

# Flutuações cambiais, estratégias de políticas monetárias e metas de inflação

Otaviano Canuto\*

Márcio Holland\*

Professor do Instituto de Economia da Unicamp e Pesquisador do CNPq.  
Professor do Instituto de Economia da UFU e Pesquisador do CNPq.

## Resumo

*Este trabalho tem como tarefa central apresentar os problemas associados à escolha de estratégias de políticas monetárias, particularmente à escolha de regimes cambiais para compor essas estratégias. Procuramos mostrar as características de cada um desses regimes monetário-cambiais, assim como a sua adoção nas diversas economias desenvolvidas e em desenvolvimento, conforme amplas possibilidades de vinculação a uma moeda estrangeira, ou a uma cesta de moedas da região de cooperação econômica, ou mesmo à independência monetária para a flutuação cambial. Nossa contribuição está no fato de que pretendemos mostrar, com isso, que a escolha de regimes de câmbio mais flexíveis impõe algum tipo adicional de estratégia monetária, seja baseada em objetivos de agregados monetários (metas monetárias), seja baseada em objetivos de inflação (“inflation targeting”). Mostraremos, ainda, que qualquer uma dessas escolhas tem implicado a elaboração de algum tipo de programa macroeconômico respaldado pelo FMI, somente para economias que sofreram alguma crise cambial recente.*

## Palavras-chave

**Regimes cambiais; políticas monetárias; metas de inflação.**

---

\* Os autores agradecem o apoio financeiro do CNPq.

## Abstract

*This work has as central task to present problems associated with the choice of monetary policies strategic, particularly, the choice of exchange rate regimes to compose these strategies. We have tried to show the characteristics of each one of these monetary-exchange rate regimes, as well as its adoption in the several developed and developing economies, including the possibilities to link domestic currencies to a foreign currency, or to a basket of currencies of the area of economic cooperation, or even the monetary independence for the exchange rate flotation. Our contribution is in the fact that we have showed, with that, that the choice of more flexible exchange rate regimes imposes some additional type of monetary strategy, or based on objective monetary goals, either based on inflation objectives (inflation targeting). We have showed, still, that any one of these choices has been implicating in the elaboration of some type of macroeconomic program backed by IMF, just only for economies that faced some recent exchange rate crisis.*

**Os originais deste artigo foram recebidos  
por esta Editoria em 09.07.01.**

## 1 - Introdução

Ao longo de todo o século XX, algumas questões permearam o debate acerca dos regimes cambiais experimentados pelas diversas economias desenvolvidas e em desenvolvimento. Ao se adotar um regime cambial, espera-se que este contribua efetivamente para a estabilidade econômica, que estimule o comércio e o investimento estrangeiros, que dê autonomia para a gestão governamental das políticas monetária e fiscal, além, é claro, que proteja a economia doméstica de perturbações advindas das finanças internacionais. Pode-se questionar se há um regime cambial capaz de tanto, seja fixando ou flexibilizando a taxa de câmbio.

De outra parte, parece haver uma tendência de diversas economias para adotarem regimes cambiais semelhantes em certos momentos, principalmente entre economias com maiores fluxos de comércio e de investimento, ou em economias similares em termos de necessidade de ajustamento macroeconômico externo. O Quadro 2 ilustra muito bem essa escolha por regimes de câmbio com alguma similitude. Afora o caso paradigmático dos países que compõem a Zona do Euro, há os dos países que passaram recentemente por alguma crise cambial e/ou sofreram alguma alteração do regime cambial, como o Brasil, o México, a Indonésia, a Tailândia, ou a Rússia, dentre outros. Há, ainda, dois casos extremos, como o de grandes economias — Estados Unidos e Japão — sob um regime de flutuação independente, e o de economias muito pequenas e frágeis, que, sob o mesmo regime cambial, apresentam algum programa monitorado por um organismo internacional (FMI), como o Peru e a Albânia, dentre outros.

Quando as economias estão sob um regime de inflação alta, por vezes crônica e com fortes componentes de indexação com expectativas (indexações do tipo *forward looking*), há um nítido movimento de adoção de regimes de câmbio mais *pegged* como instrumento da política de combate à inflação. Afinal, a recuperação do padrão monetário doméstico implica algum vínculo com outra moeda, seja esse vínculo mais brando, seja mais rígido, como a própria substituição da moeda doméstica por alguma moeda forte (*sound currency*).

Quando da persistência no tempo da adoção de regime de câmbio mais *pegged*, há o problema associado aos desequilíbrios macroeconômicos daí advindos, ou seja, no uso com obstinação de regimes de câmbio mais fixos, o que equivaleria a um problema de inconsistência temporal após o êxito inicial da adoção desse regime cambial. Um movimento em direção à adoção de taxas de câmbio mais flexíveis começa a se apresentar.

Há, ainda, o problema recorrente na transição de regimes de câmbio mais fixos para regimes flexíveis no tocante à baixa reversibilidade de regimes fixos, reversibilidade esta diretamente associada à temporalidade no uso das taxas de

câmbio fixas e à intensidade da rigidez do regime. Nesse caso, regimes de câmbio do tipo fixo, mais rígidos, como o *currency board*, são, provavelmente, de reversibilidade mais danosa do que regimes do tipo *target zone*. A transição de regimes de câmbio mais fixos para mais flexíveis pode ocorrer sob condições de crise cambial, ou seja, de modo não administrado por *policy markers*.

Neste trabalho, vamos discutir a escolha de regimes cambiais, enfocando a escolha de regimes mais flexíveis e suas implicações em termos de política monetária ótima. Vamos mostrar que a combinação de regimes de câmbio mais flexíveis com mecanismos de controle da inflação do tipo metas inflacionárias pode se constituir em uma regra ótima de política monetária, tal que se preserva alguma discricção na execução dessa política. Ficará claro, ainda, que metas de inflação não são uma estratégia de combate a inflações crônicas, mas, sob condições de superação de mecanismos retroalimentadores da inflação, as metas de inflação são um poderoso instrumento de controle do processo inflacionário em condições de taxa de câmbio flexíveis.

Fazemos, inicialmente, uma revisão conceitual sobre a escolha de regimes monetários e cambiais. Na seção seguinte, apresentamos uma breve revisão das características de cada regime cambial, associada a alguma estratégia de política monetária. Sempre que se fizer necessário, faremos uma aproximação dessas diferentes estratégias com a sua adoção recente pelas economias desenvolvidas e em desenvolvimento, conforme Quadros 1 e 2 apresentados neste trabalho.

Nossas considerações finais procuram destacar que, de fato, estratégias baseadas em objetivos de agregados monetários (metas monetárias) ou baseadas em objetivos de inflação (*inflation targeting*) estão fortemente associadas à escolha de regimes de câmbio mais flexíveis e devem se constituir em sucesso para estabilizar o comportamento de preços em níveis relativamente baixos, o que implicaria alguma trajetória de crescimento do produto, de taxa de juros baixas e de taxa de câmbio relativamente pouco volátil. Tal êxito não se deve, contudo, à implementação de algum programa macroeconômico respaldado por algum organismo internacional (como, por exemplo, o Fundo Monetário Internacional — FMI). Esses programas ficam reservados, contudo, para àquelas economias que passaram recentemente por alguma crise cambial e ainda se ressentem da falta de credibilidade na execução de sua política monetária.

## 2 - Fatores condicionantes para a escolha de regimes cambiais ótimos

Na escolha do regime cambial, destacamos algumas preocupações. Primeiro, a escolha de um regime de taxa de câmbio que permita maior espaço para

a gestão das políticas monetária e fiscal domésticas é a preocupação de muitos governos nacionais. Nesse ponto, é preciso salientarmos o fato de que a execução de políticas monetárias discricionárias pode ser interpretada por muitos como um sinal de um certo **viés inflacionário**. Assim, a adoção de regimes de câmbio mais flexíveis, do tipo *free-float* ou *dirty-float*, poderia conduzir a economia a situações inflacionárias e, por conseguinte, a pressões sobre o comportamento da taxa de câmbio, tornando-a altamente volátil. Por um lado, oscilações na taxa de câmbio implicariam incertezas sobre a paridade cambial e sobre o valor futuro da moeda doméstica, o que estimularia os agentes econômicos a definirem algum viés inflacionário na formação de seus preços; de outra parte, dadas as elasticidades de oferta e demanda das exportações e importações de uma economia qualquer, movimentos de desvalorização da moeda doméstica elevariam os preços das importações, dentre eles, insumos industriais e equipamentos, que seriam, em alguma medida, repassados para os preços internos. Por outro lado, sob algum viés inflacionário, a correção do câmbio rumo a alguma taxa de câmbio real estável realimentaria o processo inflacionário.

Mas, seria sob essas condições que as autoridades monetárias poderiam ter alguma autonomia de execução da política monetária. Nesse caso, regimes de câmbio mais *pegged* (seja mais *hard peg*, seja mais *soft peg*) seriam menos inflacionários, e a taxa de câmbio bem menos volátil, o que, contudo, seria obtido sob condições de pouco espaço (senão sua ausência) para a política monetária interna. Na parte inferior da Figura 1, podemos ver a direção esperada para a política monetária conforme o regime cambial. Como a própria figura sugere, haveria algumas situações intermediárias, em que as **regras discricionárias** podem se apresentar. Este é o caso, por exemplo, dos regimes de câmbio fixo-ajustável *soft pegs* e do regime de câmbio flexível-administrado com metas inflacionárias.

A segunda preocupação está diretamente associada ao **grau de autonomia de política monetária**. Quanto maior é o espaço para políticas monetárias do tipo discricionárias, mais as autoridades monetárias farão uso das taxas de juros para estimular (ou desestimular) a atividade econômica. Por um lado, sob regimes de câmbio mais flexíveis, elas serão bem-sucedidas em expandir o produto quando se realizarem políticas monetárias mais expansionistas, ou em desaquecer a economia, caso contrário. Esse resultado é obtido sob qualquer hipótese assumida para a mobilidade de capital e sob hipótese de ausência de algum prêmio de risco. Por outro lado, e como conseqüência da primeira preocupação sobre viés inflacionário, esses resultados poderiam ter efeitos positivos apenas no curto prazo, pois, no longo prazo, políticas monetárias seriam inexoravelmente ineficazes. Afinal, com inflação e sob forte insegurança sobre a direção da política monetária, as decisões de gasto podem ser adiadas recorrentemente.

A terceira preocupação na escolha de um regime cambial é sobre a instabilidade financeira, ou, mais precisamente, sobre a **volatilidade cambial**. Nesse caso, é tido como certo que regimes de câmbio mais *pegged* tornam a taxa de câmbio menos volátil. Assim, sob menor volatilidade cambial, melhores serão as condições para as decisões dos exportadores e dos investidores estrangeiros. É preciso, contudo, considerarmos dois aspectos importantes desse problema. O primeiro diz respeito a um fato histórico recente verificado em diversas economias em desenvolvimento. Trata-se da adoção de regimes de câmbio mais *pegged* como um dos instrumentos macroeconômicos para a superação de processos inflacionários crônicos. Nesse caso, a implementação desses regimes de câmbio vem acompanhada de forte valorização em termos reais das moedas domésticas, o que comprometeu, sobremaneira, o setor exportador. Como consequência desse fato, destacamos que esse tipo de regime de câmbio permite, de fato, menor volatilidade cambial, pelo menos no período de tempo que as autoridades monetárias podiam contar com elevadas reservas internacionais. Mais uma vez, a Figura 1, em sua parte inferior, na direção dos efeitos da escolha de regimes sobre a volatilidade cambial, ilustra o fato amplamente esperado de que regimes mais fixos apresentam menor volatilidade, se comparados com regimes mais flexíveis. Contudo essa menor volatilidade cambial, por mais contraditório que possa parecer, não significa menor incerteza sobre a paridade cambial, mas muito ao contrário. No caso particular dessas economias em desenvolvimento, que, entretanto, pode se constituir em uma regra geral sem muitas restrições, quanto mais persistia o desalinhamento cambial, maiores eram as desconfiças sobre a futura paridade cambial.

A quarta preocupação sobre a escolha de um regime de câmbio diz respeito ao problema da **vulnerabilidade externa**. Afinal, regimes de câmbio mais *pegged*, por estarem mais atrelados a uma “boa” política monetária de alguma grande economia portadora de uma *sound currency*, não seriam menos vulneráveis aos choques externos do que o regime cambial conduzido com forte discricão interna? As experiências históricas são realmente pouco conclusivas. Afinal, se há algum espaço para a política monetária interna, há espaço para a reação aos choques externos, sem alteração abrupta da taxa de câmbio (em caso de um sistema de bandas cambiais móveis, por exemplo) e com apoio das taxas de juros e de algum volume de reservas internacionais. Sistemas do tipo *currency board* ou *full dollarization* vêm se mostrando frágeis perante choques monetários e financeiros internacionais e sem nenhum mecanismo de ajuste interno quando o choque é contra a própria moeda doméstica.

Em síntese, e com a ajuda da Figura 1, podemos resumir os diferentes regimes cambiais nos seguintes: regime de câmbio fixo (de puro a ajustável) e regime de câmbio flutuante (de puramente livre a administrado). No caso do regime de câmbio fixo, eventuais desequilíbrios do balanço de pagamentos são

ajustados via variação nas reservas internacionais, o que coloca limites a sua administração, basicamente pelo próprio volume de reservas e pelo acesso ao crédito externo. No caso do regime de *free-floating*, o Banco Central escolhe sua política monetária doméstica, e o mercado fixa a taxa de câmbio. Em regime *fixed-exchange*, há um enfoque direto sobre a determinação da política monetária, e o Banco Central aceita e implementa essa política quase automaticamente. Um grande problema do *free-floating* tem sido o fato de a taxa real de câmbio não somente ter experimentado volatilidades extremas, mas também apresentar sérios desalinhamentos a médio prazo.

Uma das vantagens apontadas para a adoção de regimes de câmbio fixo é a equiparação relativamente rápida da taxa de inflação doméstica à taxa de inflação internacional. Se a implantação desse regime cambial se apresentar como um dos instrumentos da política de combate à inflação, tende a persistir, logo após a queda da inflação, um resíduo inflacionário, principalmente entre os bens comercializáveis, o que implica uma sobrevalorização da moeda, desajustando, de imediato, a paridade cambial. Essa valorização cambial acelera a desinflação da economia, porém à custa de pressões negativas na balança comercial. A queda abrupta da inflação permite a devolução do imposto inflacionário, que, dada a taxa de juros, é deslocado para o consumo, gerando um incremento na absorção doméstica.

As âncoras nominais, uma das formas assumidas pelos regimes de câmbio fixo, são parte fundamental de qualquer processo de estabilização de preços em economias de inflação alta e crônica, pois garantem a credibilidade da moeda nacional. Esse ganho de credibilidade do governo é fruto da disciplina monetária e fiscal que tem de ser obedecida para a manutenção da paridade cambial. Contudo um dos principais problemas que a taxa de câmbio fixa introduz na economia é a rigidez no ajustamento dos preços relativos em caso de choques de oferta. Se, por um lado, um regime de câmbio fixo permite que a taxa de câmbio não sofra excessiva volatilidade, característica delegada aos regimes de taxas de câmbio flutuantes, por outro, obriga a mudança dos preços domésticos quando ocorrem choques de oferta. Em presença desses choques, as variações da taxa de câmbio nominal sinalizam em direção aos setores para os quais devem se reorientar os recursos na economia. Ao se fixar a taxa de câmbio, impede-se que ela exerça esse papel sinalizador.

Em qualquer caso, há um movimento decisivo para a compreensão das escolhas dos regimes cambiais e que está fortemente associado à transição para outro regime, ou a uma mudança de rota na gestão da taxa de câmbio, sob condições inesperadas ou prospectivamente indesejadas. Nesse caso, a saída dos regimes mais *pegged* é tida como mais rígida, de modo que, quanto mais *hard peg* é o regime, mais obstáculos serão encontrados pelas autoridades monetárias para a implementação, de modo coordenado e articulado, de um

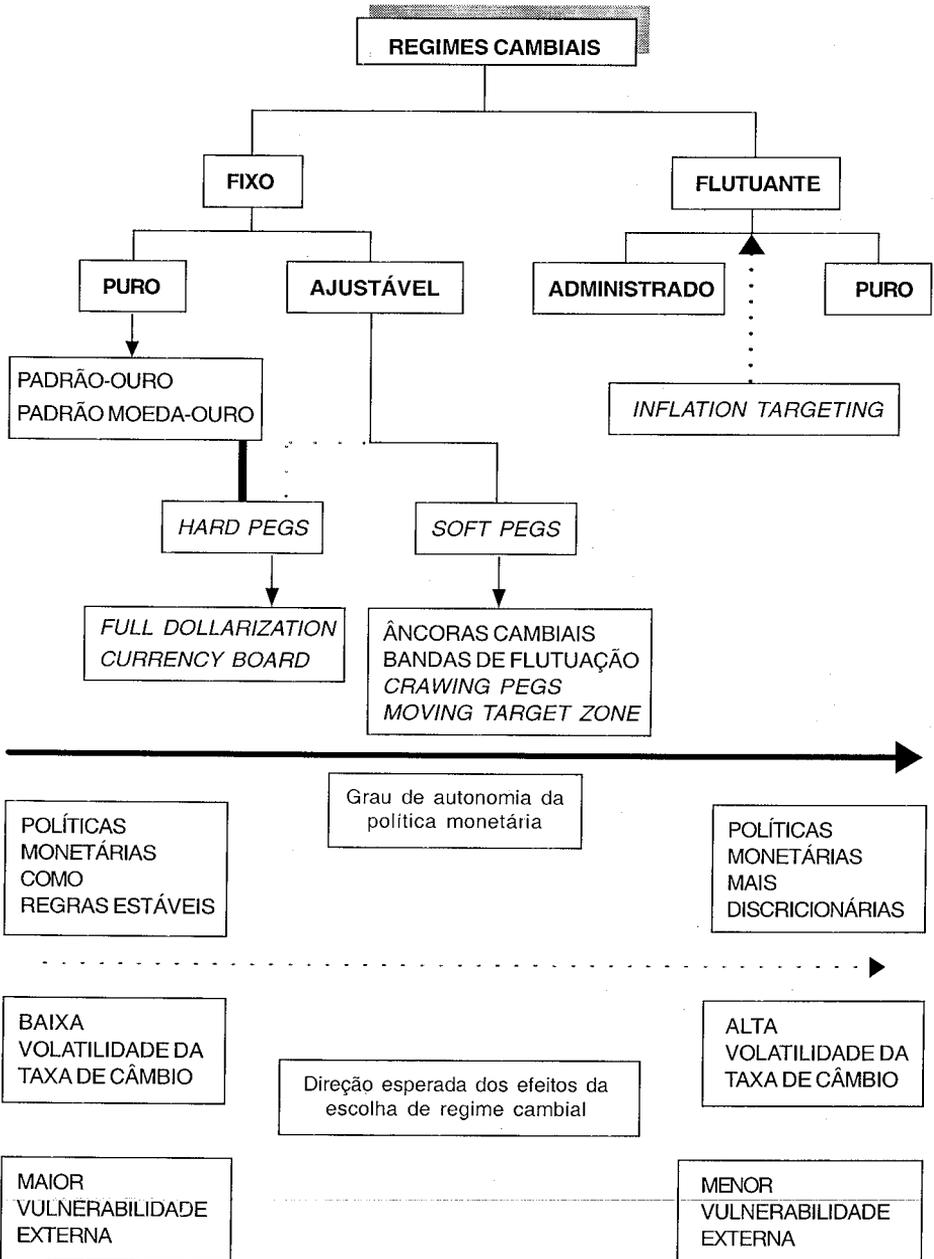
novo regime. No caso da transição de regimes mais *pegged* para regimes mais *float*, uma questão que emerge diz respeito à **transferência inflacionária** advinda dessa mudança, preocupação certamente justificada para economias que contaram com regimes mais *pegged* para combater processos inflacionários crônicos. Trata-se, na verdade, de um duplo problema com a inflação: o problema da **transferência inflacionária** em conjunto com o problema do **viés inflacionário**. Noutras palavras, se a transição de regimes de câmbio mais fixo para regimes mais flexíveis se der, como regra geral acontece com desvalorização da moeda doméstica, dadas as condições de comércio internacional, que não se alteram imediatamente, espera-se um descolamento dos preços dos bens *tradables vis-à-vis* aos preços dos bens *non-tradables*, o que implicaria uma transferência, no tempo, da inflação em *tradables* para uma inflação interna, em *non-tradables*. A taxa dessa transferência está fortemente associada tanto ao hiato do produto quanto à eficácia de políticas monetárias restritivas, no curto prazo. Soma-se a esse problema o fato de que regimes de câmbio mais flexíveis impõem viés inflacionários maiores que regimes de câmbio fixos.

Nesse sentido, muitas economias vêm adotando, algumas há 10 anos ou mais, uma estratégia de política monetária que combina regimes de câmbio mais flexíveis, do tipo de flexibilidade administrada, com metas inflacionárias (como está ilustrado na Figura 1 e no Quadro 1), ou com metas monetárias explícitas.

Note-se, ainda, com a ajuda do Quadro 2, a forte preferência atual por regimes de câmbio com flutuação independente (em torno de 51 países), mas, em grande parte, com algum objetivo estratégico (seja agregado monetário, seja inflação) e, em sua grande maioria, mas fracamente associado à estratégia de objetivos macroeconômicos, com algum programa econômico respaldado pelo FMI. Esse o caso de um único país, o Brasil, que, ao adotar um regime de câmbio mais flexível, com objetivos explícitos para inflação (as metas de inflação), apresenta um programa econômico sob monitoramento do FMI. Todos os demais países que possuem algum programa com o FMI estão sob regime de câmbio com flutuação mais independente, mas não sob metas monetárias ou inflacionárias, e são, em grande medida, economias pequenas (como Albânia, Armênia, Filipinas, Madagascar, etc.), ou são, ainda, economias que viveram, recentemente, alguma crise cambial (como o México, a Tailândia, a Indonésia, a Rússia e o próprio Brasil, dentre outros).

Figura 1

Alternativas de regimes cambiais



Quadro 1

## Regimes cambiais: principais características e experiências

REGIMES	PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS	EXPERIÊNCIAS RECENTES
1 - Livre flutuação ( <i>Free-float</i> )	O valor do câmbio é determinado livremente pelo mercado.	Na prática, nenhum país tem uma flutuação pura; EUA, Alemanha, Suíça e Japão (de acordo com alguns economistas) estão próximos.
2 - Flutuação administrada ( <i>Dirty-float</i> )	Intervenções esporádicas do Banco Central na taxa de câmbio do mercado  Intervenção ativa (esterilizada e não esterilizada) resulta em mudanças nas reservas internacionais.	Muitas economias avançadas têm adotado esse regime: Canadá, Austrália e o Japão (de acordo com alguns economistas). O México adotou um sistema similar a este após a crise de 1994-95.
3 - Flutuação dentro de uma banda	A taxa de câmbio nominal pode flutuar dentro da banda. O centro da banda é uma taxa fixa.	O Mecanismo da Taxa de Câmbio do Sistema Monetário Europeu (European Monetary System — ERM) é o melhor exemplo conhecido desse tipo de regime.  As crises de 1992-93 do Sistema Monetário Europeu mostraram, claramente, que o sistema pode ser objeto de severas especulações.
4 - <i>Sliding band</i>	Não há compromisso por parte das autoridades em manter a paridade central indefinida. Entretanto a paridade central será ajustada periodicamente (devido a problemas associados à competitividade)  Trata-se de uma adaptação do regime para o caso de economias com alta inflação.	Israel teve um sistema similar a esse desde o começo de 1989 até dezembro de 1991.  A incerteza e a volatilidade associadas com esse sistema fazem com que o mesmo seja menos atraente do que outras alternativas, como o sistema de <i>crawling band</i> .
5 - <i>Crawling band</i>	Um sistema de banda onde a paridade central desliza no tempo.	Israel adotou esse sistema em dezembro de 1991. O Chile teve um sistema de banda bem larga desde 1986 até meados de 1998. A Itália também seguiu esse mesmo sistema efetivamente entre 1979 e 1991.
6 - <i>Crawling peg</i>	A taxa de câmbio nominal é ajustada periodicamente de acordo com uma série de indicadores.	O sistema tornou-se popular nas décadas de 60 e 70 no Chile, na Colômbia e no Brasil. Aconteceu por um período maior na Colômbia.
7 - Taxa de câmbio fixo, mas ajustável	A taxa de câmbio nominal é fixa, mas o Banco Central não é obrigado a manter a paridade indefinida.  Os desajustamentos da paridade (desvalorizações) são instrumentos políticos poderosos.	É o regime mais popular do século. Muitos países emergentes continuam a se submeter ao sistema. Exemplo do México (1993) e Tailândia (1997).
8 - Comitê de moeda ( <i>Currency board</i> )	Sistema muito rígido de taxa de câmbio fixo.  A autoridade monetária pode interferir somente quando houver entrada de divisas.	Historicamente, um número pequeno de países tem tido um sistema deste tipo. Alguns deles, entretanto, não obtiveram sucesso. Quando enfrentaram grandes choques externos, esses países foram forçados a abandonar o regime.  Atualmente, Hong Kong e Estônia adotaram <i>currency board</i> . Argentina e Bulgária têm estruturas de quase <i>currency boards</i> .
9 - Dolarização plena ( <i>Full dollarization</i> )	Nome genérico dado a uma forma extrema do sistema de comitê de moeda ( <i>currency board system</i> ), onde o país abandona completamente sua autonomia monetária adotando a moeda de um outro país.	Existem poucos episódios de dolarização plena. Um regime similar a esse tem dado relativamente certo no Panamá.

Quadro 2

Estratégias de políticas monetárias e alguns exemplos — 1999

MARCO DE POLÍTICA MONETÁRIA					
REGIMES CAMBIAIS E NÚMERO DE PAÍSES	Âncora Cambial	Objetivos Agregados Monetários	Estratégia Baseada em Objetivos de Inflação	Programa Respalçado pelo FMI ou Outro Programa	Outros
Regimes cambiais sem uma moeda de curso legal separada — 37 países	Outra moeda de curso legal — 6 países Banco Central do Caribe Oriental (MCCO) (1) — 6 países Zona do Franco CFA União Econômica e Monetária da África Ocidental (UEMOA) — 8 países Zona do Franco Econômica e Monetária da África Central (CAEMC) — 6 países			8 países	Zona do Euro (2) (3) — 11 países
Exemplos	Panamá Antigua e Barbados Nigéria (4) Gabão			Nigéria (4)	Países da Europa
Regimes de <i>currency board</i> — 8 países	8 países			3 países	
Exemplos	Argentina (4) Hong Kong Bulgária (4)			Argentina (4) Bósnia (4) Bulgária (4)	
Outros regimes tradicionais de paridade fixa, incluídos os regimes de paridade de fato sob um sistema de flutuação administrada — 44 países	Frente a uma só moeda — 30 países Frente a uma cesta de moedas — 13 países	1 país		5 países	
Exemplos	El Salvador (4) (5) Emirados Árabes (5) (6) China (4) (5) Kuaiti Egito (5) (7) Marrocos Leônia Quaiti Malta	China (4) (5)		Bangladesh El Salvador Cabo Verde (4) Jordânia (4) (5)	
Taxa de câmbio vinculada dentro de bandas horizontais — 7 países	Sob um regime de cooperação: MTC 2 — 2 países			1 país	
Exemplos	Dinamarca Grécia Chipre Líbia			Ucrânia	

(continua)

Estratégias de políticas monetárias e alguns exemplos — 1999

MARCO DE POLÍTICA MONETÁRIA						
REGIMES CAMBIAIS E NÚMERO DE PAÍSES	Âncora Cambial	Objetivos Agregados Monetários	Estratégia Baseada em Objetivos de Inflação	Programa Respalçado pelo FMI ou Outro Programa	Outros	
Pandões móveis — 5 países				4 países		
Exemplos	Costa Rica Nicarágua (4)			Bolívia Nicarágua (4)		
Taxa de câmbio dentro de bandas móveis — 7 países	3 países	1 país	2 países	2 países		
Exemplos	Uruguai (4) Venezuela	Sri Lanka (4)	Israel (4) Polônia (4)	Uruguai (4) Honduras (4)		
Flutuação administrada sem uma taxa de câmbio previamente anunciada — 26 países		3 países	1 país	10 países	12 países	
Exemplos		Eslôvênia Jamaica RDP Lao	República Checa	Croácia Paquistão Etiópia	Paraguai (2) Guatemala (2) Nigéria (2)	
Flutuação independente — 51 países		15 países	9 países	27 países	10 países	
Exemplos		Colômbia Peru (4) Coreia (4) Guiné (4)	Brasil Chile (7) Canadá Nova Zelândia Reino Unido Suécia Austrália Kazaistão Angola	Brasil Albânia Armênia Coreia (4) Filipinas (4) Indonésia Madagascar México Peru Rússia (2) Tailândia	Estados Unidos (2) Equador (2) Japão (2)	

Fonte: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (1999). Washington, DC., dec. (Anuário).

(1) Estes países também estabeleceram um regime de caixa de conversão (*currency board*) dentro do mercado comum. (2) As autoridades monetárias não adotam uma âncora nominal explícita, porém controlam vários indicadores na execução da política monetária. (3) Até meados de 2002, as moedas nacionais mantiveram seu status legal em seus territórios nacionais. (4) O país adota mais de uma âncora nominal na execução da política monetária. (5) O país estabeleceu, de fato, regime de câmbio flutuante administrado ou independente anunciado oficialmente. Na Jordânia, a moeda está vinculada, oficialmente, ao DES, porém, de fato, ao dólar dos EUA. (6) As taxas de câmbio são determinadas numa relação rígida com o DES, dentro de margens de até 7,25%; entretanto, devido as relações com o dólar dos EUA, essas margens nem sempre são respeitadas. (7) Há um acordo cambial entre os países-membros.

### 3 - Uma comparação entre os diferentes regimes cambiais

A fixação de metas ou âncoras cambiais é o regime monetário e cambial mais antigo. Já no século passado, os padrões-ouro ou prata continham taxas fixas de câmbio entre a moeda local e a correspondente mercadoria. Em princípio, o volume de meios de pagamento em circulação deveria guardar uma paridade em valor com o valor de estoques de mercadorias mantidos como lastro.

Por tabela, a taxa de câmbio entre as moedas de dois países que compartilhassem o regime de taxas fixas de conversão em uma mercadoria também se tornava quase fixa, flutuando dentro de uma margem (banda) estreita. Os limites dessa banda (os *gold points*) eram definidos pelos diferenciais de preços da mercadoria, nas moedas locais, a partir dos quais se tornaria lucrativa a arbitragem, para tanto ocorrendo, inclusive, o traslado da mercadoria através das fronteiras.

Regimes de câmbio fixo entre a moeda local e alguma moeda externa de referência, mantendo-se a livre conversibilidade, obedecem aos mesmos princípios, apenas eliminando a vinculação a alguma mercadoria física. Em diversos momentos do século XX, regimes de câmbio fixo foram adotados em diversas circunstâncias (Gonçalves et al., 1998).

Nas últimas décadas, economias com alta inflação e problemas de credibilidade em sua política antiinflacionária adotaram regimes de metas cambiais mirando a moeda de alguma outra economia, em geral de grande tamanho e com baixa inflação. A taxa doméstica de inflação, nesse caso, tende a gravitar em torno da taxa de inflação do país-âncora. Variantes desses regimes incluem o *currency board*, bandas (faixas) para flutuação cambial anunciadas pelas autoridades monetárias, bem como o *crawling peg* ou *target* (administração da flutuação da taxa nominal de câmbio para que não implique afastamento do diferencial de taxas de inflação doméstica e externa e/ou de algum nível para a taxa real de câmbio).

A âncora cambial oferece a gravitação da taxa de inflação no Exterior. Caso se trate de âncoras com credibilidade, as expectativas inflacionárias e a inércia oferecem menor resistência para a queda da inflação. Trata-se, também, de regras e metas de fácil compreensão pelos agentes econômicos. Por outro lado, perdem-se graus de liberdade quanto às políticas macroeconômicas.

### 3.1 - O *currency board*

Vejamos a forma mais restrita de ancoragem cambial: o *currency board*<sup>1</sup>. Diferentemente de outros regimes que combinam conversibilidade cambial e taxas de câmbio rígidas ou administradas, neste a credibilidade do compromisso de conversibilidade a taxas fixas é buscada com a manutenção de reservas externas (divisas, ouro ou outros ativos líquidos) em geral acima do valor correspondente de moeda local em circulação. Caso seja implantado de forma “pura” ou “ortodoxa” (com obediência estrita das regras), o *currency board* restringe fortemente, em nível doméstico, as funções clássicas do Banco Central.

O volume de dinheiro local passa a depender automaticamente da disponibilidade de reservas externas oficiais que sirvam de lastro para a “caixa de conversão” (outro nome histórico para o regime inicialmente criado pela Inglaterra para implantação em suas colônias, no século XIX). Diante de variações naquela disponibilidade, restam as alternativas de adequar o montante de moeda local em circulação e/ou de mudar no sentido inverso às taxas domésticas de juros, como tentativa de reverter a variação de reservas.

Por seu turno, o papel de prestador em última instância cumprido junto ao sistema bancário e financeiro local torna-se limitado, visto que o Banco Central fica proibido de variar autonomamente os montantes de passivos contra si próprio em moeda local. Trata-se de uma espécie de delegação das funções monetárias ao Exterior, uma vez que a política monetária (volume de liquidez, taxas de juros, recursos para redes de segurança financeira, etc.) passa a depender do montante líquido de créditos externos privados ou públicos para o país e/ou de superávits acumulados na conta corrente do balanço de pagamentos.

Isso ocorrerá quer o *currency board* monopolize a responsabilidade de retenção de divisas, quer permita a coexistência entre a moeda por ele emitida e algum sistema de crédito erigido a partir de reservas de divisas dos agentes privados. Por outro lado, a coexistência abre a possibilidade de que, em tese, parte das fugas da moeda local venha a ocorrer dentro do próprio sistema bancário doméstico, sem necessariamente implicar fuga de capital do país e conseqüentes crises de liquidez dos bancos locais. Nesse caso, o *currency board* perde divisas para os bancos e vê-se obrigado a destruir moeda local, mas ao menos não diminui o volume total de liquidez nos bancos e na economia. O suposto é o de que a fuga não se desdobre em uma crise de confiança no próprio sistema bancário.

<sup>1</sup> O conteúdo sobre o *currency board* está desenvolvido em Canuto e Lima (1999).

A limitação aos empréstimos em última instância, no *currency board* “ortodoxo”, não é absoluta, porque ainda permanece certa margem de manobra no manejo das reservas disponíveis. No entanto, esse manejo sofre circunscrição estrita.

O Banco Central clássico tem, como contrapartida da base monetária — moeda em poder público mais depósitos dos bancos comerciais no Banco Central — que compõe seu passivo, tanto reservas em ativos líquidos estrangeiros quanto ativos domésticos públicos e privados. Quando abre empréstimos aos bancos comerciais para que estes elevem suas reservas, em seu lado passivo, o Banco Central acumula, em contrapartida nos ativos, os títulos de crédito correspondentes e/ou outros colaterais da operação. A não ser que, ao mesmo tempo, o Banco Central esterilize o aumento da base monetária mediante venda ao público de outros ativos detidos em sua carteira, haverá impacto de expansão da moeda em circulação todas as vezes em que realizar aquele empréstimo.

Ora, no *currency board* “ortodoxo”, a base monetária no dinheiro doméstico tem que se manter abaixo dos limites ditados pelo estoque de reservas externas, o que tende a impor a esterilização imediata de tais impactos monetários, a partir, pelo menos, de certo ponto. Há, portanto, margem apenas para redistribuição dos depósitos dos bancos comerciais junto ao *currency board* entre os próprios bancos. Além disso, caso haja fuga da moeda local, essa capacidade de redistribuição de depósitos bancários na moeda local perde sua significância quantitativa, independentemente de as reservas externas oficiais perdidas permanecerem ou não no âmbito doméstico.

No balanço do Banco Central, pelos mesmos motivos patrimoniais, torna-se também limitado o financiamento público pela via monetária. Os títulos governamentais não podem ser carregados nos ativos do Banco Central — com sua contrapartida de elevação de depósitos dos bancos comerciais — em montantes que impliquem colocar em risco a proporcionalidade entre oferta monetária e reservas externas. Por outro lado, evidentemente, a causalidade não opera no sentido inverso, ou seja, para que haja limitação ao financiamento monetário do gasto público não se supõe necessariamente a presença de um *currency board*.

O financiamento de gastos públicos acima da arrecadação tributária e de outras fontes de receitas torna-se estritamente dependente da absorção de títulos pelo público local ou no Exterior. Por sua vez, os empréstimos em última instância aos bancos locais, em níveis além do permitido pela redistribuição da base monetária, passam a depender de aportes adicionais de recursos externos que viabilizem a expansão dos meios de pagamento em moeda local.

No *currency board*, a vigência de mecanismos mais duros de “disciplina de mercado” sobre os bancos — em decorrência dos limites rígidos à política mo-

netária e, por conseguinte, ao exercício das funções de prestador em última instância pelo Banco Central — induz os bancos a deterem maior liquidez em suas carteiras de ativos. Como consequência, reduz-se qualquer disposição que haja quanto a elos locais de alavancagem de investimentos de longo prazo ou de baixa liquidez através do crédito bancário. Cumpre observar, não obstante, que a causalidade também não é biunívoca no caso, ou seja, em princípio não se supõe um *currency board* para que as “redes de segurança financeira” e o perfil dos portfólios bancários tenham tais características (Canuto, Lima, 1999).

A adoção do *currency board* pretende oferecer — como fontes de credibilidade e de taxas médias de juros mais próximas daquelas vigentes nas economias emissoras dos ativos líquidos que lhe sirvam de lastro — a previsibilidade do comportamento determinado por regras rígidas e a garantia de conversibilidade plena à taxa cambial fixada. No fundo, é como se fosse parcialmente tomada de empréstimo a credibilidade monetária do(s) país(es) emissor(es) do(s) ativo(s) líquido(s) que sirva(m) como lastro. Abdicar da autonomia nas políticas cambial e monetária traria, como contrapartida, menores taxas de risco atribuídas à economia local, no contexto das finanças globais.

Por um lado, o regime elimina ou reduz fortemente a possibilidade de choques monetários e ciclos de crédito e de inflação com origem doméstica. Por outro, porém, amplia-se a vulnerabilidade do país em relação a choques ou ciclos reais, domésticos ou provenientes de suas relações com o Exterior, dado que a taxa de câmbio e a liquidez doméstica deixam de estar disponíveis enquanto variáveis de ajuste.

Desde logo, a rigidez do compromisso de conversibilidade a uma paridade fixa torna-se dramática se algum excesso de inflação em relação à externa provocar a supervalorização da moeda local, levando-se, inclusive, em conta que o regime em geral é adotado com forte motivação antiinflacionária.

Além disso, a permanência de diferenciais de juros entre empréstimos na moeda local e na moeda-âncora tende a suscitar deslocamentos do endividamento doméstico para a moeda estrangeira, especialmente no caso da livre circulação dupla de moedas. Com o tempo, tornam-se crescentes o custo e os riscos de uma saída do *currency board* para outro regime monetário-cambial.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Em relação à adoção voluntária da moeda do principal país de referência — como na “dolarização” —, a diferença principal repousa no *seigniorage* que o *currency board* pode auferir na diferença entre os rendimentos dos ativos líquidos externos de reserva e dos passivos correspondentes à base monetária na moeda local. Esses ganhos se dissipam se há afastamento dos residentes em relação à moeda local. Nesse caso, abre-se uma disjuntiva: quebra-se o *currency board*, ou a economia avança para a utilização direta da moeda estrangeira.

Da mesma forma, choques nos termos de troca do país ou em outras dimensões de suas relações econômicas externas não mais podem ter seus efeitos domésticos atenuados via ajustes nas taxas de câmbio. As flutuações cíclicas na economia mundial transmitem-se diretamente sobre a economia “real” doméstica, na ausência de ajustes cambiais e de taxas de juros que amortecem tais impactos. O *currency board* constitui, no fundo, uma aposta de que há maior estabilidade nas relações externas da economia do que em sua dinâmica doméstica.

Os demais regimes de metas cambiais rígidas ou administradas (bandas, *crawling peg*) apresentam restrições em menor grau sobre a política monetária, na medida em que não há o compromisso de paridade entre volume de moeda local em circulação e as reservas em divisas da “caixa de conversão”. O caráter reajustável das bandas ou do *peg* confere maior flexibilidade cambial e monetária. Contudo essa mesma flexibilidade e o descompromisso quanto à garantia de conversibilidade total abrem oportunidades para **ataques especulativos** contra a moeda, ou seja, para apostas na insustentabilidade da âncora cambial.<sup>3</sup>

Por último, cumpre ressaltar que a aposta de represar a dinâmica endógena doméstica, submetendo-a às relações com o Exterior através da âncora cambial, tende a ser menos atraente no caso das economias grandes e com baixa proporção do comércio exterior no PIB. Afinal, mesmo se supondo regimes comerciais abertos, importa muito o grau de abertura da economia. Se esse grau é baixo, diminui a probabilidade de sincronia e convergência entre os choques domésticos e do Exterior, bem como das correspondentes políticas macroeconômicas necessárias diante de tais choques. Além disso, a mudança cambial exerce maior capacidade de ajuste, sem alteração inflacionária, quando a economia é grande e com peso menor que o do comércio exterior em seu PIB.

Conforme exposto nos atuais manuais de economia internacional, em seus capítulos sobre “áreas monetárias ótimas”, a simetria de choques e de políticas

---

<sup>3</sup> Krugman (1998) aponta três “gerações” ou estilos de ataques especulativos. Na primeira situação, “clássica”, há um descompasso no país entre sua expansão monetária e as reservas cambiais que apoiam a âncora, geralmente em decorrência de déficits públicos. A antecipação racional da quebra do câmbio fixo pelos agentes provoca a fuga de capital e o ataque especulativo, levando, inevitavelmente, à ruptura da âncora. Na segunda geração (crise no sistema monetário europeu em 1992-93), tem-se um custo crescente — em termos de desemprego ou outro fator — da manutenção da âncora, tornando tentador o ataque, dado que aquele custo não deixa de criar certa predisposição à ruptura da âncora por parte do próprio governo. Na terceira geração (crise asiática recente), os ataques são provocados a partir de um excesso de endividamento externo dos agentes locais. Quando não há supervisão financeira adequada e existe alguma crença quanto a seguros implícitos oferecidos pelo governo diante de eventuais situações de crises financeiras, a âncora cambial torna tentador o superendividamento no Exterior.

e o grau de integração econômica (intensidade do comércio e mobilidade de bens e de fatores) das economias envolvidas em uma unificação monetária são cruciais para a garantia de que os benefícios superem os custos de se abdicar dos ajustes monetários e cambiais nacionais. O mesmo raciocínio se aplica no que tange à implantação de regimes de taxas de câmbio rígidas, com tal cálculo econômico tornando-se desfavorável no caso de economias maiores.

### 3.2 - Regimes de metas monetárias

A adoção de metas monetárias como regra explícita de política teria, em princípio, duas vantagens em relação a âncoras cambiais:

- possibilidade de revisão e ajustes na política macroeconômica diante de choques ou outras questões domésticas; e
- uma unidade de medida de desempenho para a política macroeconômica mais transparente. Conforme observam Mishkin (1999) e outros, desequilíbrios macroeconômicos podem passar despercebidos através da aparente estabilidade da taxa de câmbio no caso da âncora cambial.

Além disso, para economias de grande tamanho — assim como para uma união monetária ou blocos de economias com câmbio fixo entre si, em suas relações externas com as demais regiões —, a âncora cambial deixa de ser opção.

Por outro lado, aquelas vantagens dependem fortemente de duas precondições (Mishkin, 1999, p.13):

- a) que haja relações estáveis e confiáveis entre as variáveis-objetivo da política (inflação ou renda nominal) e os instrumentos monetários sobre os quais estabelecer metas; e
- b) que os agregados monetários objeto das metas sejam efetivamente controláveis pelas autoridades monetárias.

Os experimentos com metas monetárias restritas em economias avançadas entre os anos 70 e 80 foram, em geral, um fracasso. A instabilidade nas relações entre os agregados monetários e variáveis como taxas de juros, renda nominal e inflação revelou-se acentuada. Além disso, evidenciou-se que, se, por um lado, os Bancos Centrais podem razoavelmente controlar os agregados monetários mais restritos (M1), por outro, é muito menor sua capacidade de comandar os agregados mais amplos (como M2 e M3). A maleabilidade e as inovações nos instrumentos financeiros, a volatilidade nas posições financeiras dos agentes, etc. mostram grande capacidade de subverter as duas precondições para o sucesso das metas monetárias. Pouco a pouco, as metas monetárias restritas foram caindo em prestígio.

Mesmo durante a vigência oficial de regimes de metas monetárias nos Estados Unidos, no Reino Unido e no Canadá nos anos 70, as autoridades monetárias acabavam permitindo *overshootings* ou *undershootings* em relação às faixas de variação anunciadas para seus agregados monetários por longo período de tempo. O pragmatismo impunha metas simultâneas para vários agregados, adiamento ou ausência de anúncios de metas em períodos regulares, uso de mecanismos não convencionais para trazer os agregados dentro das faixas e muitos outros (Mishkin, 1999, p.14). Segundo as palavras de um ex-presidente do Banco do Canadá: “Não fomos nós quem abandonou os agregados monetários, mas sim eles que nos abandonaram” (ibid.).

Mesmo os casos da Alemanha e da Suíça, mencionados freqüentemente como exemplos de sucesso com regimes de metas monetárias explícitas, estão longe de adotar regras rígidas quanto à política monetária. Bernanke e Mishkin (1997) argumentam que aqueles países estão mais próximos de uma forma híbrida de regime de metas de inflação do que de um regime ortodoxo de metas monetárias. Mishkin (1999, p.14) cita Otmar Issing, economista-chefe do Bundesbank, como dizendo: “(...) um dos segredos do sucesso da política alemã quanto ao crescimento da oferta de moeda foi o de (...) nunca deixar-se limitar pela ortodoxia monetarista no que diz respeito aos detalhes mais técnicos”.

Na prática, depois do breve entusiasmo com as metas monetárias rígidas, a gestão monetária voltou a focalizar as taxas nominais de juros básicas ao alcance dos Bancos Centrais e do Tesouro através dos títulos de dívida deste, bem como dos instrumentos de redesconto e de mercado aberto, tentando administrar, apenas indiretamente, a liquidez, os níveis reais das taxas de juros e a inflação, mas assumindo relativa passividade quanto à magnitude de agregados monetários e a sua velocidade *vis-à-vis* à renda nominal.

### 3.3 - Regimes de metas de inflação (*inflation targeting*)

O regime de metas de inflação muda o foco, deslocando-o dos instrumentos de política monetária e cambial em direção aos próprios objetivos desta. Assume, portanto, a não-aplicabilidade ou a inconveniência da rigidez colocada por metas explícitas quanto a taxas de câmbio, agregados monetários ou taxas de juros.

Com responsabilidades definidas em termos de taxas ou bandas de taxas de inflação — ou de níveis de preços —, o manejo dos instrumentos torna-se prerrogativa do arbítrio dos executores das políticas. A transparência e a prestação de contas, razões subjacentes à existência de um regime explícito de política monetária, podem, em princípio, ser alcançadas mediante anúncios públi-

cos de metas numéricas de médio prazo para a inflação e o comprometimento oficial das autoridades monetárias com estas. Tal mecanismo, por centrar-se diretamente na variável objetivo, de mais clara compreensão pelo público em geral e pelos poderes Executivo, Legislativo ou Judiciário, torna mais fácil conciliar o monitoramento externo da ação das autoridades monetárias com a flexibilidade na conduta destas. Há maior poder discricionário dos formuladores e executores de políticas, mas a maior possibilidade de prestação de contas, através dos resultados, constrange tal exercício de poder.

O regime de metas de inflação embute maior grau de liberdade no tocante às duas instabilidades enfrentadas pelas metas monetárias rígidas observadas no subitem anterior. Sem a camisa-de-força de regras rígidas quanto aos agregados monetários básicos — cujas relações com a inflação e com outras variáveis macroeconômicas mudam constantemente e em direções nem sempre previsíveis —, há maior adaptabilidade dos meios no tocante aos fins. Como a âncora monetária — e diferentemente da âncora cambial — pode incorporar considerações domésticas quanto à adaptação a aos choques e a outras mudanças de cenários, ao mesmo tempo, não fica sujeita aos problemas e aos choques na velocidade de circulação monetária e financeira.

Trata-se, na verdade, de uma estratégia de política monetária que envolve cinco elementos básicos:

- anúncio público de metas numéricas para a inflação de médio prazo;
- um compromisso institucional para a estabilidade de preços como meta primária de política monetária; outras metas são subordinadas;
- uma estratégia de informação, na qual muitas variáveis, não somente os agregados monetários ou a taxa de câmbio, são usadas para decidir um conjunto de instrumentos de política;
- uma política monetária transparente, com papel central para a comunicação, o público e o mercado e racionalidade nas decisões do Banco Central; e
- mecanismos que tornem o Banco Central o responsável por atingir seus objetivos de inflação.

Tomando-se como referência o modelo Mundell-Fleming<sup>4</sup> simples, usado para ilustrar os papéis esperados para as âncoras cambial e monetária, é como

---

<sup>4</sup> O modelo Mundell-Fleming foi construído a partir de trabalhos de Robert Mundell — Prêmio Nobel de Economia em 1999 — e de Marcus Fleming, nos anos 60, estendendo o tradicional modelo IS-LM para o contexto de economias abertas.

se o regime de metas de inflação incorporasse a possibilidade de freqüentes choques inesperados sobre vários dos parâmetros, sem atribuir todo o poder de ajuste à eficácia de uma única variável nominal.

Suponhamos, por exemplo, que a economia apresente uma faixa de níveis medianos de taxas de juros e de crescimento do PIB ao longo da qual não haja muita diferença entre as correspondentes taxas de inflação, faixa esta difícil de ser conhecida de antemão. Ora, utilizando-se a inflação como termômetro e sinal do extremo superior dessa faixa, pode-se tentativamente explorá-la até a proximidade de tal limite. A rigidez de regras monetárias pode, ao contrário, levar ao desperdício de tais oportunidades de crescimento sem conflito com a prioridade em termos de inflação.

Por combinar flexibilidade, transparência e prestação de contas, os regimes de metas de inflação difundiram-se nos anos 90 não apenas entre economias avançadas, como entre economias emergentes que passaram com êxito por programas de estabilização antiinflacionária. No Brasil, foi adotado após o regime de âncora (banda) cambial, que operou durante o Plano Real. Neste país, as metas inflacionárias foram estabelecidas em uma base de variação de um índice de preço amplamente conhecido; as metas de inflação, assim como seus intervalos de tolerância, foram estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), em acordo com o Ministério da Fazenda; as metas de inflação para o ano 2000 foram anunciadas em 30 junho de 1999; para 2001, foram anunciadas em meados de 2000; para o ano 2002 e subseqüentes, as metas são anunciadas até 30 de junho de 2001; e ao Banco Central foi dada a responsabilidade de implementar as políticas necessárias para obtê-las.

Três são as principais dificuldades enfrentadas na implementação e na execução do regime (Hall, Mankiw, 1994; Cecchetti, 1998; Mishkin, 1999).

Primeiro, os gestores da política cambial e monetária se defrontam com a possibilidade de amplos **erros de previsão** quanto à inflação. Afinal, se mesmo as metas quanto a instrumentos cambiais e monetários, objeto tentativo de controle direto das autoridades monetárias, estão sujeitas à incerteza, podemos imaginar ainda maior margem de erro no tocante à inflação, diante de choques de demanda ou oferta.

Torna-se aconselhável, portanto, que bandas mais largas, com seu ponto de inflação médio acima de zero, sejam adotadas de início, particularmente no caso de economias em que a estabilização ainda não esteja plenamente firmada. De qualquer modo, o erro de previsão quanto às metas de inflação tende a trazer menores problemas do que o apego a regras rígidas quando estas se revelam inadequadas. A flexibilidade, permitindo contínua revisão e adaptação da política, é justamente o atributo considerado atrativo do regime.

Em geral, os índices de preço usados como referência para as metas excluem — ou incorporam apenas moderadamente — os efeitos de choques de

oferta. Com tal “expurgo”, a pretensão é focalizar o “núcleo duro” da inflação (*core inflation*), retirando o desvio de choques temporários e reversíveis.

Em segundo lugar, as **longas defasagens** no curso completo dos efeitos da política monetária constituem também outra dificuldade. Por outro lado, o problema ainda se coloca no caso das metas monetárias. Para as metas cambiais, por sua vez, perdem-se os sinais que o mercado cambial e a taxa de câmbio podem emitir quanto à adequação dos instrumentos monetários.

Na prática, a gestão dentro dos regimes de metas de inflação dá-se através do manejo das taxas nominais de juros básicas, em combinação com eventuais intervenções no mercado cambial, sem compromisso com metas monetárias ou cambiais explícitas. A evidência parece apontar para relações ainda instáveis entre, de um lado, taxas de juros e, de outro, taxas de inflação ou renda nominal. Contudo a incerteza é ainda maior no caso da política com base em agregados monetários (Cecchetti, 1998).

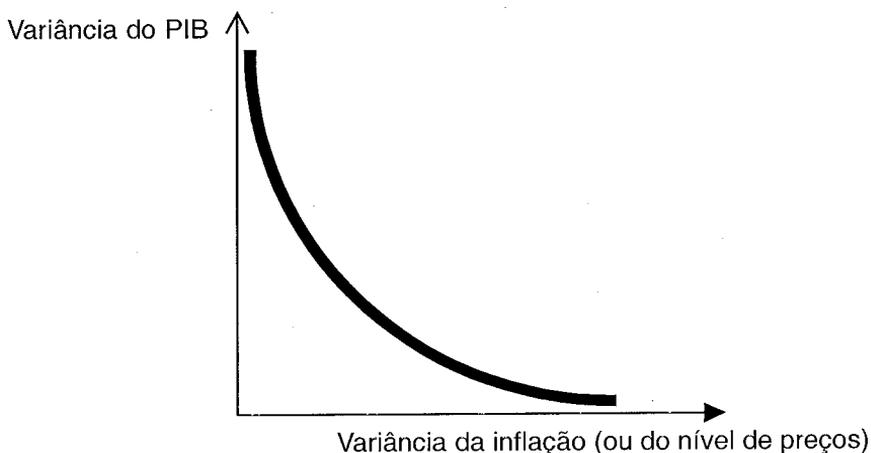
Em terceiro, o foco **unilateral** na estabilidade da inflação pode implicar excesso de volatilidade nas flutuações do produto. Cecchetti (1998), por exemplo, estima um *trade-off* crescente entre as variâncias da inflação e do produto real, na economia norte-americana, desde os anos 80. No Gráfico 1, constata-se que a menor variância na taxa de inflação só é obtida com crescente variância no PIB. Reforça-se, portanto, a sugestão de bandas de inflação.

Modelos como o Mundell-Fleming servem para capturar o papel cumprido pelas âncoras nominais. Por outro lado, no mundo real, sua estabilidade e sua previsibilidade são substituídas por choques freqüentes, incerteza e mudança estrutural constante. Nesse sentido, a flexibilidade do regime de metas de inflação em relação a metas cambiais, monetárias ou concernentes a outras variáveis nominais está mais em sintonia com a flexibilidade da economia real.

Como expressão da incapacidade de previsão perfeita dos economistas, pode-se constatar a inexistência de um “modelo estrutural verdadeiro da economia” que seja consensual entre eles. Podemos concluir que, como resultado dessa falta de consenso, o pragmatismo impõe a adoção de regimes de política que incorporem ao máximo a possibilidade do erro dos economistas. Os regimes de regras restritas mostram, nesse contexto, inconveniente rigidez.

## Gráfico 1

Relação esperada entre variância do PIB e variância da inflação



FONTE: PULSO LATINO-AMERICANO (2001). [s.1.]: Grupo de Diários América, out.

## 4 - Considerações finais

Vê-se que a escolha de regimes cambiais e das estratégias de políticas monetárias correlacionadas pode se constituir em um problema para se obterem políticas monetárias ótimas, com regras discricionárias, em dois sentidos particulares. Primeiro, em um contexto de rigidez para a taxa de câmbio (*currency boards*, dolarizações plenas, bandas de flutuação cambial), que se apresenta como regime com estreitas margens de autonomia de política monetária. Segundo, no que se refere à transição ou à simples adoção de regimes de câmbio flutuante, que, por um lado, impõe o problema do viés inflacionário e, por outro, em situação de transição de regime, há que se considerar eventuais transferências inflacionárias.

Sendo assim, a flutuação administrada sob condições de metas inflacionárias combina a flexibilidade do regime flutuante com a credibilidade para execução de políticas monetárias que as metas impõem. Tal estratégia embute maior grau de liberdade no tocante às duas instabilidades enfrentadas pelas metas monetárias rígidas. Sem a camisa-de-força de regras rígidas quanto aos agregados monetários básicos — cujas relações com a inflação e outras variáveis macroeconômicas mudam constantemente e em direções nem sempre

previsíveis — há maior adaptabilidade dos meios no tocante aos fins. Como a âncora monetária — diferentemente da âncora cambial — pode incorporar considerações domésticas quanto à adaptação a choques e a outras mudanças de cenários, ao mesmo tempo, não fica sujeita aos problemas e choques na velocidade de circulação monetária e financeira.

Ressaltamos, ainda, que há uma clara associação entre a escolha de regimes com flutuação independente e a escolha de alguma estratégia de objetivos monetários ou de inflação. Mais ainda, para o caso de economias pequenas e frágeis e/ou que viveram alguma crise cambial recente, há ainda uma clara associação desse regime cambial com algum programa respaldado pelo FMI, o que não é o caso de economias sob regime de câmbio mais rígido ou de grandes economias, possivelmente por falta de credibilidade na execução de suas políticas monetárias.

## Bibliografia

BERNANKE, B. S., MISHKIN, F. S. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? **Journal of Economic Perspectives**, v. 11, n. 2, p. 97-116, 1997.

CANUTO, Otaviano, LIMA, Gilberto Tadeu. Crises bancárias, redes de segurança financeira e currency boards em economias emergentes. **Revista de Economia do Nordeste**, [s.l.: s.n.], 1999.

CECCHETTI, S. G. Policy rules and targets: framing the central banker's problem. **Federal Reserve Bank of New York Policy Review**, [s.l.: s.n.], p. 1-14, june, 1998.

GONÇALVES, Reinaldo et al. **A nova economia internacional**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1998.

HALL, R. E., MANKIW, N. G. Nominal income targeting. In: MANKIW, N. G., org. **Monetary Policy**. Chicago: University of Chicago Press. p. 71-94, 1994.

INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS. Washington, DC., dec., 1999.

KRUGMAN, Paul. What happened to Asia? 1998. Disponível em: <http://web.mit.edu/DISINTER.html>>, 1998.

MISHKIN, Frederic. **International experiences with different monetary policy regimes**. [s.l.]: National Bureau of Economic Research, 1999. (Working Paper, 7044).

MISHKIN, Frederic. **Monetary policy strategies for Latin America**. [s.l.]: NBER. Draft, feb. 2000.