

# “Teoria e política monetárias”: Um comentário

Márcio Garcia\*

Eduardo Zilberman\*\*

O tema abordado pelo professor Cardim – a relação entre teoria e política monetárias – é de extrema importância para todos que vêem a economia como uma ciência cujo sucesso deve ser medido por resultados práticos em termos de maior crescimento econômico, mais empregos, menos pobreza e miséria e melhor distribuição de renda e riqueza. A discussão dessa difícil relação deve, como consequência prática, iluminar o debate atual sobre política monetária no Brasil.

Em sua visão pessoal sobre a relação entre teoria e prática monetária, o professor Cardim descreve a trajetória do pensamento econômico no último século, ressaltando a sua relevância para a concepção e implementação da teoria monetária. Talvez pelo exíguo espaço disponível, a análise, levada ao extremo, acaba por simplificar excessivamente o debate atual, antagonizando artificialmente os “keynesianos” aos “monetaristas”.

Ao concluir que o regime de metas de inflação é uma herança monetarista, cujo objetivo é apenas a estabilidade de preços, o professor Cardim alega que, no caso brasileiro, este regime “parece ter ultrapassado sua utilidade” (pág. 330), sugerindo uma abordagem em que os objetivos reais sejam incorporados junto aos nominais. Tais conclusões nos parecem equivocadas pelas razões que passamos a expor.

De acordo com o professor Cardim, a separação entre teoria e política monetária, vigente nas últimas décadas, iniciou-se com as críticas monetaristas ao keynesianismo dominante na década de 1950. Conforme o monetarismo se consolidava como posição hegemônica, o fosso entre teoria e prática aumentava, “até praticamente o rompimento entre ambas” (pág. 316).

---

\* Professor Associado do Departamento de Economia da PUC-Rio e Pesquisador 1B do CNPq. E-mail: mgarcia@econ.puc-rio.br.

\*\* Mestrando em Economia na PUC-Rio. E-mail: zilberman@econ.puc-rio.br.

A argumentação acima, pautada apenas na evolução do pensamento econômico, além de nebulosa, leva o autor a criticar as implicações dos resultados monetaristas, menosprezando o método científico no qual estes estão embasados.

Uma das razões para que uma determinada teoria deixe de ser aceita consensualmente é a sua incapacidade de explicar a realidade em que é aplicada (JOHNSON, 1971). O declínio do keynesianismo está associado à sua incapacidade de explicar a dinâmica inflacionária ocorrida nas décadas de 1960 e 1970, gerando, por sua vez, prescrições de políticas inadequadas.

Mudanças estruturais na economia e insuficiência teórica são as razões pelas quais o keynesianismo tornou-se ineficaz nesses anos. Primeiramente, o aumento da taxa natural de desemprego, juntamente com a dificuldade de sua aferição via métodos econométricos, gerou subestimações da mesma, o que fez com que bancos centrais calibrassem suas respectivas políticas monetárias equivocadamente, gerando pressões inflacionárias. Além disso, era necessário um arcabouço teórico mais abrangente, capaz de explicar a dinâmica inflacionária e os efeitos de políticas macroeconômicas. A endogeneização das expectativas e dos determinantes dos custos de oferta mostrou-se eficaz neste sentido (WOODFORD, 1999).

Foi neste contexto que o monetarismo fortaleceu-se e conquistou a sua hegemonia enquanto teoria econômica. Primeiramente com Milton Friedman e os monetaristas de “primeira geração” (p. 319), mais tarde com Robert E. Lucas e os monetaristas de “segunda geração” (p. 323).

Ao incorporar o papel das expectativas, Friedman argumentou que o aparente *trade-off* entre inflação e desemprego não é sustentável no longo prazo, já que esta relação depende da inflação esperada pelos agentes. Portanto, a aparente estabilidade, gozada pela curva de Phillips nas décadas anteriores, foi devido às expectativas de inflação relativamente estáveis (FRIEDMAN, 1968). A alta inflação, acompanhada pelo alto desemprego na década de 1970, corroborou o que Friedman havia prescrito. O mundo keynesiano, em que, através da política monetária, a autoridade escolhia um ponto na curva de Phillips de acordo com as preferências sociais, ruiu completamente.

No início dos anos 1970, um grupo de economistas, liderado por Robert E. Lucas, introduziu a hipótese das expectativas racionais na análise macroeconômica<sup>1</sup>. Como resultado, a autoridade monetária não seria

capaz de alterar sistematicamente o nível de produto via política monetária (LUCAS, 1976).

Mais tarde, Lucas argumentou que boa parte dos modelos econômicos são incapazes de identificar relações estruturais verdadeiras, na medida em que as expectativas dos agentes interferem nestas relações. Portanto, qualquer tentativa da autoridade monetária de tirar proveito de uma determinada relação estatística acabaria por miná-la (LUCAS, 1975), como no caso da curva de Phillips.

A introdução da hipótese das expectativas racionais, juntamente com a *crítica de Lucas*, influenciou não só a pesquisa acadêmica subsequente, mas também a prática de política monetária, ao contrário do que defende o professor Cardim. Não obstante, neste último caso, a percepção é menos evidente.

Uma vez reconhecido, por parte da autoridade monetária, que as expectativas dos agentes têm um componente *forward-looking*, tentar explorar discricionariamente o *trade-off* entre inflação e desemprego no curto prazo seria um erro, já que a mudança nas expectativas dos agentes eliminaria os aparentes ganhos de uma política monetária expansionista, gerando um viés inflacionário (KYDLAND; PRESCOTT, 1977). Este problema de *inconsistência dinâmica* da política monetária, advindo da falha de coordenação entre o setor privado e a autoridade monetária, ajuda a explicar “a armadilha em que os *policymakers* se encontravam na década de 1970.” (WOODFORD, 1999)

Para escapar desta “armadilha”, a autoridade monetária deve comprometer-se em não tirar proveito da curva de Phillips via ações discricionárias. Para isso, torna-se necessário seguir uma regra que, dependendo do grau de credibilidade da autoridade monetária, implique em metas explícitas para a taxa de inflação, fazendo desta o principal objetivo de política monetária.

Portanto, diante das evidências apresentadas acima, afirmar que os avanços incorporados à teoria econômica por Lucas e outros monetaristas de “segunda geração” não exerceram nenhuma “influência sobre a política monetária efetivamente implementada em qualquer país” (pág. 325) é um equívoco. Uma evidência adicional disso foi a concessão do prêmio Nobel de 2004 a Kydland e Prescott, premiação esta ocorrida durante o

período de elaboração deste comentário. O artigo em que os autores reconhecem o problema de *inconsistência dinâmica* (KYDLAND; PRESCOTT, 1977) foi um dos dois assinalados como relevantes para a obtenção de tal reconhecimento. No comunicado feito à imprensa pela organização do prêmio Nobel, foi justificado que essa contribuição “fez com que a discussão sobre política econômica se deslocasse de medidas isoladas em direção às instituições de *policymaking*, deslocamento este que influenciou largamente as reformas dos bancos centrais e o desenho de política monetária em muitos países na última década”<sup>2</sup>.

Portanto, ao afirmar que “uma parcela imensa do que se produziu como teoria monetária nas últimas décadas foi pouco mais que uma especulação inútil” (pág. 317), sem ao menos citar referências explícitas que corroborem tal afirmativa, o professor Cardim faz uma generalização injusta com boa parte da produção científica em teoria monetária.

Por outro lado, várias das críticas do professor Cardim aos monetaristas de “segunda geração” tampouco fazem jus à evolução da literatura nas décadas recentes. Por exemplo, o autor (pág. 324) investe contra o “teorema da irrelevância da política monetária”, segundo o qual, “[...] a política monetária é irrelevante porque qualquer variação prevista da oferta de moeda será imediatamente descontada pelos agentes como inflacionária.” Ora, já se sabia há duas décadas da reduzida relevância prática do teorema da irrelevância, como atesta o prefácio à segunda edição do notável *Macroeconomic Theory* (SARGENT, 1987), o qual já continha o reconhecimento de que tal teorema só era válido sob condições bastante restritivas<sup>3</sup>. A literatura recente que utiliza o ferramental em grande parte desenvolvido pelos monetaristas de “segunda geração” tenta, usando diferentes modelos e arcabouços econométricos, entender exatamente sob quais condições a política monetária é eficaz, visando aprimorar sua condução.

A hipótese de expectativas racionais na modelagem macroeconômica é extremamente difundida nas diversas vertentes de pensamento econômico presentes nas revistas mais bem conceituadas da profissão, assim como também o é a necessidade de microfundamentar as relações macroeconômicas via otimização intertemporal dos agentes, também introduzida pelos monetaristas de “segunda geração”. Thomas Sargent e outros enveredaram por linhas de pesquisa que visam exatamente pôr

a prova a hipótese de expectativas racionais<sup>4</sup>, sem recorrer, contudo à hipótese *ad hoc* e flagrantemente insatisfatória de expectativas adaptativas.

Com a ascensão do “novo keynesianismo” no final da década de 1970, não tardou para que as inovações metodológicas dos monetaristas de “segunda geração” fossem incorporadas a modelos com competição imperfeita e/ou custos de ajustamento nos preços e salários, gerando o que ficou conhecido na literatura como uma “nova síntese neoclássica”. Portanto, o que o professor Cardim chamou de “retorno ao keynesianismo”, deve ser entendido à luz desta nova síntese que reconhece espaços para políticas monetárias estabilizadoras, porém ressalta as suas limitações<sup>5</sup>.

Ao contrário do que prega o professor Cardim, “o retorno ao keynesianismo” não reabilitou a “curva de Phillips no seu sentido original”, mas a nova síntese neoclássica consolidou uma curva de Phillips intertemporal ainda dependente das expectativas *forward-looking*, de difícil exploração no longo prazo, mas determinada pela demanda no curto prazo.

Neste novo arcabouço teórico, a política monetária deve objetivar uma trajetória do nível de preços capaz de manter o produto o mais próximo possível de seu potencial (GOODFRIEND; KING, 1997). No estado estacionário, a política monetária ótima deve mirar uma taxa de inflação próxima de zero<sup>6</sup>. Problemas de *inconsistência dinâmica* da política monetária e de credibilidade da autoridade monetária podem desviar a taxa de inflação do seu valor ótimo, logo uma regra de política monetária torna-se necessária.

O regime de metas de inflação pode ser interpretado como uma regra de política monetária, cujo objetivo é minimizar uma função de perda social, sendo esta a mais eficiente dentre as várias regras já concebidas<sup>7</sup>. É, portanto, um equívoco concluir que o regime de metas de inflação é herdeiro “do monetarismo, que defende a neutralidade da moeda e a necessidade de a autoridade monetária concentrar sua atenção em objetivos nominais” (p. 329).

O próprio professor Cardim sugere que o banco central deve minimizar uma função de perda social. A literatura recente corrobora amplamente uma função de perda social quadrática, cujos componentes são os desvios do produto e da inflação em relação às suas respectivas metas<sup>8</sup>. Ao minimizarmos a esperança desta função, o *trade-off*, que emerge desta especificação, enfrentado pelo banco central é entre as volatilidades do produto e da inflação, e não entre os níveis como consta do artigo.

Ao aplicarmos o regime de metas de inflação em países em desenvolvimento com um passado de hiperinflação, como no caso do Brasil, toda cautela é pouca. A falta de credibilidade, oriunda de intervenções políticas e rompimento de contratos num passado recente, faz com que seja mais custoso, em termos de juros e volatilidade no nível de atividade, a convergência das expectativas de inflação dos agentes e o cumprimento da meta. Ao adotar-se no Brasil uma trajetória de metas declinantes, razoavelmente altas quando comparadas aos países desenvolvidos, visou-se diluir este custo, *pari passu* à construção da credibilidade erodida pela hiperinflação.

Flexibilizar o atual o sistema, como foi proposto no artigo, para que se possa trocar mais volatilidade na inflação por menos no produto, exigiria um alto grau de credibilidade das instituições. Reconhece-se que o Brasil progrediu muito neste quesito, entretanto ainda é preciso maturar instituições estáveis que gozem de ampla credibilidade. Permitir a flexibilização excessiva, neste momento, poderia pôr em risco todo este processo de estabilização que vem se consolidando desde o advento do plano Real, comprometendo o crescimento sustentado de longo prazo.

Portanto, o *trade-off* relevante não é entre produto e inflação via curva de Phillips, conforme subentendido no texto, mas sim entre flexibilidade e credibilidade. De acordo com esta lógica, se o FED não define explicitamente uma meta para inflação<sup>9</sup>, isto não se deve à “herança keynesiana”, mas ao histórico de alta de credibilidade das instituições e baixa inflação nos EUA, que permitem flexibilizações no regime.

A frase final do artigo é claramente equivocada<sup>10</sup>: o modelo econométrico utilizado pelo Banco Central brasileiro (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG) incorpora uma curva de Phillips intertemporal. Esta é sinal inequívoco do reconhecimento, por parte das nossas autoridades monetárias, da existência de uma relação inversa entre desemprego e inflação, pelo menos no curto prazo. Entretanto, o atual regime de metas permite tratar este *trade-off* de forma mais racional e eficiente do que a proposta pelo professor Cardim.

## Notas

<sup>1</sup> O conceito de expectativas racionais foi originalmente introduzido por MUTH (1961). O longo período entre o desenvolvimento do conceito original e sua larga aplicação na

teoria econômica e na política econômica é *per se* uma evidência sobre o tema do artigo do professor Cardim.

<sup>2</sup> Disponível em: <http://nobelprize.org/economics/laureates/2004/press.html>.

<sup>3</sup> “The first edition appeared at a time when discussions of the ‘policy ineffectiveness proposition’ occupied much of the attention of macroeconomists. As work of John B. Taylor has made clear, the methodological and computational implications of the hypothesis of rational expectations for the theory of optimal macroeconomic policy far transcend the question of whether we accept or reject particular models embodying particular neutrality propositions [...]” SARGENT (1987).

<sup>4</sup> Veja SARGENT, 1994. O próprio professor Cardim reconhece esse esforço de pesquisa (página 327). Outro tema muito importante é o da robustez da política econômica. Partindo do pressuposto que qualquer modelo é axiomáticamente falso, uma boa política deve ser aquela que produz resultados robustos à variação nos modelos. As pesquisas recentes de Sargent tratam sobre o assunto e estão disponibilizadas no sítio <http://homepages.nyu.edu/~ts43/>.

<sup>5</sup> Se a conhecida imagem puder também ser aqui utilizada, o retorno do novo keynesianismo não foi um movimento circular de volta ao keynesianismo original, mas um movimento sobre uma espiral, sendo o ganho em altura em grande parte devido aos desenvolvimentos dos novos clássicos ou monetaristas de “segunda geração”, como prefere o autor.

<sup>6</sup> Os índices de preços, via efeito substituição e ajustes na qualidade dos bens, tendem a superestimar a inflação. Por isso não se observam países com metas de inflação próximas de 0%.

<sup>7</sup> Maiores detalhes em MISHKIN (2002) e SVENSSON (1998).

<sup>8</sup> No caso do produto, a meta é o produto potencial, já no caso da inflação, a meta é definida pela sociedade. No caso brasileiro, a definição da meta para a inflação é responsabilidade do Conselho Monetário Nacional. É nossa opinião que a definição da meta deveria passar a ser atribuição do Congresso Nacional.

<sup>9</sup> É comumente difundido que o FED trabalha com uma meta implícita de inflação.

<sup>10</sup> “Talvez seja a hora de se redescobrir também a curva de Phillips por estas paragens” (p. 330).

## Referências bibliográficas

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.A.; WERLANG, S.R.C. *Implementing Inflation Targeting in Brazil*. Brasília: BACEN, jul. 2000. (Working Paper Series, n. 1).

CARDIM DE CARVALHO, F. Teoria e política monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil. *Econômica*: revista da Pós-Graduação em Economia da UFF, Rio de Janeiro, v.6, n.2, p. 315-334, dez. 2004.

- FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 1968.
- Goodfriend, M.; KING, R.G. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. In: BERNANKE, B.; ROTEMBERG, J. (Eds.) *NBER Macroeconomics Annual 1997*. Cambridge MA: MIT Press, 1997.
- JOHNSON, H. The Keynesian Revolution and the Monetarist Counter-Revolution. *American Economic Review*, v. 61, n. 2, May 1971.
- KYDLAND, F.E.; PRESCOTT, E.C. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economics*, v. 85, n. 3, June 1977.
- LUCAS, R.E. Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, v. 4, n. 2, Apr. 1972.
- \_\_\_\_\_. Econometric Policy Evaluation: A Critique. In: BRUNNER, K.; MELTZER, A. (Eds.) *The Phillips Curve and Labor Markets*. Amsterdam: North-Holland, 1976.
- MISHKIN, F.S. *The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy*. Cambridge, MA: MIT Press, 2002. (NBER Working Paper , n. 9291).
- MUTH, J.F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, v. 29, n. 3, Jul. 1961.
- SARGENT, T.J. *Macroeconomic Theory*. New York: Academic Press, 1987.
- \_\_\_\_\_. *Bounded Rationality in Macroeconomics*. Oxford: Oxford University Press, 1993.
- SVENSSON, L. *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*. 1998. (NBER Working Paper , n. 6790).
- WOODFORD, M. *Revolution and Evolution in Twentieth-Century Macroeconomics*. 1999. (Mimeo)

*Recebido para publicação em novembro de 2004.*