

Regime de metas de inflação: seus efeitos sobre a inflação, o produto e o emprego no Brasil

Pseudônimo: Filiado_Sinal_Banco Central

RESUMO

Analisa-se questões relativas ao regime de metas de inflação no Brasil e seus impactos sobre o produto e o emprego. Inicialmente, apresenta-se a evolução dos estudos que culminaram na doutrina que sustenta o regime de metas de inflação. A seguir comparam-se os resultados dos países que adotaram o regime de metas de inflação, com outros que não o fizeram. Estuda-se o caso dos EUA. Finalmente, são apontados os efeitos do regime de metas de inflação no Brasil sobre a inflação, dívida pública, produto e emprego. São apresentadas sugestões que possam corrigir as distorções existentes na economia.

Palavras-Chave: Regime de Metas de Inflação; Inflação; Produto; Emprego; Dívida Pública.

ABSTRACT

Issues concerning the regime for setting inflation targeting in Brazil and its impact on the product and the employment. Initially, the evolution of the studies which culminated in the doctrine that supports the inflation targeting is presented. Then, the results of the countries which set inflation targets and those which do not set them were compared. The U.S.A. case was also studied. Finally, the effects of the inflation targeting in Brasil upon the inflation, public debit, product and employment are pointed out. Then, some proposals are presented in order to correct existing distortions upon the economy.

Key-Words: Inflation Targeting; Inflation; Product; Employment; Public Debit.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	4
1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO COM O USO DE REGRAS E A CREDIBILIDADE DA POLÍTICA ECONÔMICA	6
1.1 O regime de metas de inflação e a credibilidade da política econômica	6
1.2 Avaliações sobre a rigidez das regras do regime de metas de inflação e seus efeitos sobre a sociedade	9
2 COMPARAÇÃO ENTRE O CRESCIMENTO ECONÔMICO DE PAÍSES QUE SE UTILIZAM DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E OS DEMAIS	14
3 A POLÍTICA MONETÁRIA DOS EUA	16
4 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	19
4.1 Considerações sobre o regime de metas de inflação e a sua aplicação no Brasil	19
4.2 Disposições constitucionais sobre a geração de empregos e desenvolvimento econômico no Brasil.....	19
4.3 O regime de metas de inflação e a dívida pública	22
4.4 O regime de metas e o nível de emprego no Brasil	27
CONCLUSÃO	30
REFERÊNCIAS	32

INTRODUÇÃO

Em julho de 1994 foi introduzido no Brasil o Plano real que logrou êxito em romper com a alta taxa de inflação registrada no país. A política cambial implantada à época era baseada em uma variação de regime de câmbio fixo (*crawling peg*). Devido ao déficit em transações correntes a economia tornou-se muito dependente de capitais externos, notadamente de curto prazo, como forma de manter as reservas internacionais em níveis elevados para proteger a estabilidade da taxa de câmbio. As instabilidades externas geradas pelas crises asiática (outubro de 1997) e russa (setembro de 1998) fizeram com que a taxa de juros se estabelecesse como a maior do mundo. De forma concomitante, o aumento da dívida interna, o agravamento da situação do déficit público e o aumento de riscos de ataques especulativos associados à deterioração das contas externas levaram a uma mudança do regime de câmbio fixo para flexível em janeiro de 1999.

Devido à necessidade de uma nova âncora nominal, em junho de 1999 foi adotado o regime de metas de inflação e a taxa de juros passou a ser o principal instrumento para a condução da política monetária. O regime de metas de inflação, ou “inflation targeting” foi implantado no Brasil pelo Decreto nº 3088, de 21 de junho de 1999, que estabeleceu a sua sistemática e o instituiu como diretriz para fixação do regime de política monetária. O regime de metas foi instituído com a finalidade de orientar as ações da política monetária do governo para manter a taxa de inflação da economia dentro de uma faixa previamente definida. A adoção deste regime parte da premissa que a estabilidade de preços é necessária, pois sem ela há prejuízo para a economia no longo prazo.

Desta maneira, o objetivo desta monografia é a avaliação da eficácia do regime de metas de inflação no Brasil, considerando o controle inflacionário e os impactos sobre o produto e o emprego e propor sugestões à política econômica que garantam a estabilidade da moeda com desenvolvimento econômico e social, a solidez do sistema financeiro brasileiro e a proteção da economia popular.

São apresentados também os argumentos utilizados pelos que sustentam a necessidade do uso de regras rígidas sobre a economia e dos que defendem a discricionariedade (ou discricionariedade) na tomada das decisões. Sobre essa dicotomia de procedimentos, é feita uma avaliação no sentido de demonstrar que as medidas de política econômica empregadas não podem fugir aos parâmetros fundamentais da Constituição da República de 1988. Portanto, as regras ou a discricionariedade na escolha de quais medidas devem ser tomadas pelo governo, por meio do Ministério da Fazenda e Banco Central do Brasil, não devem transcender os limites parametrizados por marcos constitucionais. A adoção um mecanismo tecnicamente correto, sob o ponto de vista econômico carece de ser suportado pelas premissas maiores da República declaradas pelo Constituinte.

A análise do tema deverá comparar resultados obtidos em estudos realizados sobre os níveis de inflação e emprego de países que utilizam o regime de metas de inflação e dos que não instituíram este regime. São verificadas as medidas tomadas em diversas economias no sentido de indicar alternativas que sejam sustentadas pela

ciência econômica e cujos resultados estejam de acordo com o que esperava o legislador constituinte ao fundamentar os princípios norteadores da economia do país.

Assim, após esta introdução, no capítulo 1 é feita a contextualização do regime de metas de inflação com a credibilidade da política monetária. É feita ainda uma avaliação sobre a rigidez das regras do regime de metas e seus efeitos sobre a economia. No capítulo 2 é apresentada uma comparação entre o crescimento econômico entre países que utilizam o regime de metas de inflação e os demais. No capítulo 3 é explorado o modelo de política monetária dos EUA. No capítulo 4 é apresentado o regime de metas de inflação no Brasil. Para isso são feitas análises sobre as disposições constitucionais a respeito, sobre a evolução da dívida pública no período e sobre o nível de emprego e produto. Por fim são apresentadas as conclusões.

1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO COM O USO DE REGRAS E A CREDIBILIDADE DA POLÍTICA ECONÔMICA

1.1 O regime de metas de inflação e a credibilidade da política econômica

O anúncio da meta de inflação de forma antecipada terá efeito tão significativo quanto for crível aos agentes econômicos a informação dada pelo governo. Por essa razão é de grande relevância a credibilidade do gestor e da própria política econômica adotada. Credibilidade é entendida como o nível de confiança que os agentes econômicos depositam na exequibilidade de uma política anunciada ser implementada e ser cumprida até o fim. Está associada às expectativas. Uma política possui maior credibilidade se ela sinaliza aos agentes uma chance reduzida de ocorrência de inconsistência temporal¹.

Nesse contexto, a credibilidade das políticas econômicas está intrinsecamente ligada ao alcance das metas estabelecidas para essas políticas e aos resultados decorrentes da obtenção de sucesso ou não da política implementada. É o argumento que se apresenta em defesa da busca da credibilidade da política econômica. A idéia contida nesse conceito traz consigo uma inércia² que afeta as expectativas dos agentes privados. Uma economia detentora de alto nível de credibilidade estaria menos sensível às instabilidades e choques externos. Por outro lado, as economias com baixa credibilidade sofreriam mais com as crises internas ou externas, pois, normalmente, possuem um histórico de menor confiança dos agentes privados.

O principal ponto que justificaria a busca da credibilidade baseia-se no argumento de que a ausência de regras associada à assimetria de informações gera um incentivo ao condutor da política econômica em ser negligente com os objetivos previamente firmados com a sociedade. De acordo com essa visão, o viés inflacionário na condução da política monetária precisa ser eliminado para que o resultado de longo prazo não implique custos sociais desnecessários (inflação mais elevada).

Em função disso, estudo da credibilidade da autoridade monetária ganhou espaço no cenário econômico nos últimos 30 anos. A idéia de credibilidade teve a sua gênese nos estudos realizados por Phillips (1957) que buscava avaliar a efetividade de políticas de estabilização.

Na década de 1960 e início dos anos 1970 ganhou espaço a análise de Friedman (1968) contrária ao comportamento discricionário³ das autoridades

¹ A inconsistência temporal refere-se à mudança de objetivo previamente definido durante a implementação da política pré-estabelecida.

² Essa inércia consiste em que a credibilidade não se altera repentinamente apenas por um único resultado de sucesso ou insucesso. Uma economia com baixos níveis de credibilidade não terá elevada a sua credibilidade perante os agentes em um único resultado favorável. Identicamente, uma economia com elevados níveis de credibilidade não sofrerá uma queda brusca em sua credibilidade em razão de um único insucesso.

³ O comportamento discricionário é caracterizado pela adoção, pelo *policymaker*, de medidas que julgue mais adequadas em cada período. Kydland e Prescott (1977) concluíram sobre o debate regras versus

monetárias. Friedman propôs uma regra rígida de expansão monetária a uma taxa constante. O autor entendeu que os agentes são dotados de expectativas adaptativas⁴ e uma regra rígida de expansão monetária reduziria a possibilidade de distúrbios na economia com relação ao comportamento médio dos preços. A idéia era que o uso de regras, tal como a proposta, evitaria que os agentes cometessem erros sistemáticos mesmo com expectativas adaptativas.

A partir do debate regras *versus* discricção (ou discricionariiedade) emergiu a análise sobre credibilidade. Enquanto o uso de regras busca a otimização em um intervalo de tempo, no comportamento discricionário não há um padrão de conduta, mas uma tentativa de otimização a cada instante, ponto a ponto. Sobre o uso de políticas discricionárias, Argy (1988), identifica três formas: (i) proporcional: os governos reagem ao hiato entre o produto atual e o de pleno emprego; (ii) derivativa: os governos reagem de forma precedente às mudanças no produto; e (iii) integral: os governos reagem à soma dos desvios passados em relação ao nível de pleno emprego.

A literatura sobre credibilidade indica que o uso de regras é favorável à economia à medida que a melhor previsibilidade dos agentes melhora a credibilidade da política implementada. O estabelecimento de regras, aliada à certeza do público sobre o firme propósito do cumprimento delas, permitiria aos agentes fazer previsões seguras sobre as variáveis econômicas relevantes⁵, tendo em vista não existirem barreiras informacionais. Neste contexto seria válido o princípio da equivalência da certeza⁶. Todavia, deve-se ressaltar que a conquista da credibilidade é um processo que não ocorre de forma instantânea.

Tome o caso de uma economia onde o governo esteja comprometido em manter o controle sobre a taxa de inflação. A ausência de regras associada à assimetria de informações poderia gerar um incentivo ao governo de não atingir a meta de inflação. Devido ao viés inflacionário⁷, a autoridade monetária poderia fazer uso de políticas inflacionárias buscando a redução do desemprego no curto prazo. Todavia, no longo prazo, segundo os defensores do uso de regras rígidas, o resultado gerado por políticas dessa natureza é o retorno aos índices de empregos anteriores a esta política (taxa natural de desemprego) e a manutenção da taxa de inflação por ela gerada.

A ação da política monetária pode tornar-se menos comprometida com o combate à inflação em períodos eleitorais, uma vez que os governos tendem a optar por maior nível de emprego em detrimento de menor taxa de inflação, buscando reeleger-se ou favorecer a eleição de seus candidatos (ver Nordhaus, 1975 e Lindbeck, 1976). Assim, como forma de inibir o problema mencionado, o uso de regras associado à transparência dificulta a manipulação da política econômica, especialmente em períodos de eleição. A idéia é que o estabelecimento de regras com o compromisso do

discricção que a utilização de regras para a condução da política monetária representa a melhor solução para que a política atual seja consistente com a política de equilíbrio futura (de Mendonça, 2000).

⁴ As expectativas adaptativas são formadas a partir da experiência passada, recebendo maior ênfase os períodos mais recentes.

⁵ Dentre essas variáveis podem se destacar a inflação e o nível de emprego.

⁶ Princípio da equivalência da certeza expressa a idéia que a expectativa da inflação é igual à taxa esperada. Não há assimetria de informação.

⁷ O viés inflacionário é caracterizado pelo uso de políticas inflacionárias pelo governo com vistas a melhorar a performance do nível de emprego no curto prazo.

responsável pela política de cumpri-las, associada à necessidade de explicar as suas ações e resultados, reforça a *accountability*⁸.

Kydland e Prescott (1977) desenvolveram a idéia de credibilidade da política monetária, ressaltando a análise sobre inconsistência temporal⁹. De acordo com essa perspectiva existe a intuição de que uma política com regras¹⁰ estabelecidas e fiscalizadas pela sociedade melhora a credibilidade ao eliminar o problema da inconsistência temporal gerada pelo uso da discricção. Os autores supracitados ressaltaram que uma escolha discricionária, ainda que focada consistentemente no presente, pode produzir um resultado sub-ótimo ou instabilidade econômica. O resultado sub-ótimo é decorrente de que uma política discricionária não maximiza o bem-estar, e a instabilidade econômica é gerada pela insegurança dos agentes econômicos que tomam decisões, em parte, baseados em suas expectativas de ações políticas futuras.

As expectativas futuras são afetadas pelo desempenho do gestor da política em períodos anteriores. Sobre essa concepção, Barro e Gordon (1983), com base nos argumentos apresentados por Kydland e Prescott (1977), introduziram a idéia de reputação¹¹ no debate regras *versus* discricção. A idéia principal é que a reputação é acumulada à medida que o público observa que o gestor da política cumpre as regras e alcança as metas estabelecidas em cada período, e se constitui em importante elemento na construção da credibilidade.

Segundo Clarida, Gali e Gertler (1999), a literatura sobre credibilidade pode ser dividida em uma vertente teórica e outra prática, relacionada à aplicação de políticas. Na vertente teórica é analisado o problema de persistência inflacionária sob o comportamento discricionário da autoridade monetária. Em relação à vertente prática é considerado que, se a política monetária não estiver voltada para o combate à inflação, o processo de desinflação da economia pode implicar um sacrifício social maior que o necessário. Esse custo maior decorre do fato de salários e preços, hoje, dependerem do que os agentes esperam do comportamento futuro dos preços, o que, por sua vez, depende do curso da política monetária.

⁸ O termo *accountability* é derivado do sistema anglo-saxão e refere-se à prestação de contas por uma ação delegada. O delegado (políticos) presta conta ao delegante (eleitores) de suas ações.

⁹ A inconsistência temporal refere-se à mudança de objetivo previamente definido durante a implementação da política pré-estabelecida.

¹⁰ A antiga literatura sobre regras *versus* discricionariedade centrava-se nas intenções e na capacidade do responsável pela política. Argumentos favoráveis ao uso de regras tinham por base o conhecimento imperfeito sobre a economia e a tendência das autoridades políticas em conduzir a política econômica para fins inadequados do ponto de vista do bem-estar social. Esta perspectiva sobre regras ou discricionariedade foi alterada pelo artigo de Kydland e Prescott (1977), que passaram a utilizar as regras como um compromisso (*commitment*) para a autoridade política (de Mendonça, 2000).

¹¹ A idéia de reputação está associada ao êxito do banco central no combate à inflação ao longo de sua história. Logo, é um importante elemento na conquista da credibilidade.

1.2 Avaliações sobre a rigidez das regras do regime de metas de inflação e seus efeitos sobre a sociedade

Algumas das principais críticas ao regime de metas de inflação são: a) a inflação na década de 1990 foi baixa para quase todos os países e não só para os que adotaram o regime de metas de inflação; b) o argumento de que o regime de metas garante maior credibilidade ao banco central não é pacífico, pois bancos centrais que não adotam este sistema, como o FED (Federal Reserve System) e o Banco Central Europeu, mantêm a sua credibilidade elevada e são eficientes em alcançar os seus objetivos de estabilização das economias para as quais trabalham. Alguns países¹² que adotaram o regime de metas de inflação e obtiveram sucesso na estabilização dos preços já estavam em uma trajetória de baixa da inflação antes da adoção desse regime.

Apenas 23 países¹³ do mundo adotam ou adotaram o regime de metas de inflação, portanto menos de dez por cento do total de países. O pressuposto de que o regime de metas é a melhor e mais eficiente estratégia de condução da política monetária não é consensual entre os autores. Ao se considerar como verdadeira a premissa de que este regime é mais adequado do que qualquer outro, surge o questionamento quanto à condução da política monetária nos países mais desenvolvidos e os resultados obtidos por esses países com relação à estabilidade de preços e crescimento do produto, inclusive em períodos de crises.

O principal exemplo contrário ao uso do regime de metas de inflação é o caso dos EUA, especialmente na era Greenspan. O FED não busca atingir exclusivamente a estabilidade de preços e nem possui meta explícita de inflação, previamente anunciada a ser alcançada em determinado período. Na condução da política monetária o FED deve buscar alcançar o melhor nível de emprego possível. Embora hoje nos EUA a política monetária seja conduzida de forma discricionária, há debate acerca da conveniência da adoção do regime de metas de inflação. Há analistas que entendem que no futuro este regime será adotado nos EUA, mas isso ainda não é consenso.

Cabe ressaltar que o FED construiu a sua reputação antiinflacionária sem ter implementado o regime de metas de inflação. Os opositores do regime de metas arguem que foi exatamente esta credibilidade que possibilitou maior flexibilidade ao banco central americano para responder às perturbações de curto prazo na produção e no emprego sem que as expectativas inflacionárias fossem desestabilizadas. O questionamento que surge a partir daí é de qual seria o benefício de se reduzir esta flexibilidade de resposta ao se adotar o regime de metas de inflação. Os opositores do

¹² Para um estudo que salienta os resultados favoráveis da adoção das metas inflacionárias, ver Wu (2004).

¹³ Adotaram o regime de metas de inflação: Nova Zelândia (1990), República Checa (1998), Canadá (1991), Polônia (1999), Chile (1991), Colômbia (1999), Israel (1992), Brasil (1999), Reino Unido (1992), Suíça (2000), Suécia (1993), África do Sul (2000), Finlândia (1993), Tailândia (2000), Austrália (1993), Islândia (2001), Espanha (1995), Noruega (2001), México (1995), Hungria (2001), Coreia do Sul (1998), Peru (2002) e Filipinas 2002.

regime entendem que o regime de metas amarra as próprias mãos do banco central e impedem de o governo agir de maneira rápida e eficiente em momentos de crise.

Quando se estabelece que a credibilidade das políticas econômicas está intrinsecamente ligada ao alcance das metas estabelecidas para essas políticas e aos resultados decorrentes da obtenção de sucesso ou não da política implementada, está se criando uma solução que pode estar adequada a um cenário estático, ou pelo menos não mutável, se o alcance desta credibilidade estiver atrelado ao estabelecimento de regras rígidas. Os agentes devem estar atentos que o gestor da política econômica deverá tomar as medidas responsáveis o suficiente para atingir, sobretudo, o que a sociedade almeja, expressos na Constituição da República, em especial. Não há maior regra que expresse a vontade do povo em uma democracia.

O artigo 1º da Constituição da República de 1988 determina:

Art. 1º A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em **Estado Democrático de Direito** e tem como **fundamentos**:

I - a soberania;

II - a cidadania;

III - a dignidade da pessoa humana;

IV - **os valores sociais do trabalho** e da livre iniciativa;

V - o pluralismo político.

Parágrafo único. **Todo o poder emana do povo, que o exerce por meio de representantes eleitos ou diretamente, nos termos desta Constituição.** *[grifos nossos].*

É certo que as medidas de política econômica e seus gestores devem gozar de credibilidade, mas os pressupostos que direcionam as medidas devem estar calcados no que espera a sociedade. Regras rígidas que atendam a interesses de apenas um grupo pequeno, embora representativo do capital, é tão nociva quanto a discricionariedade irresponsável ou a que busca atender interesses pessoais ou de grupos. O enfoque das regras a serem estabelecidas é no sentido de que produzam o melhor resultado para a sociedade. Identicamente, a flexibilidade das regras deve ser admitida quando o foco for o interesse social, tendo em vista que, para evitar o descontentamento do mercado financeiro, o governo flexibiliza as regras por ele mesmo estabelecidas, como pode ser observado em momentos de crise da economia.

Admitir que a sociedade deve se submeter a resultados perversos sem que tenha a menor segurança na reversibilidade futura das conseqüências é um risco que, para que se corra, deve-se ter aceitação plena da sociedade por meio de seus representantes. Portanto, a implementação de medida de política econômica que exijam o esforço de toda a sociedade carece de debates no Congresso Nacional e nas instituições representativas da sociedade civil e não apenas de justificativas formais em seções do Congresso Nacional. Deixar de tomar medidas mais flexíveis que atendam à sociedade no presente e tomar medidas rígidas que causam efeitos perversos atuais, mas que trazem uma expectativa incerta de sucesso futuro, calcada em fundamentos teóricos, é semelhante a aceitar, como cobaia, um tratamento médico de alto risco que indique a possibilidade de cura futura, mas com pouca certeza de garantia de sobrevivência a seus efeitos atuais, e abdicar de outro convencional cujos resultados possam ser mais modestos, mas previsíveis.

Toma-se, como exemplo, o caso de uma economia onde o governo esteja comprometido em manter o nível de emprego e a produtividade. Em momentos de recessão, decorrente de fatores internos ou externos, o governo poderia reduzir a taxa de juros incentivando o investimento. Poderia contar que o controle de preços ficaria por conta da maior capacidade dos produtores de ofertarem ou, eventualmente, utilizaria a taxa de juros à disposição do gestor da política monetária, mas não como único, ou mais valorizado, mecanismo de controle. Nesse caso, mesmo sem o rigor exacerbado de regras, haveria previsibilidade e transparência na gestão da política econômica, pois os agentes entenderiam que o governo agiria preventivamente no sentido de proteger o emprego e o investimento produtivo e não no sentido de proteger apenas a rentabilidade dos recursos não produtivos.

Para evitar o uso indevido de medidas oportunistas, se houver flexibilidades, cabe ao Congresso Nacional e à sociedade exercer a fiscalização, a cobrança e até mesmo sustar, por mecanismos legais, excessos que o governo possa cometer. Supor que o poder decisório do presidente ou dos gestores da política fiscal e monetária seja supremo é admitir o desprezo pela Lei Maior e a fragilidade da democracia. Não é adequada ao amadurecimento da democracia a abstenção do seu exercício. A liberdade é mais adequada que o exercício da força à esta maturidade. Entender que os governos estariam sempre propensos a tomar medidas discricionárias visando ao atendimento de interesses de ocasiões é o mesmo que admitir, a priori, que a sociedade escolhe mal os seus representantes, ou que não são, definitivamente, opções de políticos dignos. Admitir que todos os políticos estão sujeitos à manipulação não é justificativa para se transpor os limites da democracia e retirar os poderes da sociedade ou mesmo do Congresso Nacional. A despeito dos grandes bônus, a democracia traz também seus ônus. Ainda assim, é mais preferível aos demais regimes.

Para se evidenciar a necessidade de flexibilidade no uso das regras, especialmente em situações extremas, pode-se se tomar como referencial o entendimento do legislador com relação ao que se exige de um indivíduo na sociedade. Admite-se que uma pessoa em estado de necessidade pratique ações tipificadas como crimes (artigo 23 do Código Penal). A hipótese dessa exceção de tratamento à conduta tipificada tornando-a lícita é admitida para dar condições ao indivíduo fazer frente ao perigo iminente. Se as suas ações na prática da conduta tipificada forem moderadas, poderá a conduta tipificada ter a sua ilicitude excluída. Identicamente, em uma situação em que a coletividade encontra-se afetada por um mal, não caberia flexibilidades nos conceitos ou decisões visando atenuar o rigor dos efeitos perversos. O Estado, monopolista do uso da violência, abre mão deste monopólio em situações específicas, como na legítima defesa (artigo 25 do Código Penal) e desforço imediato (artigo 1210 do Código Civil). Seria pouco razoável admitir que, mesmo que por necessidade emergencial de quem detém o poder (o povo), não se poderia flexibilizar regras para conter crises que afetam diretamente o nível de emprego e põem em risco a própria capacidade de sobrevivência e garantias constitucionais.

Por influenciar diretamente os direitos fundamentais, a política econômica implementada deve ter como referências e limites os resultados atuais que recaem sobre a sociedade. Não há que se impor infortúnios no presente em troca de uma expectativa de conforto futuro, se não for consenso social a aceitação deste esforço. Como a Constituição da República se manifesta a respeito da busca do pleno emprego,

este deve ser parâmetro considerado quando se tratar de qualquer medida a ser tomada. Em razão do regime democrático vigente no Brasil, os agentes públicos devem prestar conta dos seus atos. Não há que se tomar qualquer medida, inconstitucional ou ilegal, ainda que julgada tecnicamente mais adequada, se contraria o que prevê a Carta Magna ou preceito legal que deva ser observado.

É ônus da democracia a sujeição ao debate e a prevalência da vontade da maioria. A melhor decisão é a que a maioria deseja, ainda que na hipótese etérea de existência de uma opção melhor, a sociedade não desfrute de capacidade para identificá-la. A liberdade de livre escolha da melhor opção é dada à sociedade que pode, por meio de seus representantes, alterar as regras a que ela mesmo se submete, inclusive a Constituição. Portanto, não há regra maior, ainda que lastreada em conceitos científicos, ou estudos técnicos avançados, que justifiquem o descumprimento da Lei Maior, ou mesmo que altere a sua essência. Caberia à sociedade decidir sobre a nova fórmula alternativa que se apresenta. A opção vencedora será implementada, mesmo que a minoria vencida discorde ou sustente a sua posição com fundamentos em avaliações de sucesso internacionais. É o custo da democracia. As ditaduras se sustentam exatamente sob a premissa de que o tirano conhece o melhor caminho para o seu povo. Todavia, os modelos absolutistas não são adequados à realidade de quem conhece os valores da democracia.

No contexto da busca a todo custo pela estabilidade de preços, sem considerar o nível de emprego, surge a idéia de independência do banco central. A literatura associa a independência do banco central à menor volatilidade dos preços ou mesmo à necessidade de fortalecimento da credibilidade da autoridade monetária. Estudos indicam ainda que bancos centrais com maiores níveis de independência são mais favoráveis à estabilização e que a política fiscal é mais disciplinada em países onde as autoridades monetárias são mais independentes, mas esses estudos não contemplam diretamente a questão do emprego. A idéia de independência do banco central cunhada por Rogoff (1985) propôs a adoção de um banco central independente com um presidente conservador. Nesse modelo, Rogoff demonstrou que para alcançar a estabilidade de preços o *central banker* deve ter maior aversão à inflação do que a média da sociedade. O fundamento base da proposta de Rogoff apresenta conflito com a previsão constitucional do artigo 1º, parágrafo único, que preceitua “Todo poder emana do povo...”. Não pode haver gestor público mais rigoroso que a sociedade na obtenção de qualquer resultado, tendo em vista que o agente público foi elevado à posição de gestão para atingir os objetivos e anseios da sociedade, em suas dimensões exatas.

Essa independência garante liberdade aos gestores da política monetária para que tomem medidas no sentido de acalmar o mercado. Medidas que garantem aos proprietários de títulos públicos a tranqüilidade de que seus rendimentos não serão significativamente afetados. São medidas que tranqüilizam o mercado minorando-lhe os riscos, ainda que sobrecarreguem as contas públicas. Neste cenário, evidente no caso brasileiro, reside o grande risco de independência do banco central, que poderá atuar livremente em momentos de pressão do mercado e será independente para tomar decisões de alto risco para a sociedade, sendo esta, a parte mais frágil. Esta fragilidade pode ser identificada em razão da pouca importância que é dada à questão do emprego na formulação da política econômica.

O risco ainda é mais elevado se os seus gestores forem detentores de mandatos fixos, como alguns autores propõem. Isto porque, os diretores do banco central não são eleitos diretamente pela sociedade, embora legitimados pelo Congresso Nacional. Mandatos para diretores do banco central não são adequados em um cenário em que não há regras claras que protejam o desenvolvimento econômico e o emprego, ainda que a Constituição os trate como princípios. Mandatos fixos para diretores sem atribuições legais definidas com relação ao nível de emprego, mas com amplos poderes discricionários na definição das medidas destinadas ao alcance das metas de inflação, independente do resultado gerado sobre o nível de emprego, pode se constituir em um ambiente vantajoso para o capital especulativo, mas desagradável para os que dependem de emprego para a sobrevivência.

A ausência de definição legal associada ao cumprimento de regras abalizadas apenas nos anseios do mercado financeiro não produtivo legitima uma aristocracia e, naturalmente, contraria os princípios democráticos. A adoção dessas medidas fragilizam o poder fiscalizador da sociedade e do Congresso Nacional. Por essa razão o interesse público será refém de decisões de técnicos que, em geral, não são cunhados em suas vidas profissionais ao exercício de funções públicas, mas grande parte deles na história recente é oriunda de instituições financeiras que são afetadas diretamente em seus balanços pelas medidas tomadas pelo Banco Central do Brasil. Por serem profissionais do mercado financeiro, retornam a ele após o exercício de função pública relevante e estratégica para a sociedade, mas também importante e estratégica para as instituições que, a seguir, receberão esses ex-gestores da política monetária do país.

Assim, a transparência e a sintonia com os anseios sociais são mais adequadas à gestão da política econômica do que decisões fechadas sem esclarecimentos suficientes das razões à sociedade. Portanto, em uma sociedade democrática espera-se que os governos ajam com transparência e prestem contas à sociedade de suas ações. Nesse foco, Walsh (1995), levando em consideração a teoria do agente-principal, propôs a incorporação dos contratos ótimos entre o banco central (agente) e o governo (principal). Os objetivos a serem alcançados devem ser calcados na previsão constitucional. As estratégias não podem deliberadamente desprezar os objetivos da República e seus resultados devem ser apresentados e justificados à sociedade.

2 COMPARAÇÃO ENTRE O CRESCIMENTO ECONÔMICO DE PAÍSES QUE SE UTILIZAM DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E OS DEMAIS

Desde o início da década de 1990, diversos países¹⁴, desenvolvidos e subdesenvolvidos, adotaram o regime de metas de inflação como estratégia de política monetária destinada a garantir a estabilidade de preços. Diversos autores realizaram estudos visando comparar o regime de metas de inflação com outras estratégias que objetivam a estabilidade de preços, como Neuman e Hagen (2002) e Wu (2004). Este último concluiu que a adoção do regime de metas de inflação e a sua credibilidade perante a população são eficazes para alcançar a redução das taxas de inflação dos países.

Bionde e Toneto Jr (2006) realizaram estudos que indicaram que a taxa de crescimento entre os países desenvolvidos que adotam o regime de metas de inflação e os que não adotam são próximas. Entretanto, para os países em desenvolvimento, a taxa de crescimento média dos que adotam o regime de metas de inflação é bastante inferior àqueles que não adotam. Isto sinaliza para o fato de que a adoção do regime de metas pode afetar negativamente o crescimento econômico. Portanto, dentre os países que adotam o regime de metas de inflação, os países desenvolvidos vêm apresentando um desempenho melhor do que os em desenvolvimento. Os autores concluem ainda que a adoção do regime de metas de inflação pelos países em desenvolvimento provoca uma maior variabilidade do crescimento real do produto, que pode estar relacionado com a vulnerabilidade da economia dos países emergentes. Com isso, os países em desenvolvimento estão mais propensos a enfrentar o trade-off de curto prazo entre estabilidade das taxas de inflação e crescimento do produto.

Deve-se destacar também que a média de crescimento dos países desenvolvidos que adotam o regime de metas de inflação é bastante próxima à taxa média de crescimento dos países que não adotam o regime, e as taxas médias de inflação dos países que adotam o regime também se mostram inferiores às taxas dos países que não adotam. Isto leva a crer que o custo de manutenção do regime de metas inflacionárias em países desenvolvidos não é elevado, já que o controle da inflação é melhor e as médias de inflação não são significativamente diferentes das taxas médias encontradas para o grupo de todos os países desenvolvidos.

Entretanto, segundo Bionde e Toneto Jr (2006), os países em desenvolvimento que adotam o regime de metas inflacionárias enfrentam uma situação distinta dos países desenvolvidos, pois o regime garante uma taxa média de inflação 17% mais baixa do que a taxa média de inflação do grupo de países em desenvolvimento, enquanto a redução da taxa média de crescimento do produto é de 39% em relação à taxa média de crescimento do produto para o grupo. Este resultado indica que há um efeito perverso sobre o produto dos países emergentes para se alcançar a redução da

¹⁴ Adotaram o regime de metas de inflação: Nova Zelândia (1990), República Checa (1998), Canadá (1991), Polônia (1999), Chile (1991), Colômbia (1999), Israel (1992), Brasil (1999), Reino Unido (1992), Suíça (2000), Suécia (1993), África do Sul (2000), Finlândia (1993), Tailândia (2000), Austrália (1993), Islândia (2001), Espanha (1995), Noruega (2001), México (1995), Hungria (2001), Coreia do Sul (1998), Peru (2002) e Filipinas 2002.

inflação.

Assim, os países em desenvolvimento que adotam o regime de metas de inflação enfrentam custos maiores durante o processo de convergência da inflação para a meta estabelecida, enquanto os países desenvolvidos, ao adotarem o regime de metas de inflação, alcançam a estabilidade de preços sem que o crescimento do seu produto seja muito inferior à média dos países que não adotam o regime.

Os resultados apresentados trazem à tona a hipótese da desagradável aritmética fiscal concebida por King (1985). O autor esboçou um modelo baseado em uma economia em que há dominância monetária, ou seja, quando a autoridade monetária determina a política monetária independentemente da autoridade fiscal¹⁵. Em outras palavras, a ação da política fiscal é endógena ao comportamento da política monetária. Por exemplo, a definição da taxa de juros ou da taxa de crescimento da base monetária determina qual será o montante correspondente ao déficit ou superávit primário da economia. Tendo em vista que a credibilidade não é adquirida de forma rápida, no período de sua construção haverá a necessidade de geração de maiores superávits primários. Por isso King (1995) alerta que uma mudança de regime de política monetária pode gerar a desagradável aritmética fiscal.

A idéia da desagradável aritmética fiscal está relacionada a um cenário de dominância monetária em que o banco central não possua total credibilidade imediata, mas tem como objetivo manter a inflação em níveis baixos. Como a autoridade monetária não conta com total credibilidade, há uma pressão para um aumento na taxa de juros para reduzir a inflação, por meio da contenção de demanda. A alta na taxa de juros pressiona para uma elevação na dívida pública devido ao efeito da incidência da taxa de juros real sobre o estoque da dívida. Surge então a necessidade de geração de recursos adicionais para financiar o déficit resultante do período em que a credibilidade estiver sendo desenvolvida. A idéia é que para manter a razão dívida/PIB constante, alocam-se recursos públicos para arcar com os custos dos serviços da dívida, de modo a evitar que ocorra a sua explosão. Logo, torna-se necessária a geração de superávits primários, limitando a capacidade do governo de realizar investimentos públicos.

¹⁵ Estabelecida a política monetária, a autoridade fiscal deve adotar uma política fiscal consistente com a política monetária implementada, ajustando o seu orçamento de forma que sejam alcançados os níveis de superávits primários exigidos.

3 A POLÍTICA MONETÁRIA DOS EUA

O FED, como diversos bancos centrais, possui três instrumentos de condução de política monetária: depósitos compulsórios, taxas de redesconto e operações de mercado aberto (*open market*). Os depósitos compulsórios são os depósitos que os bancos comerciais são obrigados a manter junto ao Banco Central correspondentes a um percentual dos depósitos à vista. São mantidos no Banco Central em reservas bancárias, podendo ser efetuados em espécie ou em títulos. A taxa de redesconto é a taxa de juros cobrada pelo Banco Central nos empréstimos aos bancos comerciais. Muitas vezes os bancos comerciais necessitam de empréstimos de curto prazo para cumprir alguns compromissos que, por falta de liquidez no período, não teriam como cumprir. O Banco Central funciona como uma espécie de prestador de última instância para os bancos comerciais. As operações de mercado aberto, que são as compras e vendas de títulos públicos, são os instrumentos mais importantes de política monetária de que o Banco Central dispõe. Quem estabelece a taxa de juros norte-americana é o Federal Open Market Committee (FOMC).

O FOMC é formado pelos sete membros do Board of Governors do FED (escolhidos pelo governo norte-americano), e por cinco presidentes de Federal Reserve Banks (Bancos Centrais regionais). O presidente do Federal Reserve Bank de Nova York é membro do FOMC de modo contínuo, os demais presidentes são membros de maneira rotativa pelo período de um ano. Todos os anos, durante sua primeira reunião, os membros do FOMC elegem um Chairman e um Vice Chairman. Tradicionalmente, o Chairman do Board of Governors é eleito Chairman do FOMC, e o presidente do Federal Reserve Bank de Nova York é eleito Vice Chairman. Desse modo, os cargos de Chairman do Board of Governors e Chairman do FOMC se concentram na mesma pessoa. Estas posições são ocupadas atualmente por Ben Bernanke.

O FOMC é o membro mais importante do Federal Reserve System (FED) no que se refere à política monetária e é responsável por dirigir as operações do FED com moedas estrangeiras. É, portanto, responsável pela formulação de uma política capaz de promover crescimento econômico, pleno emprego, estabilidade de preços e o equilíbrio do balanço de pagamentos.

O FED é formalmente independente. Todavia, a independência definida em lei o obriga a agir a todo o tempo de forma coordenada com o Departamento do Tesouro¹⁶. O FED é obrigado por lei a perseguir simultaneamente três objetivos: (i) utilização plena da capacidade produtiva instalada, (ii) pleno emprego da força de trabalho e (iii) estabilidade de preços. Já o Tesouro é obrigado, por lei, a cumprir o orçamento da União votado pelo Congresso e aprovado pelo presidente da República. Para alcançar este objetivo, por meio de contas bancárias, recolhe tributos da sociedade e paga as despesas previstas no Orçamento. Se, por qualquer motivo, as despesas orçamentárias superam em algum momento o recolhimento de tributos, as contas ficam negativas, mas permanecem sendo movimentadas normalmente. Nesses casos, bastante comuns, o Tesouro estará operando em déficit, automaticamente coberto por meio de uma conta de compensação alimentada pelo FED. As ordens de pagamento do Tesouro serão

¹⁶ Corresponde ao Ministério da Fazenda no Brasil.

sacadas pelo público e entram em circulação sob a forma de expansão de moeda fiduciária, ou são recolhidas às reservas bancárias, caso permaneçam depositadas nas contas dos seus destinatários. O aumento das reservas pressionará para baixo a taxa básica de juros. Agindo em estrita observância dos três objetivos acima definidos (crescimento, emprego e inflação) cabe então ao FED decidir se prefere enxugar essa liquidez aumentada, evitando pressões inflacionárias, ou sancioná-la, para estimular a demanda agregada. O banco central americano faz isso manejando a compra e venda de títulos no *open market* vende títulos para recolher dinheiro, ou compra títulos para injetar dinheiro. Assim, através do *open*, o FED regula a liquidez da economia norte-americana, e com ela a taxa de juros, de modo a buscar aqueles três objetivos, sempre dando cobertura à execução, pelo Tesouro, do Orçamento aprovado pelos poderes democráticos da República representados pela Presidência e pelo Congresso Nacional.

O FED que possui seus comitês decisórios abertos à participação da sociedade só é independente para tomar certas decisões operacionais, mas, como se vê, o arcabouço legal e institucional em que ele opera disciplina essa independência e o obriga a atuar de forma intimamente articulada com o Tesouro na busca de objetivos que interessam à sociedade e não contempla unicamente interesses setoriais, como instituições financeiras que negociam os títulos americanos, ganhando ou perdendo de acordo com as medidas tomadas pela autoridade monetária. Esse arranjo permite que ambas as instituições atuem de forma permanentemente anticíclica. Em períodos de baixa atividade econômica, e decorrente baixo recolhimento de impostos, o Tesouro tende a incorrer em déficit, as reservas bancárias tendem a aumentar, e as taxas de juros, operadas pelo FED, tendem a baixar. Medida inversa é tomada quando a atividade econômica está intensa e surge o risco de inflação. Com isso, o que sensibiliza a taxa de juros não é exclusivamente o *stress* do mercado mas, por definição legal, os objetivos de crescimento, emprego e estabilidade de preços.

Os dois segredos principais do arranjo norte-americano são os objetivos múltiplos definidos em lei e a alta coordenação entre a ação do banco central e do Tesouro para garantir a execução do Orçamento da União e possibilitar a adoção de políticas flexíveis, potencialmente favoráveis ao crescimento.

Nos anos 1990 foi adotado nos EUA um *mix* entre a política monetária e a fiscal. Este modelo permitiu que a economia assumisse uma trajetória de crescimento, com inflação baixa e controlada coexistindo com o equilíbrio fiscal. O mecanismo utilizado era baseado em uma política monetária que compensasse a execução de uma política fiscal austera. Uma das principais questões enfrentadas no início da implementação desse modelo era de como reduzir o déficit orçamentário sem agravar a recessão pela qual passava aquele país.

A medida tomada pelo governo americano na ocasião foi de enviar ao congresso um programa de diminuição paulatina do déficit. Paralelamente a isso, o FED implementou uma redução gradual da taxa de juros. A combinação adequada da contração fiscal com a expansão monetária permitiu o crescimento contínuo do produto. O resultado positivo obtido pela economia americana no período teve participação direta da autoridade monetária que utilizou-se de maneira eficiente a sua capacidade de ação rápida de responder às adversidades conjunturais que recaem sobre a economia.

A adequada flexibilidade na condução da política econômica também evitou resultados adversos sobre o produto no início da década de 1990, conforme afirma Blanchard (2002). Deve ser ressaltado que o sucesso da política econômica americana

não dependeu do estabelecimento, pela autoridade monetária, de uma meta de inflação ou regra para estabelecimento da taxa de juros explícitas. A flexibilidade adotada não tirou dos agentes privados a certeza de que o banco central tinha efetivamente forte compromisso com uma inflação baixa. A credibilidade da autoridade monetária, portanto, não foi afetada.

Ao longo da década de 1990 a taxa de juros foi utilizada pelo governo americano como mecanismo de estabilização da economia por diversas vezes, quando se fez necessário. Como exemplo pode-se citar a queda expressiva da taxa de juros no início da década de 1990 visando combater a recessão que assolava a economia. Identicamente, quando houve o ataque às torres gêmeas, quando a economia foi afetada de forma adversa, as medidas tomadas se assemelham àquelas implementadas no início da década de 1990. Em 2001 o corte foi tão expressivo que ao final deste ano a taxa de juros americana era de 2%. Essa medida evidencia a prioridade dada pelo FED em estabilizar a economia e de forma mais secundária, a inflação. Em ambos os momentos citados, as medidas tomadas mostraram-se eficientes no sentido de evitar o aprofundamento da recessão. Essas medidas têm permitido a estabilidade da inflação e do crescimento econômico do país.

O ex-presidente do FED, Alan Greenspan, é contrário à adoção do regime de metas de inflação. O atual presidente da autoridade monetária dos EUA, Ben Bernanke, é a favor. Em função disso, as medidas de política monetária tomadas atualmente aproximam-se deste regime. Contudo ainda não há consenso naquele país quanto à adoção do regime de metas de inflação. O argumento básico contrário é que a inflação relativamente baixa experimentada pelos países que agora adotam o regime de metas, não pode ser atribuída, necessariamente, ao próprio regime. Assim, não haveria suficientes evidências que justifiquem a mudança.

Greenspan terminou o seu testemunho no Congresso americano em fevereiro de 2005 reafirmando o compromisso do FED em perseguir a estabilidade de preços e o maior nível de emprego que seja sustentável, conforme previsão legal. Caso venha a ser adotado, o regime de metas de inflação nos EUA deverá vir por mecanismo legal que seria submetido ao Congresso americano, isto porque implicaria em modificações nas atribuições legais do FED que, por lei, deve perseguir não só a estabilidade de preços, mas também o máximo nível de emprego sustentável. A estas atribuições convencionou-se chamar "*dual mandate*".

Todavia, o Federal Reserve tem sustentado, mais recentemente, com a anuência do Congresso, que ao garantir a estabilidade de preços, contribui para a obtenção de maior nível de emprego no longo prazo. Esta posição contribui para a formação de expectativas, induzindo a convergência das expectativas futuras de inflação, permitindo maior estabilidade na economia. A estabilidade dos preços é vista como condição necessária para se atingir o crescimento econômico sustentado no longo prazo. Por outro lado, a posição do FED em indicar qual seja a sua expectativa de inflação é bem vista, pois reduz a assimetria de informações entre os agentes do mercado e favorece a elaboração, por estes, do cenário econômico futuro, garantindo assim a tomada de decisões com menores riscos, permitindo-se a convergência da economia para um equilíbrio ótimo.

4 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

4.1 Considerações sobre o regime de metas de inflação e a sua aplicação no Brasil

O regime de metas de inflação é ou já foi utilizado em 23 países no mundo, que o adotaram a partir do início dos anos 90. Entre os economistas há os que encontram neste regime a solução para as economias modernas e globalizadas, pois é possível o planejamento a longo prazo pelo conhecimento das ações dos governos ao longo do tempo. Por outro lado há economistas que combatem o regime por entender que as medidas tomadas se constituem em um entrave ao desenvolvimento econômico, o que prejudica o nível de emprego no país.

A adoção do regime de metas para a inflação no Brasil se deu por meio do Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999, que estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária no Brasil. A partir deste decreto, a estabilidade de preços passou a ser o maior objetivo da política econômica. Para alcançá-lo, o principal instrumento utilizado no Brasil é a taxa básica de juros da economia (SELIC).

Surgiram alguns resultados decorrentes da adoção do regime de metas de inflação e o uso da taxa de juros, principal instrumento de política monetária, para conter a inflação. Além do controle inflacionário, a alta da taxa SELIC, associada a alta parcela da dívida pública brasileira indexada a esta taxa, tem pressionado para o aumento da dívida pública, conforme será visto na seção seguinte. Destarte, para evitar o risco de default da dívida, nos últimos anos o governo tem adotado a estratégia de perseguir também metas de superávit primário, dando ao mercado garantias de que é capaz de honrar os compromissos da dívida. Este esforço tem contido a explosão da dívida, mas tem exigido um custo social elevadíssimo representado pelas baixas taxas de crescimento da economia, decorrente das dificuldades de crédito e falta de incentivos à produção, e, como consequência, altas taxas de desemprego.

4.2 Disposições constitucionais sobre a geração de empregos e desenvolvimento econômico no Brasil

A política econômica implementada produz efeito direto sobre o nível de emprego, salários e bem estar social. Uma medida de tamanho alcance muda as perspectivas da indústria, do mercado financeiro e afeta diretamente aos cidadãos. A urgência e o anseio de mudanças não podem dar lugar a ações precipitadas de nenhum responsável por políticas de governo, especialmente quando a Constituição da República estabelece os limites.

A urgência das ações governamentais não pode transcender o controle da constitucionalidade, da legalidade e do interesse público, a qualquer tempo, tendo em

vista que a escolha do regime democrático por uma sociedade dá a ela o ônus de arcar com os custos inerentes ao debate e ao julgamento das ações de seus mandatários. O controle dos atos dos agentes públicos sai, por vezes, das linhas para as entrelinhas da lei quando observa-se o que prevê o artigo 37, *caput*, da Carta Magna que aponta os princípios a que a Administração Pública deve se sujeitar. A saber, Legalidade, Impessoalidade, Moralidade, Publicidade e Eficiência. Portanto, além das aferições constitucionais que serão feitas observando-se diretamente o texto da Carta Magna, deve-se cuidadosamente perceber o atendimento a estes princípios basilares. O administrador público, em qualquer esfera, deve cumprir os mandamentos legais e prestar contas à sociedade de suas ações e resultados, obrigatoriedade decorrente da *accountability*¹⁷.

O artigo 170 da Constituição da República de 1988 prevê:

Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

...

VIII - **busca do pleno emprego**; [*grifo nosso*]

O legislador constituinte ao colocar o pleno emprego como um princípio estava indicando uma direção a ser seguida ao gestor de política econômica. Entendimento diferente desse dispositivo é o mesmo que interpretá-lo como letra morta, o que não seria o caso por tratar-se de um princípio norteador da ordem econômica. O pleno emprego, segundo Costa (1989, p. 242) é:

Aspiração natural de toda a sociedade, entende-se por pleno emprego aquele estado em que o número de indivíduos efetivamente empregados é igual ao número de de indivíduos que desejam estar ocupados, menos o contingente de desemprego friccional, supondo-se que não existem vagas para serem ocupadas.

Magalhães (1997, p. 248, v.I) afirma que:

Existe uma área na atividade empresarial chamada 'cinzenta', que se caracteriza por uma retração ou ociosidade dos empresários motivada por fatores econômicos gerais determinando a diminuição do seu poder aquisitivo de serviços, agravando suas repercussões sobre a mão de obra desocupada, conquanto qualificada para prestá-los.

A solução desse círculo vicioso não pode ser outra senão fixar-se o governo no ponto a partir do qual o círculo se desenhou, qual seja o da falta de oportunidades produtivas ou sem atrativos, gerando a falta de pleno emprego.

Os autores deixam claro que o pleno emprego não é um conceito abstrato, mas está associado à utilização da capacidade produtiva instalada, ao aquecimento da economia e a uma atitude proativa do governo na implementação de medidas que favoreçam o bom desempenho da economia e permita a geração de empregos. Uma política que tenha como objetivo o pleno emprego, deve ter em seu bojo, obviamente, a medição do nível de emprego de forma objetiva. O Decreto 3.088, de 21 de junho de

¹⁷ O termo *accountability* é derivado do sistema anglo-saxão e refere-se à prestação de contas por uma ação delegada. O delegado (políticos) presta conta ao delegante (eleitores) de suas ações.

1999, que estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária no Brasil, prevê:

“Art. 1º Fica estabelecida, como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de "metas para a inflação".

§ 1º As metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação.

§ 2º As metas e os respectivos intervalos de tolerância serão fixados pelo Conselho Monetário Nacional - CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda, observando-se que a fixação deverá ocorrer:

...

Art. 4º Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação - medida pelo índice de preços referido no artigo anterior, relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário - situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância.

Parágrafo único. Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:

I - descrição detalhada das causas do descumprimento;

II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e

III - o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.”

O referido decreto não faz qualquer referência ao nível de emprego. Portanto, fica explicado que o Banco Central do Brasil (BACEN) não esteja, efetivamente, preocupado com a geração de emprego. Pode-se argumentar que não caberia ao BACEN a condução da política fiscal, mas apenas da monetária. Seria bastante razoável se as políticas econômicas fossem completamente independente e não provocassem qualquer efeito uma sobre a outra. O fato é que, não é apenas o BACEN que persegue a estabilidade de preços e a meta de inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)¹⁸, mas todo o governo. Em função disso, a meta de inflação não é do BACEN, mas do governo.

Mesmo o BACEN sendo o guardião da moeda, não se deve desprezar os efeitos gerados pela política monetária sobre a fiscal. As políticas, embora sejam geridas por entes diferentes no mesmo governo, afetam uma a outra. Como exemplo do efeito que a política monetária gera sobre a fiscal, pode ser verificado nos resultados que os juros elevados provocam sobre a dívida pública indexada à SELIC. Para evitar que a dívida pública tome uma rota explosiva, emerge a necessidade de geração de superávit primário e contingenciamento orçamentário para se arcar com os custos da dívida. Neste caso, deve-se levar em conta, como já descrito anteriormente, os efeitos da desagradável aritmética fiscal previstos por King (1995).

No entanto, no regime de metas de inflação, a estabilidade de preços e a meta de inflação a ser alcançada são os maiores objetivos da política econômica. O principal

¹⁸ O Conselho Monetário Nacional é composto pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e Presidente de BACEN. É responsável pela fixação das diretrizes da política monetária nacional, creditícia e cambial.

instrumento de política monetária para alcançá-los é a taxa básica de juros da economia (SELIC). Nesta situação, o índice que os gestores da política econômica estão preocupados em alcançar é a meta de inflação. Não há preocupação direta com os efeitos sobre o emprego e o crescimento da economia, que são decorrentes das medidas tomadas no esforço de se cumprir a meta de inflação estabelecida, mesmo sendo consenso que a taxa de juros elevada, tal como no Brasil, provoca efeitos perversos na economia, tal como desemprego elevado, desaceleração no crescimento econômico e aumento do déficit público.

Quando o CMN estabelece a meta de inflação, com base no decreto nº 3.088/1999, não deixa claro para a sociedade e nem para o Congresso Nacional qual os referenciais que tomou para estabelecer a meta e nem as suas tolerâncias. Embora existam trabalhos acadêmicos teóricos que estipulam metas ótimas para a economia, deve-se considerar que o contexto econômico difere de um país para o outro.

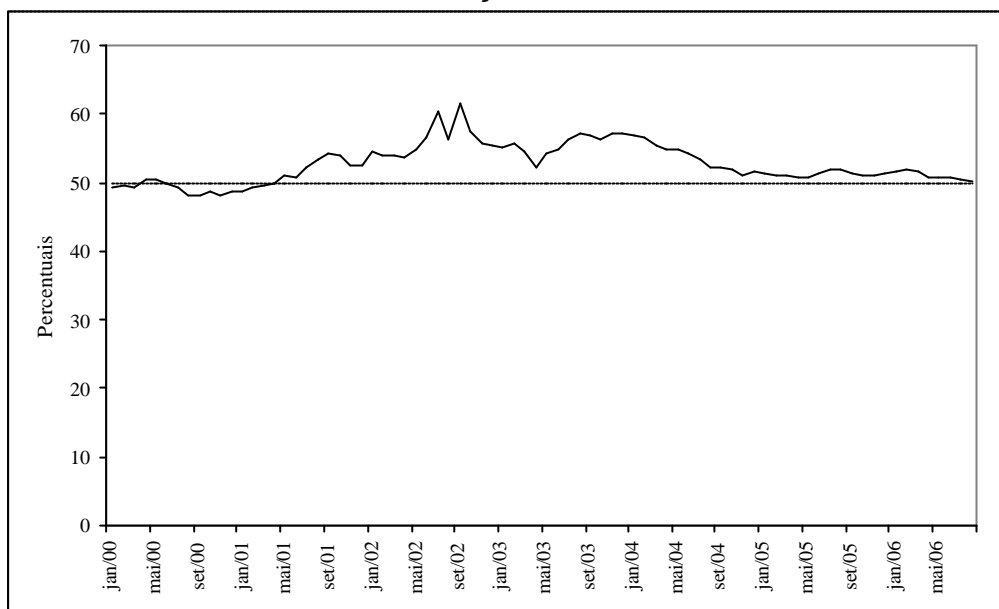
4.3 O regime de metas de inflação e a dívida pública

O objetivo desta seção é traçar o perfil histórico da evolução da dívida pública no Brasil no período compreendido entre janeiro de 2000 a agosto de 2006, período na vigência do regime de metas de inflação. Nesta análise será possível a verificação dos efeitos da taxa de juros sobre a dívida pública indexada, bem como as alterações feitas pelo Tesouro Nacional buscando minimizar os impactos da política monetária sobre a dívida pública. Com a finalidade de evitar o descontrole da dívida pública e garantir maior credibilidade à economia, no final de 1999, o Tesouro Nacional, inspirado nos modelos de gerenciamento da dívida pública, tais como os de Giavazzi e Pagano (1990) e Calvo e Guidotti (1990), anunciou uma estratégia de alongamento do prazo da dívida pública federal. Além disso, desde então, há uma tentativa de melhorar a composição da dívida pública no sentido de aumentar a parcela de títulos pré-fixados e indexados ao índice de preços, e reduzir o percentual da dívida indexada à taxa de juros SELIC e à taxa de câmbio.

A razão dívida/PIB teve uma tendência de alta de janeiro de 2000 até dezembro de 2003. Desde então, tem-se reduzido gradualmente, mas os efeitos esperados pela adoção da nova estratégia ainda não foram tão destacados se comparados os valores da razão dívida/PIB de agosto de 2006 com os de janeiro de 2000, final e início do período estudado.

De janeiro de 2000 a agosto de 2006 a razão dívida/PIB tem-se mantido em média acima de 50%, como pode ser observado na figura 4.1. Houve um pico na razão dívida/PIB em setembro de 2002, mês que antecedeu a penúltima eleição presidencial. Neste período pré-eleitoral, devido às incertezas geradas pela expectativa de o Brasil eleger um presidente de oposição àquele que havia implementado a política econômica vigente, houve perturbações que levaram a oscilações que influenciaram a taxa de câmbio e a demanda por títulos públicos que resultaram na alta da razão dívida/PIB.

Figura 4.1
Evolução da razão Dívida/PIB



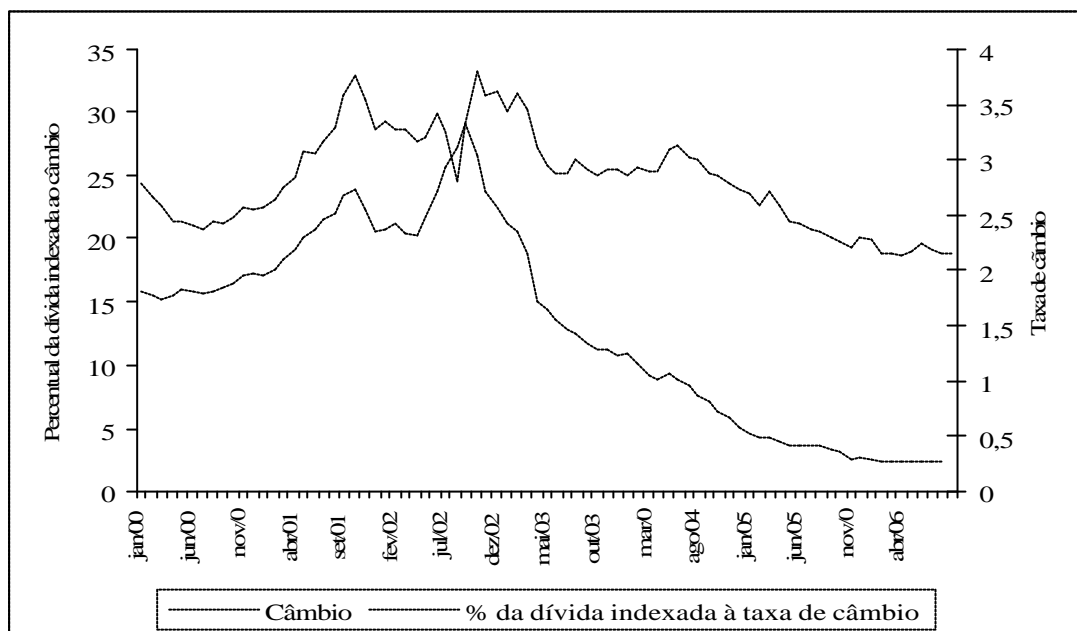
A volatilidade verificada no mercado financeiro doméstico ao longo de 2001 e os riscos que o mercado via na eleição de um novo presidente no final de 2002, levaram a queda da demanda por títulos pré-fixados e aumento na demanda dos títulos indexados à SELIC. Isto se deu tendo em vista que os títulos pós-fixados são preferíveis em cenário de risco. O período de maior alta da razão dívida/PIB atingido em 2002 coincidiu com o período em que havia a maior parcela da dívida indexada ao câmbio, simultaneamente a uma elevada taxa de câmbio, como pode ser observado na figura 4.2. De forma análoga, em 2003, o período de maior alta da razão dívida/PIB coincide com o período em que havia maior parcela da dívida indexada à taxa SELIC, simultaneamente à maior taxa SELIC, como pode ser observado na figura 4.3.

Conjugaram-se, portanto, em ambos os períodos, o aumento da parcela da dívida pública indexada à taxa de câmbio, quando a taxa de câmbio era mais elevada, e o aumento da parcela indexada à taxa SELIC, quando a taxa SELIC era mais elevada. Portanto, a pressão sobre a dívida era maior sob o efeito de dois fatores simultâneos. Como os títulos da dívida pública doméstica são liquidados em moeda nacional, esta configuração do perfil da dívida pressionou para a sua elevação.

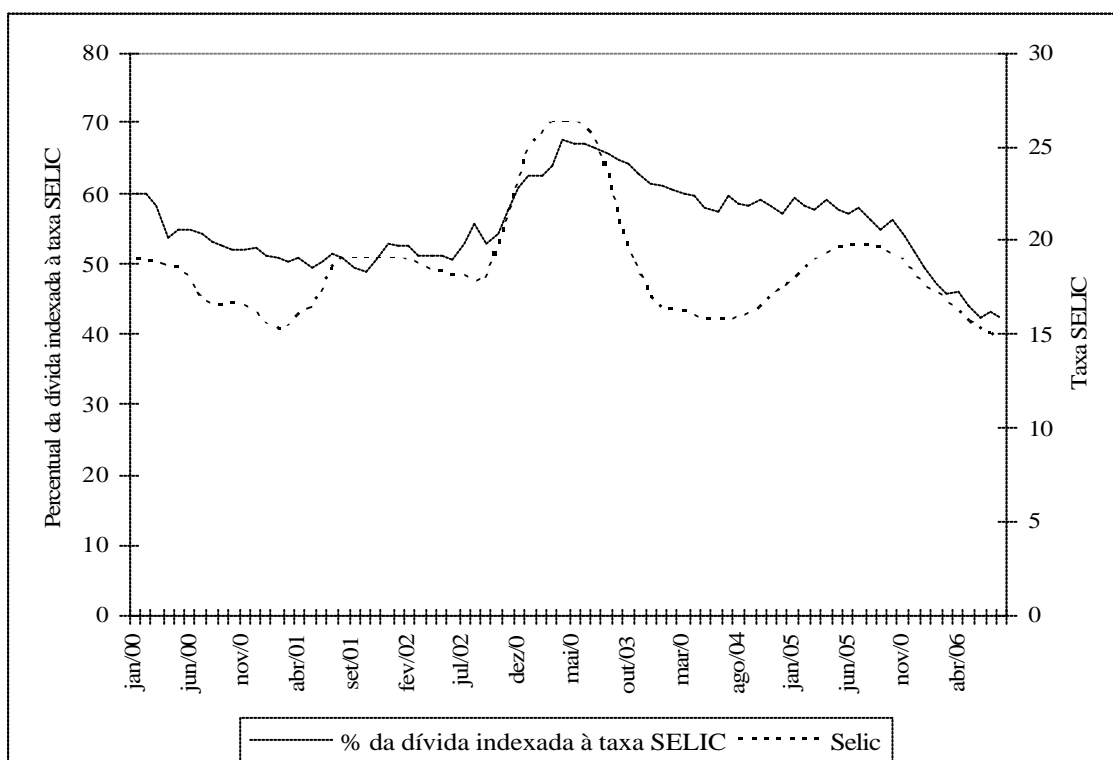
O efeito desta alta manteve-se ao longo de 2003, mas a partir daí, a certeza de que o presidente eleito não faria alterações substanciais na política econômica vigente contribuíram para o retorno da estabilidade. Com isso, a queda continuada da taxa de câmbio e da taxa de juros básica da economia fez com que houvesse decréscimo da razão dívida/PIB até níveis anteriores a 2003.

Figura 4.2

Percentual da dívida indexada à taxa de câmbio versus taxa de câmbio

**Figura 4.3**

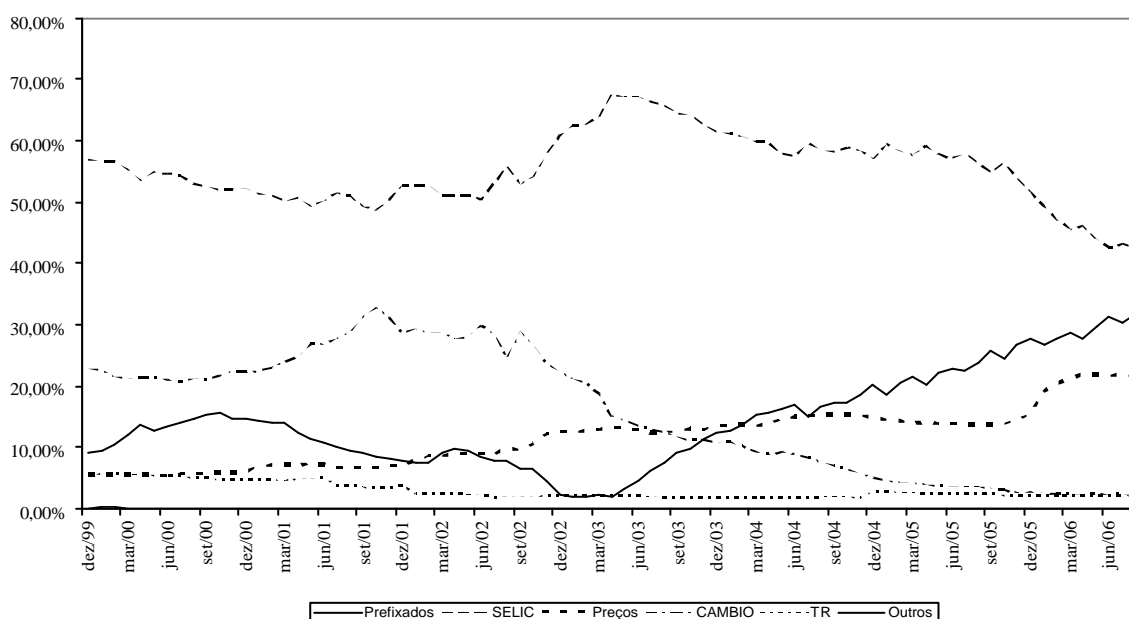
Percentual da dívida indexada à taxa de SELIC versus taxa SELIC



Em momentos conhecidos como *stress* do mercado, a diminuição da demanda por títulos pré-fixados faz com que as instituições detentoras desses títulos entrem em movimento de *stop loss*, que se traduz em limitação de perdas. Com isso, há um efeito imediato sobre as taxas do mercado futuro. Nesses momentos o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional terminam por recomprar os títulos sob a justificativa de manter a sua liquidez e garantir a rolagem da dívida pública, assumindo, com isso, os riscos das instituições em posições compradas desses títulos.

No segundo semestre de 2002, período em que eram cogitadas modificações na política econômica, em decorrência das expectativas a respeito do novo Presidente da República, as medidas tomadas implicaram a redução de títulos pré-fixados na composição da dívida (chegaram a 2% no início de 2003), associados a um aumento substancial dos títulos indexados à taxa SELIC (ultrapassou a marca dos 60%) no mesmo período, conforme pode ser observado na figura 4.4. Contudo, a parcela de títulos pré-fixados vem sendo aumentada no período, conforme dados obtidos do Banco Central do Brasil, alcançando a taxa de 31,49% em agosto de 2006. Os títulos indexados à taxa SELIC sofreram uma redução chegando a 42,50% em agosto de 2006. Destarte, em agosto de 2006 a razão dívida/PIB alcançou 50,28%, depois de ultrapassar 60% em julho e setembro de 2002.

Figura 4.4
Evolução da composição da dívida pública por indexador



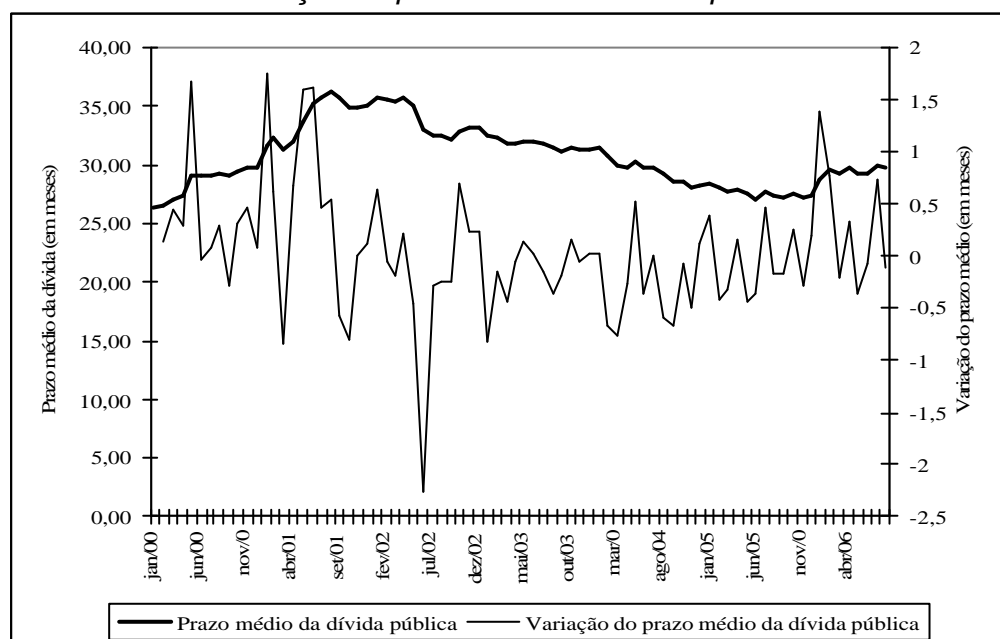
Na busca de uma melhor administração da dívida pública, o Tesouro Nacional aumentou gradualmente a participação de títulos indexados ao índice de preços, que se intensificou a partir do início de 2006 atingindo um percentual de 31,49% em agosto do mesmo ano. Outra medida relevante foi a redução do percentual de títulos indexados à variação cambial a partir do final de 2002 chegando a 2,24% em agosto de 2006. A participação de títulos indexados à SELIC vem se reduzindo a maiores taxas a partir do

final de 2005, alcançando 42,5% em agosto de 2006, bem menor que os 67,68% registrados em abril de 2003 (vide figura 4.4).

O prazo médio da dívida pública sofreu significativa elevação ao longo do ano de 2000. Em agosto de 2001 atingiu o seu valor máximo com a marca de 36,23 meses. Desde junho de 2002 vem sofrendo queda e atingiu em agosto de 2006 o nível de 29,84 meses. Todavia, o período em que o prazo médio era mais elevado coincide também com o período de maior volatilidade. Embora o prazo médio tenha se reduzido nos últimos meses, a volatilidade também tem diminuído (figura 4.5).

Portanto, ocorreram sensíveis modificações no perfil da dívida pública com relação aos indexadores ou à parte não indexada (títulos pré-fixados). Nos últimos anos observa-se que ocorreram modificações nos prazos de vencimentos dos títulos, sem que fossem geradas mudanças substanciais no patamar da dívida.

Figura 4.5
Evolução do prazo médio da dívida pública



De acordo com Favero e Giavazzi (2003), o banco central perde a capacidade de conduzir a política monetária em período de alta volatilidade da dívida pública (fundamentos fiscais não sólidos). Os autores estimam que quando a razão dívida/PIB ultrapassa o percentual de 55% o banco central fica inoperante para implementar uma política econômica que garanta a estabilidade de preços. Como pode ser observado na figura 4.1, este percentual foi ultrapassado algumas vezes, especialmente no segundo semestre de 2002.

Não se deve desprezar que a dinâmica da dívida pública é um desafio ao regime de metas de inflação e à estabilidade da economia como um todo. Em função disso, a autoridade monetária não pode determinar a taxa de juros sem observar os efeitos

gerados sobre a razão dívida/PIB, tendo em vista que este indicador de endividamento se constitui em um entrave para a estabilidade econômica. A credibilidade em fase de construção ainda permite o temor de ocorrência de *default* da dívida e pode levar a uma reversão das expectativas e gerar uma dinâmica desfavorável para as variáveis econômicas.

Destarte, emerge o questionamento se o banco central deve escolher a taxa de juros sem levar em conta o montante da dívida pública. Esta consideração se justifica, pois no regime de metas de inflação o governo na busca de levar a inflação para a sua meta utiliza-se do seu principal instrumento, a taxa de juros básica da economia. A política de juros elevados associada à volatilidade cambial ocorrida nos últimos anos não permitiu queda substancial no endividamento, mas provocou a esterilização do esforço fiscal representado pelo superávit primário, o que manteve a dívida pública em patamares superiores ao de 1994.

4.4 O regime de metas e o nível de emprego no Brasil

O regime de metas inflacionárias foi implantado no Brasil a partir de junho de 1999. Com base neste regime, o Banco Central tem como objetivo o controle inflacionário e para isso conta com um único instrumento, a taxa de juros. A elevação da taxa de juros eleva o custo de financiamento e provoca a desaceleração à economia, o que afeta diretamente o nível de emprego. Se a taxa de juros não cumprir o seu papel de inibir a demanda, a inflação não recuará. Isto permite uma associação direta entre redução da inflação com a redução do crescimento econômico e, por conseguinte, do desemprego.

Amaral (2007) destaca os estudos de Sicsú e Oliveira (2003), que apontam que diversos setores industriais mostravam, em 2001 e 2002, ociosidade na capacidade instalada acima de suas médias históricas. O autor destaca ainda que a participação dos preços administrados no aumento dos preços gerais no período 1999-2002. Nestes anos, na vigência do regime de metas de inflação, o IPCA variou 39,89% com uma variação de 74,38 % dos preços administrados. A política de juros elevados à esta época não foi eficiente na estabilização dos preços pois não exercia influência sobre os preços administrados.

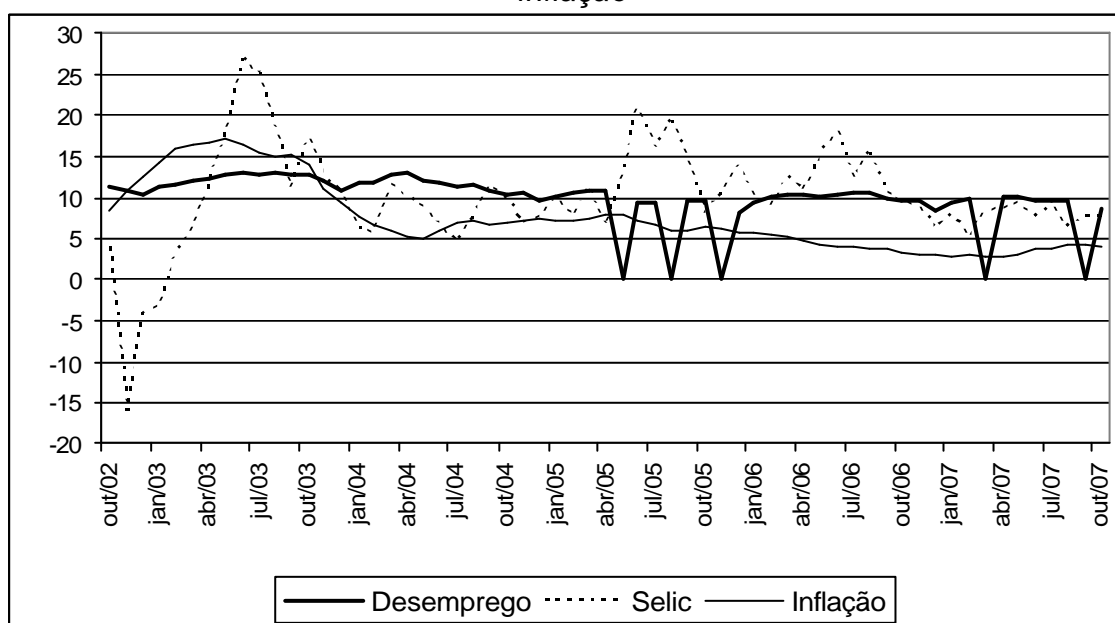
Deve se salientar que as empresas possuem limites ao repasse de custos quando a demanda é reduzida a valores muito menores do que seria a capacidade produtiva. O limite desse estrangulamento é a produção que não será adquirida. Nesses casos, a primeira medida é a demissão de funcionários, gerando desemprego e, no limite, até a falência.

Amaral destaca ainda que o comportamento do desemprego e do rendimento médio do trabalhador não se mostraram diferentes da evolução do produto, mas aponta que o rendimento médio do período supra-citado sofreu uma queda de 2,98%. Segundo o autor, o desemprego médio, medido pelo IBGE, no mesmo período, foi de 7,70%, enquanto entre os anos 1994-1998 o mesmo atingiu 6,14%. (Fonte de dados brutos: IPEA, 2003).

A figura 4.6 apresenta a evolução da taxa de desemprego¹⁹, a SELIC real anualizada²⁰ e a inflação acumulada em 12 meses²¹. O gráfico apresentado sugere que no segundo semestre de 2002, período em que eram cogitadas modificações na política econômica, em decorrência das expectativas a respeito do novo Presidente da República, as medidas tomadas implicaram em instabilidades na política econômica que provocaram oscilações bruscas na taxa de juros, alta da inflação e aumento do desemprego. Estes efeitos perduraram até meados do ano de 2003. A seguir a inflação começou a reduzir o que provocou um aumento na taxa de juros reais, especialmente no segundo e terceiro trimestre de 2005. Fato idêntico ocorreu em meados de 2006.

Como pode ser observado ainda na figura 4.6, a trajetória de queda dos juros, simultaneamente com a queda da inflação, associado à expectativa de alcance das metas de inflação anunciadas, tem permitido a diminuição no desemprego, especialmente a partir do início do primeiro trimestre de 2006. Tendo em vista que as expectativas de inflação encontram-se abaixo da meta de 2007, fixada em 4,5%, e abaixo da meta de 2008, fixada no mesmo valor, ainda há margem para a maior redução da taxa de juros, o que permitiria maior crescimento da economia e maior geração de emprego.

Figura 4.6
Evolução do desemprego, da taxa de juros SELIC e da inflação



¹⁹ Taxa de desemprego - referência: 30 dias – RMs. Fonte: IPEADATA.

²⁰ Fonte: Calculadas com base nas séries nº 433 e 4390 do Banco Central do Brasil.

²¹ Calculada com base na série nº 433 do Banco Central do Brasil

Tabela 4.1
*Expectativas de inflação no mês de novembro
 para os anos de 2007 a 2011*

Dia	2007	2008	2009	2010	2011
1/11/2007	3,84	4,1	4,08	4,06	4,01
5/11/2007	3,84	4,08	4,07	4,07	4,02
6/11/2007	3,84	4,08	4,07	4,07	4,02
7/11/2007	3,92	4,08	4,08	4,07	4,02
8/11/2007	3,92	4,07	4,08	4,07	4,02
9/11/2007	3,92	4,06	4,08	4,08	4,02
12/11/2007	3,93	4,06	4,08	4,08	4,03
13/11/2007	3,93	4,06	4,09	4,08	4,02
14/11/2007	3,93	4,06	4,09	4,08	4,02
16/11/2007	3,93	4,06	4,09	4,08	4,02
19/11/2007	3,93	4,06	4,09	4,08	4,02
20/11/2007	3,93	4,06	4,09	4,08	4,02
21/11/2007	3,94	4,06	4,09	4,08	4,02
22/11/2007	3,95	4,07	4,09	4,08	4,00
23/11/2007	3,95	4,07	4,09	4,08	4,00

CONCLUSÃO

A busca pela estabilidade econômica deve ser perseguida, pois as incertezas sobre a inflação provocam efeitos nocivos sobre a economia, mesmo quando o banco central é comprometido com a estabilidade de preços. Quando o mercado percebe que a inflação não está convergindo para a meta e acredita que o banco central está comprometido com essa convergência, os agentes privados tomam medidas preventivas aguardando a alta da taxa de juros. Como consequência, essas medidas prejudicam o nível de emprego. Este é o cenário na vigência do regime de metas de inflação, em especial, no Brasil.

Dessa forma, conforme foi apresentado no capítulo 1, a política monetária deve ser transparente e crível. A falta de transparência e o estabelecimento de metas não alcançáveis são desfavoráveis à construção da credibilidade. O estabelecimento de regras claras, associado ao compromisso de cumpri-las, favorece a credibilidade. Assim, quando houver a convergência da inflação para os níveis ótimos de uma economia que goza de altos níveis de credibilidade, espera-se que a taxa de juros se reduza diminuindo a pressão sobre o endividamento público e permitindo maior crescimento da economia. Em consequência, haverá melhorias nos índices de emprego.

Com relação aos países que também adotam o regime de metas de inflação, no capítulo 2 verificou-se que a média de crescimento dos países desenvolvidos que adotam este regime é bastante próxima à taxa média de crescimento dos países que não o adotam, e as taxas médias de inflação dos países desenvolvidos que adotam o regime também se mostram inferiores às taxas dos países que não adotam. Isto permite a ilação que o custo de manutenção do regime de metas inflacionárias em países desenvolvidos não é elevado, já que o controle da inflação é melhor e as médias de inflação não são significativamente diferentes das taxas médias encontradas para o grupo de todos os países desenvolvidos.

Entretanto, segundo Bionde e Toneto Jr (2006), os países em desenvolvimento que adotam o regime de metas inflacionárias enfrentam uma situação distinta dos países desenvolvidos, pois o regime garante uma taxa média de inflação 17% mais baixa do que a taxa média de inflação do grupo de países em desenvolvimento, enquanto a redução da taxa média de crescimento do produto é de 39% em relação à taxa média de crescimento do produto para o grupo. Este resultado indica que há um efeito perverso sobre o produto dos países emergentes para se alcançar a redução da inflação.

Foi apresentado no capítulo 3 que os EUA não se utilizam do regime de metas de inflação por definição legal, mas possuem um arranjo tal que lhes permite que haja objetivos múltiplos definidos em lei e a alta coordenação entre a ação do banco central e do Tesouro para garantir a execução do Orçamento da União e possibilitar a adoção de políticas flexíveis, potencialmente favoráveis ao crescimento. O *mix* adotado nos EUA nos anos 1990 entre a política monetária e a fiscal permitiu que a economia assumisse uma trajetória de crescimento, com inflação baixa e controlada coexistindo com o equilíbrio fiscal. O mecanismo utilizado era baseado em uma política monetária que compensasse a execução de uma política fiscal austera. Uma das principais

questões enfrentadas no início da implementação desse modelo era de como reduzir o déficit orçamentário sem agravar a recessão pela qual passava aquele país.

No capítulo 4 foi considerado que mesmo o BACEN sendo o guardião da moeda, não deve desprezar os efeitos gerados pela política monetária sobre a fiscal. As políticas, embora sejam geridas por entes diferentes no mesmo governo, afetam uma a outra. Como exemplo do efeito que a política monetária gera sobre a fiscal, verificou-se os resultados que os juros elevados provocam sobre a dívida pública indexada à SELIC. Para evitar que a dívida pública tome uma rota explosiva, emerge a necessidade de geração de superávit primário para se arcar com os custos da dívida. Esta medida provoca efeitos perversos na economia, tal como limitação ao investimento público.

Assim, para diminuir a pressão sobre a dívida, foram feitas algumas alterações na sua composição, conforme medidas anunciadas pelo Tesouro Nacional no final do ano de 1999. Assim, foi reduzida a parcela de títulos da dívida pública indexadas à SELIC e à taxa de câmbio. Esta última quase totalmente eliminada. Foi aumentada a parcela de títulos pré-fixados e indexadas a índices de preços. Todavia, o prazo médio da dívida não sofreu grandes alterações.

Por fim, foi verificado que o índice de desemprego no Brasil tem diminuído nos últimos meses, mas ainda há margem para redução da taxa de juros ao ser observada a expectativa de inflação abaixo da meta de 4,5% definida para 2008 e anos seguintes. Há quem defenda a redução da meta de inflação. Esta redução implicaria em maior dificuldade de alcance e fatalmente dificultaria ou impediria a redução da taxa de juros, podendo, em alguns casos, até provocar o aumento da SELIC. Deve-se considerar que a inflação elevada é indesejável, mas o nível estabelecido não deve ser escolhido sem considerar os efeitos gerados sobre o produto e sobre o emprego. A estabilidade de preços é meio e o crescimento econômico com geração de emprego é o objetivo a ser alcançado de acordo com o artigo 170, VIII, da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

REFERÊNCIAS

AMARAL, R. Q. **A condução do regime de metas de inflação no Brasil: possíveis fontes de perda de eficácia da política monetária.** 106p. Dissertação (mestrado em Economia). Programa de pós-graduação em desenvolvimento econômico, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2007.

ARGY, V. **A post-war history of the rules vs discretion debate.** Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, june, 1988, 147-77.

Ball, L. & Sheridan, N. **Does Inflation Targeting Matter?**, NBER Working Paper, WP 9577, March [www.nber.org/papers/w9577], 2003.

BANKS, J. e SUNDARAM, R. **Optimal retention in agency problems.** *Journal of Economic Theory*, 82, 1998, p. 293-323.

BARRO, R. J. e GORDON, D. **Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy.** *Journal of Monetary Economics*, North-Holland, 12, p. 1983, 101-121.

BESLEY, T. e CASE, A. **Does Electoral Accountability Affect Economic Policy Choices? Evidence from Gubernatorial Term Limits,** *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, V. 110(3), 1995, p.769-98.

BIONDI, R. L. ; TONETO JR., R. **O Desempenho dos Países que Adotaram o Regime de Metas Inflacionárias: Uma Análise Comparativa.** *Cadernos Prolam/USP*, São Paulo, v. I, n. ano V, 2006.

BLINDER, A. S. **Central-Bank credibility: why do we care? How do we built it?** *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 90 (5), 2000 p.1421-1431.

BRASIL. Constituição. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.** Brasília, DF: Senado Federal, 1988.

BRASIL. **Decreto nº 3.088 de 21 de junho de 1999.** Estabelece o regime de metas de inflação.

CALVO, G. A. e GUIDOTTI, P. E. **Indexation and Maturity of Government Bonds.** in Dornbusch, R and Draghi, M (eds.), **Public Debt Management: Theory and History**, Cambridge University Press: Cambridge, 1990. p.52– 93.

COSTA, E. F. **Comentários breves à Constituição Federal.** Sérgio Antônio Fabris Editor. Porto Alegre, 1989.

CLÁRIDA, R., GALI, J., e GERTLER, M. **The science of monetary policy: a new keynesian perspective.** Journal of Economic Literature, december, v. 37, N.2, 1999, p. 1661-1707.

de MENDONÇA, H.F. **A teoria da credibilidade da política monetária: desdobramentos do debate regras versus discricão.** Revista Economia Política. São Paulo, V. 22, n.3 (87), jul./set. 2002, p. 46-64.

_____. **A teoria da independência do banco central: uma interpretação crítica.** Estudos Econômicos, São Paulo: V. 30, n.1, jan./mar. 2000, p. 101-127.

FRIEDMAN, M. **The role of monetary policy.** AEA Presidential Address, American Economic Review, March, 1968, p. 1-17.

GERAATS, P.M. **Central Bank Transparency.** Economic Journal, V. 112, November, 2002, 532-565.

GIAVAZZI, F. e PAGANO, M. **Indexation and Maturity of Government Bonds,** in Dornbusch, R and Draghi, M (eds.), Public Debt Management: Theory and History, Cambridge University Press: Cambridge, 1990. p.52– 93.

KING, M. **Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline,** (In) Budget Deficits and Debt: Issues and Options. Federal Reserve Bank of Kansas City. August-September, 1995, p. 171-183.

KYDLAND, F. E. e PRESCOTT, E. C. **Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans.** Journal of Political Economic 85, N. 3, 1977, p. 473-492.

LINDBECK, A. **Stabilization policy in open economies with endogenous politicians.** American Economic Review, V. 66, 1976, p.1-19.

MAGALHÃES, R. B. **Comentários à Constituição Federal de 1988,** V. I e II. Lúmen Júris. Rio de Janeiro, 1997.

NEUMANN, M.J.M., HAGEN, J.V., **Does inflation targeting matter?** Federal Reserve Bank of St. Louis Review, V. 84, n. 4, p. 149-153.

NORDHAUS, W. D. **The political business cycle.** Review of economic Studies, April, 42, 1975, p.169-190.

PETTERSSON LIDBOM, P. **A test of the rational electoral-cycle hypothesis.** *Research Papers in Economics*, n. 16, dez, 2003, 27p.

PHILLIPS, A. **Stabilization Policy and the Time Form of Lagged Responses.** Economic Journal, 67, 1957, p.265-277.

ROGOFF, K. **Equilibrium political budget cycles.** *American Economic Review*, V. 80, N.1, 1990, p. 21-36.

ROGOFF, K. **The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target.** *The Quarterly Journal of Economic*, november, N. 100. V. 4. 1985, p. 1169-89.

SICSÚ, J., et al. **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços.** São Paulo: Manole, 2003. 359 p.

SVENSSON, L.E.O. **Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation Contracts.** *American Economic Review*, March, 87 (1), 1997, p.98-114.

TAYLOR, J.B. **Discretion versus policy rules in practice.** *Carnegie-Rochester Conference series on Public Policy*, N. 39, 1993, p. 195-214.

WALSH, C. **Optimal Contracts for Central Bankers.** *American Economic Review*, March, 85 (1), 1995, p.150-167.

Wu, T.Y.H. **Does inflation targeting reduce inflation? An analysis for the OECD industrial countries.** *Working Papers series, Banco Central do Brasil*, n. 83, 2004.