divisão de poderes pode ser um pré-requisito para a adoção de compromissos ou regras.

Segundo Elster (1995), um ditador que tenha todos os poderes não pode adotar uma regra que tenha credibilidade, porque não existem outras instâncias que o impeçam de interferir ou romper o compromisso. Ou, de outra forma, não há possibilidade de um pré-comprometimento que tenha credibilidade porque não há nenhuma limitação possível à sua capacidade de impor ou extinguir regras. Dessa forma, a credibilidade das regras estará em parte relacionada com o nível de democracia e representatividade existente nas sociedades.

¹⁰ Ver Persson, Roland and Tabellini (1997)

Mudanças Institucionais: Como Acontecem e Qual a sua Influência
Sobre a credibilidade?

"A Society's institutional arrangements are often the outcome of strategic distributive conflicts among different social groups" Pranab Bardhan - The Nature of Institutional Impediments to Economic Development - 1997

Embora a previsibilidade e a estabilidade das instituições seja um aspecto extremamente relevante para que possam cumprir os papéis descritos em sessões anteriores, a necessidade de adaptação às mudanças sociais, tecnológicas, externas, etc.. não pode ser desprezada. Além disso, em muitos casos, especialmente nos países em desenvolvimento, as instituições são ineficientes na promoção dos incentivos corretos e necessitam evoluir. Portanto, entender os fatores que promovem as mudanças são importantes, até mesmo porque estas mudanças podem e geralmente elevam o nível de credibilidade das instituições.

O aumento na demanda por mudanças institucionais pode vir de várias fontes: da área política, de inovações tecnológicas, de choques externos, desastres naturais, etc.. Uma das fontes de mudança mais poderosa tem sido a globalização. O aumento da interação econômica com o resto do mundo tem levado muitos países a perceber que sua competitividade internacional pode ser

criticamente afetada pela qualidade das suas instituições e, portanto, têm tentado promover mudanças para adequá-las à nova realidade.

Segundo North (1990), no longo prazo o principal fator que impulsiona a mudança institucional é o aprendizado social ou a acumulação de conhecimentos. Ao longo do tempo, os atores sociais avaliam o funcionamento das instituições baseados em suas próprias experiências. O conhecimento acumulado auxilia os atores a desenvolver regras mais efetivas, além de capacitá-los para identificar novos problemas que requerem soluções institucionais.

Sem aprendizado social, os países podem ficar presos por décadas em um equilíbrio perverso caracterizado por instituições de baixa qualidade, baixa acumulação de conhecimento e modesto crescimento e mudança institucional. Assim, o papel do aprendizado social na mudança institucional aponta para a importância crucial da educação. Ao longo do tempo, será a educação que garantirá a capacidade de aprendizado social e terá papel fundamental na promoção de uma estrutura institucional adaptada às necessidades sociais.

Existem, porém, vários outros fatores que determinam mudanças institucionais. Dada a complexidade do assunto, eu me concentrarei aqui nos aspectos político-econômicos que aumentam a probabilidade de que a mudança institucional acabe ocorrendo.

Mudanças Institucionais e os Conflitos entre Ganhadores e Perdedores

Para entender porque e como as mudanças institucionais acontecem, é necessário entender quais atores sociais e quais interesses estão envolvidos. É indispensável saber quais recursos – financeiros, organizacionais e políticos – eles têm à sua disposição. E é preciso avaliar quem ganha e quem perde com o atual estado das coisas, e quem será ganhador e perdedor após a mudança ocorrer.

Podemos definir os arranjos institucionais como o resultado da distribuição estratégica de conflitos entre os diferentes grupos sociais¹¹. O conflito distributivo entre os vários grupos de interesse é, assim, um importante determinante da mudança institucional.

O padrão de distribuição dos custos e benefícios de uma mudança institucional influencia a probabilidade de que esses grupos de interesse ajam coletivamente para apoiar ou rejeitar a mudança. Olson (1965) identificou a probabilidade de um grupo de interesse ser formado e também sua eficácia na defesa de seus interesses. De maneira geral, os custos da ação coletiva estão associados aos recursos necessários para perseguir o objetivo desejado e também aos custos de monitoramento dos participantes para evitar a participação de caronas (free riders).

É bastante provável¹², que reformas que beneficiam um grande número de pessoas, mas têm efeitos negativos sobre grupos específicos, sejam mais difíceis de serem implementadas. Quando os benefícios estão dispersos, eles parecerão pequenos em comparação aos custos da ação coletiva, de forma que o apoio às reformas tenderá a ser fraco e pouco articulado. Por outro lado, os perdedores terão ganhos maiores do que seus custos para se opor à reforma e agirão coletivamente como um grupo de interesse organizado.

Olson (1965) chamava de “grupos de interesse latente” aqueles grupos de indivíduos ou organizações que têm um interesse comum, mas são incapazes de se organizar como um efetivo grupo de interesse. Apesar de potenciais beneficiários de mudanças institucionais, os custos da ação coletiva podem ser altos demais ou pode haver falta de informação ou de conhecimento sobre os detalhes específicos de como participar do debate político.

Esses grupos de interesse latente parecem ser numerosos nos países em desenvolvimento, devido a vários fatores, incluindo desigualdade na distribuição de renda e riqueza e baixo nível educacional. No caso da América Latina, muitos desses grupos têm sido controlados através de políticas clientelistas, que evitaram por muito tempo o desenvolvimento de uma organização política mais eficiente.

¹¹ Ver Bardhan (1997)

¹² Ver Becker 1983

A principal preocupação então, é como construir uma coalizão pró-reforma institucional em países ou setores específicos. A conclusão geral é que parece ser necessária a existência de um esquema de compensação para perdedores e ganhadores com as mudanças, de forma a reduzir a oposição e aumentar sua base de apoio¹³.

Essas compensações podem tomar várias formas, mas no fundo serão quase sempre bancadas com recursos fiscais ou serão benefícios políticos. Alguns exemplos são subsídios ou compensações fiscais para os perdedores ou algum tipo de ganho político ou incorporação de líderes dos grupos de oposição ao governo.

Ainda assim, obter apoio pode não ser uma tarefa fácil quando existe um diferencial de tempo entre os custos e os benefícios das reformas. Quando os benefícios das mudanças institucionais são aparentes apenas após um longo período de tempo e os custos começam a ser sentidos imediatamente pelos grupos de interesse, construir um esquema de compensação pode não ser uma tarefa trivial.

Outro problema que deve ser enfrentado é a chamada inconsistência intertemporal, que ocorre quando os elementos do pacote de reformas ou as compensações envolvidas não têm credibilidade ao longo do tempo. Isso faz

com que potenciais grupos de apoio se retirem do cenário porque não há confiança no esquema proposto, o que reduz a probabilidade da mudança institucional.

Por último, não deve haver incerteza sobre quais são os benefícios das reformas, porque, de outra forma, os potenciais ganhadores podem negar seu apoio e talvez inviabilizar sua ocorrência.

A Organização Política e as Mudanças Institucionais

A organização formal do governo também afeta a possibilidade de mudanças institucionais. As Constituições e outras regras políticas formais podem determinar a forma de funcionamento do sistema de "Checks and Balances" entre as diferentes esferas do governo, podem afetar a estrutura do sistema político em termos de número e composição de partidos e podem definir também quais os atores específicos que irão controlar as reformas institucionais. O Judiciário, o Executivo, o Legislativo e a Burocracia são as organizações governamentais que normalmente irão interagir no processo de mudança institucional.

Ainda mais importante, é o fato de que a Constituição determina também qual é o grau de poder que o representante eleito, no caso o Presidente¹⁴, tem para

¹³ Ver Edwards e Lederman 1998 para maiores detalhes

¹⁴ Nos deteremos aqui na análise do sistema presidencial pois não é nosso objetivo estender a discussão para outras formas de sistema político

efetivamente promover a mudança institucional. Há uma grande diferença entre os países nos poderes que são outorgados aos Presidentes, que vai desde quais são as possibilidades da utilização do poder de veto até a capacidade de impor um decreto sem aprovação do Congresso. Além disso, o poder relativo de um Presidente também está relacionado com o apoio que pode obter no Congresso. Como resultado, será a combinação dos poderes formais do Presidente com seu apoio no Congresso que ditará sua habilidade de efetuar mudanças, inclusive reformas nas instituições.

A natureza do relacionamento Executivo-Legislativo pode também ser um importante elemento para possibilitar reformas. É importante que haja uma estrutura de incentivos que funcione de forma a harmonizar os interesses de sobrevivência política no curto prazo, que são aqueles que geralmente movem os políticos, com o "interesse público", com o desejo de promover objetivos sociais e mudanças institucionais mais abrangentes.

A estrutura de funcionamento dos partidos políticos é outro importante fator envolvido na capacidade de geração de mudanças institucionais. Chamados na literatura política de "agregadores de interesses", os partidos podem facilitar a adoção e a implementação de políticas públicas, porque acabam dominando interesses menores de outros grupos sociais. Esta é uma função crucial dos partidos políticos, porque eles têm as condições de harmonizar os interesses muitas vezes contraditórios de grupos da sociedade civil. Além disso, os partidos

políticos também oferecem “lentes” e molduras ideológicas através das quais os atores podem conhecer e entender os detalhes mais complexos das reformas, o que facilita a coleta de apoio às mudanças.

Mas nem sempre, e quase nunca em países em desenvolvimento, os partidos ou o sistema político funcionam como verdadeiros agregadores de interesses¹⁵. Segundo o Banco Mundial algumas das razões são: sistemas eleitorais ou formas de representação que não estimulam a disciplina partidária; sistemas com partidos que representam relativamente pequenos grupos de interesse e não largos aspectos sociais ou partidos com estruturas internas de poder que privilegiam o aparecimento de oligarquias partidárias.

Assim, é uma importante questão na capacidade dos países de promoverem reformas institucionais a forma com se dá a participação dos partidos políticos. Sem a agregação natural de interesses que é sua tarefa, fica bem mais difícil a ocorrência de mudanças institucionais, especialmente se estas ferirem interesses de grupos bem organizados.

Esse pequeno overview sobre quais os fatores envolvidos nas mudanças institucionais é importante para que possamos entender porque muitas vezes os países não conseguem fazer com que suas instituições evoluam. As mudanças

¹⁵ Em estudos do Banco Mundial sobre o tema, o Brasil é dado como exemplo de fragmentação partidária. Os líderes partidários tem pouco controle sobre seus membros e os representantes do Congresso passam boa parte de seu tempo em políticas clientelistas. Além disso, os partidos raramente são organizados ao redor de questões nacionais

nas instituições monetárias estão sujeitas a todos os constrangimentos descritos acima. O caso da independência do Banco Central no Brasil ilustra bem todo o conflito com grupos de interesse, falta de valores próprios dos partidos e falta de poder constitucional do Presidente e apoio no Congresso para promover a mudança. No caso dos partidos, existe a incapacidade de agregar os interesses envolvidos e de funcionar como uma lente que reduza a complexidade do assunto, para que a população civil possa se posicionar e até agir coletivamente para aumentar o apoio à proposta. É aparente também, a predominância de interesses de curto prazo (manter o maior controle possível sobre o Banco Central e sobre a política de juros) contra o objetivo maior de perseguir a estabilidade monetária de longo prazo.

Conclusão

Instituições são as regras formais ou informais que moldam o comportamento dos indivíduos e das organizações na sociedade e os mecanismos que garantem que essas regras serão cumpridas (mecanismos de “enforcement”). Dessa forma, elas definem os resultados sociais que emergem das ações individuais dos agentes.

A adoção de regras ou instituições é uma das soluções para evitar que a liberdade de ações dê margem a que os governos alterem *ex-post*, o curso das políticas macroeconômicas.

A credibilidade de uma regra está associada ao fato de ser clara e observável *ex-ante* e o mais irreversível possível *ex-post*. O grau de irreversibilidade é função do custo de saída, que nada mais é do que a perda de credibilidade associada à mudança da regra. No limite, quanto mais irreversível for a regra mais credibilidade deverá angariar. Na vida real, no entanto, dadas as limitações a que estão sujeitos os governos, existirão provavelmente diferentes graus de irreversibilidade para as regras, que trarão, por sua vez, diferentes graus de credibilidade às políticas.

A irreversibilidade da adoção de uma regra está relacionada, como vimos acima, com o custo de quebra do compromisso. Nesse caso, regras que têm apoio em mecanismos legais ou se transformam em leis têm várias vantagens: a primeira é que leis possuem penalidades atachadas, de forma que existem custos explícitos de não cumprimento. Em segundo lugar, o não cumprimento da lei é mais visível e, portanto, existe uma melhor capacidade de monitoramento. Um terceiro aspecto está relacionado com a existência de mecanismos formais, definidos anteriormente, para que sejam efetuadas mudanças ou emendas na forma da lei. Procedimentos específicos, prazos de tramitação e discussão e exigência de consenso político, são alguns dos parâmetros que devem ser seguidos para que haja mudança na lei, o que acaba dificultando e elevando o custo da quebra do compromisso.

Uma importante consideração a ser feita quando da adoção de uma política de regras é a perda de flexibilidade que acarreta. Isso porque a prática de políticas discricionárias permite acomodar a ocorrência de choques inesperados. No caso da adoção de regras, essa flexibilidade é perdida, já que é praticamente impossível prever ex-ante todas os acontecimentos que irão ocorrer durante o período de existência da regra ou compromisso. Existe, portanto, um trade-off credibilidade x flexibilidade, que tem de ser resolvido caso a caso, de acordo com a necessidade percebida de angariar credibilidade versus maior ou menor desejo de possuir flexibilidade.

Finalmente é preciso entender quais fatores influenciam a mudança institucional. Para North (1990), no longo prazo o principal fator que impulsiona a mudança institucional é o aprendizado social ou a acumulação de conhecimentos. Entretanto, outros fatores como os conflitos de interesse entre grupos organizados e a forma de organização política das sociedades também são importantes determinantes da mudança institucional.

Assim, embora as instituições tenham a reconhecida qualidade de prover os incentivos corretos para que as políticas adotadas angariem credibilidade, muitas vezes existem impedimentos estruturais nas sociedades para que a mudança institucional ocorra ou ainda existem limitações ao perfeito funcionamento das regras, de forma que papel institucional fica prejudicado. Uma dessas limitações é o baixo nível de confiança existente em algumas

sociedades, que exige a implementação de compromissos muito inflexíveis e com alto custo de saída, que muitas vezes são incapazes de serem cumpridos até por governos bastante comprometidos com as políticas adotadas.

5. INSTITUIÇÕES PARA A PRÁTICA DE POLÍTICA MONETÁRIA

Neste capítulo discutiremos vários arranjos institucionais que foram sendo desenhados ao longo do tempo para lidar com a questão da credibilidade da política monetária. Em várias ocasiões estaremos utilizando os conceitos discutidos nos capítulos anteriores.

Os arranjos variam, por exemplo, no grau de flexibilidade e reversibilidade. É interessante notar que o arranjo institucional mais recente (tem apenas um pouco mais de uma década de vida) discutido neste capítulo, o modelo de metas de inflação, tenta combinar a rigidez do compromisso com a estabilidade de preços, com a flexibilidade de instrumentos e prazos para perseguir a meta estabelecida. Não deixa, assim, de ser um produto da evolução da discussão teórica das últimas décadas e uma tentativa de conciliar as vantagens da discricionariedade com a credibilidade angariada pelo compromisso.

Regimes Monetários – Uma Perspectiva Histórica

Segundo Bordo e Schwartz (1997) regimes monetários são um conjunto de arranjos monetários e instituições, acompanhados por um conjunto de expectativas – expectativas do público a respeito das ações dos formuladores de política e expectativa dos formuladores sobre a reação dos agentes às suas políticas.

Dois tipos de regimes prevaleceram ao longo da história: um baseado na conversibilidade em uma commodity, geralmente ouro, e outro baseado apenas em autoridade (fiat). O primeiro foi, segundo Friedman (1992) a regra durante quase toda a história econômica conhecida. Funcionou de maneira intermitente durante o século passado, até ser extinto em 1971 quando a conversibilidade do dólar em ouro foi rompida pelos Estados Unidos.

A partir de então, os regimes monetários passaram a se basear em autoridade, ou seja, na condição legal e única do governo de emitir moeda sem lastro. Esse tipo de norma prevalece até os dias de hoje, mas tem uma curta história se comparada como o modelo anterior. Ainda segundo Friedman (1992): "o desafio é achar um substituto para a conversibilidade, que sirva para a mesma função: mantenha pressão no governo evitando que este use a inflação como fonte de receita....é preciso achar uma âncora nominal para o nível de preços, para substituir a limitação física fornecida pela commodity monetária".

Friedman (1992) também lembra que os países desenvolvidos se saíram relativamente bem na construção de instituições monetárias e fiscais que garantam a estabilidade de preços. Nas próximas seções mostraremos os arranjos monetários mais importantes desenvolvidos nos últimos 40 anos.

Um aspecto importante da discussão que será feita a seguir está relacionado com a escolha do arranjo externo que existe na economia: se a taxa de câmbio é fixa, flutuante ou flutua em níveis intermediários entre os dois extremos.

Assim, começaremos nossa exposição dos arranjos monetários discutindo a regra de fixação da taxa de câmbio como forma de controlar a inflação, para depois mostrarmos, nos próximos segmentos, arranjos monetários que funcionam com regimes que podem possuir diferentes graus de flexibilidade na taxa de câmbio.

Adicionalmente, discutiremos a independência do Banco Central como um arranjo monetário isolado, mas sabemos que ao longo dos últimos anos vários bancos centrais independentes adotaram modelos de regras, abandonando a discricionariedade.

Fixação da Taxa de Câmbio

A fixação da taxa de câmbio como forma de ganhar credibilidade pode ser analisada no contexto regra x flexibilidade discutido no capítulo anterior. Quanto mais rígido o compromisso com a taxa de câmbio fixa, ou quanto menor a flexibilidade do arranjo cambial maior seria sua credibilidade como instrumento de controle inflacionário.

A ênfase no trade-off credibilidade x flexibilidade levou à consideração de dois tipos extremos de regime cambial: um de taxa de câmbio totalmente flexível com mínima intervenção do Banco Central, com algum arranjo de política monetária que fornecesse uma âncora nominal, e um segundo onde a taxa de câmbio seria totalmente fixa.

A pouca flexibilidade do sistema de câmbio fixo traria um maior grau de credibilidade, porque nesse modelo as autoridades seriam sempre mais disciplinadas, especialmente na política fiscal. A maior disciplina, associada ao fato de que a taxa de câmbio nunca seria alterada traria maior credibilidade e uma menor taxa de inflação.

Já no regime de taxa totalmente flutuante, o país poderia ter uma política monetária independente, com maior flexibilidade para acomodar choques

externos e internos, mas teria o custo de alguma perda de credibilidade e, portanto, uma inflação mais elevada.

Nos anos 90, vários países em desenvolvimento adotaram, em maior ou menor grau, políticas de fixação da taxa de câmbio visando o maior controle da inflação. O exemplo extremo foi a Argentina, que fixou e incluiu na Constituição a paridade de 1 para 1 de sua moeda com o dólar americano. O Brasil também fixou a taxa de câmbio em 1994, mas numa forma de compromisso bem mais flexível, que permitiu o abandono gradual da política até a desvalorização mais acentuada em 1999.

O Modelo¹

A análise desenvolvida aqui se baseia na existência de um trade-off entre credibilidade e flexibilidade e assume que um sistema de câmbio fixo permite às autoridades resolver, ao menos parcialmente, o problema da inconsistência intertemporal.

Supomos aqui que a autoridade monetária tenha de escolher entre os regimes de câmbio fixo ou flutuante, assumindo que as autoridades levam em consideração o valor esperado da função de perda nos dois regimes.

¹ Esta seção é baseada em Edwards, S. – The determinants of the Choice between Fixed and Flexible Exchange Rate Regimes (1996)

A função de perda é definida como:

$$\Lambda = E(\pi^2 - \mu(U - U^*)^2); \mu > 0 \quad (11.0)$$

Que é quadrática e dependente da inflação ao quadrado π^2 e do quadrado dos desvios do desemprego U em relação a meta U^* .

A equação abaixo mostra que a taxa de desemprego observado U , estará abaixo da taxa natural U^* se a inflação exceder o aumento dos salários $(\pi - \omega) > 0$ e se os choques externos χ estiverem abaixo da média χ^*

$$U = U^* - \Theta(\pi - \omega) + \psi(\chi - \chi^*); \quad V(\chi) = \sigma^2 \quad (12.0)$$

A variável χ pode ser interpretada como uma composição de choques nos termos de intercâmbio e nas taxas de juros mundiais.

A equação 13 abaixo é nossa conhecida premissa de que a taxa de desemprego U^* está abaixo da taxa natural U^*

$$U^* < U^* \quad (13.0)$$

A equação 14 determina que os agentes são racionais ao definir os aumentos salariais ($\alpha < 0$):

$$\omega = E(\pi) + \alpha E(\chi - \chi^*) \quad (14.0)$$

Finalmente, temos que a inflação é uma média ponderada da taxa de desvalorização d e da taxa de aumento dos salários ω :

$$\pi = \beta.d + (1 - \beta)\omega \quad (15.0)$$

Num regime de taxa de câmbio fixo $d=0$, enquanto num regime de câmbio flutuante, as autoridades escolhem uma regra ótima de desvalorização.

A solução do modelo depende da seqüência na qual as decisões são tomadas. Os trabalhadores determinam ω antes de observarem χ , $d\omega$ ou π . E o governo, por outro lado, define sua política cambial após ter observado ω e χ . Assumindo que o objetivo do governo é escolher a política cambial para minimizar a equação de perda, temos que a solução, no caso do regime de câmbio fixo é:

$$\pi = 0 \quad (16.0)$$

$$U = U^* + \varphi(\chi - \chi^*)$$

Assim, o resultado mostra que o sistema de câmbio fixo permite ao governo resolver seu problema de credibilidade, pois fornece uma tecnologia de

compromisso. A inflação é zero, mas o desemprego poderá ser maior do que a taxa natural, dependendo de φ .

As soluções no caso do modelo de câmbio flutuante são descritas abaixo:

$$d = \Delta \{ \beta^2 (1 + \Theta^2 \mu) \Theta \mu (U^* - U^{\hat{}}) - \mu \Theta \beta \varphi (\chi - \chi^{\hat{}}) \} \quad (17.0)$$

$$\pi^{Flex} = \pi^{Fixo} - \Theta \mu (U^* - U^{\hat{}}) + \beta^2 \mu \Theta \varphi \Delta (\chi - \chi^{\hat{}}) \quad (18.0)$$

$$U^{Flex} = U^{Fixo} - \beta^3 \varphi \Delta (\chi - \chi^{\hat{}}) \quad (19.0)$$

Onde: $\Delta = [\beta^2 (1 + \mu \Theta^2) - \beta]^{-1}$ que deve ser maior que zero.

A inflação no sistema de câmbio flutuante tenderá a ser maior do que a registrada no modelo de câmbio fixo. Ou seja, se a meta de desemprego for importante, as autoridades serão tentadas a inflacionar a economia. Por outro lado, como já notamos, o desemprego será menor no câmbio flexível se os choques externos ficarem acima da média $\chi^{\hat{}}$.

A Escolha do Regime de Câmbio e a Questão da Credibilidade

Ao escolher o regime de câmbio, as autoridades irão comparar o valor esperado da função de perda em ambos os regimes:

$$K = E(\Lambda^{Flex} - \Lambda^{Fixo}) \quad (20.0)$$

Se $K > 0$, um regime de câmbio fixo será escolhido. Podemos dizer que K é igual a:

$$K = E\left\{(\pi^{Flex})^2 + \mu(U^{Flex} - U^*)^2 - \mu(U^{Fixo} - U^*)^2\right\} \quad (21.0)$$

A expressão é intuitivamente atraente. Ela mostra que a escolha do regime de câmbio vai depender da inflação no regime flutuante (no regime fixo a inflação é zero) e da comparação entre o desemprego (a diferença entre o quadrado dos desvios do desemprego da sua meta). alcançado nos dois regimes.

Com alguma manipulação, a equação acima pode ser escrita como:

$$K = (\Theta U)^2 (U^* - U')^2 - \gamma \sigma^2 \quad (22.0)$$

Onde γ é uma função de $\beta\mu\Theta$ e φ

Para K ser positivo, ou para o regime de taxas fixas ser preferido, o que Edwards (1996) chama de a ambição de desemprego do país $(U^* - U')$ tem de ser grande o suficiente. Mais precisamente, tem que exceder a variância dos choques externos. Por outro lado, se a variância dos choques for muito alta, K pode ser negativo indicando a preferência pelo regime flutuante.

Edwards (1996) argumenta que o modelo acima assume que num regime de câmbio fixo a taxa de câmbio nunca será alterada, o que é uma simplificação. A realidade mostra que os governos podem sempre abandonar o compromisso. Como então ele pode angariar credibilidade?

Romer (1991) defende que o compromisso com o câmbio fixo pode ter mais credibilidade quanto mais aberto for o país que o adota. O argumento é que o custo da desvalorização será alto e o impacto na inflação será grande, se a importância do setor externo na economia for elevada. Frankel (1997) lembra que se o país divide uma moeda comum com seus parceiros, o compromisso de não desvalorizar é quase que absoluto.

Em resumo, a decisão entre os dois tipos de regime e a credibilidade associada à escolha vai depender da aversão do país à inflação, de sua adaptabilidade aos possíveis custos associados de desemprego, do grau de abertura da economia e de sua integração regional.

Resultados Empíricos

Vários estudos comprovaram empiricamente que países com regimes de taxa de câmbio flexível tendem a ter uma inflação mais alta e mais volátil do que a registrada em países com taxas de câmbio fixa².

Rogoff e Reinhart (2002), no entanto, demonstraram recentemente que essa conclusão clássica na teoria não é necessariamente verdadeira.

Os autores mostram que a base de dados do FMI, que foi a fonte de informações básicas para todos os estudos citados anteriormente, tinha problemas de classificação no que se refere a tipos de regimes cambiais. De acordo com os autores, usando-se a classificação antiga, os dados para o período 1971-2001 realmente mostram que o sistema de taxas flutuantes produziu o pior desempenho entre todos os arranjos, com inflação mais alta e menor crescimento. No entanto, após uma nova classificação dos dados, os resultados se inverteram, com os países que adotaram taxas de câmbio flutuantes registrando a menor inflação e uma melhor taxa de crescimento econômico.

À parte essa discussão acadêmica, a verdade é que nos últimos anos um número cada vez maior de países aderiu ao modelo de taxa de câmbio flutuante.

² Ver Edward e Savastano (1999) para um overview

Esse movimento começou nos países desenvolvidos e mais recentemente afetou também os países em desenvolvimento.

Edwards e Savastano (1999) oferecem duas grandes explicações para o fenômeno nos países desenvolvidos. A primeira está relacionada com uma procura por uma maior flexibilidade na política macroeconômica. Dessa forma, os países passaram a, desde a década de 70, dar um peso maior às mudanças nas taxas de câmbio no mix de políticas de ajuste macroeconômico. Uma evidência seriam as largas flutuações cambiais que ocorreram depois da falência do sistema de Bretton-Woods, depois dos choques do petróleo na década de 70 e 80, depois da reunificação alemã nos anos 90 e agora recentemente com a crise nas bolsas americanas e a desvalorização do dólar em relação ao Euro.

Uma consequência indireta dessa tendência à adoção de regimes cambiais mais flexíveis é a redução dos custos políticos (percebidos e reais) de praticar mudanças nas taxas de câmbio. Com essa despolitização, as autoridades econômicas ficaram mais livres para responder de maneira mais flexível a choques adversos.

Uma outra explicação está relacionada com a tensão inerente que existe entre o regime de taxa de câmbio fixa e a mobilidade de capitais. O dramático aumento da mobilidade de capitais elevou enormemente o custo, em termos de produto, das políticas de defesa de sistemas de taxa de câmbio fixo.

Esse fato se tornou especialmente importante para os países em desenvolvimento. As crises cambiais sucessivas registradas na segunda metade dos anos 90 reduziram a atratividade da fixação do câmbio e empurraram grande número de países (o Brasil inclusive) a adotar o regime de câmbio flutuante.

Mesmo assim, o debate continua intenso, pois a questão da credibilidade se tornou ainda mais relevante. Para os defensores da adoção do regime de taxa de câmbio fixo no estilo Currency Board³ em países em desenvolvimento, a grande vantagem do sistema é impedir a existência de déficit público, dada a impossibilidade do financiamento inflacionário. A perda de autonomia monetária é entendida como benéfica, já que na maior parte das vezes esses países são vistos como monetária e fiscalmente irresponsáveis. Existe, assim, um viés político na questão da credibilidade associada a regime de câmbio fixo em países em desenvolvimento.

Edwards (2002) ao analisar o recente colapso do modelo argentino descreve alguns fatores que devem ajudar a reduzir o fascínio exercido pelo regime de câmbio fixo em países em desenvolvimento.

³ Aqui é preciso diferenciar um modelo de câmbio fixo normal de um sistema de Currency Board (CB) – num CB a emissão de moeda só pode acontecer quando existe um aumento de reservas internacionais. A moeda passa a ter um lastro e torna-se, portanto, conversível. O BC não tem controle sobre a política monetária.

Pode haver um regime de câmbio fixo com moeda sem lastro e sem conversibilidade total como ocorreu no Brasil nos primeiros meses do Plano Real. Este é um sistema mais flexível que o CB, mas também com menor credibilidade. Neste caso, o país continua não tendo controle sobre sua política monetária.

Primeiro descreve a questão política envolvida ao relatar a Argentina na década de 90 como "o único país grande a ter um sistema de taxa de câmbio super fixa", o que funcionava como uma bandeira para os defensores do modelo.⁴

Depois, defende que a experiência argentina demonstrou que a existência de um câmbio super fixo não força necessariamente a ocorrência de uma política fiscal austera, como advogado pelo modelo. Por outro lado, torna muito mais complicado resolver a questão da sobrevalorização cambial, com efeitos negativos sobre o crescimento e tendência à estagnação econômica (Edwards lembra que esse assunto foi extensivamente discutido por Keynes em relação a Inglaterra depois da primeira guerra⁵).

Além disso, lembra que o modelo pode também levar a uma dolarização do sistema financeiro, elevando enormemente os custos de uma desvalorização. Lembra que falências bancárias podem ser possíveis mesmo num sistema dominado por bancos estrangeiros, como era o caso da Argentina (onde se acreditava que uma corrida bancária não seria provável).

Apesar de tudo, a experiência argentina moveu muitos defensores do regime de câmbio fixo um grau acima na rigidez do modelo, pois passaram a profetizar as vantagens de uma opção ainda menos flexível: a completa dolarização. O argumento continua o mesmo, maior credibilidade, que viria agora do fato de

⁴ Edwards lembra que Ricardo Hausmann, economista chefe do Banco Interamericano de Desenvolvimento defendeu, em abril de 2001, que outros países como o Brasil e o México deveriam seguir o exemplo da Argentina e adotar um modelo de câmbio fixo no estilo de Currency Board.

que o risco cambial seria completamente eliminado, já que a moeda nacional seria abolida. Para esses teóricos, os países em desenvolvimento não teriam alternativas, porque têm dificuldades em manter sistemas de câmbio flutuante, já que mostram uma tendência conhecida como "*fear of floating*"⁶.

O debate sobre qual é o sistema de câmbio mais adequado, especialmente para países em desenvolvimento, ainda é bastante controverso. Mas continua central em todas as discussões a questão da credibilidade.

A verdade é que estamos ainda no início de uma nova fase, depois de nos últimos anos a quase totalidade dos países em desenvolvimento terem movido seu sistema de câmbio para algum tipo de flutuação. No entanto, já existe o consenso de que o modelo de câmbio flutuante não é uma panacéia. Exige a construção de instituições que, devem, entre outras coisas, trazer credibilidade à política monetária de modo que o câmbio possa flutuar livremente sem causar temores de crescimento da inflação.

Nas próximas seções discutiremos arranjos institucionais onde a âncora está na política monetária, o que, teoricamente, permite que a taxa de câmbio flutue livremente⁷.

⁵ Ver *The Economic Consequences of Mr. Churchill* – Keynes, J.M. - 1925

⁶ A visão mais comum advoga que os países em desenvolvimento não teriam as instituições necessárias para praticar uma política monetária independente num sistema de flutuação cambial (ver Summers 2000, e Calvo e Reinhart 2002). Estudos mostram que a variância da taxa de juros é maior do que a da taxa de câmbio nesses países, o que comprovaria a tese de que existe uma fragilidade que torna a flutuação pura muito custosa (dívidas indexadas, efeitos inflacionários, etc..) ver Edwards (2002) para uma discussão.

⁷ Em várias ocasiões, no entanto, estaremos qualificando esta afirmação, especialmente para países emergentes onde a taxa de câmbio encontra vários impedimentos para flutuar livremente

Meta Monetária

Provavelmente a regra mais conhecida de política monetária, foi criada por Milton Friedman ainda nos anos 60. "The k percent rule", ou a regra que previa um crescimento constante (K) do estoque monetário ao longo do tempo.

Para Friedman, a ênfase na necessidade de uma regra para a política monetária está relacionada com o que chama de alto poder da moeda sobre a atividade econômica. Para ele, a chamada política de sintonia fina é uma missão impossível, já que normalmente a autoridade monetária tem pouco conhecimento sobre como e quando aparecerão os efeitos de sua ação na atividade econômica e no nível de preços. Desse modo, como existe grande incerteza, o mais provável é que a ação da autoridade monetária se transforme apenas numa fonte adicional de perturbação para a economia. Por essa razão, a oferta monetária deveria ser mantida crescendo a uma taxa constante, como forma de minimizar os efeitos nocivos que uma política monetária ativa poderia causar.

Fica clara a grande preocupação em evitar a ocorrência de grandes mudanças nos rumos da política monetária. Segundo ele "minha receita é que a autoridade monetária siga todo o caminho evitando grandes alterações na política monetária ao adotar publicamente a regra de manter uma taxa de crescimento constante na oferta monetária... O valor preciso da taxa de

crescimento é menos importante do que o anúncio da adoção de uma taxa constante e conhecida de crescimento monetário... Dessa forma, a autoridade monetária estaria fazendo uma grande contribuição para evitar a ocorrência seja de inflação ou de deflação de preços”⁸.

A defesa de uma política monetária passiva e a importância primordial da moeda são crenças que derivaram, em grande parte, de estudos históricos nos quais ele e Ana Schwartz relacionaram os fortes crescimentos e as recessões da história econômica americana ao comportamento do estoque monetário. No geral, mostraram que os aumentos da taxa de crescimento monetário produziam forte expansão da atividade e inflação e que os decréscimos no estoque monetário produziam recessão e algumas vezes deflações.⁹

Adicionalmente, Friedman defendia que a grande vantagem da adoção de uma regra de taxa fixa de crescimento da moeda seria sua simplicidade e, portanto, a fácil percepção e controle por parte dos agentes econômicos, além da completa minimização do espaço discricionário das autoridades monetárias.

Friedman é ainda mais crítico com o uso de taxa de juros como instrumento monetário, já que o nível dos juros seria, para ele, um indicador totalmente enganoso sobre o estado da política monetária.

⁸ Friedman, M. – The Role of Monetary Policy - 1968

⁹ Ver Friedman, M e Schwartz, A. - A Monetary History of the United States. 1867-1960

Em última instância, a política proposta por Friedman visava reduzir drasticamente a capacidade do Banco Central de praticar uma política discricionária. Friedman é, inclusive, conhecido crítico da independência do Banco Central. Ainda nos anos 60/70 declarou temer que a instituição monetária ficasse dependente de "homens" e não de "leis", o que a tornaria suscetível a "acidentes de personalidade", ou ainda, que houvesse pouca condição de controle. Chegou a declarar também, o temor de que Bancos Centrais independentes pudessem ficar muito suscetíveis ao ponto de vista dos banqueiros.

Mais recentemente, reviu alguns conceitos em vista da experiência dos países desenvolvidos, mas ainda manteve sua crítica principal, de que se não queremos que a política monetária seja discricionária, fornecer independência ao Banco Central é a forma errada de agir. Ou seja, para ele, a independência é essencialmente um sinônimo para a prática de políticas totalmente sem regras.

Resultados Empíricos

A experiência dos anos 70/80 mostrou que, na prática, a regra proposta por Friedman não era tão simples e fácil de implementar como ele imaginava. Segundo Mishkin (1999), a grande questão estava no fato de que a relação entre as variáveis que se queria controlar (a inflação ou a renda nominal) e os agregados monetários parecia não ser forte e confiável o suficiente para que

houvesse certeza de que os resultados esperados seriam alcançados. Se havia alguma instabilidade na demanda por moeda e, portanto, na velocidade de circulação da moeda¹⁰, a relação entre os agregados monetários e a inflação se enfraquecia, e se criava uma dúvida sobre a eficácia da política de meta monetária¹¹.

Um segundo problema aparecia na dificuldade do Banco Central de efetivamente controlar os agregados monetários. Embora fosse relativamente fácil controlar o crescimento da base, o mesmo não se podia dizer de outros agregados, como M2 ou M3.

Mesmo nos países onde a regra foi implementada com mais seriedade, embora o controle da inflação tenha ocorrido, as metas deixaram de ser cumpridas por longos períodos de tempo, havendo, portanto, explicações adicionais para a serem procuradas,

Na realidade, a experiência mostrou que grande parte dos países que adotaram o modelo nos anos 70 parece não ter sido muito bem sucedido. Segundo Mishkin (1999), especificamente os Estados Unidos, o Canadá e a Inglaterra adotaram regras de meta de agregados monetários, mas de uma maneira pouco

¹⁰ Lembrando que quando a oferta de moeda é igual a demanda temos $M/P = L(i, Y)$, onde $L(i, Y)$ é a demanda por encaixes reais e M/P a oferta real. Temos também que $V = Y_n/M$ onde V é a velocidade renda da moeda e Y_n a renda nominal. Substituindo um pouco entre as equações temos que $V = Y_n/PL(i, Y)$ onde $Y_n/P = Y$ a renda real. Temos então $V = Y/L(i, Y)$ ou a velocidade renda da moeda é afetada pela demanda por encaixes reais.

¹¹ Existem várias explicações para as modificações que ocorreram na demanda por moeda a partir da década de 70. A explicação mais aceita é a de que foram causadas pelas inovações financeiras criadas na

compromissada, já que impuseram metas para vários agregados ao mesmo tempo, não anunciavam as metas em base regular e constantemente deixaram de cumpri-las.

Ainda assim, em 1979, visando combater uma inflação de dois dígitos, o FED, sob o comando de Paul Volcker, mudou a política monetária passando a dar mais ênfase ao crescimento dos ativos monetários. Porém, como a função demanda por moeda continuava se deslocando, havia incerteza sobre qual a taxa de crescimento da moeda que manteria a economia nos trilhos desejados. No final de 1982, o FED anunciou que estava abandonando suas metas de crescimento monetário, até que os deslocamentos na função de demanda por moeda se completassem. Voltou assim, a utilizar a taxa de juros como instrumento monetário. É interessante notar, que a inflação americana caiu a partir de 1982 (a média entre 1982 e 1988 foi de 3,5%) apesar do alto crescimento monetário apresentado pelo M1, de 8,8% a.a.

Ficou claro nos anos 80, que a relação entre agregados monetários e inflação ou renda nominal havia sido rompida e o modelo foi abandonado em vários países. É sintomática a frase atribuída ao então governador do Banco Central do Canadá, Gerald Bouey: "nós não abandonamos o modelo de metas monetárias, ele nos abandonou".

época, que permitiram aos agentes mudar mais facilmente para diferentes tipos de depósitos, ou entre

A Experiência da Alemanha e Suíça

Apenas dois países que adotaram o modelo de metas monetárias na década de 70 o mantiveram até a década de 90: a Alemanha e a Suíça. Mas ainda assim, os modelos adotados estavam muito distantes da regra de crescimento constante da oferta monetária defendida por Friedman. As metas monetárias eram estabelecidas, mas a taxa de juros também era utilizada como instrumento de política monetária.

Em termos de controle da inflação ao longo do período, ambos os países foram bem sucedidos, mas o caso da Alemanha pode ser considerado o de maior sucesso, já que na Suíça, o modelo sofreu várias reviravoltas ao longo dos anos, até ser praticamente abandonado no final dos anos 90.

É importante notar, que nesses países a meta monetária, longe de ser uma regra rígida, foi, na prática, uma política bastante flexível, especialmente na Suíça. Segundo Mishkin (1999) as metas não foram cumpridas em pelo menos metade do tempo, geralmente porque o Bundesbank e o Banco Central Suíço perseguiram outros objetivos, como um maior crescimento ou um nível qualquer de taxa de câmbio. Ainda assim, Clarida e Gertler (1997) demonstraram que o Bundesbank reagia assimetricamente ao não cumprimento das metas monetárias, já que elevava os juros quando o crescimento monetário ficava acima da meta, mas nem sempre o reduzia quando o contrário acontecia.

depósitos e outros ativos, ao mesmo tempo que avançava a integração dos mercados financeiros mundiais.

Para Mishkin (1999) , a fonte do sucesso do modelo nesses países, estava no fato de que sempre demonstraram um forte compromisso em comunicar sua estratégia de política ao público. Como o não cumprimento das metas era constante, era importante comunicar claramente como a política monetária estava sendo direcionada para atingir o objetivo de estabilidade de preços. O esforço era sempre na direção de mostrar o que o Banco Central estava tentando atingir, mesmo que, no curto prazo, as metas estabelecidas para o crescimento monetário não estivessem sendo cumpridas.

Ainda segundo Mishkin (1999) existem duas lições na experiência alemã e suíça com as metas monetárias. A primeira é que a inflação ficou controlada no longo prazo, mesmo que as metas estabelecidas não tivessem sido cumpridas, o que significa que a aderência a uma regra rígida parece não ser necessária para obter um bom desempenho da inflação. A segunda, é que a principal razão porque a meta monetária foi bem sucedida nesses países foi o fato de que os objetivos e as estratégias para alcançar a estabilidade de preços eram claramente declarados pelos Bancos Centrais, de forma a intensificar a transparência da política monetária e evidenciar o compromisso do Banco Central.

Banco Central Independente

Nas últimas duas décadas, a maioria dos países desenvolvidos e vários países em desenvolvimento implementaram reformas institucionais que garantiram aos seus Bancos Centrais mais independência do processo político.

O trabalho de Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983) discutidos no capítulo 2, em conjunto com os achados de Rogoff (1985), sobre os efeitos positivos de ter um Banco Central mais avesso à inflação como um fator a aumentar a credibilidade da política antiinflacionária, são os marcos teóricos que orientaram essas mudanças.

Na prática, têm existido duas formas de conceder independência ao Banco Central: via independência de objetivos, que significa que o Banco Central determina seu objetivo de política monetária e o implementa, ou via independência de instrumentos, que significa que o Banco Central pode usar os instrumentos de política monetária que achar apropriado para perseguir um objetivo que foi determinado por outra esfera do governo.

A independência de objetivos não significa apenas que o Banco Central pode usar todos os instrumentos a sua disposição para atingir a meta que determinou, mas também, que sofrerá menores influências de outras esferas do governo, que terão pouco poder de reverter suas decisões.

Já a escolha da independência instrumental está ligada à questão do controle social. Isso porque um Banco Central com total independência pode escolher um objetivo que não seja igual ao da sociedade, ou seja, pode haver um menor poder de supervisão democrática. No limite, seria muito mais complicado e custoso em termos de credibilidade, reverter uma decisão tomada por um Banco Central totalmente independente.

A independência instrumental resolve este dilema porque a meta é definida por meios democráticos, com o Banco Central possuindo independência de instrumentos para implementá-la. Alguns países que adotaram o modelo de metas de inflação, como o Brasil, seguem esse padrão, onde a meta é determinada pelo governo e implementada pelo Banco Central, embora este não seja independente. Em outros, como a Suécia e Austrália, a meta é definida e implementada pela Autoridade Monetária.

A crítica a independência instrumental está relacionada com a possibilidade de pressões políticas sobre o Banco Central. Além disso, a definição da meta pode ficar sujeita ao chamado ciclo eleitoral, fazendo com que a política monetária acabe perdendo seu objetivo de longo prazo de estabilidade de preços.

Banco Central Independente de Rogoff ¹²

A delegação de autoridade é uma característica dos governos. Rogoff (1985) foi o primeiro a demonstrar de maneira formal, como a delegação da política monetária a um Banco Central avesso à inflação poderia ser uma forma de minimizar o problema da inconsistência intertemporal e mover o equilíbrio para uma solução próxima do "first best"

Considerando novamente uma função de perda social dada por:

$$\lambda_t = \frac{(U_t - \tilde{U})^2}{2} + \Theta \frac{(\pi_t - \tilde{\pi})^2}{2} \quad (1.0)$$

Se a função objetivo do Banco Central for:

$$\lambda_t^B = \frac{(U_t - \tilde{U}^B)^2}{2} + \Theta^B \frac{(\pi_t - \tilde{\pi}^B)^2}{2} + \omega(\pi_t, U_t) \quad (2.0)$$

Onde:

$\tilde{\pi}^B$ = meta de inflação do Banco Central

\tilde{U}^B = meta de desemprego

¹² Essa seção é baseada em Drazen (2000) capítulo 5

Que são duas metas que podem ou não diferir das do governo. Θ^B é o peso que o Banco Central dá para os desvios de inflação em comparação aos desvios de desemprego, que também pode ou não coincidir com o peso da função social. Já $\omega(\pi_t, U_t)$ representa a compensação ao dirigente do Banco Central (central banker), que é função de seu desempenho

Como nos modelos anteriores, o governo escolhe π para minimizar na função de perda sujeita a restrição dada pela Curva de Phillips:

$$U_t = -(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t \quad (3.0)$$

Onde ε_t é um choque de desemprego que é distribuído idêntica e independentemente ao longo do tempo, com média zero e variância σ^2 .

Na análise de Rogoff, um dirigente que prefira $\tilde{\pi}^B = \tilde{\pi}$ e $\tilde{U} = \tilde{U}$, que não tenha incentivo privado e para quem $\Theta^B > \Theta$ é considerado um dirigente conservador.

Derivando o equilíbrio, no qual o governo escolhe a taxa de inflação π_t , depois que o choque ε_t foi observado, um dirigente conservador iria escolher a taxa de inflação:

$$\pi_t = \bar{\pi} - \frac{1}{\Theta^B} U + \frac{1}{1 + \Theta^B} \varepsilon_t \quad (4.0)$$

Onde as variâncias implícitas da inflação e do desemprego são:

$$\text{Var}(\pi) = \left(\frac{1}{1 + \Theta^B}\right)^2 \sigma^2 \text{ e } \text{Var}(U) = \left(\frac{\Theta^B}{1 + \Theta^B}\right)^2 \sigma^2 \quad (4.a)$$

Que são diferentes das socialmente desejadas, que seriam derivadas da equação 1.0, que são:

$$\text{Var}(\pi) = \left(\frac{1}{1 + \Theta}\right)^2 \sigma^2 \quad \text{Var}(U) = \left(\frac{\Theta}{1 + \Theta}\right)^2 \sigma^2 \quad (4.b)$$

Como um dirigente conservador terá a preferência $\Theta^B > \Theta$, provocará uma inflação menor em média e com menor variância, mas às custas de uma maior variância do desemprego.

Esta é a principal implicação da escolha de um dirigente conservador para o Banco Central. Na medida em que a autoridade monetária conservadora é mais avessa a desvios de inflação da sua meta, irá intervir menos para acomodar choques de desemprego.

A escolha de um dirigente conservador também não elimina totalmente o viés inflacionário da política monetária enquanto $\Theta^B < \infty$, ou seja, não atinge um tipo de solução "first-best". Intuitivamente, enquanto a autoridade monetária tiver qualquer incentivo para reduzir a taxa de desemprego abaixo da taxa natural, haverá um viés inflacionário.

Essas duas características, não ser uma solução "first best" e obter uma maior variância do desemprego são relacionadas. Chegar perto da solução "first best" tem o custo de uma maior variância na atividade econômica. No limite, se o governo apontar um dirigente que se importa apenas com a inflação, ou seja, que tenha preferências de $\Theta^B = \infty$, a inflação ótima será atingida com variância zero, mas ao custo de alta variância no desemprego.

Devido ao trade-off entre o nível médio e a variância da inflação e a variância do desemprego ou produto, a indicação de um dirigente conservador para o Banco Central é considerada uma solução imperfeita ao problema do viés inflacionário.

Por essa razão, Svensson e Leiderman (1995) argumentam que a caracterização de um Banco Central conservador como a descrita acima não está correta, sendo mais realista definir um modelo onde o conservadorismo é refletido não em um Θ^B elevado, mas numa baixa meta de inflação π^B . Essa alteração resolveria o problema do viés inflacionário¹³.

Resultados Empíricos

Estudos empíricos¹⁴ mostram que a independência do Banco Central é relacionada com baixa inflação, mas sem registro de piora no desempenho econômico, como sugerido pelo modelo. Não foram encontrados efeitos significativos na variância do produto e, portanto, nenhum trade-off entre baixa inflação e variância do desemprego. Em alguns casos mostrou-se que Bancos Centrais independentes mantêm a inflação baixa mesmo quando existem pressões políticas e orçamentárias desfavoráveis. Alesina e Summers (1993) chegam a afirmar que seria possível solucionar a questão da inconsistência dinâmica sem a adoção de políticas baseadas em regras, apenas isolando o Banco Central de pressões políticas, ou seja, dando a ele independência.

Esses resultados, apesar de serem de certa forma consensuais, não estão imunes a críticas.

Posen (1993) afirma que a correlação entre inflação baixa e Bancos Centrais independentes não é causal. Na verdade, as instituições monetárias seriam endógenas, refletindo a preferência de grupos de poder dentro das sociedades.

¹³ Essa discussão será feita com mais detalhes na seção de metas de inflação.

¹⁴ ver Drazen (2000) capítulo 5 para um overview, mas os últimos estudos disponíveis datam da primeira metade dos anos 90

Dessa forma, países que são avessos à inflação desenvolvem instituições para defender essas preferências. Nesse caso, há um forte apoio à independência do Banco Central, que pode então efetivamente combater a inflação. O argumento aqui não é o de que as instituições não importam, e sim o de que a capacidade dessas instituições em angariar credibilidade está relacionada com o apoio político dado às suas metas. O antigo Banco Central alemão é usado como exemplo, com sua conhecida fobia antiinflacionária refletindo apenas a forte aversão existente na sociedade à elevação da inflação.

É notória, no entanto, a ausência de esforços mais recentes para avaliar mais profundamente os efeitos da independência do Banco Central, com a utilização de diferentes metodologias. Por exemplo, mesmo que a política monetária seja implementada por um Banco Central independente, o objetivo de estabilidade de preços pode ter menos credibilidade porque o governo ainda pode ter um incentivo de criar uma inflação inesperada através de uma política fiscal expansionista. Portanto, haveria ainda inconsistência temporal¹⁵.

Posen (1998) também estudou a relação entre independência do Banco Central e o custo de desinflação. De acordo com a teoria, países com Bancos Centrais mais independentes deveriam ter maior credibilidade e, portanto, menores custos de desinflação. Seus estudos mostraram o contrário: uma significativa relação entre Banco Central independente e custo de desinflação.

¹⁵ Ver Forder (1998) e Hayo e Hefeker (2002)

Mesmo assim, apesar da controvérsia, a verdade é que a importância da independência do Banco Central para a existência de uma política antiinflacionária bem sucedida não pode ser desprezada. Blinder (2001) em seu estudo sobre credibilidade¹⁶ mostra um ranking onde coloca as respostas de teóricos e "policymakers" à questão sobre como construir a credibilidade do Banco Central. O aspecto mais importante considerado por ambos os grupos foi a questão da honestidade, de ter uma história de "fazer o que se disse que iria fazer". Em segundo lugar está a independência do BC, como fator fundamental para obter credibilidade.

Blinder, no entanto, chama a atenção para o fato de que o resultado da pesquisa parece mostrar que um Banco Central independente sem um histórico de sucesso, pode possuir menos credibilidade do que um que não seja independente, mas tenha um bom histórico antiinflacionário.

Nos últimos anos, tem sido comum que a independência do Banco Central seja completada pela utilização de uma política de regras, reduzindo o número de Bancos Centrais independentes que seguem políticas discricionárias.

Banco Central Americano – O Modelo Ideal ?

Não há como negar que o Banco Central americano tem sido o modelo altamente bem sucedido de Banco Central independente que pratica políticas

¹⁶ Blinder 1999

totalmente discricionárias. Sem usar uma política de regra, uma âncora nominal ou uma meta de inflação, ele tem conseguido manter e reduzir a inflação nas duas últimas décadas.

Segundo James Tobin¹⁷ a política monetária americana tem sido, sob a administração Volcker – Greenspan, balanceada e pragmática. Ela tem sido direcionada à redução do desemprego, a diminuição do gap entre o produto atual e o potencial, ao mesmo tempo em que visa estabilizar a inflação. Ele lembra que este é o mandato estabelecido para FED: perseguir o máximo emprego com estabilidade de preços.

No entanto, como lembra Mishkin (1999), a principal deficiência da total discricionariade seguida pelo FED é sua falta de transparência e o fato de que pode tornar-se dependente de preferências, habilidades e honestidade dos indivíduos que comandam o Banco Central. Enquanto a seqüência Volcker-Greenspan tem sido significativamente bem sucedida, nada garante que seus sucessores o serão. Aliás, esta é uma discussão que ganha corpo com a provável aposentadoria de Alan Greenspan em alguns poucos anos. Quem terá a credibilidade de Greenspan para poder substituí-lo? A deficiência do seu arcabouço institucional começa a ser discutida dentro do próprio FED americano.

¹⁷ Tobin, James – Recent Theory and Practice

Além disso, a falta de parâmetros faz com que a análise sobre o desempenho do Banco Central seja prejudicada. Na época em que a economia crescia a taxas elevadas sem inflação, não havia o que cobrar. Nos dias atuais, apesar de ainda gozar de elevada reputação, é inegável o aumento da desconfiança por parte dos agentes na incapacidade do FED de resolver a contento a atual situação econômica.

Por todas essas razões, vários economistas entre eles Mishkin (1999) advogam que o FED americano deveria se engajar numa política de meta de inflação, de modo a "despersonalizar" a política monetária americana. Para ele, apesar dos sucessos anteriores, nada garante que o rumo não seja perdido, como ilustra a experiência dos anos 70. Segundo ele, "a adoção de um modelo de metas faria com que o cumprimento do objetivo de estabilidade de preços se desse com menos dependência da competência e convicção de alguns poucos indivíduos".

Contratos de Incentivo

O principal argumento aqui é o de que se for possível estruturar um contrato que afete diretamente os incentivos enfrentados pela autoridade monetária ao escolher quando inflar a economia será possível lidar com o viés inflacionário e ao mesmo tempo deixar o Banco Central livre para responder a choques inesperados.

A existência de uma penalidade ou ganho financeiro relacionado ao desempenho do dirigente do Banco Central no controle da inflação, que seria especificado através de contrato entre o governo e o Banco Central, poderia resolver o problema do viés inflacionário.

Formalmente, teríamos uma função de perda social igual a que vimos nas seções anteriores, mas com a adição de um incentivo onde o payoff da Autoridade Monetária seja dependente da inflação ocorrida.

Mais especificamente, o payoff deve ser linear ao desvio da inflação atual em relação à meta da sociedade, de forma que:

$$\lambda^B_t = \frac{(U_t - \tilde{U}^B)^2}{2} + \Theta \frac{(\pi_t - \tilde{\pi}^B)^2}{2} + \omega^0 \times (\pi_t - \tilde{\pi}) \quad (9.0)$$

Onde ω^0 é um coeficiente a ser determinado

Minimizando a equação acima sujeita novamente a curva de Phillips descrita em 6.0 teremos que:

$$\pi_t = \tilde{\pi} - \frac{\omega^0}{\Theta} - \frac{\tilde{U}}{\Theta} + \frac{1}{1+\Theta} \varepsilon_t \quad (10.0)$$

Se definirmos $\omega^0 = -U$ como uma penalidade por unidade de inflação, teremos uma solução de "first best" em termos de nível e variância de inflação.

Um contrato de incentivo parece, então, uma solução simples ao problema do viés inflacionário. No entanto, na vida real existe uma grande dificuldade em encontrar a forma correta de especificar o contrato de incentivo. A preocupação está em incluir todas as especificidades e possíveis choques futuros num contrato de incentivo.

Walsh (1995), por outro lado, concorda com as dificuldades, mas lembra que contratos simples podem resolver satisfatoriamente o problema. O caso da Nova Zelândia pode ser citado como exemplo. Lá foi instituído um modelo de metas de inflação no início dos anos 90, onde o governador do Reserve Bank negociou uma meta de inflação com o governo e tem a manutenção de seu emprego dependente do cumprimento da meta. Os críticos defendem que o exemplo da Nova Zelândia é um caso isolado.

Uma outra crítica é a de que a existência de contratos apenas move o problema da credibilidade um nível acima, ou seja, para a capacidade de fazer cumprir o contrato. O argumento é parecido ao feito em capítulos anteriores.

De qualquer forma, essa teoria nos leva a focar novamente na importância da questão de monitoramento das ações do BC e da punição por um desempenho

ruim. Entretanto, temos poucas informações sobre a implementação bem sucedida de contratos de gestão.

Banco Central como um Comitê

Diferentemente do que foi considerado até aqui pelos modelos teóricos, os Bancos Centrais modernos tomam decisões de política monetária através de comitês, e não através da decisão de um dirigente isolado.

Blinder (1998) defende que decisões tomadas através de comitês têm várias implicações. A mais importante é que a existência de comitês pode criar um sistema interno de “checks and balances”, de modo que o presidente ou dirigente do Banco Central não possa se desviar muito da visão prevalecente no comitê. Ou seja, evita que as decisões tenham um caráter pessoal, idiossincrático.

Por outro lado, como em muitos casos os membros do comitê representam interesses regionais (como no caso do Banco Central Europeu), pode haver uma tendência à ambigüidade de políticas, devido à dificuldade de acomodar a heterogeneidade de preferências existente entre os membros do comitê. Uma consequência adicional pode ser a existência de uma certa inércia na política monetária.

Metas de Inflação

Pode-se afirmar, que o modelo de metas de inflação é fruto do debate econômico a respeito das efetivas limitações da política monetária nos últimos 20 anos. Como as dificuldades para a implementação de outros tipos de regras foram sendo percebidas ao longo dos anos - a principal delas, a de metas para agregados monetários, foi considerada incapaz de fornecer uma âncora nominal confiável – os Bancos Centrais passaram a adotar um alto grau de discricionariedade nas suas políticas monetárias.

O modelo de metas de inflação aparece, assim, como uma regra mais flexível, que garante alguma margem de manobra na ocorrência de choques imprevistos, embora mantenha a rigidez da existência do compromisso.

Segundo o modelo, a adoção de uma meta para a inflação significa a implementação de um arranjo institucional que coloque o compromisso com a estabilidade de preços como o objetivo primário de longo prazo da política monetária. A principal função da meta é fornecer uma âncora ou mecanismo de coordenação para as expectativas inflacionárias. Com isso, consegue-se uma

maior transparência, já que metas de inflação são mais facilmente compreendidas pelo público do que as antigas metas monetárias.

A transparência permite um monitoramento mais fácil, na medida em que o público percebe rapidamente quando a meta não é atingida. Assim, a transparência e o fácil monitoramento são vistos como fortes argumentos a favor do modelo de metas inflacionárias.

As desvantagens estão relacionadas a problemas de implementação. A taxa de inflação não é facilmente controlável pelo Banco Central e os efeitos na política monetária aparecem com grandes espaços de tempo, o que pode dificultar o monitoramento e reduzir a credibilidade do regime.

Metas de Inflação –O Modelo¹⁸

O regime de meta de inflação pode resolver o problema do viés inflacionário ao colocar a inflação baixa como a meta primária da política monetária, tornando secundária a meta de desemprego ou de qualquer outra medida de atividade econômica.

Veremos agora as implicações de definir $\tilde{\pi}^B < \pi$ e $\Theta^B = \Theta$. Relembrando a função de perda social:

$$\lambda^B_t = \frac{(U_t - U^B)^2}{2} + \Theta \frac{(\pi_t - \pi^B)^2}{2} \quad (5.0)$$

Que deve ser minimizada em relação a :

$$U_t = -(\pi_t - \pi_t^e) + \varepsilon_t \quad (6.0)$$

Chegamos a uma solução de "first-best" quando:

$$\pi^B = \pi + \frac{\tilde{U}^B}{\Theta} \quad (7.0)$$

Que será menor que π quando $\tilde{U}^B < 0$, ou seja, quando a meta de desemprego estiver abaixo da taxa natural.

A inflação será então:

$$\pi_t = \pi + \frac{\varepsilon_t}{(1 + \Theta)} \quad (8.0)$$

De modo que as variâncias da inflação e do desemprego sejam iguais a:

¹⁸ Essa seção é baseada em Drazen (2000) – capítulo 5

$$\text{Var}(\pi) = \left(\frac{1}{1+\Theta}\right)^2 \sigma^2 \quad \text{Var}(U) = \left(\frac{\Theta}{1+\Theta}\right)^2 \sigma^2 \quad (8.a)$$

Ou seja, iguais às atingidas sob um regime de discricionariedade.

Por essa razão Svensson (1995) e outros defendem que um Banco Central conservador é mais bem descrito com tendo uma meta de inflação baixa do que como tendo uma alta aversão às flutuações de inflação ao redor da meta¹⁹.

Svensson (1995) chama de meta de inflação estrita a função objetivo do BC quando $\Theta^B = \infty$. No entanto, a dinâmica da inflação em países que adotaram o regime de meta de inflação indica que esta não é uma descrição apurada do comportamento do Banco Central, porque vemos que o nível de atividade econômica acaba influenciando as escolhas de política.

Se, por outro lado, a meta de desemprego do Banco Central é igual a taxa natural ($\bar{U}^B = 0$), teremos o primeiro termo da função objetivo descrita em 5.0 refletindo as preocupações com flutuações do desemprego ao redor da taxa natural (ou refletindo preocupações sobre o gap do produto). Com isso, teremos que o gap e o tamanho de Θ determinarão o horizonte de tempo no qual o Banco Central deseja atingir a meta. Esse é um modelo conhecido como meta de inflação flexível.

Svensson (1997) defende que uma forma de resolver a falta de controle sobre a taxa de inflação é usar uma meta de inflação intermediária. O que ele chama de "Inflation Forecasting Target". Nesse modelo, a projeção de inflação feita pelo Banco Central funciona como uma meta intermediária explícita, ou seja, na função objetivo do Banco Central, a sua projeção da inflação substituiria π .

O problema do monitoramento do desempenho do Banco Central será resolvido se a projeção de inflação tiver credibilidade. Svensson sugere que isso pode ocorrer se a Autoridade Monetária revelar os detalhes da projeção para o público, o modelo utilizado, as premissas, etc.. de modo que este possa ser avaliado. Por essa razão, o sucesso de um modelo de Inflation Forecast Targeting é dependente do fato de que o Banco Central seja o mais claro possível e tenha pouca ambigüidade. O uso de projeções feitas por especialistas privados também pode ocorrer.

Uma década de Inflation Targeting no Mundo²⁰

Segundo Fraga et al. (2003), o desempenho dos regimes de metas de inflação ao redor do mundo tem sido positivo nesses dez anos de existência do modelo. A inflação média nos países que adotaram o regime, tanto nos desenvolvidos como nos em desenvolvimento, é menor hoje do que a registrada imediatamente antes da adoção do regime.

¹⁹ Como discutido na seção referente ao central banker conservador

O primeiro país a implementar o modelo de metas de inflação foi a Nova Zelândia em 1990 e hoje o regime é adotado por 20 países, entre emergentes, industrializados e as chamadas economias em transição. A Tailândia, a África do Sul (ambas em 2000) e a Hungria (2001) são os países com regimes mais recentes.

Metas Iniciais e Inflação na época da adoção do Modelo de Metas

	Data de Adoção da Modelo de MI	Primeira Meta	Inflação Antes da adoção do MI	Inflação 12M Depois
ECONOMIAS DESENVOLVIDAS				
Austrália	Abril 1993	2% - 3%	1,2%	1,7%
Canadá	Fevereiro 1991	3% - 5%	6,8%	1,7%
Iceland	Março 2001	2,5% (-1,5% +3,5%)	4,1%	8,7%
Nova Zelândia	Março 1990	3% - 5%	7,0%	4,5%
Noruega	Março 2001	2,50%	3,6%	1,1%
Suécia	Janeiro 1993	2% (+/- 1%)	1,8%	1,7%
Suíça	Janeiro 2000	<= 2%	1,6%	0,9%
Reino Unido	Outubro 1992	1% - 4%	3,6%	1,4%
Média		2,80%	3,72%	2,71%
Mediana		2,50%	3,61%	1,69%
ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO				
Brasil	Junho de 199	8% (+/- 2%)	3,2%	6,5%
Chile	Janeiro 1991	15% - 20%	27,3%	19,5%
Colômbia	Setembro 1999	15%	9,2%	9,4%
República Tcheca	Janeiro 1998	5,5%-6,5%	10,0%	3,5%
Hungria	Junho 2001	7% (+/-1%)	10,8%	4,9%
Israel	Janeiro 1992	14% - 15%	18,0%	10,7%
México	Janeiro 1999	<= 13%	18,6%	11,0%
Peru	Janeiro 1994	15% - 20%	39,5%	13,7%
Polônia	Outubro 1998	<= 9,5%	10,4%	8,8%
África do Sul*	Fevereiro 2000	3% - 6%	2,7%	7,8%
Coreia do Sul	Janeiro 1998	9% (+/- 1%)	6,6%	1,5%
Tailândia	Abril 2000	0% - 3,5%	1,0%	2,5%
Média		10,30%	13,11%	8,31%
Mediana		9,30%	10,21%	8,30%

* Primeira Meta foi estabelecida para 2002

Fonte: Inflation Targeting In Emerging Economies – BCB/WPS 76

²⁰ Essa seção é baseada em Mishkin e Hebbel 2001 e em Fraga, Goldfajn e Minella 2003

Alguns países adotaram o regime de metas de inflação quando suas taxas de inflação já eram baixas, como a Suécia, a Suíça ou a Austrália. Em outros, a taxa de inflação era bem mais elevada, e o modelo de metas foi utilizado para construir credibilidade, reduzir as expectativas inflacionárias e perseguir uma convergência para taxas de inflação baixas e estabilizadas, como no caso do México e do Chile.

Segundo Mishkin (2001) a experiência dos países sugere que a independência do Banco Central normalmente acompanhou a adoção do regime de metas de inflação, especialmente nos países desenvolvidos. Em alguns países como o Chile e a Nova Zelândia, o modelo de metas foi adotado depois da independência do BC, enquanto que em outros, como o Reino Unido, a independência do Banco Central veio depois da adoção das metas.

Não há consenso sobre se a adoção do modelo de metas tornou a redução da inflação menos custosa em termos de produto. Bernanke et al. (1999) mostrou que a adoção de metas de inflação não tornou a desinflação menos dolorosa. Segundo ele, as taxas de sacrifício e as curvas de Phillips não foram alteradas pela adoção do modelo. Já Corbo et al. (2000) conclui que as taxas de sacrifício caíram em países emergentes que adotaram o modelo. Eles também mostram que a volatilidade do produto diminuiu em ambos, países emergentes e

industrializados, tornando-se comparáveis aos níveis registrados em países industrializados que não adotam metas de inflação.

No geral, Mishkin e Hebbel (2001), em seu trabalho sobre uma década de metas de inflação no mundo, concluíram que "o modelo de metas de inflação provou-se muito bem sucedido como uma nova abordagem monetária, quando comparado aos regimes alternativos de política monetária adotados por um grupo de países industrializados altamente bem sucedidos no controle da inflação nos anos 90²¹"

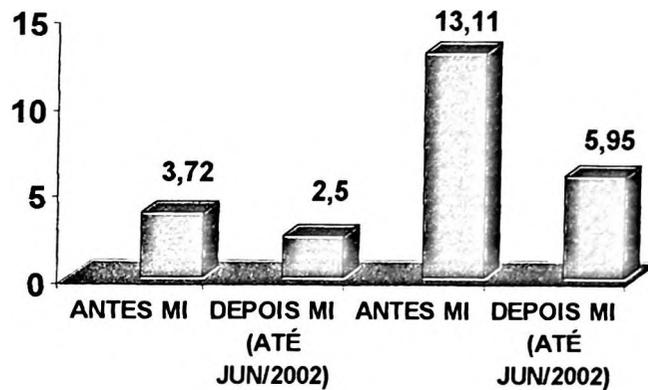
O modelo de metas de inflação e os países emergentes.

No geral, parece que houve mesmo bons resultados alcançados pelo modelo de metas nos anos 90. Entretanto, não podemos deixar de comentar que há uma classe de países (os emergentes) onde a adoção do modelo de metas tem sido bem mais complicada e com desempenho pior se compararmos com o obtido em países desenvolvidos no mesmo período²²

Segundo Fraga (2003), a explicação para a diferença de desempenho é a presença de instituições mais frágeis e falta de credibilidade. Além disso, em vários países existem limitações de natureza fiscal, financeira ou externa que impedem o pleno funcionamento do regime de metas.

²¹ o grupo de países em questão que não adotou o modelo de metas nos anos 90 é composto por Dinamarca, França, Alemanha, Itália, Japão, Noruega, Portugal, Suíça e Estados Unidos.

Inflação Antes e Depois da Adoção do Modelo de Metas de Inflação



■ ECONOMIAS DESENVOLVIDAS ■ ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO

Fonte: Inflation Targeting In Emerging Economies – BCB/WPS 76

Começando pela questão institucional, em muitos países em desenvolvimento, a adoção do modelo de metas foi acompanhada também pela tentativa de construção institucional do Banco Central. Nesses casos, o estabelecimento do compromisso com a meta de inflação e seu cumprimento passou a representar um modo de trazer credibilidade à Autoridade Monetária. Como no modelo de reputação, o cumprimento da meta de inflação reforça a reputação do Banco Central de ser comprometido com a manutenção da estabilidade de preços.

Entretanto, a ocorrência de choques inesperados dificultou sobremaneira a administração do modelo em muitas economias. A teoria ensina que em

²² Os desvios da inflação das metas centrais e a obtenção de resultados acima das bandas superiores foram maiores e mais comuns do que os registrados nas economias desenvolvidas.

situações de fragilidade institucional, o compromisso deve ser o menos flexível possível, como forma de angariar credibilidade. No entanto, a falta de flexibilidade implica em alto custo quando da ocorrência de um choque inesperado, como os vários que atingiram os emergentes nos últimos anos. A tarefa de balancear a necessária flexibilidade (dada a ocorrência do choque inflacionário) com a inevitável perda de credibilidade acabou afetando negativamente os resultados obtidos por esses países na sua luta contra a inflação.

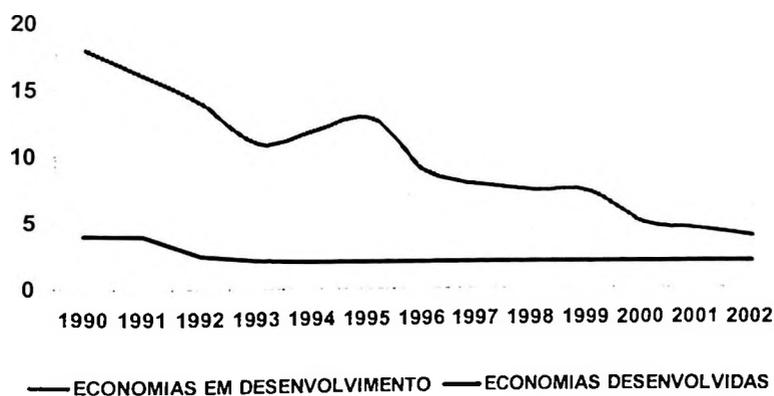
A baixa credibilidade dos agentes nas políticas dos Bancos Centrais foi assim um importante empecilho ao bom funcionamento do modelo. Segundo Fraga et al. (2003), em países emergentes, os agentes têm dúvidas se Banco Central vai cumprir o compromisso de reduzir a inflação. Eles atribuem uma probabilidade positiva de que o BC seja do tipo fraco (como na teoria do capítulo 2) e não cumpra a meta estabelecida. Como resultado, a inflação esperada e, conseqüentemente, a inflação presente tenderão a ser maiores e mais voláteis do que numa situação de credibilidade perfeita.

Quando a economia é atingida por um choque, os agentes também não confiam que a autoridade monetária irá reagir da maneira correta. Assim, o Banco Central tem de incorrer no custo de construir credibilidade e, ao mesmo tempo, lutar contra as pressões inflacionárias advindas do choque. Como nos modelos de sinalização discutidos anteriormente, o BC tem de reagir com mais vigor do que faria se sua credibilidade fosse maior. Ele tem de provar que é do tipo forte,

para se diferenciar do tipo fraco. Nesses períodos, a volatilidade da taxa de juros e do produto aumentam e se o Banco Central levar em consideração esses custos, a volatilidade da inflação também tenderá a ser maior do que numa situação de credibilidade perfeita.

Um outro aspecto importante está relacionado com o fato de que, em vários países emergentes, o modelo foi implementado num ambiente de inflação muito maior do que a meta de longo prazo. Dessa forma, como a inflação inicial é maior do que a desejada a longo prazo, as metas têm de ser decrescentes ao longo do tempo. Esta também é uma diferença em relação aos países desenvolvidos que adotaram o modelo, onde a desinflação necessária era bem mais residual.

Metas de Inflação - Valores Centrais Médios



Fonte: Inflation Targeting In Emerging Economies – BCB/WPS 76

Quando a inflação está muito acima da meta de longo prazo, o Banco Central é obrigado a implementar uma política monetária ativa para trazer a inflação para

baixo. Como existe credibilidade imperfeita, o custo da desinflação será maior e a volatilidade do produto e da inflação também.

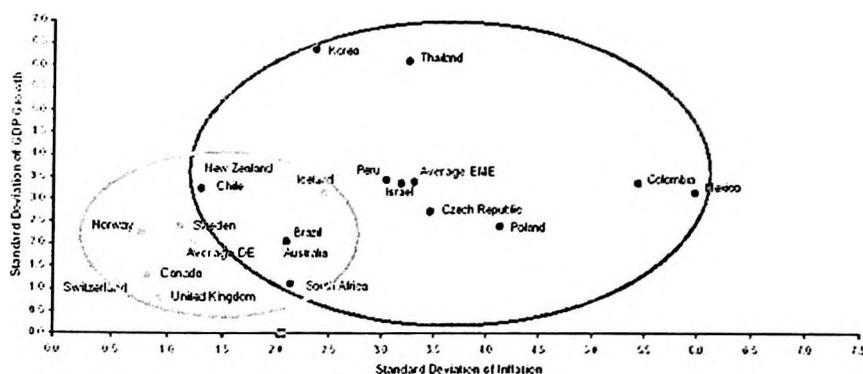
Além disso, há um outro obstáculo ao bom funcionamento do modelo de metas, que é o que Fraga (2003) chama de persistência inflacionária, fenômeno que é resultante de comportamentos “backward-looking” (derivado de algum tipo de indexação ou existência de expectativas adaptativas) na determinação de alguns preços da economia.

A existência de inércia torna mais gradual a queda da inflação e dificulta a convergência das expectativas inflacionárias. Na existência de metas decrescentes, esse maior gradualismo na queda da inflação pode ser fatal e levar ao não cumprimento das metas estabelecidas, agravando o problema de credibilidade imperfeita. Novamente, pode haver um maior custo de desinflação e um aumento na volatilidade do produto e da inflação.

Por todas essas razões é fato que o trade-off inflação atividade acabou sendo maior nos países em desenvolvimento do que nos desenvolvidos.

Trade-off entre Volatilidade do Produto e da Inflação (I.1997 a II.2002)

Fonte: Inflation Targeting In Emerging Economies – BCB/MPS 76



Finalmente, existem três elementos que parecem ser comuns nos países emergentes e que têm afetado negativamente o desempenho do modelo de metas: dominância fiscal, dependência externa e falta de regulamentação adequada no sistema financeiro.

Existe um certo consenso²³ que o sucesso de um programa de redução de inflação baseado num modelo de metas é dependente da não existência de dominância fiscal. A implementação do modelo de metas precisa ser acompanhada de um regime fiscal consistente, que permita que o Banco Central utilize os instrumentos necessários para combater a inflação. A existência de temores quanto aos efeitos fiscais de uma alta dos juros afeta negativamente as expectativas inflacionárias, o que requer uma política monetária mais apertada, que acaba, por sua vez, afetando o equilíbrio fiscal e levando a problemas de

²³ Ver Fraga et al. (2003)

credibilidade das políticas como um todo. O desafio, assim, é construir regimes monetários e fiscais consistentes, que reforcem a opção pela estabilidade de preços.

A dependência externa afeta o bom desempenho do modelo de metas nos países emergentes, porque estes são mais propensos a apresentar alta volatilidade nos fluxos de capitais, o que acaba afetando significativamente as taxas de câmbio (tanto para cima como para baixo).

Como nesses países existe uma maior sensibilidade da inflação e das expectativas inflacionárias à variação cambial, a volatilidade do câmbio acaba sendo transmitida para as taxas de juros e, conseqüentemente para o produto. Além disso, normalmente essas economias têm alto endividamento em moeda estrangeira, o que pode amplificar o efeito das variações cambiais na economia.

Em resumo, um choque externo adverso pode elevar a volatilidade da taxa de câmbio, do produto e das taxas de juros e, provavelmente, inviabilizar o cumprimento das metas de inflação estabelecidas, afetando negativamente a credibilidade do sistema. No Brasil, o choque cambial é considerado o principal fator para explicar o não cumprimento das metas de inflação em 2001 e 2002.

A boa condução da política monetária pode também ser afetada se existirem temores de que uma elevação dos juros poderá levar a uma crise financeira. Esse temor pode ser conseqüência de um sistema financeiro enfraquecido por

problemas de super alavancagem, má utilização de recursos ou sujeito a outros tipos de vulnerabilidade, como grande presença de bancos públicos mal administrados. Segundo Goldfajn e Gupta (1999), uma economia que enfrenta uma crise cambial seguida de uma crise bancária tem baixa probabilidade de adotar uma política monetária contracionista e se esta for adotada, a probabilidade de sucesso é baixa. Mostraram assim, que a fraqueza bancária e as fragilidades financeiras tiveram um papel fundamental na crise da Ásia em 1997. Dessa forma, a administração de um modelo de metas pode ficar comprometida na presença de fragilidades financeiras.

Segundo Fraga et al. (2003) todas estas especificidades dos países emergentes trazem grandes desafios ao sistema de metas. A questão de como construir credibilidade e ao mesmo tempo ser flexível o suficiente para evitar perdas desnecessárias de produto não tem uma resposta trivial. Comunicação e transparência tornam-se cruciais. A resposta de Fraga, do alto de sua experiência de quatro anos no Banco Central, enfrentando inúmeros choques adversos, nos lembra que antes de tudo a prática da política monetária tem talvez tanta arte quanta técnica:

“No geral, a resposta ótima vai depender da natureza do choque, dos parâmetros e elasticidades e das preferências da sociedade em relação ao trade-off inflaçãoxgap do produto.”

6. CONCLUSÃO

Coleman (1990) definiu situações que envolvem confiança como “uma subclasse daquelas que envolvem risco” ou seja, como situações onde aqueles que confiam, aceitam o risco de depender da performance de outros.

Para Gambetta (1988) “ a confiança está num nível particular de probabilidade subjetiva onde um agente julga se outro agente ou grupo de agentes irá agir de determinada maneira (...) Quando dizemos que alguém é confiável, nós implicitamente queremos dizer que a probabilidade que ele faça uma ação que seja benéfica, ou ao menos, não prejudicial a nós, é alta o suficiente para que nos engajemos em alguma forma de cooperação com ele”.

Para Partha Dasgupta (1988) “Para a confiança ser desenvolvida entre os agentes eles devem ter encontros repetidos, e devem ter alguma memória de experiências prévias (...) confiança está relacionada com reputação e reputação tem de ser adquirida” e finalmente “se os incentivos são corretos, mesmo a pessoa mais confiável (não confiável) pode acabar sendo não digna/digna de confiança”

Os três parágrafos acima descrevem os aspectos mais importantes da confiança que foram discutidos neste trabalho. O ato de confiar envolve riscos e é fator fundamental nas relações econômicas. Para calcular as probabilidade de serem

enganados, os indivíduos se utilizam das informações disponíveis, que freqüentemente envolvem ações passadas do *trustee*. Interações entre os indivíduos podem aumentar o nível de confiança ao criar reputação, que é uma expectativa de ação futura baseada em comportamentos passados.

Essas características podem trazer grande instabilidade ao processo de confiança, porque determinam a necessidade de constantes reavaliações das informações utilizadas no processo de decisão. E, como já dizia Keynes, nós normalmente temos uma base de conhecimento bastante precária, sob a qual temos de tomar nossas decisões.

A confiança pode, assim, sofrer flutuações bruscas dependendo de alterações na nossa base de conhecimento (correção de alguma expectativa que se mostrou exagerada ou modesta), do aparecimento de novas informações ou até da formação de crenças que podem ser auto-alimentadas como discutido no capítulo 3. Existe, portanto, um processo instável.

Essa instabilidade é causada primordialmente pelo fato de que o processo de confiança é cumulativo. A expansão da confiança cria um crescente potencial de ação ao "trustees" sejam eles elites, governos, instituições ou indivíduos. Bolhas especulativas são exemplos do processo de forte expansão da confiança coletiva.

Por outro lado, a perda da confiança traz o processo inverso, reduz o poder de ação e no limite pode inviabilizar seriamente a capacidade de reação do "trustee". As chamadas corridas bancárias são exemplos desse processo: se todos os agentes perdem a confiança ao mesmo tempo, num processo que vai se tornando cumulativo, a capacidade de reação do banco fica muito limitado e este pode acabar indo à falência.

A discussão sobre os determinantes da confiança demonstrou que os aspectos sociais são muito importantes, porque podem criar diferentes níveis de confiança em diferentes tipos de sociedades. Como consequência, a confiança, como outros tipos intangíveis de capital, pode se tornar escassa e afetar o nível de desenvolvimento.

A tese concentrou seus esforços na discussão de como angariar credibilidade às políticas econômicas, com ênfase na política monetária.

A literatura sobre credibilidade na política monetária começou a ganhar corpo com os achados de Kydland e Prescott (1977), que mostravam a superioridade de uma política de regras sobre uma discricionária, e depois com Barro e Gordon (1983), que são trabalhos que criaram um marco teórico no debate regras versus discricionariedade, que já existia há vários anos entre os economistas.

Esses autores mostraram a presença de um viés inflacionário no comportamento do Banco Central. Sabendo que quando a inflação é antecipada, não produz nenhum efeito sobre a atividade e o emprego, existiria uma tentação por parte da Autoridade Monetária de criar uma inflação não antecipada, como uma forma de promover um bem-estar maior. Teríamos, assim um problema de inconsistência dinâmica na política monetária, ou seja, uma falta de credibilidade por parte dos agentes de que a política antinflacionária seria mantida ao longo do tempo.

Apesar de haver muita controvérsia sobre a existência ou não do viés inflacionário¹, acredito que, como Drazen (2000) mostra, se enxergarmos a execução da política monetária como uma seqüência de decisões, de forma que o governo possa reotimizar a cada ponto, teremos a inconsistência dinâmica como uma representação da mudança dos incentivos ao longo do tempo. O problema de credibilidade pode acontecer porque o público sabe desta possibilidade de mudança de política via alterações de incentivos e desconfia que pode ser surpreendido com modificações inesperadas nas políticas seguidas pelo Banco Central.

A teoria caminhou para propor basicamente dois tipos de soluções ao problema do viés inflacionário: a construção de uma reputação e a implementação de políticas de regras ou arranjos institucionais que evitem que o Banco Central se desvie de um caminho já estabelecido.

Mostramos no capítulo 3 vários modelos de reputação e discutimos como podem lidar com o problema da inconsistência dinâmica. Nesses modelos, a construção da reputação se dá num jogo jogado repetidamente. Nele o jogador deve jogar sempre da mesma forma, de modo que os oponentes formem uma expectativa sobre a sua forma de jogar e, no futuro, ajustem seus lances de maneira apropriada.

Nesse caso, a repetição significa não apenas que é possível usar o passado para prever o futuro, como também significa que existe um incentivo ao “trustee” em manter sua reputação. Assim, a interação repetida entre o governo e os agentes privados e a preocupação com a perda da reputação poderia reduzir o viés inflacionário e restaurar a credibilidade da política monetária.

Apesar das críticas², acredito que os modelos de reputação com sinalização são bastante adequados para explicar a realidade. Neles, o Banco Central pode, através de suas atitudes, mostrar aos agentes econômicos qual é o seu tipo, qual é o seu comprometimento com a estabilidade de preços, e, assim, se diferenciar de um Banco Central tipo fraco, o que significa construir uma reputação ao longo do tempo.

¹ Ver Blinder 1999

² Ver Persson e Tabellini (1997) ou Drazen (2000)

Existe uma controvérsia, no entanto, sobre se o problema da inconsistência dinâmica pode ser totalmente resolvido. Aparentemente, não se pode generalizar afirmando que a preocupação com a perda de reputação irá sempre garantir o comportamento positivo por parte do governo.

Outra limitação foi apontada por Drazen e Masson (1994), que demonstraram que a manutenção da reputação e da credibilidade não dependem simplesmente do desejo do Banco Central, mas também da sua capacidade de implementar políticas restritivas em situações desfavoráveis. Utilizando-se de um modelo de reputação com informação incompleta demonstraram que, se levarmos em consideração o ambiente onde a política é praticada, poderemos ter resultados completamente diferentes dos derivados nos modelos tradicionais.

Segundo os autores, a inclusão do ambiente leva a uma separação entre a reputação do governo e a credibilidade da política. Um governo que renegue seu compromisso e resolva inflacionar num ambiente fortemente recessivo, não terá sua reputação afetada; muito provavelmente os agentes não passarão a acreditar que ele inflacionará a economia também em épocas normais.

Por outro lado, a decisão de não inflacionar em circunstâncias adversas poderá não melhorar a credibilidade da política, como é sugerido no modelo de reputação. Não inflacionar em períodos altamente adversos pode aumentar a reputação do governo, mas reduzir a credibilidade da política. Se os agentes

percebem que o governo tem dificuldades políticas de lidar com o trade-off inflação x desemprego, teremos que a implementação de uma política monetária muito restritiva hoje pode aumentar, ao invés de diminuir, a probabilidade percebida pelos indivíduos de que haverá inflação amanhã, ao mesmo tempo em que reforça a reputação do governo. Os indivíduos começam a apostar que o Banco Central será obrigado a abandonar a política e esta perde, então, a credibilidade.

Uma limitação adicional desses modelos aparece em economias onde o grau de confiança é baixo. Nesses casos, a construção da reputação pode ser um processo árduo e demorado. Em vários países, a tentativa de construção ou ainda de melhora da reputação do Banco Central teve de ser acompanhada da adoção de uma política de regras ³ (como no caso Brasil em 1999), para facilitar a comunicação e aumentar a visualização dos resultados da política, ajudando assim na melhora reputacional.

Vimos ao longo dos últimos capítulos que a adoção de um arranjo institucional é uma das soluções para evitar que a liberdade de ações dê margem a que os governos alterem *ex-post* o curso das políticas macroeconômicas. No fundo, o estabelecimento de regras é uma forma de reduzir a necessidade de confiança nas relações, porque restringe o raio de ação, no caso do Banco Central, para a prática de políticas populistas.

Uma vez implementados, os arranjos institucionais não podem ser facilmente mudados, porque eles determinam alguns aspectos das regras do jogo que impõem um custo de mudança. Uma vez que é concedida a independência do Banco Central, uma meta de inflação é implementada ou a taxa de câmbio é fixada, a mudança torna-se mais custosa em termos de credibilidade.

A credibilidade de uma regra ou arranjo institucional está associada ao fato de ser clara e observável *ex-ante* e o mais irreversível possível *ex-post*. O grau de irreversibilidade é função do custo de saída, que nada mais é do que a perda de credibilidade associada à mudança da regra. No limite, quanto mais irreversível for a regra, mais credibilidade deverá angariar. No entanto, se levarmos em conta as limitações a que estão sujeitos os governos, veremos que existirão diferentes graus de irreversibilidade para as regras, que trarão, por sua vez, diferentes graus de credibilidade às políticas.

A irreversibilidade de uma regra está relacionada com a forma como é implementada. Regras ou arranjos institucionais que têm apoio em mecanismos legais ou se transformam em leis são mais difíceis de serem abandonados. Isso porque, existem mecanismos formais, definidos anteriormente, para que sejam efetuadas mudanças ou emendas na forma da lei. Procedimentos específicos, prazos de tramitação e discussão e exigência de consenso político, são alguns dos parâmetros que devem ser seguidos para que haja mudança na lei, o que acaba dificultando e elevando o custo da quebra do compromisso. Além disso,

¹ Ver Fraga et al (2003)

existem outras vantagens, como custos explícitos de não cumprimento da lei e maior visibilidade e, portanto, melhor capacidade de monitoramento.

A principal desvantagem da adoção de uma política de regras é a perda de flexibilidade que acarreta. Isso porque a prática de políticas discricionárias permite acomodar melhor a ocorrência de choques inesperados. No caso da adoção de regras, essa flexibilidade é perdida, já que é praticamente impossível prever ex-ante todas os acontecimentos que irão ocorrer durante o período de existência da regra ou compromisso. Existe, portanto, um trade-off credibilidade x flexibilidade.

No caso dos países em desenvolvimento, a influência da perda de flexibilidade parece ser um fator crucial para angariar credibilidade. Dado um histórico muitas vezes desfavorável, onde predomina a prática de políticas populistas e, portanto, um ambiente onde o nível de confiança é baixo, esses países têm de optar por políticas menos flexíveis, como única forma de angariar credibilidade.

Novamente temos aqui que quanto mais constrangida estiver a ação do "trustee", menor a necessidade de confiança na relação. Assim, o trade-off credibilidade x flexibilidade tem de ser resolvido caso a caso de acordo com a necessidade percebida de angariar credibilidade versus maior ou menor desejo de possuir flexibilidade.

Para entender as limitações a que está sujeita a implementação de uma regra, precisamos entender quais fatores influenciam a mudança institucional. Para North (1990), no longo prazo, o principal fator que impulsiona a mudança institucional é o aprendizado social ou a acumulação de conhecimentos. Entretanto, outros fatores, como os conflitos entre grupos de interesse e a forma de organização política das sociedades, também são importantes determinantes da mudança institucional.

Assim, embora as instituições tenham a reconhecida qualidade de prover os incentivos corretos para que as políticas adotadas angariem credibilidade, muitas vezes existem impedimentos estruturais nas sociedades para que a mudança institucional ocorra, ou ainda, existem limitações ao perfeito funcionamento das regras, de forma que papel institucional fique prejudicado.

Uma dessas limitações é o baixo nível de confiança existente em algumas sociedades, que exige a implementação de compromissos muito inflexíveis e com alto custo de saída, que muitas vezes são incapazes de serem cumpridos até por governos bastante comprometidos com as políticas.

No capítulo 5 descrevemos vários arranjos institucionais que foram desenvolvidos ao longo dos anos para trazer credibilidade à política monetária.

O modelo de metas monetárias, proposta por Milton Friedman ainda na década de 60, e implementado por vários países nos anos 70, não se mostrou uma opção confiável e foi abandonado ao longo dos anos 80 pela maioria dos países, exceto a Alemanha e a Suíça. Segundo Mishkin (1999), a principal razão foi que a relação entre as variáveis que se queria controlar, a inflação ou a renda nominal e os agregados monetários, parecia não ser forte e confiável o suficiente para que houvesse certeza de que os resultados esperados seriam alcançados.

Ainda assim, as idéias de Friedman não deixam de ser desafiadores. Para ele o Banco Central deveria ter sua capacidade de praticar políticas discricionárias drasticamente reduzida porque, como existe grande incerteza sobre os efeitos da política monetária, o mais provável é que sua ação se transforme apenas numa fonte adicional de perturbação para a economia. Friedman é, inclusive, conhecido crítico da independência do Banco Central. Para ele, se não queremos que a política monetária seja discricionária, fornecer independência ao Banco Central é a forma errada de agir.

A experiência do Bundesbank, que foi a mais bem sucedida entre todos os Bancos Centrais que adotaram a regra monetária, tem alguns aspectos que a diferenciam. Segundo Mishkin (1999) o Bundesbank teve grande sucesso em controlar a inflação, mesmo não cumprindo as metas monetárias que tinha estabelecido em mais da metade das vezes. Ainda assim, em nenhum

momento, sua reputação foi abalada, ao contrário, até o final foi considerado o modelo para outros Bancos Centrais ao redor do mundo.

Segundo Mishkin (1999), a principal razão parece estar no fato de que os objetivos e as estratégias para alcançar a estabilidade de preços eram claramente declarados pelo Banco Central alemão, de forma a intensificar a transparência da política monetária e evidenciar o compromisso com a estabilidade de preços. Blinder (1999) também comenta a questão ao afirmar que o grau de dedicação à estabilidade de preços pode ser uma fonte de credibilidade. E cita também o Bundesbank, que ele chama de “um dos Bancos Centrais com maior credibilidade no mundo, apesar de não ter cumprido suas metas em mais da metade do tempo”⁴

Esse exemplo suscita a questão de que a credibilidade, ao invés de ser função apenas do cumprimento estrito da regra, possa ser também dependente da existência de um arcabouço institucional que tenha capacidade de comunicar ao público que as intenções do Banco Central continuam sendo as de procurar a estabilidade de preços, mesmo quando a meta estabelecida não está sendo cumprida.

O arranjo institucional mais “popular” das últimas décadas foi a independência do Banco Central. Nos últimos vinte anos, a maioria dos países desenvolvidos e

⁴ Segundo Blinder o Bundesbank não cumpriu 11 de 19 metas anuais de crescimento monetário entre 1980 e 1998

vários países em desenvolvimento implementaram reformas institucionais que garantiram aos seus Bancos Centrais mais independência do processo político.

Na prática, tem existido duas formas de conceder independência ao Banco Central: via independência de objetivos, que significa que o Banco Central determina seu objetivo de política monetária e o implementa, ou via independência de instrumentos, que significa que o Banco Central pode usar os instrumentos de política monetária que achar apropriados para perseguir um objetivo que foi determinado por outra esfera do governo.

A importância da independência do Banco Central para a existência de uma política antinflacionária bem sucedida não pode ser desprezada. Blinder (2001) em seu estudo sobre credibilidade⁵ mostrou que a independência ficou em segundo lugar num ranking onde coloca as respostas de teóricos e "policymakers" à questão sobre como construir a credibilidade do Banco Central.

O FED americano tem sido o modelo altamente bem sucedido de Banco Central independente que pratica políticas totalmente discricionárias. Sem usar uma política de regra, uma âncora nominal ou uma meta de inflação, ele tem conseguido manter e reduzir a inflação nas duas últimas décadas.

No entanto, como lembra Mishkin (1999) a principal deficiência da total discricionariedade seguida pelo FED é sua falta de transparência e o fato de que

pode tornar-se dependente de preferências, habilidades e honestidade dos indivíduos que comandam o Banco Central. Enquanto a sequência Volcker-Greenspan tem sido significativamente bem sucedida, nada garante que seus sucessores o serão. Aliás, esta é uma discussão que ganha corpo com a provável aposentadoria de Alan Greenspan, atual presidente do FED, em alguns poucos anos.

A fixação da taxa de câmbio é uma outra forma de ganhar credibilidade, dentro do contexto regra x flexibilidade discutido ao longo dos últimos capítulos. Quanto mais rígido o compromisso com a taxa de câmbio fixa, ou quanto menor a flexibilidade do arranjo cambial maior seria sua credibilidade como instrumento de controle inflacionário.

A pouca flexibilidade do sistema de câmbio fixo traria um maior grau de credibilidade, porque nesse modelo as autoridades seriam sempre mais disciplinadas, especialmente na política fiscal. A maior disciplina, associada ao fato de que a taxa nunca seria alterada traria maior credibilidade e uma menor taxa de inflação.

Já na alternativa de um regime de taxa flutuante, o país teria flexibilidade para acomodar choques externos e internos, mas teria o custo de alguma perda de credibilidade e, portanto, uma inflação mais elevada.

⁵ Blinder 1999

Nos anos 90, vários países em desenvolvimento adotaram, em maior ou menor grau, políticas de fixação da taxa de câmbio visando o maior controle da inflação. Mas as crises cambiais sucessivas, registradas na segunda metade dos anos 90, reduziram o estímulo à fixação do câmbio e empurraram a maior parte dos países (o Brasil inclusive) a adotar o regime de câmbio flutuante.

O debate sobre qual a melhor regime para países emergentes continua. Para os críticos, os países em desenvolvimento não teriam como manter sistemas de câmbio flutuante, já que mostram uma tendência conhecida como "*fear of floating*" ou seja, não teriam as instituições necessárias para praticar uma política monetária independente num sistema de flutuação cambial⁶. Esses países teriam maior sensibilidade à variações no câmbio por possuírem dívidas indexadas ao dólar. Assim, evitariam grandes flutuações da taxa de câmbio através da utilização da política monetária, que voltaria assim a ser "dependente" da política cambial sem os ganhos de credibilidade que a fixação da taxa de câmbio traria.

Com certeza, os países que adotaram a flutuação cambial, entre eles o Brasil, já perceberam que o regime não é uma panacéia, Ele exige a construção de instituições que, devem, entre outras coisas, trazer credibilidade à política monetária de modo que o câmbio possa flutuar livremente sem causar temores de crescimento da inflação

O modelo de metas de inflação é o arranjo monetário mais recente (o primeiro país a implementá-lo foi a Nova Zelândia em 1990). Definir uma meta para a inflação significa a implementação de um arranjo institucional que coloque o compromisso com a estabilidade de preços como o objetivo primário de longo prazo da política monetária. A principal função da meta é fornecer uma âncora ou mecanismo de coordenação para as expectativas inflacionárias. Com isso, consegue-se uma maior transparência, já que metas de inflação são mais facilmente compreendidas pelo público. A maior transparência e o fácil monitoramento são consideradas as grandes qualidades do modelo de metas.

É importante notar que o modelo de metas de inflação parece ser fruto do debate econômico a respeito das efetivas limitações da política monetária nos últimos 20 anos. Como as dificuldades para a implementação de outros tipos de regras foram sendo percebidas, os Bancos Centrais passaram a adotar um alto grau de discricionariedade nas suas políticas monetárias, o que levou a um aumento na preocupação com a questão da credibilidade.

O modelo de metas de inflação aparece, assim, como uma regra mais flexível, que garante alguma margem de manobra na ocorrência de choques imprevistos, embora mantendo a rigidez da existência do compromisso.

⁶ Summers 2000, e Calvo e Reinhart 2002.

É importante destacar que vários países que adotaram o modelo de metas de inflação também optaram por fornecer mais independência aos seus Bancos Centrais.⁷

Não há consenso sobre se a adoção do modelo de metas tornou a redução da inflação menos custosa em termos de produto. Bernanke et al. (1999) mostrou que a adoção de metas de inflação não tornou a desinflação menos dolorosa.. Já Corbo et al. (2000) conclui que as taxas de sacrifício caíram em países emergentes que adotaram o modelo. Segundo Fraga et al. (2003) os resultados do modelo não foram tão bons em países emergentes em comparação com os registrados nos países desenvolvidos. A volatilidade registrada pelo produto e pelas taxas de juros nos emergentes foi bem superior à verificada em economias desenvolvidas.

Ainda assim, no geral, Mishkin e Hebbel (2001) em seu trabalho sobre uma década de metas de inflação no mundo, concluíram que "o modelo de metas de inflação provou-se muito bem sucedido como uma nova abordagem monetária, quando comparado aos regimes alternativos de política monetária adotados por um grupo de países industrializados altamente bem sucedidos no controle da inflação nos anos 90 (no caso os países que não adotaram o regime e foram usados como comparação são: Dinamarca, França, Alemanha, Itália, Japão, Noruega, Portugal, Suíça e Estados Unidos)

⁷ Ver Mishkin 1999

Segundo Fraga, em um extenso estudo sobre a implantação e os resultados do modelo de metas em países emergentes, a explicação para a diferença de desempenho em comparação aos países desenvolvidos seria a presença de instituições mais frágeis e falta de credibilidade. Além disso, em vários países existem limitações de natureza fiscal, financeira ou externa que impedem o pleno funcionamento do regime de metas.

Em muitos países em desenvolvimento, a adoção do modelo de metas foi acompanhada também pela tentativa de construção institucional do Banco Central. Segundo Fraga et al. (2003), em países emergentes, os agentes têm dúvidas se Banco Central vai cumprir o compromisso de reduzir a inflação. Eles atribuem uma probabilidade positiva de que o BC seja do tipo fraco (como na teoria do capítulo 2) e não cumpra a meta estabelecida. Como resultado, a inflação esperada e, conseqüentemente, a inflação presente tenderão a ser maiores e mais voláteis do que numa situação de credibilidade perfeita.

Adicionalmente, a ocorrência de choques inesperados dificultou sobremaneira a administração do modelo em muitas economias. Devido aos choques, os Bancos Centrais tiveram de incorrer no custo de construir credibilidade e, ao mesmo tempo, lutar contra as pressões inflacionárias advindas do choque.

Apesar de tudo, acredito que entre as opções de arranjos institucionais discutidas aqui, o modelo de meta de inflação parece juntar o melhor dos dois

mundos. Como mostra a experiência internacional, este é um modelo de compromisso, que carrega, no entanto, um grau de flexibilidade que dá algum espaço para acomodação de choques adversos. Além disso, possui também certa discricionariedade, pois cabe ao Banco Central decidir quais instrumentos e em que magnitude deve utilizar para alcançar a meta definida. Com a construção da reputação e aumento da credibilidade, essa flexibilidade pode até ser aumentada ao longo do tempo.

O modelo de metas no Brasil passou sua primeira "prova de fogo" com a mudança de governo em 2003. Mas toda a incerteza envolvida no processo reforçou minha convicção da necessidade de uma maior institucionalização do regime, através de um amparo legal mais consistente do que o existente hoje.

É necessária a implementação de mandatos definidos por lei para os dirigentes do Banco Central, que teriam independência para perseguir as metas estabelecidas pelo governo. Estaríamos evitando assim, uma nova rodada de incerteza na próxima mudança de governo em 2008. Essa maior institucionalização aumentaria a credibilidade da política monetária, pois reduziria a possibilidade de intervenções políticas indevidas.

O Brasil já percorreu um longo caminho na construção da credibilidade do Banco Central. Avanços inegáveis ocorreram - é preciso apenas lembrar que até a década de 80 o Banco do Brasil tinha o poder de emitir moeda através da

chamada conta movimento - para perceber o quanto já foi alcançado. A criação do Comitê de Política Monetária, que discute o nível de taxa de juros, e a implementação do modelo de metas de inflação foram passos extremamente importantes na construção institucional do Banco Central brasileiro.

A partir de agora, temos a missão de continuar essa tarefa tão necessária para a manutenção da estabilidade de preços. O desafio é enorme, mesmo porque, recentemente a ameaça inflacionária apareceu novamente, como fruto da perda de confiança suscitada pelo tumultuado processo eleitoral ocorrido em 2002.

A confiança na determinação e capacidade do Banco Central de manter a estabilidade de preços foi abalada, e parece que só agora estamos novamente conseguindo voltar à normalidade, com os agentes passando a ter maior credibilidade na nova equipe que assumiu o Banco Central.

É preciso, portanto, garantir que das próximas vezes o arcabouço institucional seja mais efetivo em combater essas crises de confiança, o que só ocorrerá se houver um maior embasamento legal ao regime, que diminua a desconfiança dos agentes da possibilidade de haver qualquer tipo de influência política que possa alterar o objetivo de perseguir a estabilidade de preços.

7. BIBLIOGRAFIA

Ackernam, Susan Rose (2001) – Trust, Honesty and Corruption: Reflection on the State-Building Process – Archives of European Sociology

Alesina, A, Summers. L.H. (1993) – Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence – Journal of Money, Credit and Banking – Vol25 – n. 2 – Maio

Amano, R.,Fenton,P.,Tessier,D. E Van Norden, S. – The Credibility of Monetary Policy: A survey of the Literature with some Applications to Canada.

Arrow, K. (1974) – The Limits of Organization – New York – W.W. Norton

Bardhan, P – (1997) - The Nature of Institutional Impediments to Economic Development Berkeley University – Department of Economics

Barro, R e Gordon,D. (1983) – Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy – Journal of Monetary Economics 12, 101-121

Becker, Gary (1983) – A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence – Quarterly Journal of Economics – n.3 –

Bernanke B., Laubach T., Mishkin F. e Posen A. (1999) – Inflation Targeting: Lessons from the International Experience, Princeton University Press

Bibow, J. – What has happened to Monetarism? – Working Paper n. 347 – University of Hamburg, Germany

Blinder, Alan S (1998) - Central Banking in Theory and Practice – Cambridge, MA – MIT Press

Blinder, Alan S. (1999) – Central Bank Credibility: Why Do we Care? How do we Built it? NBER Working Paper n. 7161

Bordo, M. e Schwartz, A. (1997) – Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record – NBER Working Paper n. 6201 – Setembro

Buchanan, J. e Tullock, G. (1962) - The Calculus of Consent – Logical Foundations of Constitutional Democracy – University of Michigan Press -

Calvo, G. – Servicing the Public Debt – (1988) The Role of Expectations – American Economic Review 78 – 647-661

- Calvo, G. e Reinhart C. (2002) – Fear of Floating – Quarterly Journal of Economics 117 (2) – 379-408 - Maio
- Clarida R., Gali J. e Gertler M. (1997) – Monetary Policy Rules in Practice : Some International Evidence – NBER Working Paper n. 6254 – Novembro
- Clarida R. e Gertler M. (1997) – How the Bundesbank Conducts Monetary Policy - In Reducing Inflation: Motivation and Strategy – 363-406 University of Chicago Press
- Coleman, J.S. (1990) – Foundations of Social Theory – Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press
- Corbo V. e Hebbel K.S. (2000) – Inflation Targeting in Latin America – Latin American Conference on Financial and Fiscal Policies – Stanford University - Novembro
- Cukierman, A. (1992) – Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence, Cambridge. MA, MIT Press
- Dasgupta, Partha – Trust as a Commodity (1988) - In Gambetta, Diego – Trust: Making and Breaking Cooperative Relations
- Diamond, D. e Dybuig P. (1983) – Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity, Journal of Political Economics 91, 401-419
- Dornbusch, R. (1988) – Notes on Credibility and Stabilization – NBER Working Paper Series 2790
- Drazen, Allan e Masson, Paul (1993) – Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers – NBER Working Paper Series n. 4448 – Setembro
- Drazen, Allan (2000) – Political Economy in Macroeconomics – Princeton University Press
- Edwards, S. (1996) – The Determinants of The Choice Between Fixed and Flexible Exchange Rates Regimes – NBER Working Paper Series 5756
- Edwards, S. (1997) – Exchange Rates, Inflation and Desinflation – Latin American Experiences in Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy Cambridge, Cambridge University Press
- _____ e Savastano.A. (1999) – Exchange Rate in Emerging Economies: What do we Know, What do We Need to Know – NBER Working Papers 7228

_____ (2002) – The Great Exchange Rate Debate After Argentina – NBER Working Paper 9257

_____ e Lederman, D. (1998) – The Political Economy of Unilateral Trade Liberalization – The case of Chile – NBER 6510 – abril

Elster, J. (1995) – The Impact of Constitutions on Economic Performance – Proceedings of the 1994 World Bank Annual Conference on Development Economics, 209-239

Forder, J. (1998) – Central Bank Independence – Oxford Economic Papers 50 - 1998

Fraga, A., Goldfajn, I e Minella, A. (2003) – Inflation Targeting in Emerging Market Economies – Working Paper Series 76 – Banco Central do Brasil – junho

Frankel, J. (1997) – Monetary Regime Choice for a Semi-Open Country in Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy Cambridge, Cambridge University Press

Friedman, B. (2000) – Monetary Policy – NBER Working Papers n. 8057 – dezembro

Friedman M. (1959) – A Program for Monetary Stability

Friedman M. e Schwartz A . (1963) – A Monetary History of the United of States 1967-1960 – Princeton University Press

Friedman M. (1968) - The Role of Monetary Policy – The American Economic Review – Março

Friedman, M (1992) – Money Mischief – Episodes in Monetary History – A Harvest Book

Fukayama, F. (1996) – Confiança – As virtudes sociais e a criação da prosperidade – Editoria Rocco

Gagnon, Joseph – Inflation Regimes and Inflation Expectations – Board of Governors of the Federal Reserve System

Gambetta, Diego (1988) – Can we trust in Trust: Making and Breaking Cooperative Relations

Goldfajn I. e Gupta P. (1999) Does Monetary Policy Stabilize the Exchange Rate Following a Currency Crisis? – IMF Working Paper no. 42 - Março

Hayo, B e Hefeker C. (2002) – Reconsidering Central Bank Independence – European Journal of Political Economy 18, 653-674

Jerome Levy Institute of Bard College (2001) – Reflections on the Current Fashion for Central Bank Independence – Julho

Keynes J.M. (1925) – The Economic Consequences of Mr. Churchill – In The Collected Writing of J.M. Keynes – Vol IX – Essays in Persuasion – London: MacMillan 1972

Keynes, J.M. (1936) – A Teoria Geral do Emprego. Do Juro e da Moeda, Ed Atlas

Kliesen, Kevin (1996) - A Recipe for Monetary Credibility — Federal Reserve Bank of St. Luis – October

Knack, S. e Keefer,P. (1995) – Institutions and Economic Performance – Economic and Politics 7(3) 207-227

_____ (1997) - Why Don't Poor Countries Catch-Up? – Economic Inquiry –35 590-602 – julho

Krugman, P. e Miller, M.(1991) – Exchange Rate Targets and Currency Bands, Cambridge University Press

Langlois, R. (1986) – Economics as a Process, Cambridge, Cambridge University Press

Lengrwiler, Yvan e Orphanides, A. (1999) – Optimal Discretion – Board of Governors of the Federal Reserve System

Lin, J. e Nugent, J. (1995) – Institutions and Economic Development in Handbook of Economic Development, vol.3^A – North-Holland, Amsterdam

McCallum, B. T. (1996) – Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in General – NBER Working Paper no. 5579 - Maio

Mathias, Alexandre – Meta de Inflação (1998) – Uma nova abordagem para a política monetária – Tese de Mestrado apresentada na FGV-SP

Mishkin, F.S.(1999) – International Experience with Different Monetary Policy Regimes – NBER Working Paper n. 6965 – Fevereiro

----- e Hebbel, K.S. (2001) – One Decade Of Inflation Targeting in The World: What do we know and What do we need to Know? – NBER Working Papers n. 8397 – Julho.

North, D. (1990) - Institutions, Institutional Changes and Economic Performance Cambridge – Cambridge University Press

Nooteboom, Bart – Trust, Opportunism and Governance

Obstfeld, M. e Rogoff, K. (1996) – Foundations of International Macroeconomics, Cambridge, MA – MIT Press

Olson, M. (1965) – The Logic of Collective Action, Cambridge MA – University Press

Perry, G. (1998) – Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter in World Bank, Latin American and Caribbean Studies

Persson, Torsten e Guido Tabellini (1997) – Political Economics and Macroeconomic Policy – NBER Working Paper Series n. 6329 - Outubro

_____ (1990) – Macroeconomic Policy , Credibility and Politics, London:Harwood

Persson, T (1994) – Monetary and Fiscal Policy – Vol I and II – Cambridge MA – MIT Press

_____ Roland, G. e Tabellini, G. (1997) – Separations of Powers and Accountability: Towards a Formal Approach to Comparative Politics – Quarterly Journal of Economics 112, 1163-1202

Pool, W. (1988) – Monetary Policy Lessons from of Recent Inflation and Desinflation – Journal of Economic Perspectives – Vol2 –n.3 – Summer

Posen, A. (1993) – Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: There is No Institutional Fix For Politics in Finance and the International Economy, Vol.7 – Oxford:Oxford University Press, 40-65

Posen A. (1998) – Central Bank Independence and Desinflationary Credibility: A Missing Link? – Oxford Economic Papers 50, 335-359

Qian, Y .(2001) – How Reforms Worked In China – University of California in Bekerley – Department of Economics

Reinhart C. e Rogoff K. (2002) – The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, NBER Working Paper no. 8963

Rodrik, D.(2000) – Institutions for High-Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them – NBER Working Papers Series 7540

Rogof, K. (1985) – The Optimal Degree of Commitment to an Intermediary Monetary Target – Quarterly Journal of Economics, v.100, n.4, Nov 1985

Romer, Cristina e Romer David (1996) – Institutions for Monetary Stability – NBER Working Paper Series n. 5557 – Maio

Sargent,T. e Wallace,N. (1981)- Some Unpleasant Monetary Arithmetic – Federal Reserve Bank of Minneapolis Fall, 1-19

Svensson, Lars e Faust, Jon (1997) – Inflation Forecast Targeting – Implementing and Monitoring Inflation Targets, European Economic Review 41, 1111-46

_____ (1997a) – Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks and Linear Inflation Contracts, American Economic Review 87, 98-114

_____ (1998) – Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals – NBER Working Paper Series n. 6452 – March

Tabellini, G. (2001) – Political Economy – MIT University Press

Tobin, J. – Monetary Policy – Recent Theory and Practice

Walsh, C. (1995) – Optimal Contracts for Central Bankers, American Economic Review 85, 150-167

Weder,B; Kisunko,G. e Brunetti Aymo (1997) – Economic Growth with Incredible Rules – World Bank Development Report

Williamson, O (1993) - Calculativeness, Trust, and Economic Organization, Journal of Law and Economics 36

World Bank (1998) – Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter - Latin American and Caribbean Studies