

## **O conceito de credibilidade na história monetária**

Inês Patrício

Professora da Faculdade de Economia – UFF

### **1. Introdução**

Credibilidade é um conceito introduzido na teoria econômica muito recentemente. Não há na literatura econômica convencional menção à credibilidade, nos termos em que esta tem sido tratada pela teoria da decisão ligada a expectativas racionais.

Nesta teoria, a credibilidade é associada à solução, pelas instituições, de um problema de inconsistência dinâmica na política monetária. Este se relaciona aos incentivos percebidos pelas autoridades monetárias quanto à possibilidade de alterar inesperadamente a política monetária, gerando dessa maneira um viés inflacionário na economia.

Neste trabalho mostro de que maneira se constitui o conceito de credibilidade na teoria econômica, as hipóteses teóricas que fundamentam a tese da credibilidade, e a associação recente entre credibilidade e independência dos bancos centrais. O objetivo do trabalho é mostrar de que maneira a história monetária recente, marcada pela aprovação em muitos países da independência dos bancos centrais, é influenciada pela introdução, na teoria econômica, de uma hipótese sobre o comportamento "desviante" dos agentes políticos quando se lhes concede a possibilidade de dominarem a política monetária. A credibilidade seria então a resultante de uma solução institucional para este comportamento desviante. Os políticos "atariam as próprias mãos" por reconhecerem, como Ulisses diante das sereias, que não resistiriam à tentação inflacionária, e a tese das expectativas racionais viria reforçar a associação entre a credibilidade da política monetária e os políticos-Ulisses, ao postular agentes econômicos impossíveis de serem enganados (ou convencidos) em matéria de moeda.

Antes da noção de expectativas racionais se difundir na teoria econômica, a ideia de credibilidade não tinha a mesma importância. O padrão de tomada de decisão, fosse nos modelos keynesianos tradicionais, fosse nas teses de Friedman de expectativas adaptativas, era tradicionalmente visto como uma reação a estímulos mecânicos ou associado a um aprendizado com base na "experiência", em que o agente econômico, ou reagia "pavlovianamente" a estímulos, ou decidia de acordo com a experiência adquirida.

Se a noção de estímulo-resposta era aceite como padrão aceitável de decisão, a estabilidade do ambiente econômico permitia o desenvolvimento de modelos macroeconômicos mecanicistas, em que a credibilidade não era uma variável relevante.

Ainda que não se possa associar, mecanicamente, a generalização das teorias que incorporam expectativas racionais ao ambiente de instabilidade econômica dos anos 70 (e a discussão das expectativas em economia, embora estivesse então adormecida, é bem anterior, como por exemplo em Keynes<sup>1</sup> ou Robinson ou ainda Muth (1961)<sup>2</sup>, o fato é que a quebra de contratos implícitos em meados da década, a inflação e a insegurança que se lhe seguiu tornam razoável supor que a credibilidade, associada a uma ideia de segurança quanto ao comportamento futuro dos decisores da política econômica, seja um fator relevante para os agentes que tomam decisões.<sup>3</sup>

Esta foi a grande contribuição da escola das expectativas racionais, trazer de volta a discussão sobre expectativas quanto ao futuro feitas pelos agentes econômicos.<sup>4</sup> Como se verá

---

<sup>1</sup> Ver Keynes, J. M. (1982) cap V "Expectation as determining output and employment". Ou ainda o prefácio a Teoria Geral : "A monetary economy, we shall find, is essentially one in which changing views about the future are capable of influencing the quantity of employment and not merely its direction. But our method of analyzing the economic behavior of the present under the influence of changing ideas about the future is one which depends on the interaction of supply and demand, and is in this way linked up with our fundamental theory of value. We are thus led to a more general theory, which includes the classical theory with which we are familiar as a special case" (Keynes, 1973:xxii)

<sup>2</sup> Muth no início da década de 1960 estava envolvido com Herbert Simon e Franco Modigliani num livro sobre controle de produção nas firmas. Enquanto Simon, desenvolve o conceito de "satisficing behavior" e "certainty equivalence", Muth desenvolve o conceito de expectativas racionais, no qual se supoe que os agentes econômicos formem expectativas acerca das variáveis econômicas utilizando o modelo que na verdade é também utilizado para explicar as mesmas variáveis.

<sup>3</sup> Como Tobin (1980) apontou: "As ideology monetarism profited from the substantial real disappointments of the decade, notably OPEC shocks, because the public identified all personal, national and worldwide reverses of economic fortune in the 1970s as ravages of Inflation. Professional economists of all schools know that such disappointments and reverses could not be avoided by less accommodative monetary policies, any more than their first-order costs could be escaped by more accommodative policies. Printing money does not produce oil, neither does not printing it"(Tobin, 1980, p.35).

<sup>4</sup> Sobre o efeito das expectativas inflacionárias na economia vale a pena ler Sheffrin (1983): "I

adiante, não há consenso quanto ao efeito das expectativas sobre a moeda e outras variáveis de peso na economia.<sup>5</sup>

É preciso distinguir, para entender os modelos de credibilidade, entre a abordagem pioneira de Friedman (1968) e Phelps (1967) e (1970) e a das expectativas racionais, atribuída a Lucas (1972) e Sargent (1973). Phelps e Friedman ao contestarem a ideia de um *trade-off* permanente entre desemprego e inflação (tal como descrito pela curva de Phillips tradicional<sup>6</sup>) abrem caminho para a análise de Lucas e Sargent, mas enquanto Friedman trata de um tipo de expectativas, adaptativas, estes últimos consideram a existência de expectativas racionais, o que terá importância para a adoção da tese da credibilidade.

Foi o interesse de Phelps e Friedman na formação e nos efeitos das expectativas inflacionárias, que levou à aplicação da noção de expectativas adaptativas de Cagan (1951) e à revolução causada pelo conceito de “taxa natural de desemprego”. A crença na existência desta taxa, equivale a crer, que o sistema econômico, em equilíbrio, deva convergir para um único ponto, a taxa natural, não havendo nenhum outro equilíbrio consistente, aquela taxa, com uma taxa constante de aumento de preços.

A inclusão das expectativas racionais na teoria monetária, em conjunto com determinadas suposições sobre a forma e comportamento da curva de oferta agregada da economia, e a hipótese da “ taxa natural de desemprego” para onde converge o sistema, levam a concluir que variações esperadas da oferta de moeda não têm efeitos reais na economia. A

---

first started to study macroeconomics at the time when the Phillips Curve began to shift and the common explanation for this was the change to inflationary expectations. I recall my mood of pessimism about the future of the discipline of economics when it appeared that psychological phenomena were so central to the subject. Rational expectations is an answer, although not a full antidote to that pessimism.”

<sup>5</sup> Uma crítica ao uso de expectativas nos modelos neoclássicos é feita por Davidson (1986).

<sup>6</sup> Phillips, na revista *Econômica* em 1958, publicou um artigo expondo os resultados de um trabalho meramente empírico, mostrando que havia uma relação, para o Reino Unido, no período 1861-1913, entre a taxa de variação dos salários nominais e a taxa de desemprego. Esta relação, exposta num gráfico, em que a taxa de variação dos salários nominais estivesse no eixo vertical, e o desemprego na horizontal, assemelhava-se a uma hipérbole. Mais tarde Samuelson e Solow (1960) repetiram o exercício de Phillips para os Estados Unidos, entre 1900 e 1960, com a diferença de que a relação agora era entre inflação e desemprego. Concluíram que a inclinação negativa da curva, batizada de curva de Phillips, indicava que um aumento do desemprego poderia moderar ou eliminar o aumento de preços.

explicação é que os preços se elevariam imediatamente na mesma proporção do aumento da oferta de moeda, ocorrendo só aumentos nominais de preços e salários na economia.<sup>7</sup>

A maioria dos modelos de credibilidade só considera a versão da escola de expectativas racionais admitindo implicitamente as principais formulações de Friedman quanto à taxa natural de desemprego.

Entretanto, apesar das duas versões terem fundamentos coincidentes, as conclusões de Friedman quanto à autonomia dos bancos centrais são radicalmente diferentes das dos autores que endossam as teses de credibilidade vinculadas à ideia de expectativas racionais. Estes admitem a total independência dos bancos centrais como garantia de credibilidade. Já Friedman afirma: "o dinheiro é demasiado importante para ser entregue a diretores de bancos centrais"<sup>8</sup>

Na seção 2, que se segue a esta introdução, dou conta das teses de Friedman e das propostas deste para a política monetária, segundo dois textos (um de 1962 e outro de 1968)<sup>9</sup>. Apesar de sugerir regras fixas como proposta "ótima" para a política monetária, a conclusão de Friedman é que o humor dos banqueiros não pode ser o determinante da política monetária,

Na seção 3 mostro de que maneira o conceito de credibilidade se origina dos fundamentos teóricos da escola das expectativas racionais. A hipótese de moeda neutra e expectativas racionais conduz à conclusão de que os governos nada podem fazer em matéria de moeda a não ser inflacionar a economia, e que a credibilidade é viabilizada pela independência do banco central. A seção 4 é a conclusão.

Ao tratar das diferentes teorias procuro enfatizar as oscilações "pendulares" da profissão dos economistas em torno de uma ou de outra, e a volatilidade das preferências do público em relação a estas interpretações.

---

<sup>7</sup> ver Mendonça (1997:28-30)

<sup>8</sup> Friedman (1962:219).

<sup>9</sup> O texto de 1968 "The role of Monetary Police" esta na American Economic Review, March 1968. O texto de 1962 "Should there be an Independent Monetary Authority" foi publicado em L. Yeager (ed) "In search of a monetary constitution", Cambridge: Harvard University Press, 1962

Esta volatilidade é destacada por vários autores. Friedman (1968), por exemplo, preocupa-se com o movimento pendular da opinião pública em torno de uma ou outra corrente de economistas. Tobin (1993), Stiglitz (1993), Romer (1993) e Carvalho (1995), por sua vez mostram que o debate que se dá dentro da teoria econômica influencia a política e os partidos no pós-guerra.

Durante os anos 50 e 60, "velhos keynesianos" como Tobin, Samuelson, Modigliani e Solow, todos laureados com o prêmio Nobel de Economia, influenciaram gerações de economistas, apontando para a lentidão da "mão invisível" e a consequente necessidade de intervenção governamental, basicamente através de gastos e déficits públicos, já que a política monetária parecia ser incapaz, via redução de juros, de estimular economias em recessão. Ao mesmo tempo a corrente monetarista, liderada por Friedman, considerava a política fiscal inócua, e defendia a importância da moeda.

Friedman, em oposição ao fiscalismo keynesiano dominante, argumentou que seria possível reduzir a taxa de desemprego com políticas monetárias expansionistas, mas apenas temporariamente. Segundo Friedman, todo o processo inflacionário tem uma causa monetária, de maneira que combater a inflação passa necessariamente pela contração da quantidade de moeda em circulação, e portanto pelo desaquecimento da economia e pelo desemprego.

A revolução anti-keynesiana sustentada pelas teses de Friedman deu-se nas décadas de sessenta e setenta, sendo seguida pela revolução das expectativas racionais, ou novo-clássica, de Lucas (prêmio Nobel de economia de 1955) e Sargent e Wallace, no final da década de setenta.

A aceleração da inflação ao final dos anos 60 e a redução drástica do ritmo de crescimento da economia norte-americana no início dos anos 70, reforçaram as teses de estagflação, enfraquecendo o velho keynesianismo, ao mesmo tempo que os novos clássicos, liderados por Lucas, acusavam esta corrente de não ter microfundamentos, recuperando a tradição clássica da eficiência da mão invisível. A ideia de ajustamento automático dos mercados, via preços e salários, e a hipótese de expectativas racionais, permitem que se considere o ativismo político inócua e indesejável.<sup>10</sup> Mas os monetaristas acreditam que a

---

<sup>10</sup> Mancowitz (1993) descreve o que foram os anos 70 para o Keynesianismo: "The 70's were a hard time for Keynesians. As the Phillips curve seemed to disappear, so did the burgeoning consensus in macroeconomics. Keynes had emphasized how shifts in aggregate demand cause

taxa natural de desemprego pode ser diminuída por políticas de oferta como incentivos comerciais, desregulamentação dos mercados de bens e trabalho e privatizações.

## 2. Friedman e a neutralidade da moeda

A história da hegemonia de uma preferência específica pela independência estrita dos bancos centrais, é a história da vitória na política de duas teses, a da moeda “neutra” e da “taxa natural de desemprego”, como fatos teóricos indiscutíveis.

Será preciso retroceder a 1968 e ver como Friedman descreve a hegemonia e queda dos conceitos keynesianos de armadilha da liquidez e política fiscal<sup>11</sup>, a tese da “eutanasia dos rentiers” e sua ávida aceitação durante duas décadas pela opinião pública da época, ou estudar o debate sobre a política monetária, para entender como conceitos com fraca evidência empírica e não consensuais podem corresponder, em determinados períodos, a preferências políticas definidas<sup>12</sup>: “Keynes offered simultaneously an explanation for the presumed impotence of monetary police to stem the depression, a nonmonetary interpretation of the depression, and an alternative to monetary policy for meeting the depression and his offering was avidly accepted” (Friedman, 1968: 1- 2).

---

economic fluctuations, but in the 70’s, shifts in aggregate supply seemed at least as important. Critics questioned whether Keynesian macroeconomics could be built on solid microeconomic foundations, and new classical macroeconomic took a turn on center stage. But intellectual ideas ebb and flow. (Mancowitz,1993:)

<sup>11</sup> Minsky (1975) afirma, a propósito das ideias de Friedman e outros autores da síntese neocássica: “Even prior to the formal appearance of the General Theory, on the basis of Keynes’s lectures at Cambridge and circulated galleys, academic economists began to tie the new to the old, the old in monetary theory being the quantity theory of money. The result of the interpretation process has been a well-nigh complete victory for the old in both academic and government circles. (Minsky, 1975:5).

<sup>12</sup> Charles Kindleberger (1986) mostra um exemplo das divergências que sempre existiram entre economistas quanto a fenômenos monetários. Sobre as causas da depressão mundial de 1930: “it seems odd, fifty years after the event, that economists still do not understand, or at least cannot agree on, the world depression of the 1930s. That disagreement has been registered often, but nowhere as succinctly as in the fall 1979 fiftieth anniversary issue of the Journal of Portfolio Management, entitled “The Great Crash: Causes, Consequences, Relevances”. The first three pieces on the crash, ordered, the editor states, by lot, are by Paul Samuelson, me and Milton and Rose D. Friedman. These authors disagree fundamentally.”(Kindleberger, 1986, pg1)

O texto de 1968 de Friedman é um bom indicador da volatilidade das preferências públicas quanto à teoria econômica e aos objetivos prioritários da política econômica.<sup>13</sup> Volatilidade só equivalente às mudanças que a própria teoria parece ter sofrido durante o século. O mais importante é verificar que conceitos chaves, como armadilha da liquidez ou taxa natural de desemprego nunca foram empiricamente comprovados ou totalmente operacionais. Friedman afirma, a propósito das flutuações da opinião quanto à política monetária: “opinion on these questions has fluctuated widely. In the first flush of enthusiasm about the newly created Federal Reserve System, many observers attributed the relative stability of the 1920’s to the System’s capacity for fine tuning...It came to be widely believed that a new era had arrived in which business cycles had been rendered obsolete by advances in monetary technology. This opinion was shared by economist and layman alike, though, of course there were some dissonant voices. The Great Contraction destroyed this naive attitude. Opinion swung to the other extreme. Monetary policy was a string. You could pull on it to stop inflation but you could not push on it to halt recession. You could lead a horse to water but you could not make him drink. Such theory by aphorism was soon replaced by Keynes’ rigorous and sophisticated analysis” (Friedman, 1968: 1).

Há dois movimentos que se sucedem e que Friedman assinala. Primeiro, a crença que dura duas décadas (influenciada pela teoria keynesiana), na obsolescência da política monetária e na hegemonia da política fiscal, e a adoção de “cheap money policies” pelos governos do pós-guerra. Em seguida, o retorno da crença no potencial da política monetária, com a volta da inflação, que culmina com o Federal Reserve-Treasury Accord em 1951, e na confirmação da tese de Pigou de que mudanças na riqueza - e por conseguinte na quantidade real de moeda - podem afetar a demanda agregada, mesmo sem qualquer mudança na taxa de juros. E simultaneamente, o retorno das teses que associam desemprego a “rigidez” e “imperfeições” dos mercados, contrariando a tese Keynesiana de que mesmo num mundo inteiramente flexível pode não ocorrer equilíbrio de pleno emprego.

---

<sup>13</sup> Tobin (1980): “The oft-quoted concluding note of Keynes’ General Theory sings of the power of “the ideas of economists and political philosophers, both when they are right and when they are wrong”. “Practical men”, “madmen in authority”, “civil servants and politicians and even agitators” - all are unconscious, “slaves of some defunct economists”, or “academic scribbler of a few years back”.

Este retorno de teses anteriores a Keynes deveu-se, na opinião de Friedman, a uma desilusão com a política fiscal, principalmente com a viabilidade política do seu uso, e a estudos que provaram que ao contrário do que supunha Keynes, a Grande Depressão não ocorreu por falta de quem quisesse tomar emprestado, ou seja, “not because the horse would not drink” (Friedman, 1968:3), mas ao contrário, porque o Federal Reserve System falhou, ou optou por não exercer a sua função de “fornecedor de fundos ao sistema bancário”, causando uma redução brusca na base monetária: “The Great Contraction is tragic testimony of the power of monetary police - not as Keynes and so many of his contemporaries believed, evidence of its impotence” (Friedman, 1968: 3). Ocorre, por essa razão, uma mudança radical na opinião profissional sobre o uso da moeda. Nas palavras de Friedman: “hardly an economist today accepts views that were the common coin some two decades ago...the pendulum has swung far since then, if not all the way to the position of the late 1920’s, at least much closer to that position than to the position of 1945”(idem).

É importante notar que Friedman escreve este texto, segundo afirmação do autor, por temer que novamente, como até então, o pêndulo vá demasiado longe, e se julgue que a política monetária pode ter um papel mais importante do que aquilo que ela pode realizar - Friedman está escrevendo num período em que ao contrário dos anos 20, a política monetária não tem como único objetivo promover a estabilidade de preços e preservar o padrão ouro: no momento em que Friedman escreve, o objetivo da política monetária é preservar o pleno emprego, e o controle da inflação é um objetivo secundário.

A tese de Friedman é então a base para a revolução monetarista que se lhe segue: O fundamental é que a inflação é sempre, e em toda a parte, um fenômeno monetário, resultante e acompanhado, de um aumento na quantidade de moeda relativamente ao produto. Friedman supõe que existe realmente um *trade-off* temporário entre inflação e desemprego, mas apenas até que as pessoas ajustem e adaptem as suas expectativas inflacionárias. E introduz a ideia de uma taxa natural de desemprego, ao nível da qual os salários reais se comportariam de acordo com a elevação da produtividade. Quando a taxa de desemprego é igual a esta taxa natural, não há desemprego involuntário.

Mas será necessário ainda que a versão dada às conclusões de Friedman pela escola das expectativas racionais se difunda para que a opinião (o pêndulo) absorva a tese da neutralidade da moeda .