

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**POLÍTICAS NÃO MONETÁRIAS DE CONTROLE DA INFLAÇÃO: UMA  
ANÁLISE DA ECONOMIA BRASILEIRA NA DÉCADA DE 2000**

TATIANA ACAR  
Matrícula nº 107400480

ORIENTADORA: Prof(a) Denise Lobato Gentil

ABRIL 2013

*Agradeço à minha orientadora, que sempre se mostrou disponível a me auxiliar, e contribuiu para a conclusão deste trabalho.*

## **RESUMO**

O presente trabalho busca confrontar o debate entre inflação de demanda e inflação de oferta, com alternativas pós-keynesianas para o controle dos preços. Além disso, evidencia os tipos de inflação vivenciados pelo Brasil na década de 2000, e os custos da atual política de controle inflacionário. Conclui-se que o núcleo da inflação no Brasil é essencialmente de custos, pelo lado da oferta, e não de demanda, e que os preços são controlados pelo Banco Central via taxa de juros, indiretamente utilizando-se taxa de câmbio valorizada, que exerce um papel estabilizador na inflação.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>3</b>
<b>CAPÍTULO I – AS DUAS DIFERENTES ABORDAGENS ACERCA DA MOEDA E DO PROCESSO INFLACIONÁRIO: DEMANDA VERSUS CUSTO</b>	
I.1: A abordagem da inflação de demanda .....	4
I.2 A abordagem da inflação de custo .....	7
<b>CAPÍTULO II – A INFLAÇÃO NO BRASIL NA DÉCADA DE 2000.....</b>	<b>14</b>
<b>CAPÍTULO III - CUSTOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E POLÍTICAS PÓS-KEYNESIANAS DE CONTROLE</b>	
III.1 Custos do Regime de Metas de Inflação (RMI) .....	18
III.2 Políticas alternativas de controle da inflação.....	22
III.3 Políticas anti-inflacionárias adotadas no Brasil na década de 2000.....	23
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>26</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>27</b>

## INTRODUÇÃO

O Brasil instituiu o Regime de Metas de Inflação (RMI) em 1999, depois da crise cambial. Este regime tem como premissa que a inflação é de demanda e que a política monetária afeta apenas o nível de preços no longo prazo. Portanto o objetivo do Banco Central é perseguir a estabilidade de preços, e seu principal instrumento é a taxa de juros, que é utilizada de maneira indiscriminada para controlar a inflação, sem levar em conta a real causa do aumento dos preços. A taxa de juros no Brasil é consideravelmente e sistematicamente alta quando comparada com os países em desenvolvimento, e impõe severos custos ao Brasil, em prol de uma inequívoca garantia de estabilidade de preços.

Por isso, este trabalho tem como objetivo fazer uma resenha teórica e empírica das abordagens da inflação de demanda e de custos, originada por choques adversos de oferta, tendo como seus principais autores os economistas da tradição pós-keynesiana, estruturalista e sraffiana. Esta abordagem entende que existem diversos tipos de inflação, e cada uma delas deve ser controlada com um instrumento específico, para não punir a economia como um todo. A hipótese de que a economia não opera em pleno emprego em geral implica que a inflação não deve ser gerada pela demanda, pois haverá aumento da capacidade produtiva para atender à demanda enquanto o hiato do produto for positivo.

O capítulo um, seção I.1 tem como objetivo explicar as bases teóricas que fundamentam o regime de metas de inflação, e que dão embasamento à condução da política anti-inflacionária do regime de metas de inflação. Na seção I.2 é exposto a abordagem da inflação de custos, e os diversos tipos de inflação admitidos.

No capítulo dois, será feito uma breve análise da economia brasileira durante a década de 2000 para avaliar os tipos de inflação que o Brasil enfrentou neste período.

No capítulo três, serão discutidos os custos econômicos que o regime de metas de inflação impõe ao país na seção III.1, além das políticas pós-keynesianas alternativas de controle da inflação contidas na seção III.2, e finalmente, aplicações no Brasil durante a década de 2000 na seção III.3

Por último, são sumariadas as considerações finais deste trabalho.

## CAPÍTULO I – AS DUAS DIFERENTES ABORDAGENS ACERCA DA MOEDA E DO PROCESSO INFLACIONÁRIO: DEMANDA VERSUS CUSTO

### I.1: A abordagem da inflação de demanda

O modelo que parte da noção de que o processo inflacionário tem suas causas na demanda segue a tradição clássica, como em Adam Smith e Jean-Baptiste Say, a neoclássica, como em Alfred Marshall e Léon Walras, e a monetarista, como Milton Friedman e Robert Lucas. Nesta abordagem, a moeda é vista essencialmente como um meio de troca, funcionando como intermediadora no processo de compra e venda de bens e serviços. Os agentes demandam moeda unicamente para transacionar bens e serviços na economia. A demanda por moeda é, portanto, insensível à taxa de juros, ou seja, os agentes não optam por reter moeda para fins especulativos.

As trocas dependem do nível de produto (renda), que por sua vez define a quantidade de moeda a ser demandada. Temos então que a demanda por moeda varia positivamente com o aumento da renda. A equação quantitativa apresentada a seguir fornece uma relação entre a quantidade de moeda, e o valor total de transações liquidadas em moeda:

$$MV = PY$$

Onde,

M= quantidade de moeda

V= velocidade de circulação da moeda

P= Nível geral de preços

Y= renda

A velocidade de circulação da moeda reflete o “giro” da moeda, ou seja, quantas vezes a unidade monetária trocou de mãos em um dado período de tempo. Multiplicando-se este termo à “M”, temos que o termo MV se iguala ao valor total gerado pela economia “PY” (renda nominal).

Fatores institucionais (tais como os intervalos de recebimento dos agentes na economia, grau de desenvolvimento do sistema financeiro e grau de verticalização da economia) compõem a velocidade de circulação de moeda. Portanto admite-se que a velocidade de circulação da moeda é constante no curto prazo.

Além disso, considerando-se que o produto encontra-se no Pleno Emprego no curto prazo, já que as forças de mercado tendem a equilibrar oferta e demanda de mão-de-obra, temos que variações na base monetária impactarão diretamente os preços, na mesma proporção.

$$\uparrow MV = \uparrow PY$$

O pleno emprego é consequência deste modelo, já que a flexibilidade de preços e salários permite o ajustamento da economia rumo ao equilíbrio de mercado entre oferta e demanda agregada, servindo como variável de ajuste. No longo prazo, a curva de oferta é vertical ao nível do produto potencial.

Nesta abordagem, a moeda é neutra no longo prazo, pois toda expansão monetária é absorvida pelos agentes, que utilizam esta moeda adicional para transacionar mais. A política monetária então não exerce influência sobre as variáveis reais no longo prazo. Como o produto está no pleno emprego, não há mais espaço para aumento da produção, e aumento da base monetária causa inflação, sem qualquer efeito nas variáveis reais no longo prazo. Temos que no curto prazo, os monetaristas - notadamente Milton Friedman – consideram que dada uma expansão monetária, o aumento geral do nível de preços é percebido pelos agentes como um aumento relativo de seus preços. Logo, no curto prazo haveria um aumento da produção, e aumento da contratação a um salário nominal maior, aumentando o emprego a um nível acima do pleno emprego. No momento em que estes agentes percebem o “erro” (ilusão monetária), e ajustam suas expectativas, produto e emprego voltam para seu nível natural.

O elemento surpresa tem relação com a teoria sobre as expectativas racionais, que supõe que os agentes são dotados de racionalidade perfeita. Estes são capazes de prever e antecipar - com base em ações passadas, sinais, etc. – as ações dos Bancos Centrais, e com isso toda e qualquer expansão monetária, desde que previstas

corretamente (ou seja, não haja elemento surpresa), será entendida pelos empresários como um aumento geral no nível de preços. Estes ajustarão os salários nominais de forma a manter o salário real inalterado. Logo diante de expectativas corretamente previstas, a política monetária trona-se ineficaz em alterar emprego e renda.

Com este raciocínio, tem-se a resposta dos choques de oferta nos preços no longo prazo. Uma vez que a economia caracteriza-se pela não rigidez dos preços no longo prazo, diante de um choque exógeno, se preços de determinados setores que tiveram seus custos aumentados se elevam, outros preços deverão se reduzir, mantendo o nível de preços agregado. Isso porque, como houve uma queda de poder de compra dos setores atingidos por elevação de seus preços, o excesso de oferta dos outros setores, que não foram atingidos por aumento de seus custos, levaria a uma queda de seus preços, compensando a elevação. Dessa forma, na teoria ortodoxa, inflação de custos seria apenas um conflito entre preços relativos, e não de preços absolutos.

Temos então que para esta corrente, a única inflação admitida é aquela derivada de excesso de demanda, pois como explicado, o produto opera em pleno emprego dos fatores, logo, qualquer expansão de demanda não encontra oferta suficiente para supri-la. A variável de ajuste é o preço, que oscila para manter o equilíbrio, e não o produto, uma vez que não há capacidade ociosa. Com isso, há uma pressão nos preços no curto prazo.

A ideia de que o produto potencial independe da evolução da demanda, tem origem na abordagem marginalista (ou na Lei de Say, no caso dos clássicos) onde a demanda por um bem é determinada pela oferta de outros bens, pois a produção não é feita para o autoconsumo, e sim para a troca por outras mercadorias. Ao expandir a oferta, temos que a demanda aumenta em proporção idêntica, pois o produtor agora irá demandar mais bens.

A tradição heterodoxa rompe com a hipótese ortodoxa de que o produto potencial é um valor de equilíbrio determinado pelo lado da oferta. Serrano (2010b) afirma que o produto potencial depende sim da demanda, que é capaz de afetar variáveis reais como investimento e produto. Logo políticas de contenção de demanda para controlar a inflação, como veremos, impactam nas variáveis reais.

O regime de metas de inflação, instituído no Brasil desde 1999 para assegurar que a inflação se situe dentro de uma meta estabelecida, requer a existência de um banco central independente, que tenha como objetivo prioritário a estabilidade da moeda. A tese da independência do Banco Central (IBC) se fundamenta na aceitação de



uma curva de Phillips vertical no longo prazo, ou seja, a ideia de que a política monetária não tem efeito nas variáveis reais como produto e emprego no longo prazo, e que, portanto, o objetivo de um Banco Central independente seria a busca da estabilidade dos preços, mesmo que isso implique em colocar os demais objetivos macroeconômicos em segundo plano. Assim, a adoção da IBC só faz sentido quando se aceita a existência de uma taxa natural de desemprego e conseqüentemente da neutralidade da moeda. Sicsú (1996) se mostra contrário à IBC, porque em tal modelo, o Banco Central aumenta os juros para atingir seus objetivos, e o governo pode aumentar os impostos para cumprir com suas metas fiscais, levando a uma divergência de interesses e podendo comprometer a coordenação entre as políticas fiscal e monetária. Outro argumento contra a IBC é que a inflação parece não se constituir em um problema tão grave, nem a questão do desemprego seria tão irrelevante à ponto de se justificar a ameaça à democracia quando se restringe a discussão pública desses temas (Modenesi, 2005).

## **I.2 A abordagem da inflação de custo**

Autores da tradição pós-keynesiana (como Fernando José Cardim de Carvalho, André de Melo Modenesi e João Sicsú), sraffiana (como Carlos Pinkusfeld Monteiro, Julia Braga, Franklin Serrano e Ricardo Summa) e estruturalistas identificam o processo inflacionário como sendo originado em geral pelo lado da oferta. Estes se opõem à ideia da neutralidade da moeda no longo prazo, pois partem de uma economia monetária, onde a moeda não é apenas um objeto para facilitar a circulação de bens, em uma economia chamada por Keynes de economia de troca. Em Keynes, a moeda se torna um ativo, e diante de situações de incerteza, agentes optam por não transacionar, preferindo reter moeda sob a forma de ativos financeiros, fazendo com que a moeda se torne um ativo capaz de influenciar as tomadas de decisões, não sendo neutra nem no curto nem no longo prazo, pois afeta sim o nível de produto, de acordo com as decisões individuais. A taxa de juros reflete então o custo de oportunidade de se optar por ativos menos líquidos que a moeda, servindo como parâmetro para o retorno dos bens de capital, e influenciando assim as decisões de investimento. (Leite, 2008)

Em uma economia capitalista, o objetivo da firma não é a produção de bens e serviços visando apenas à socialização das necessidades individuais, e sim a retenção do lucro. Dessa forma, produção e consumo não têm a mesma sincronia prevista pela abordagem ortodoxa. Pleno emprego não é mais algo dado. As firmas operam com capacidade ociosa, para atenderem às flutuações da demanda, segundo o princípio da demanda efetiva, onde as decisões dos empresários em produzir são baseadas na demanda esperada por seus produtos, e que determina a dinâmica do produto. O produto potencial é móvel, flexível, ajustável, e dependente das condições de gasto e investimento privado.

Devido ao fato de muitas vezes a economia não operar no nível de pleno emprego, uma expansão da demanda pode ser perfeitamente atendida com utilização da capacidade produtiva já existente, pois as firmas operam com capacidade ociosa. Logo, nem sempre há inflação de demanda. A oferta tem o poder de acomodar choques de demanda sempre que o hiato do produto for positivo. A variável de ajuste não é mais o preço, e sim o produto.

Logo, a adoção de uma política monetária discricionária pode sim afetar variáveis reais como produto e emprego ao influenciar a demanda. Uma expansão monetária não necessariamente gera um aumento dos preços na mesma proporção.

A teoria pós-keynesiana identifica sete tipos de inflação (Sicsú, 2003; Modenesi, 2002):

- 1) Inflação salarial, causada por elevação do salário nominal, obtido pelas negociações entre empregados e empregadores. A maior facilidade de aumento dos salários nominais depende do hiato do emprego (diferença entre nível corrente de emprego e nível de pleno emprego). Quando este é reduzido, os trabalhadores possuem maior poder de barganha, logo ganhos salariais se tornam mais frequentes. Além disso, é mais fácil para os empresários repassarem o aumento dos custos ao preço final, pois a economia está aquecida. A inflação de salários muitas vezes pode ser compensada por ganhos de produtividade. Segundo Sicsú,

“A capacidade dos aumentos de produtividade de manter (ou reduzir) os preços depende das barganhas entre empresários e trabalhadores, isto é, dependerá de quanto dos ganhos de produtividade se transformam em aumento de margem de lucro ou de salários”. (Sicsú, 2003, p. 10)

- 2) Inflação de lucros, que está diretamente relacionada com o grau de concentração do mercado. Em geral oligopólios operam com uma demanda pouco sensível à variação de preço (baixa elasticidade-preço), logo, o “mark-up” é maior, podendo pressionar o nível de preços.
- 3) Inflação de retornos decrescentes de escala, onde o produto por trabalhador decresce à medida que se incorporam trabalhadores menos eficientes ao processo produtivo. Em geral, isto ocorre “quando o hiato do emprego é muito baixo, (...) aumentando-se, assim, os custos unitários do trabalho e, portanto, pressionando o nível geral de preços”. (Modenesi, 2002, p 202). Quando o hiato do emprego é muito baixo, em geral o capital torna-se mais eficiente que o trabalho. Trabalhadores pouco qualificados são incorporados ao processo produtivo, e utilizam o capital de maneira menos eficiente. Com a elevação dos preços, trabalhadores reivindicarão salários nominais maiores para manterem os salários reais constantes. Como a economia está aquecida, empresários julgam possível o aumento salarial, e ao mesmo tempo o repasse deste custo aos preços. A tendência, portanto, é o início de um processo inflacionário à medida que se reduz o hiato do emprego.
- 4) Inflação importada do exterior: Em uma economia com elevado grau de abertura comercial (razão entre o total de bens importados e o gasto total com bens e serviços finais), a influência dos preços dos produtos importados na inflação interna é maior. Isto devido ao mecanismo direto de aumento do custo da cesta de consumo via desvalorização da taxa de câmbio, e também via aumento do preço dos produtos exportáveis, pois os produtores, em sua maioria, são “price-takers” em relação ao preço mundial em dólares, logo reajustam seus preços de acordo com o preço internacional, que independe do nível de atividade da economia doméstica. Também neste caso, quando o hiato do emprego é mais baixo, é mais fácil para produtores que utilizam insumos importados ou que comercializam tais produtos no mercado doméstico repassarem o aumento dos custos ao preço, da mesma forma que mercados monopolizados.
- 5) Inflação de choques negativos de oferta, como quebra de safras, escassez de energia elétrica e de petróleo, como por exemplo, os 2 choques de petróleo de 1973 e de 1979. Modenesi (2002) afirma que:

“O potencial repasse de uma elevação dos custos para os preços depende do nível de emprego e renda. O impacto inflacionário de um choque negativo de oferta em uma economia suficientemente abaixo do pleno emprego dos fatores de produção tende a ser pequeno, gerando uma compressão das margens de lucro”. (Modenesi, 2002, p. 202).

- 6) Inflação de tributos: Uma alteração em determinada alíquota de imposto causa impacto direto nos preços, e sua magnitude depende do hiato do emprego. Pode haver também um repasse elevado para os preços mesmo em situações de elevado hiato de emprego, caso a alíquota incida em um produto que seja comercializado em um mercado com elevado grau de monopólio.
- 7) Inflação de demanda: Ocorre quando a economia encontra-se no pleno emprego, onde a curva de oferta agregada está situada na parte inelástica. Qualquer aumento de gasto do governo, investimento ou consumo serão transformados em inflação, pois a economia não tem capacidade ociosa para ampliar a produção e atender à demanda. Neste ponto, novos trabalhadores exigirão salários reais maiores para entrarem no mercado, portanto haverá aumento dos salários nominais, e aumento dos preços, com a compressão das margens de lucro e inflação.

Existem ainda a inflação inercial, a inflação por conflito distributivo e a inflação por causa estrutural:

- 8) Inflação inercial está atrelada à indexação de preços e salários na economia. A inflação inercial se dá a partir do reajuste de um preço com base na inflação passada (memória inflacionária). A visão inercialista vê no choque ortodoxo para conter os preços um método ineficaz quando a economia é plenamente indexada, pois essas políticas seriam não apenas custosas em termos de produto e emprego, como também incapazes de reduzir a inflação.
- 9) Inflação por conflito distributivo, oriundo da disputa entre empregados, empregadores, incluindo também o governo em alguns casos. Nele, a busca por ganhos salariais reais pelos trabalhadores - “que tanto pode ser para repor perdas no passado ou captar ganhos de produtividade para ampliar seu poder aquisitivo” (Serrano, 2010b) - encontra resistência por parte dos empresários, que querem aumentar suas margens de lucro. O conflito distributivo pode ser um dos motivos da tese inercialista da inflação, pois trabalhadores esperam reajuste

de seus salários com base na inflação futura esperada, e também com base na inflação passada, com parâmetro positivo. Empresários ao reajustarem os salários, também reajustam os preços (em maior ou menor escala, a depender da estrutura de mercado) para manter sua participação na renda. Este “eterno” conflito causa um aumento inercial dos preços. Isto pode ser resolvido com ganhos de produtividade, visto que trabalhadores terão aumento salarial real, e empresários não terão suas margens de lucro comprimidas.

- 10) Inflação estrutural, que foi desenvolvida entre meados da década de 50 até início da década de 60 pelos estruturalistas<sup>1</sup>, vinculada às teses da Cepal, e baseada no estudo das economias periféricas. Este tipo de inflação deriva da incapacidade estrutural do setor produtivo em atender às modificações da demanda geradas por aumentos da renda “per capita”. Portanto a inflação era um subproduto do modelo de crescimento adotado por esses países. O reflexo é a insuficiência de oferta agrícola, e de outros bens de consumo básicos, para atender o mercado interno, e da incapacidade em importar bens demandados pela classe média. Os gargalos estruturais que se avolumaram durante o período de desenvolvimento do setor produtivo são então responsáveis pela pressão inflacionária básica ou estrutural. Mais especificamente no caso brasileiro, a inflação tem origem na desvalorização cambial sistemática que buscava sanar a restrição externa que o país enfrentava. (Malta, Branco, Rocha, Borja & Bielschowsky, data). O crescimento gerava déficits externos, pois a exportação não era capaz acompanhar o ritmo das importações (porque a demanda externa é inelástica à renda), e isso desvalorizava o câmbio, provocando um aumento generalizado dos preços. (Sicsú, 2003)

A ideia, em oposição à regra convencional de condução da política monetária na busca da estabilidade dos preços, é que uma elevação da taxa de juros atacaria os sintomas da inflação e não as suas causas, contendo o processo inflacionário porém impondo uma taxa de sacrifício à economia. Isto porque, diante de um choque de oferta, o governo aumenta a taxa de juros nominal, para impedir o repasse aos preços derivado do aumento do custo. No curto prazo, uma taxa de juros elevada, tida como custo de oportunidade do investimento, faz com que o investimento privado em

---

<sup>1</sup> Entre os economistas fundadores do estruturalismo na América Latina, estão Raul Prebisch, Celso Furtado, Osvaldo Sunkel e Anibal Pinto.

máquinas e equipamentos se reduza, dando lugar à ganhos mais elevados com aplicação dos recursos no mercado financeiro, e em especial nos títulos públicos, que além de terem remuneração elevada, são livres de risco. A redução do investimento privado, portanto, reduz a demanda no curto prazo, desacelerando a economia e alterando os preços relativos.

Dessa forma, atacou-se o sintoma (elevação dos preços), reduzindo-se a demanda agregada (sem qualquer relação com o aumento inicial dos preços), ao invés de haver uma política de estímulo à oferta. A insuficiência de demanda pode constranger a decisão de aumento de preços por parte dos empresários, que tiveram seus custos aumentados. Assim, a política monetária, ao reduzir a demanda agregada, tende a impedir o repasse do aumento de custos ao preço, reduzindo também a margem de lucro dos empresários, que têm maior dificuldade de repassar os custos aos preços. A taxa de juros atacaria os sintomas da inflação, quebrando sim a tendência inflacionária, mas não suas reais causas.

Seguindo essa linha, para que um repasse dos custos seja contido, o custo unitário do trabalho e o “mark-up” das firmas devem ser pró-cíclicos, pois assim a taxa de juros elevada reduziria o ritmo da economia, e conseqüentemente reduziria os salários reais e as margens de lucro, impedindo o repasse dos custos aos preços. Porém, para (Serrano & Summa, 2011), não há evidência empírica de que o custo unitário do trabalho e o “mark-up” sejam pró-cíclicos. Tal política faz com que a economia nunca chegue próximo ao pleno emprego dos fatores, logo, com o hiato do emprego positivo, ocorrerá quase que tão somente as inflações de custo mencionadas, havendo pouco espaço para a inflação de demanda. O custo para o país é uma economia constantemente desaquecida, em ritmo lento e com decisões de investimento deprimidas. No capítulo três serão expostos tais custos de maneira mais detalhada.

Além desse mecanismo de contenção da demanda, a taxa de juros elevada atrai capital financeiro para o país. Fora isso, a valorização do câmbio tem uma relação direta com as exportações de commodities, que trazem divisas para o país. Com a valorização da taxa de câmbio, os preços dos bens comercializáveis se reduzem no mercado interno, devido à exposição destes aos preços internacionais, agora mais baratos para o consumidor, e reduz o valor das importações em geral. Um terceiro é que a valorização do câmbio reduz a demanda externa do setor exportador, que por sua vez reduz a demanda interna desses empresários por insumos nacionais e a redução do número de

trabalhadores. Tal valorização do câmbio torna a economia pouco competitiva, sendo um custo que também será tratado no próximo capítulo (Serrano & Summa, 2011).

A ideia pós-keynesiana é então identificar a real causa da inflação, e a partir disto, aplicar políticas de controle da inflação específicas para tal setor, sem comprometer os demais setores, não responsáveis pelo aumento dos custos. Seria como uma política de controle vertical, focada em um mercado específico, e não uma política horizontal como é o caso da política monetária adotada pelo RMI, que atinge a economia como um todo, beneficiando alguns setores e prejudicando outros.

## **CAPÍTULO II – A INFLAÇÃO NO BRASIL NA DÉCADA DE 2000**

A partir de testes econométricos realizados por (Braga, 2011), nota-se que a inflação de demanda se mostrou estatisticamente insignificante entre 2000 e 2010. Serrano & Summa (2011) apontam a existência de quatro motivos para explicar porque a inflação no Brasil não é de demanda: primeiro, grande parte do IPCA é composto por preços monitorados, que são indexados por índices que possuem grande sensibilidade em relação ao dólar. Segundo, os bens comercializáveis são produzidos por produtores que em sua maioria são “price-takers”, logo esses preços não dependem das condições internas. Terceiro, o custo unitário do trabalho tende a não ser pró-cíclico, e sua tendência tem crescido menos que a inflação. E por último, a evidência de que os “mark-ups” são anti-cíclicos, logo diante de aumento da taxa de juros, o custo de oportunidade sobe, e com isso, o “mark-up” se eleva. Estas evidências mostram que a inflação tende a não ser muito afetada pelo grau de utilização da capacidade instalada ou pela taxa de desemprego.

No caso da inflação de lucros, até 2005 os preços administrados - que são insensíveis às variações de oferta e demanda, pois são estabelecidos por contrato ou por órgão público, como combustível, energia elétrica e telefonia - exerceram pressão nos preços. O conjunto dos preços administrados totalizou 28,9% do IPCA em dezembro de 2011, como mostra a tabela 1. Como parte dos contratos de concessão atrelavam as variações no câmbio ao reajuste de preços, com as regras impostas durante o processo de privatização na tentativa de preservar a receita em dólar (a maioria dos contratos são indexados ao dólar, pois a matriz da empresa é sediada no exterior, daí a necessidade de manter constante seu poder de compra em dólar para remessas de lucro.), a adoção do câmbio flutuante a partir de 1999 tornou os preços administrados muito superiores à inflação média, devido às desvalorizações do câmbio.

O preço da energia elétrica, por exemplo, é diretamente impactado por variações na taxa de câmbio, uma vez que a energia gerada pela usina de Itaipu é precificada em dólares, e o custo do câmbio é considerado na hora do reajuste anual das tarifas, além do fato de as tarifas serem reajustadas com base no IGP-M mais sensível à variações no câmbio (veremos no capítulo 3 a modificação neste indexador).

Nota-se, entretanto, que algumas medidas governamentais atuaram no sentido de amortecer o repasse do aumento dos preços para o IPCA, com novas regras de reajuste (serão vistas com detalhe na seção 3.2).



**Tabela 1: Resumo dos preços administrados no Brasil em dezembro de 2011**

	Peso no IPCA (%) (dez/11)	Frequência de Ajuste	Autoridade Reguladora	Indexado aos IGPs?
<i>Regulados a Nível Federal</i>				
<b>Produtos Derivados de Petróleo</b>	<b>5,24</b>	Irregular	Petrobrás	Não
Gasolina	3,96			
Gás de bujão	1,13			
Óleo para Motores	0,08			
Óleo Diesel	0,07			
<b>Energia Elétrica Residencial</b>	<b>3,12</b>	Anual	Aneel 2/	Sim
<b>Serviços Telefônicos</b>	<b>4,53</b>	Anual (junho)	Anatel 3/	Sim
Telefone Fixo	3,02			
Telefone Celular	1,29			
Telefone Público	0,22			
<b>Plano de Saúde</b>	<b>3,51</b>	Irregular	Governo Federal	Não
<b>Produtos Farmacêuticos</b>	<b>2,75</b>			
Avião 1/	0,54			
Jogos Lotéricos	0,39	Irregular	Governo Federal	Não
Metrô	0,26			
Ônibus Interestadual	0,37	Irregular	Governo Federal	Não
Correio	0,04	Irregular	Governo Federal	Não
Barco	0,00			
Gás Veicular	0,10			
<i>Regulados a Nível Estadual e Municipal</i>				
<b>Transporte</b>	<b>5,14</b>	Irregular	Municípios	Não
Ônibus Urbano	3,86			
Ônibus Intermunicipal	1,16			
Trem	0,10			
Ferry-boat	0,01			
<b>Taxa de Água e Esgoto</b>	<b>1,63</b>	Irregular	Municípios	Não
<b>Multa</b>	<b>0,06</b>	Irregular	Governos Estaduais	Não
<b>Táxi</b>	<b>0,32</b>	Irregular	Governos Estaduais	Não
<b>Enfiteuse e Licença</b>	<b>0,67</b>	Irregular	Governos Estaduais	Não
<b>Cartório</b>	<b>0,00</b>	Irregular	Governos Estaduais	Não
<b>Gás Encanado (RJ e SP)</b>	<b>0,10</b>	Irregular	Municíp. de RJ e SP	Não
<b>Pedágio</b>	<b>0,12</b>	Irregular	Governos Estaduais	Não
<b>Total</b>	<b>28,90</b>			

Fonte: Banco Central do Brasil

Os preços administrados, como energia, telefonia e combustível exerceram forte pressão na inflação até 2005, quando medidas governamentais de mudança no índice de reajuste das tarifas começaram a surgir (será visto com detalhes na seção III.3. A partir de 2007, a variância da inflação mensal neste tipo de inflação reduziu-se bastante, e os preços administrados, que entre 2000 e 2006 situaram-se acima dos preços livres, inverteram essa trajetória e passaram a servir de amortecedor das pressões inflacionárias, sugerindo a eficácia de políticas não monetárias de controle da inflação. Além disso, a valorização cambial alcançada a partir da segunda metade da década contribuiu para a redução da volatilidade da inflação.

Parte do motivo pelo qual a inflação brasileira ficou dentro da meta, incluindo o intervalo de tolerância, nos anos 2000, 2003<sup>2</sup>, 2004<sup>3</sup>, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 e 2010, deve-se à correlação negativa entre preço das commodities de um lado, e variação cambial de outro. Isso serviu para atenuar a pressão nos preços, pois quando um exercia pressões altistas, o outro exercia pressão de baixa. A tendência de apreciação cambial verificada a partir de 2003 foi um fator importante para conter a pressão dos preços das “commodities” sobre a inflação, e fundamental para o funcionamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil.

O “boom” das “commodities” na década de 2000 - como resultado do aumento da demanda dos países emergentes, especialmente os “BRICs” (Brasil, Rússia, Índia e China) – torna a trajetória de preços das commodities permanentemente ascendente, com exceção de 2008 e início de 2009, quando a crise do “subprime” (crise financeira desencadeada em 2006 com a quebra de instituições financeiras que concediam empréstimos hipotecários de elevado risco e que repercutiu sobre as economias do mundo inteiro ) reduz a demanda mundial pelas “commodities”. Porém entre 2000 e 2003, câmbio e commodities possuem correlação positiva, pois além da elevação das “commodities”, há uma forte desvalorização cambial entre 2001 e 2003. Este é o principal motivo pelo qual a inflação entre 2001 e 2003 esteve acima da meta, já que, neste período, não há a relação de amortecimento que o câmbio valorizado exerce sobre o preço das commodities.

Em relação à inflação de salários, esta apresentou relação com a inflação, sobretudo no setor de serviços, que por não serem comercializáveis, não sofrem influência da taxa de câmbio, tendo maior facilidade em reajustar seus custos. Entre 2000 e 2004, os salários nominais médios cresceram 3,2% ao ano, abaixo da inflação. Porém a partir de 2005, eles tiveram um crescimento médio de 8% ao ano, acima da inflação (com base no IPCA), puxado pelo aumento do salário mínimo.

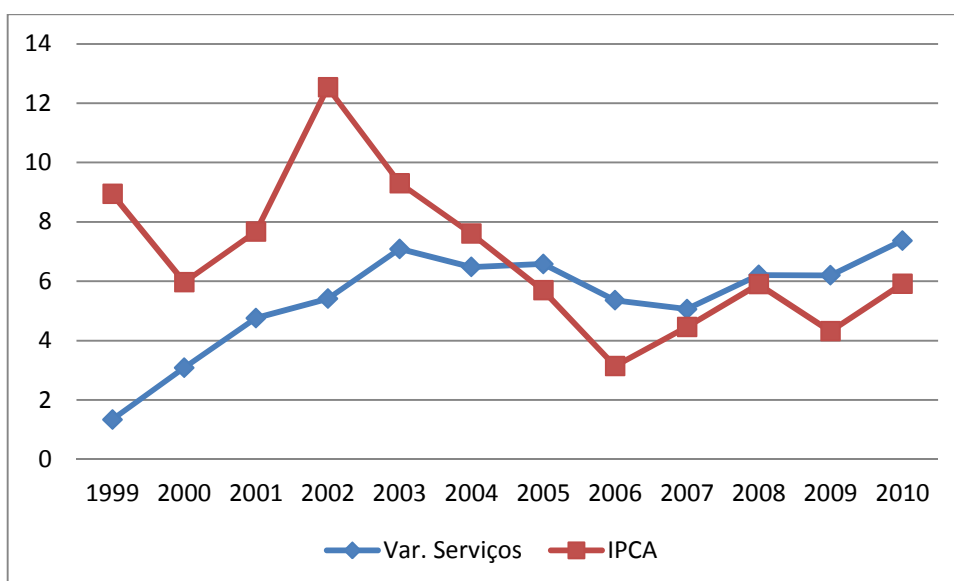
O setor de serviços com preços não administrados pelo governo teve um aumento médio de 5,4% ao ano, pois grande parte deste setor tem como salário base o salário mínimo. A partir do gráfico 1, observa-se que a variação dos serviços tem sido superior ao IPCA desde 2005:

---

<sup>2</sup> Após ajustamento da meta em 2003, a inflação ficou dentro da meta.

<sup>3</sup> Após ajustamento da meta em 2004, a inflação ficou dentro da meta.

**Gráfico 1: IPCA versus inflação de serviços entre 1999 e 2000**



Fonte: Ipeadata, elaboração própria

Nota-se porém que os salários reais têm crescido desde 2004 a taxas acima da produtividade média, que foi praticamente nula em quase todos os setores da economia na década de 2000, com exceção da indústria extrativa e da agropecuária (ver Gentil & Araújo, 2012).

Isto, além de gerar pressões inflacionárias, torna o modelo de crescimento econômico brasileiro baseado no aumento da renda da classe média e no consumo insustentável, pois os ganhos reais são suprimidos pela inflação, que é controlada pela atual política monetária citada neste trabalho, de cunho ortodoxo e de curto-prazo, sem levar em conta a real causa de insuficiência deste modelo.

Esta conclusão parece apontar que o problema não é dos salários, mas da produtividade, que por sua vez tem causas estruturais. Este tema será abordado com maior riqueza de detalhes no próximo capítulo.

## **CAPÍTULO III - CUSTOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E POLÍTICAS PÓS-KEYNESIANAS DE CONTROLE**

### **III.1 Custos do Regime de Metas de Inflação (RMI)**

O RMI baseia-se no chamado Novo Consenso da macroeconomia, que surgiu no final da década de 1980, e vem sendo guia de bancos centrais de inúmeros países. Nele, o papel das expectativas no comportamento do Banco Central é fundamental, pois se espera que as taxas de juros influenciem as expectativas de preços dos agentes, que podem exercer o efeito esperado na inflação. Entre os elementos que são consensuais, está a aceitação da neutralidade da moeda no longo prazo, e a não aceitação desta no curto prazo (há rigidez de preços no curto prazo). Por isso, há um consenso de que a política monetária no longo prazo apenas afeta o nível de preços, sendo o controle da inflação a principal responsabilidade dos bancos centrais.

Este “consenso” da teoria macroeconômica e que norteia as decisões de controle da inflação por Bancos Centrais em muitos países é sustentado por 4 pilares: O hiato do produto afeta a inflação de maneira sistemática; coeficientes de inércia expectativas inflacionárias somam a unidade, ou seja, choques inflacionários persistem; o produto potencial independe da demanda; choques de custo são aleatórios (Serrano, 2010a). Essas quatro proposições fundamentam a ideia de que o núcleo da inflação é resultante de choques de demanda, de que a taxa de juros é utilizada com o objetivo de controlar a demanda, e de que variações cambiais podem surgir como efeito da elevação do juros.

Como a moeda é tida como neutra no longo prazo, o principal objetivo é a estabilidade dos preços, subordinando os demais objetivos macroeconômicos, inclusive crescimento econômico, a este. Ao partirem do pressuposto de que a política monetária não afeta variáveis reais no longo prazo, o controle mais adequado para o controle da inflação parece ser a taxa de juros (mesmo que o diagnóstico da inflação não seja de demanda), sem que com isso a contenção da demanda cause queda do produto de longo prazo, o que sugere uma aproximação do comportamento do Banco Central de muitos países com o Novo Consenso. (Piza & Dias, 2006).

O RMI vê na estabilidade de preços a fonte de bem-estar da sociedade, sendo uma condição para que o sistema econômico funcione de maneira eficiente. Considera-se que em uma economia com inflação elevada, o mecanismo de ajuste de preços é

incompatível com uma alocação eficiente dos recursos, reduzindo a produtividade dos fatores de produção. Por isso, a estabilidade de preços para os proponentes do RMI deve ser perseguida prioritariamente, ficando em segundo plano os custos sociais de tal política de estabilização.

O Brasil é o país que apresentou umas das maiores taxas de juros reais do mundo no período recente. Comparando-se com os países emergentes, entre 2000 e 2010, a taxa de juros real foi sistematicamente superior à dos países emergentes. Apesar disso, vemos que a inflação é superior à verificada nos demais países. Isto significa que a inflação tem uma baixa sensibilidade em relação à taxa de juros, como é o caso dos preços administrados, mencionados no capítulo anterior. Portanto temos que enfrentar taxas de juros excessivamente sobrecarregadas como instrumento para compensar tal insensibilidade, e com isso, custos sociais desnecessariamente altos, conforme será verificado a seguir.

Os modelos que explicam o crescimento econômico sob a ótica da demanda efetiva partem de uma capacidade ociosa planejada pelas empresas, que preferem ter essa flexibilidade para suprir a oferta em momentos de aquecimento da demanda. Em uma situação de aceleração do crescimento, a capacidade ociosa se reduz, pois para fazer frente ao crescimento, empresários investem, porém a maturação dos investimentos se dará nos próximos períodos. Em uma situação como esta, o Banco Central, para impedir uma suposta elevação da inflação puxada pela demanda, impede que o processo de crescimento de longo prazo ocorra.

Diante de taxas de juro elevadas, a economia se desacelera ao aumentar o custo do crédito para consumo e para investimento privado, reduzindo a demanda agregada e a possibilidade de crescimento do produto potencial. Juros altos tornam o custo de oportunidade mais elevado, em termos de margem de lucro aceitável das empresas. Além disso, juros elevados são concentradores da renda, beneficiando os setores que têm disponibilidade para investir em títulos e aplicações financeiras, ao contrário da maioria da população que não dispõe nem de recursos nem de conhecimento técnico para tal.

Devido ao diferencial de juros interno e externo quase que sistematicamente alto nos anos 2000, o câmbio se valorizou ao atrair capital externo. Para alguns autores, é dessa forma que o Banco Central, indiretamente, controla a inflação:

“A política de juros elevados, ao valorizar a taxa nominal de câmbio, gera diretamente um choque positivo de custos em moeda local. Assim, dada a ausência do canal de transmissão tradicional da demanda para a inflação e a força do canal de transmissão dos juros para o câmbio e do câmbio para os preços, o efeito dos juros sobre a demanda agregada, na realidade, se torna apenas um efeito colateral da política monetária.” (Serrano, 2010a, p.5)

Tal artifício, no entanto, expõe a economia a fragilidades no balanço de pagamentos, pois o câmbio apreciado reduz a competitividade das exportações, o que gera contração do saldo da balança comercial, desaceleração na indústria nacional, aumento do desemprego e pressão sobre o nível das reservas internacionais. Além disso, aumenta as importações, pois os produtos externos ficam mais baratos para o consumidor doméstico, causando duplamente pressão negativa sobre o saldo em transações correntes, e no limite, podendo causar a velha situação conhecida pela economia brasileira de restrição externa.

As contas públicas também são afetadas por juros elevados já que uma grande parcela da dívida mobiliária federal interna é composta por Letras Financeiras do Tesouro (LFT), que são indexados à taxa Selic. Indiretamente a taxa de juros elevada afeta também os títulos prefixados, pois os agentes ao notarem que os títulos indexados à Selic estão mais atrativos, demandam prêmios maiores para tornarem esses papéis tão atrativos quanto as LFTs. Logo, com a despesa com o pagamento de juros da dívida pública elevada sendo em média, igual a 6,14% do PIB, no período de 2000 a 2010, tendo alcançado o pico de 9,9%, em 2002 (tabela 2). O governo dispõe de menos recursos orçamentários para gastar em custeio e investimento, o que reduz o nível de atividade da economia, além de deteriorar as condições de investimento em infraestrutura e de oferta de bens e serviços públicos necessários ao atendimento das necessidades da população.

**Tabela 2: Percentual da despesa de juros sobre dívida pública mobiliária federal entre 2000 e 2010 (em % do PIB)**

	Despesa de juros
2000	7,1%
2001	7,2%
2002	8,3%
2003	9,4%

2004	6,6%
2005	7,3%
2006	6,9%
2007	6,2%
2008	5,6%
2009	5,1%
2010	5,3%

Fonte: BACEN. Elaboração própria

Os elevados superávits primários são particularmente cruéis com a economia brasileira, pois os robustos superávits primários - com média de 3,2% do PIB - conseguidos pelo governo com uma política fiscal restritiva não são sequer suficientes para pagar o serviço da dívida pública. Entre 2000 até 2010 verificaram-se déficits nominais em média de 3,4% do PIB. Em suma, os juros elevados geram uma necessidade de elevação do superávit primário, limitando a capacidade do governo de gastar e estimular a demanda agregada via efeito multiplicador. Mas devido à necessidade de haver taxas de juros elevadas para valorizar o câmbio e conter os preços, estes, pouco sensíveis à Selic, tornam necessários uma política fiscal ortodoxa para pagar a conta.

O regime de metas de inflação, ao reduzir o processo inflacionário a apenas uma de possíveis suas causas (a inflação de demanda), elimina a possibilidade de controlar a inflação de modo mais eficaz, com juros em patamares aceitáveis, implicando menores níveis de desemprego, menor redução da demanda, maior produto potencial e uma taxa de câmbio que não afete desfavoravelmente a competitividade do setor exportador e dos produtos internos comercializáveis. A política de juros elevados promove então o resfriamento geral da economia, de modo a convencer todas as firmas de que não têm possibilidades de atender às demandas dos trabalhadores, ou o aumento dos custos, e repassá-los aos preços. Firms que não possuem qualquer relação com o aumento do nível de preços não suportam tais custos financeiros, demitindo muitos empregados, e muitas outras que iniciariam seus investimentos não o fazem, pois a demanda está reprimida, logo deixam de absorver trabalhadores que se encontram involuntariamente desempregados.

Isto sugere que as políticas monetárias restritivas impõem significativas taxas de sacrifício à economia brasileira ao utilizar em geral um único instrumento para controlar a inflação, a taxa de juros.

### **III.2 Políticas alternativas de controle da inflação**

Uma proposta pós-keynesiana é sugerida como forma de combate às diversas causas da inflação, além da política monetária. Diferentes origens de inflação devem ser controladas com diferentes instrumentos de política econômica, como a política comercial, tarifária, fiscal, etc, formando “um leque de instrumentos que devem, ao longo do tempo, formar a base de uma arquitetura de estabilidade monetária” (Braga e Bastos, 2010). Cabe dessa forma não somente ao Banco Central a tarefa de controlar os preços.

No caso da inflação de salários e lucros, há a chamada TIP (tax-based income policy), desenvolvida por Weintraub e Wallich (1978), e incorporada pela corrente pós keynesiana. Ela baseia na ideia de que aumentos salariais e\ou das margens de lucro acima da produtividade geram um custo para toda a sociedade e devem ser combatidos setorialmente. A proposta é taxar tais empresas, com impostos que desincentivem tais condutas (Sicsú, 2003).

Já a inflação de rendimentos decrescentes de escala também não deve ser combatida com taxa de juros elevada. No curto prazo, se não houver uma política de aumento da produtividade com desenvolvimento tecnológico, e qualificação dos trabalhadores, esse tipo de inflação não pode ser evitada. No longo prazo tais políticas devem ser postas em prática de modo a reduzir o custo médio das empresas.

No caso dos impostos, o governo deveria desonerar empresas que tiveram seus custos inevitavelmente aumentados, e dessa forma evitaria que as firmas repassassem tais custos aos preços. Esta proposta pós-keynesiana contraria a proposta de metas de inflação e metas fiscais para combater a inflação,, pois com o Banco Central sendo autônomo, seu objetivo é unicamente assegurar o valor da moeda, enquanto o governo central é responsável fundamentalmente por manter seu orçamento equilibrado. A inflação importada pode ser combatida, no curto prazo, com medidas cambiais como a venda de reservas internacionais para valorizar o dólar, com políticas monetárias direcionadas para o mercado cambial, como o aumento do percentual de recolhimento compulsório dos depósitos bancários, que faria reduzir a capacidade das instituições bancárias de comprar dólares, reduzindo a pressão de desvalorização do dólar. Poderá também atuar com medidas tributárias, desonerando setores que foram atingidos pela inflação importada. Porém, no longo prazo, a inflação importada deve ser combatida por meio de políticas industriais que incentivem as exportações, para que mais reservas



internacionais contribuam para reduzir a cotação do dólar, e por políticas que aprofundem o processo de substituição de importações, de modo a reduzir o número de produtos importados na cesta doméstica de bens, além de reduzir a demanda por dólares.

No caso de preços administrados, a taxa de juros não exerce influência no preço, salvo o fato de a maioria dos contratos estarem indexados ao dólar, e taxa de juros elevada atrairia capital estrangeiro e reduziria o preço do dólar. O governo deve então alterar regras indexação dos contratos de forma a reduzir o impacto do câmbio nas tarifas, e introduzir índices que representem mais fielmente os custos dessas empresas. Algumas dessas medidas, mostradas na próxima seção, foram tomadas pelo governo brasileiro recentemente para amenizar a pressão que estes preços vinham exercendo no IPCA, e se mostraram eficazes.

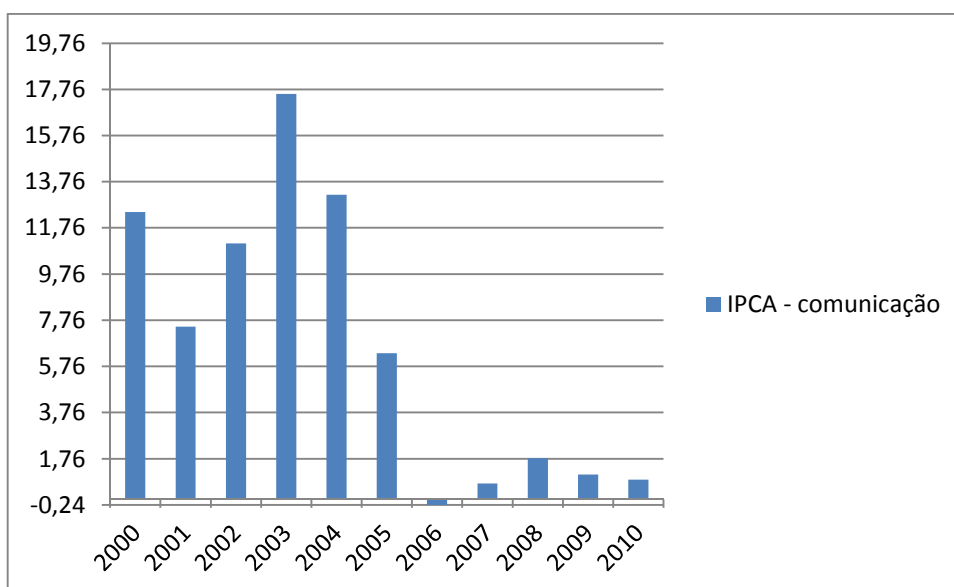
### **III.3 Políticas anti-inflacionárias adotadas no Brasil entre 2000 e 2010**

Uma das políticas não monetárias foi tomada em 2004 no setor de energia elétrica, onde houve uma mudança no marco regulatório, instituindo o sistema de leilões para compra da energia pelas distribuidoras ao preço mais barato disponível no mercado, evitando que estas comprassem energia de termelétricas, que são mais caras. Além disso, a energia, que era referenciada pelo IGP-M, passou a ser reajustada pelo IPCA, menos sensível a variações no câmbio (Braga, 2011). O IGP-M é composto pelo índice de preços por atacado (IPA), com peso de 60%, o índice de preços ao consumidor (IPC), com peso de 30%, e o índice nacional de custo de construção (INCC), com peso de 10%. Por ser um índice que capta variações nos preços das commodities e bens no atacado, ele capta variações cambiais mais rapidamente que o IPCA, que reflete o custo de vida das famílias.

Outra medida não monetária de controle da inflação foi a mudança do índice utilizado para reajuste no setor de telecomunicações, ocorrida em 2006. Antes, o índice era o IGP-DI, que apresentava fortes oscilações, e passou a ser o IST (Índice de Serviços de Telecomunicação), composto pela combinação de outros índices, dentre eles o IPCA, o INPC, o IGP-DI e o IGP-M. Esta medida foi especialmente sentida em 2008, quando o IGP-DI aumentou 11,2%, e o IST, 6,6%.

A alteração neste setor foi eficaz, uma vez que o setor de comunicações mostrou uma tendência à queda e menor volatilidade na variação dos preços a partir de 2006, como mostra o gráfico 2:

**Gráfico 2 - IPCA desagregado - setor de comunicações entre 2000 e 2010**  
(em var. %)



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Em relação ao petróleo, foi criada a CIDE-Flexível (Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico). Neste caso, quando o preço da gasolina era pressionado por aumentos no mercado internacional, o governo reduzia temporariamente a tributação incidente na gasolina e no óleo diesel. Graças a tal política, o aumento do preço do petróleo entre 2007-2008, de cerca de 40%, não foi inteiramente repassada à inflação brasileira, ainda mais se levarmos em conta que o IPCA é um indicador de inflação cheia, e não apenas o núcleo (sem preços voláteis como petróleo e alimentos). Nota-se ainda que a autossuficiência em petróleo alcançada pelo Brasil, e o fato de ser uma empresa majoritariamente estatal, confere certo grau de liberdade diante de oscilações bruscas nos preços.

Dessa forma, a partir de Braga e Pinkusfeld (2010), novos contratos ou revisões contratuais de setores com preços administrados devem seguir as seguintes linhas

gerais: preferência por índices setoriais próprios como meio de reajuste, refletindo corretamente os custos; os custos deverão ser ajustados parcialmente, para que haja o estímulo ao controle de custos; ganhos de produtividade utilizada para recompor determinado aumento de custos, ou para reduzir as tarifas;

Medidas de desenvolvimento em infraestrutura mostraram-se também importantes para controle da inflação, como foi o caso do investimento em hidrelétricas, que possuem um custo marginal muito inferior às termelétricas, logo trabalham com um preço final mais acessível. Outro exemplo de medida de desenvolvimento que poderia ser tomada seria a ampliação da malha ferroviária ligando os Estados brasileiros, ou, em menor grau de eficiência, a melhoria das condições das rodovias. Isto aumentaria a produtividade das empresas distribuidoras de insumos agrícolas e industriais, e reduziria o custo médio de vários outros setores que utilizam tais insumos. Investimento em portos, aeroportos, diminuição da burocracia para liberar produtos presos na alfândega, são mais alguns exemplos onde os ganhos de produtividade poderiam ser divididos entre empresários, trabalhadores e consumidores.

Por último, cabe ressaltar que o controle da inflação deveria ser uma causa onde toda a sociedade se dispusesse a contribuir em prol de uma economia estável. Agentes, mais ou menos propensos a causar inflação, devem organizar-se e cooperar para se chegar a um consenso. Sindicatos, empresários, trabalhadores e governo devem trabalhar em conjunto para construir uma economia com uma inflação mais estável, não sendo “somente uma instituição (o banco central) com a sua política (a monetária) a responsável pelo controle da inflação.” (Sicsu, 2003, pg 21). O governo, ao desonerar, por exemplo, a cesta básica, depende que os empresários cooperem e repassem tal abatimento para o preço final nas prateleiras dos supermercados.

## CONCLUSÃO

Este trabalho conclui que o controle da inflação por meio da taxa de juros causa um resfriamento geral da economia, punindo muitas firmas, que não resistem aos elevados custos financeiro demitindo muitos funcionários e deixando de realizar os investimentos que planejavam, reduzindo o nível de investimentos, produto e emprego, e impõe uma taxa de sacrifício maior do que a que seria necessária caso a inflação fosse controlada de maneira pontual.

Vimos que um dos canais de transmissão da política monetária em questão se dá por meio da taxa de câmbio, pois o diferencial de juros interno e externo atrai capital estrangeiro, e valoriza o câmbio, barateando as importações e reduzindo o preço de bens comercializáveis. Tal valorização também se torna um entrave ao crescimento do país, pois os produtos exportáveis ficam mais caros no mercado externo, e as há uma tendência a aumento das importações, deteriorando a conta de transações correntes.

Além disso, os preços, por muitas vezes apresentarem uma baixa sensibilidade em relação à taxa de juros, tornam necessária uma taxa de juros elevada para possibilitar a queda da inflação.

Os autores destacam que a inflação no Brasil foi essencialmente de custos, com câmbio exercendo forte pressão nos preços quando sofreu desvalorização entre 2000 e 2003, pois não atuou no sentido de amortecer a escalada dos preços das commodities.

Notou-se também que a baixa produtividade verificada neste período aponta que o problema não vem da alta dos salários ocorrida a partir de 2005, e sim da carência de um programa de investimentos e políticas industriais, necessários para estimular a inovação e a produtividade. Isto, além de gerar pressões inflacionárias, torna o modelo de crescimento econômico brasileiro baseado em políticas de renda insustentável, pois os ganhos salariais reais são suprimidos pela inflação, e a economia permanece estagnada com ínfimas taxas de produtividade. Dessa forma fica claro que a atual política anti-inflacionária possui uma visão de curto prazo, e não leva em conta as reais causas de insuficiência deste modelo.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRAGA, Julia de Medeiros. *A inflação brasileira na década de 2000 e a importância de políticas não monetárias de controle*. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=15212](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=15212). Acessado em: 20/04/2013

BRAGA, Julia de Medeiros; BASTOS, Carlos Pinkusfeld Monteiro. *Conflito Distributivo e inflação no Brasil: uma aplicação ao período recente*. **Macroeconomia para o desenvolvimento: Crescimento, estabilidade e emprego**. Rio de Janeiro: IPEA, 2010. Livro 4.

CERQUEIRA, Vinícius dos Santos; MARTINEZ, Tiago Sevilhano. *Estrutura da inflação brasileira: determinantes e desagregação do IPCA*. Rio de Janeiro: IPEA, 2011.

GENTIL, Denise Lobato; ARAÚJO, Vitor Leonardo. *Mais além da macroeconomia de curto prazo*. Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: [http://www.uff.br/econ/download/tds/UFF\\_TD289.pdf](http://www.uff.br/econ/download/tds/UFF_TD289.pdf). Acessado em: 15/03/2013.

LEITE, Fabrício Pitombo. *Da demanda por moeda à preferência pela liquidez: uma interpretação pós-keynesiana*. Dissertação (Mestrado) - Campinas: UNICAMP, 2008

MALTA, Maria Mello; BRANCO, Rodrigo Castelo; ROCHA, Marco Antonio; BORJA, Bruno Nogueira F.; BIELSCHOWSKY, Pablo. *A história do pensamento econômico brasileiro entre 1964 e 1989: um método para discussão*. Disponível em: [www.anpec.org.br](http://www.anpec.org.br). Acessado em: 08/04/2013

MANDARINO, Gabriel Vieira ; MOREIRA, Ricardo Ramallete. *O regime de metas de inflação e a taxa de juros como ferramenta da política monetária*. Disponível em: [http://www.akb.org.br/upload/130820121553174200\\_Gabriel%20Mandarino.pdf](http://www.akb.org.br/upload/130820121553174200_Gabriel%20Mandarino.pdf). Acessado em: 15/03/2013

MODENESI, André de Melo. *O regime monetário de metas de inflação e a independência do Banco Central*. **Regimes Monetários: Teoria e a experiência do Real**. Rio de Janeiro: MANOLE, 2002.

MODENESI, André de Melo; VIANNA, S. T. Werneck. *Avaliação da política monetária sob o regime de metas de inflação*. **Macroeconomia para o desenvolvimento: Crescimento, estabilidade e emprego**. Brasília: IPEA, 2010. Livro 4.

PIZA, Elaine Cristina; DIAS, Joilson. *Novo consenso macroeconômico e política monetária no Brasil: Uma avaliação empírica*. Disponível em: [www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A164.pdf](http://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A164.pdf). Acessado em: 15/03/2013

SERRANO, Franklin. *Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil*. **Revista de Economia Política**, vol. 30, no 1 (117), pp. 63-72, janeiro-março/2010a

SERRANO, Franklin. *O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial*. **Revista de economia contemporânea**, vol.14, no.2. Rio de Janeiro. 10/ 2010b

SERRANO, Franklin; SUMMA, Ricardo. *Política Macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na Economia Brasileira dos anos 2000*. **IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)**. Rio de Janeiro, 2011

SICSÚ, João. *A Tese da Independência do Banco Central e a Estabilidade de Preços: uma aplicação do método Cukierman à história do FED*. **Estudos Econômicos**, 1996.

SICSÚ, João. *Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana*. **Revista Análise Econômica**, ano 21, n. 39. UFRGS, 2003. Disponível em: [www.uff.br/econ/download/tds/UFF\\_TD289.pdf](http://www.uff.br/econ/download/tds/UFF_TD289.pdf). Acessado em: 15/03/2013