

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

**ANALISANDO CRITICAMENTE O REGIME DE METAS
DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999 - 2009)**

EDUARDO RIBEIRO ZREIK
Registro: 107327129
eduzreik@gmail.com

ORIENTADOR: Andre de Melo Modenesi
amodenesi@gmail.com

SETEMBRO 2011

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

**ANALISANDO CRITICAMENTE O REGIME DE METAS
DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999 - 2009)**

EDUARDO RIBEIRO ZREIK

Registro: 107327129

eduzreik@gmail.com

ORIENTADOR: Andre de Melo Modenesi

amodenesi@gmail.com

SETEMBRO 2011

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.

RESUMO

O presente trabalho foi elaborado com o intuito de apresentar uma análise crítica do desempenho do Regime Monetário de Metas de Inflação no Brasil, ao longo do período 1999 – 2009. Para isto, foram expostos brevemente a teoria novo-clássica (base teórica de tal regime), a teoria monetária pós-keynesiana (base teórica para a crítica realizada) e alguns dados relevantes da economia brasileira. As conclusões alcançadas colocam em dúvida a eficácia do Regime Monetário de Metas de Inflação e apontam alguns problemas causados na economia brasileira pela adoção de tal regime.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	6
CAPÍTULO I – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E OPERACIONALIZAÇÃO DO REGIME MONETÁRIO DO METAS DE INFLAÇÃO.....	8
I.1 – Sustentação Teórica do Regime Monetário de Metas de Inflação.....	8
I.1.1 – Hipóteses do Modelo Novo-Clássico.....	8
I.1.2 – Principais Resultados do Modelo Novo-Clássico.....	13
I.2 – A Operacionalização do Regime Monetário de Metas de Inflação.....	17
I.2.1 – As Características Principais do RMMI.....	17
I.2.2 – A Regra de Taylor.....	20
CAPÍTULO II – O REGIME MONETÁRIO DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999 – 2009).....	22
II.1 – Configuração do Regime Monetário de Metas de Inflação no Brasil.....	22
II.2 – Desempenho do Regime Monetário de Metas de Inflação no Brasil (1999 – 2009)....	25
II.2.1 – O Período de Descumprimento das Metas (1999 – 2003).....	27
II.2.2 – O Período de Cumprimento das Metas (2004 – 2009).....	35
CAPÍTULO III – UMA BREVE ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO À LUZ DA TEORIA PÓS-KEYNESIANA.....	39
III.1 – Duas Importantes Concepções Pós-keynesianas: A Não-neutralidade da Moeda e as Diferentes Causas da Inflação.....	39
III.2 – Crítica Pós-keynesiana ao Regime Monetário de Metas de Inflação.....	43
III.3 – Analisando o Caso Brasileiro à Luz da Crítica Pós-keynesiana ao RMMI.....	46
CONCLUSÃO.....	49
Bibliografia.....	50

INTRODUÇÃO

Depois de décadas de convivência com taxas muito elevadas de inflação – surgidas após o “Milagre Econômico” brasileiro –, a tão desejada estabilização dos preços da economia brasileira foi alcançada em meados da década de 90. Mais exatamente, em 1993, no governo Itamar Franco, Fernando Henrique Cardoso (na época, Ministro da Fazenda) reuniu uma equipe de seis reconhecidos economistas e lhes deu a missão de elaborar um plano eficaz de estabilização da economia. A partir dos erros e acertos dos planos anteriores – Bresser, Cruzado, Verão, Collor I e II – e com base na proposta Larida (que, em linhas gerais, envolvia a criação de uma moeda paralela indexada), o plano Real começou a ser traçado.

Implantado em 1994, este plano teve seu grande mérito na redução das taxas de inflação da economia brasileira. Foi um plano transparente, explicado à população, que o apoiou em grande número. Entre suas várias medidas, o plano Real implementou uma nova moeda (o Real, livre da memória inflacionária das moedas anteriores) e instituiu a taxa de câmbio como âncora para os preços da economia.

Um dos primeiros problemas surgiu em 1999, quando, devido à crise do México e à consequente fuga de capitais dos mercados emergentes (inclusive do Brasil), as reservas internacionais do Banco Central do Brasil (BCB) se exauriram e o regime de metas cambiais tornou-se insustentável. A taxa de câmbio passou a flutuar e a âncora cambial para os preços, obviamente, foi abandonada.

No lugar da âncora cambial, importou-se dos países desenvolvidos para o Brasil um novo regime monetário: o Regime Monetário de Metas de Inflação (RMMI). Tal regime é operacionalizado a partir de quatro elementos básicos: (i) o anúncio de uma meta de inflação (no Brasil, a referência adotada é o IPCA); (ii) o comprometimento do Banco Central do Brasil com a estabilidade de preços; (iii) a transparência na condução da política monetária; e (iv) a independência do Banco Central do Brasil (BCB) no que se refere aos seus instrumentos, como mostrado por Modenesi (2005).

No RMMI, o principal objetivo do Banco Central é manter a estabilidade de preços, ou seja, assegurar o cumprimento de uma meta de inflação estipulada. Tal objetivo é alcançado através de operações do Banco Central para balizar a taxa básica de juros, que tem impactos sobre a demanda agregada e sobre o nível de preços. Porém, no período de 1999 a 2009, o Banco Central do Brasil falhou três vezes em cumprir as metas de inflação (nos anos de 2001, 2002 e 2003), apesar do País apresentar as maiores taxas de juros reais do mundo, o que gera elevados custos para a economia brasileira.

O RMMI têm sido alvo de muitas críticas no Brasil e no mundo. Destacam-se os autores pós-keynesianos, que criticam os alicerces teóricos do Regime Monetário de Metas de Inflação (modelo novo-clássico e a tese da Independência do Banco Central). Muitas críticas também têm sido feitas a partir de dados empíricos, de forma a contestar a implantação do RMMI.

O objetivo principal desse trabalho é conduzir uma análise crítica do Regime Monetário de Metas de Inflação. Mais especificamente, pretende-se expor os fundamentos teóricos e a operacionalidade do RMMI, bem como a crítica pós-keynesiana a este regime. Com base nesta crítica, será feita uma avaliação do desempenho do RMMI no Brasil, ao longo do período 1999 – 2009.

Para alcançar tais objetivos, será revista a literatura sobre o modelo Novo-Clássico, o Regime Monetário de Metas de Inflação e as concepções pós-keynesianas acerca da inflação e da política monetária. Além disso, as principais publicações do Banco Central do Brasil sobre o RMMI no País, tais como os Relatórios de Inflação e as Cartas Abertas, também serão analisadas. Por fim, será levada em conta a visão de diversos autores sobre o desempenho do RMMI no Brasil.

Essa Monografia está dividida em três capítulos, além da introdução e da conclusão. O capítulo I contém uma exposição do modelo Novo-Clássico (alicerce teórico do RMMI) e dos aspectos operacionais da sistemática de metas para a inflação. O capítulo II apresenta a configuração do RMMI no Brasil e uma breve revisão de seu desempenho durante o período 1999 – 2009. Finalmente, o capítulo III exhibe o ponto de vista pós-keynesiano sobre a inflação e a política monetária, além de uma análise crítica do desempenho do RMMI no Brasil, de acordo com esta perspectiva.

CAPÍTULO I – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E OPERACIONALIZAÇÃO DO REGIME MONETÁRIO DE METAS DE INFLAÇÃO

Introdução

A primeira seção deste capítulo tem por objetivo enumerar as hipóteses e os resultados fundamentais do modelo Novo-Clássico (ou Monetarismo tipo II), levando a entender sua recomendação de política monetária: o Regime de Metas de Inflação. Por fim, na segunda seção deste capítulo, mostram-se os principais elementos através dos quais o Regime de Metas de Inflação é operacionalizado.

I.1 – Sustentação Teórica do Regime Monetário de Metas de Inflação

O Regime Monetário de Metas de Inflação (doravante RMMI) é uma recomendação de condução da política monetária resultante do modelo Novo-Clássico, que tem como principais autores Robert Lucas Jr., Thomas Sargent, Neil Wallace, Edward Prescott, entre outros. O modelo Novo-Clássico é também conhecido como Monetarismo tipo II, porque incorporou dois elementos originais do Monetarismo tipo I (*friedmaniano*): a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego e a concepção monetarista do fenômeno inflacionário (MODENESI, 2005). A principal diferença entre esses dois modelos está nas suas considerações sobre a formação de expectativas.

O Monetarismo tipo I adota, como uma de suas hipóteses, as expectativas adaptativas, ao passo que o Monetarismo tipo II utiliza, como uma de suas hipóteses, as expectativas racionais. Como será visto, esse fato é fundamental para o entendimento dos resultados atingidos pelo modelo Novo-Clássico.

Em relação a esses resultados, destacam-se: (i) a ineficácia da política monetária tanto no curto prazo quanto no longo prazo para alterar variáveis reais da economia; e (ii) a constatação de que as autoridades monetárias sofrem de um viés inflacionário. Tais resultados divergem dos resultados do Monetarismo tipo I (que postula que a ineficácia da política monetária só ocorre no longo prazo).

A seguir, serão analisadas as principais hipóteses e os resultados do modelo Novo-Clássico e, ao final desta seção, será explicado por que tal modelo recomenda a adoção do RMMI.

I.1.1 – Hipóteses do Modelo Novo-Clássico

Nesta subseção, serão apresentados brevemente os aspectos mais relevantes das principais hipóteses utilizadas pelo modelo Novo-Clássico. São elas: (i) a existência de uma Taxa Natural de Desemprego; (ii) as Expectativas Racionais; (iii) as hipóteses sobre a Oferta Agregada; e (iv) o Equilíbrio Contínuo dos Mercados.

I.1.1.a – A Existência de uma Taxa Natural de Desemprego

Como dito antes, os autores novo-clássicos aproveitaram em seu modelo alguns postulados originalmente aplicados por Friedman e pelos monetaristas. Neste tópico, será analisado o mais relevante deles para este trabalho: a taxa natural de desemprego.

Essa taxa corresponde ao nível de emprego de equilíbrio entre oferta de mão de obra e demanda por mão de obra no mercado de trabalho. A taxa natural de desemprego comporta apenas dois tipos de desemprego: (i) desemprego voluntário (quando os indivíduos decidem não trabalhar, por considerarem que as horas de lazer lhes proporcionam um nível maior de utilidade do que o salário em vigor no mercado de trabalho); e (ii) desemprego friccional (que ocorre quando um indivíduo está mudando de um posto de trabalho para outro).

De acordo com Friedman (1968), a taxa natural de desemprego é dada pelo equilíbrio no mercado de trabalho (levando em conta seus padrões institucionais e estruturais e as preferências dos agentes):

*“At any moment of time, there is some level of unemployment which has the property that it is consistent with equilibrium in the structure of **real** wage rates. At that level of unemployment, real wage rates are tending on the average to rise at a 'normal' secular rate, i.e., at a rate that can be indefinitely maintained so long as capital formation, technological improvements, etc., remain or their long-run trends. A lower level of unemployment is an indication that there is an excess demand for labor that will produce upward pressure on real wage rates. A higher level of unemployment is an indication that there is an excess supply of labor that will produce downward pressure on real wage rates. The 'natural rate of unemployment', in other words, is the level that would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations, provided there is imbedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity markets [...]”* (p. 8. Grifo do autor).

Dessa forma, pode-se claramente perceber que o salário é a variável de ajuste no mercado de trabalho. Isso não é surpresa, pois os Monetarismos tipo I e II consideram que exista plena flexibilidade de preços e salários. Assim, não há espaço para que exista desemprego involuntário (quando um indivíduo deseja trabalhar ao nível corrente de salários reais, mas não encontra um posto de trabalho) na taxa natural de desemprego: os salários se ajustam frente a variações na oferta de trabalho (e na demanda) até que o desemprego corrente retorne à taxa natural. Mais

formalmente, “a convergência do desemprego para a taxa natural é garantida pela flexibilidade do salário nominal” (MODENESI, 2005, p. 57).

Tal taxa possui as propriedades de unicidade e estabilidade: só existe um nível de desemprego de equilíbrio no qual todos os agentes tem suas preferências satisfeitas e, na ausência de intervenções monetárias, a taxa de desemprego converge para este nível (MODENESI, 2005).

É válido salientar que a taxa natural de desemprego não é imutável. Como dito pelo próprio Friedman (1968), “*many of the market characteristics that determine its [natural rate of unemployment] level are man-made and policy-made*” (p. 9). Ou seja, a taxa natural de desemprego pode ser alterada por ações governamentais (como, por exemplo, aumentos ou reduções de benefícios sociais, que interferem no desejo das pessoas de trabalhar) ou por mudanças estruturais empreendidas pelo homem, pelas firmas ou pelos sindicatos (como, por exemplo, uma melhoria tecnológica que aumente e agilize os fluxos de informação sobre postos vagos de trabalho).

Assim, percebe-se que a taxa **natural** de desemprego é afetada por fatores reais (estruturais e institucionais) que impactem sobre o mercado de trabalho e não é alterada por intervenções monetárias.

I.1.1.b – Expectativas Racionais

A grande diferença entre os Monetarismos tipo I e II está nas suas considerações sobre a formação das expectativas. O primeiro considera que os agentes formam expectativas adaptativas (simplesmente olhando para o passado), ao passo que o modelo Novo-Clássico considera que as expectativas formadas pelos agentes são racionais. Neste tópico, a hipótese novo-clássica de expectativas racionais será analisada em detalhes.

Essa hipótese foi originalmente cunhada por John F. Muth em seu artigo “*Rational Expectations and the Theory of Price Movements*”, publicado em 1961 na *Econometrica*. Nesse artigo, Muth elabora uma definição formal das expectativas racionais, que é aproveitada posteriormente pelos autores novo-clássicos: “[...] *expectations of firms (or, more generally, the subjective probability distribution of outcomes) tend to be distributed, for the same information set, about the prediction of theory (or the “objective” probability distributions of outcomes)*” (MUTH, 1961, p. 316).

Desta forma, se os agentes formam expectativas racionais, elas tendem, na média, a ser iguais aos resultados gerados pela teoria econômica, para o mesmo conjunto de informações, ou seja, uma expectativa desse tipo formada a respeito de uma variável econômica será igual à própria variável mais um erro aleatório (sendo esses erros variáveis aleatórias independentes, de média zero

e variância mínima). Por ser uma variável aleatória independente, o erro não exibe nenhum comportamento padronizado ao longo do tempo: o que aconteceu em períodos passados não explica o período presente. Essa é uma diferença crucial em relação às expectativas adaptativas.

Como sumarizado por Modenesi (2005):

“[...] ao formarem suas expectativas, os agentes econômicos eventualmente cometem erros, mas não o fazem sistematicamente, de tal forma que a regra de formação de expectativas racionais constitui a maneira mais precisa e eficiente de eles elaborarem suas previsões: na média, as expectativas de inflação coincidem com a taxa de inflação observada; e os desvios das expectativas com relação à média possuem variância mínima” (Grifos do autor, p. 143).

O comportamento dos agentes formadores de expectativas racionais é diferente do comportamento dos agentes formadores de expectativas adaptativas. Os primeiros não cometem erros sistemáticos, já que podem absorver novas informações e, assim, reformular suas expectativas (na verdade, eles maximizam o uso de toda a informação disponível). Esse fato será fundamental para que se entendam as implicações do modelo Novo-Clássico. Os segundos, por formarem suas expectativas unicamente olhando para os dados dos períodos anteriores e serem incapazes de absorver novas informações, não cometem erros sistemáticos somente se a variável econômica em questão for igual por, pelo menos, dois períodos consecutivos.

A hipótese das expectativas racionais tem sido alvo de muitas críticas. As principais dizem que devem ser levados em conta os custos de obtenção e processamento de informações (que podem vir a ser muito altos para os agentes, de forma que nem todos tenham acesso a todas as informações disponíveis).

I.1.1.c – Hipóteses Sobre a Oferta Agregada

Os autores novo-clássicos incorporaram em seu modelo algumas considerações iniciais sobre a oferta agregada, que os afastaram um pouco mais dos monetaristas tipo I. De acordo com Modenesi (2005), estas considerações podem ser divididas em três: (i) os agentes econômicos tomam suas decisões com base num comportamento racional-maximizador; (ii) as decisões de oferta (de trabalho e de produto) dependem de preços relativos, de tal forma que uma elevação no preço de um bem induz seu produtor a aumentar a oferta desse bem no mercado; e (iii) existe informação imperfeita no curto prazo.

Essas hipóteses regem as decisões de oferta dos trabalhadores (oferta de trabalho) e das firmas (oferta de produto). Na verdade, pode-se perceber que não há distinção entre firmas e trabalhadores, de acordo com elas, no que se refere às decisões de oferta: ambos irão aumentar a

quantidade que ofertam caso os preços (inclusive salários) subam e farão o contrário com preços em baixa.

Por existir informação imperfeita no curto prazo, uma firma qualquer conhece somente os preços de seus próprios produtos nesse horizonte de tempo. No curto prazo, as firmas não têm informações sobre o preço dos bens ofertados por seus concorrentes, nem sobre o nível geral de preços. Tais dados só são conhecidos com uma certa defasagem (o que equivale a dizer que há informação perfeita no longo prazo). A existência de informação imperfeita, associada a um aumento no nível geral de preços (inflação-surpresa), causa distúrbios no nível de produto – eleva-se além de seu nível natural, pois as firmas aumentam sua oferta ao interpretarem a inflação como um aumento exclusivo na demanda por seus produtos – e na taxa de desemprego (cai abaixo de seu nível natural). Porém, tal situação é insustentável já que os agentes racionais não cometem erros sistemáticos: esses distúrbios só ocorrem no curto prazo. Dessa forma, no longo prazo, os agentes racionais corrigem as suas expectativas incorporando novas informações em seus modelos, redefinem suas decisões de oferta (de trabalho e produto) e as variáveis citadas retornam ao seu nível natural.

As ideias expostas neste tópico foram elaboradas originalmente por Lucas e Rapping em 1969 (itens (i) e (ii) do primeiro parágrafo deste tópico) e reformuladas por Lucas em 1972 e 1973 (com a introdução do conceito de informação imperfeita), como mostra Modenesi (2005). Tais ideias ficaram, então, conhecidas como “Modelo de Lucas”.

I.1.1.d – Equilíbrio Contínuo dos Mercados

A hipótese novo-clássica de equilíbrio contínuo dos mercados representa mais um ponto de ruptura entre os Monetarismos tipo I e II. Neste tópico, essa hipótese será brevemente analisada.

O equilíbrio contínuo dos mercados é uma reafirmação da Teoria do Equilíbrio Geral de Walras feita pelos autores novo-clássicos. Desta forma, essa quarta hipótese do Monetarismo tipo II postula que os mercados de bens, serviços e fatores de produção se equilibram continuamente. Tal equilíbrio é alcançado através de flutuações nos preços (que são considerados plenamente flexíveis) frente a variações na oferta e na demanda por um determinado bem. Ou seja, o preço é a variável de ajuste em cada mercado específico.

Modenesi (2005) sintetizou tal hipótese da seguinte forma:

“Em cada momento do tempo, a oferta e a demanda de todos os bens se igualam, e as quantidades transacionadas resultam do comportamento racional-maximizador dos agentes econômicos. Consequentemente, a economia se encontra em um estado contínuo

de equilíbrio, de curto e longo prazos, em que consumidores e firmas maximizam, respectivamente, suas funções de utilidade e de lucro. Dito de outra forma, todos os possíveis ganhos de troca foram exauridos, e a economia se encontra em um estado de equilíbrio que é eficiente no sentido de Pareto.” (Grifo do autor, p. 154)

Por fim, é importante salientar uma consequência importante da adoção dessa última hipótese: o equilíbrio contínuo dos mercados e o processo racional de formação das expectativas afastam qualquer possibilidade de ocorrência de ilusão monetária no modelo Novo-Clássico. Os erros expectacionais são frutos de choques aleatórios, que estão fora do conjunto de informações conhecidas pelos agentes. Desta forma, mesmo diante dessa situação, os agentes estão maximizando suas funções-objetivo.

I.1.2 – Principais Resultados do Modelo Novo-Clássico

Após a apresentação das principais hipóteses do modelo Novo-Clássico, nesta subseção, serão analisadas as implicações mais relevantes desse modelo para o presente trabalho. São elas: (i) a ineficácia da política monetária; (ii) o viés inflacionário; e (iii) a recomendação de adoção do RMMI.

I.1.2.a – A Ineficácia da Política Monetária

A partir das hipóteses apresentadas anteriormente, os autores novo-clássicos chegaram a resultados surpreendentes em relação aos desenvolvimentos teóricos anteriores ao seu modelo. Neste tópico, será analisado um desses resultados: a ineficácia da política monetária.

Resumidamente, de acordo com esse resultado, a política monetária, quando conduzida de maneira sistemática, não tem capacidade para afetar variáveis reais da economia (como produto e renda) no curto e no longo prazo.

A ineficácia da política monetária foi proposta por Sargent e Wallace (1981):

“To exploit the Phillips curve, it [the monetary authority] must somehow trick the public. But by virtue of the assumption that expectations are rational, there is no feedback rule that the authority can employ and expect to be able systematically to fool the public. This means that the authority cannot expect to exploit the Phillips curve even for one period. [...] the present model suggests reasons for questioning even the possibility of a successful countercyclical policy aimed at improving the behavior of the unemployment rate or some closely related index of aggregate activity” (pp. 207-208)

Desta forma, esses dois autores afirmam que não é possível que a autoridade monetária explore o *trade-off* entre desemprego e inflação existente na curva de Phillips ao operar a política monetária

de forma sistemática, mesmo no curto prazo (devido à premissa de racionalidade dos agentes, cuja adoção é incansavelmente defendida por tais autores no trabalho citado). Também colocam em cheque o papel contra-cíclico da política monetária, pois ela é incapaz de alterar variáveis reais como emprego e produto da economia.

Sargent e Wallace (1981) afirmam que só há uma maneira de se afetar tais variáveis com o uso da política monetária: a autoridade deve fugir à regra sistemática de condução desta e realizá-la de **surpresa**, num dado momento. Ou seja, somente a surpresa monetária (por exemplo, um aumento não anunciado ou não esperado do estoque monetário) pode gerar efeitos nas variáveis reais da economia no curto prazo. Nas palavras de Modenesi (2005), “somente a *moeda-surpresa* (ou o elemento não-sistemático da política monetária) não é neutra” (p. 163). No longo prazo, por reformulação das expectativas (como visto antes), os efeitos nas variáveis reais alcançados pela surpresa monetária são eliminados.

De acordo com esse resultado, a política monetária deve ser voltada exclusivamente para a manutenção da estabilidade de preços, pois não tem capacidade para afetar variáveis reais da economia.

I.1.2.b – O Viés Inflacionário

Outro resultado bastante peculiar do Monetarismo tipo II é a existência de um viés inflacionário na condução da política monetária. Tal resultado foi apontado por Kydland e Prescott (1977), junto com a demonstração da inconsistência temporal da política monetária.

Kydland e Prescott (1977) demonstraram que a política monetária conduzida de maneira discricionária é inconsistente ao longo do tempo. Para essa demonstração, os autores consideraram que os agentes formam expectativas racionais (na verdade, para tal demonstração, não é necessário supor a formação racional das expectativas, mas considerar que os agentes antecipam as decisões da autoridade monetária para formar suas expectativas, ou seja, basta que elas não sejam adaptativas). Como mostra Modenesi (2005): “O fato de os agentes anteciparem as decisões do *policymaker* implica que não é possível otimizar a função-objetivo do problema da política monetária utilizando políticas discricionárias” (p. 165). Desta forma, as políticas discricionárias são temporalmente inconsistentes.

De acordo com Modenesi (2005):

“Uma política é dita temporalmente inconsistente se determinada decisão de política econômica, que faz parte de um plano ótimo, anunciada em um determinado período, deixa de ser ótima em uma data futura, mesmo que nenhuma nova informação relevante tenha

surgido no período em questão.” (p. 166)

O problema da inconsistência temporal da política monetária discricionária gera um **viés inflacionário** na sua condução. O *policymaker* é incentivado a trair e não a adotar a política monetária anunciada anteriormente, havendo ou não credibilidade, como mostra Modenesi (2005). O *policymaker* sofre tal incentivo porque visa reduzir o desemprego abaixo de sua taxa natural (aumentando, dessa forma, o bem-estar social) através da geração de inflação-surpresa (explorando o *tradeoff* da curva de Phillips no **curto prazo**, através de uma surpresa monetária). É necessário, também, levar em conta possíveis motivações eleitorais dos governantes, quando optam por acionar o viés inflacionário (SICSÚ, 2007).

À guisa de conclusão, Modenesi (2005) sintetiza:

“Enfim, o problema da inconsistência temporal e o conseqüente viés inflacionário da política monetária consiste, portanto, em argumento a favor da adoção de regras na condução da política monetária: para se evitar a inconsistência temporal, é necessária a adoção de uma tecnologia de comprometimento que elimine o poder discricionário do gestor da política monetária ou a criação de mecanismos de incentivo que impeçam que o viés seja acionado.” (p. 173)

Essa conclusão tem respaldo no trabalho original de Kydland e Prescott (1977), que recomendam a adoção de regras para a política monetária e não sua condução discricionária:

“When we do have the prerequisite understanding of the business cycle, the implication of our analysis is that policymakers should follow rules rather than have discretion. The reason that they should not have discretion is not that they are stupid or evil but, rather, that discretion implies selecting the decision which is best, given the current situation. Such behavior either results in consistent but suboptimal planning or in economic instability.” (p. 487)

I.1.2.c – A tese da Independência do Banco Central e a Recomendação da Adoção do RMMI

Como visto nos desenvolvimentos apresentados acima, os autores novo-clássicos chegaram à conclusão de que a moeda é **superneutra**. Ou seja, ela só tem capacidade de afetar variáveis reais da economia se a política monetária for conduzida de surpresa, sendo que tais variáveis só seriam afetadas temporariamente (no curto prazo). No longo prazo, dada a existência de informação perfeita, numa economia de agentes racionais, as expectativas seriam reformuladas, as decisões reponderadas e os efeitos reais gerados pela surpresa monetária desapareceriam, permanecendo apenas os efeitos sobre os preços (ficariam elevados em relação ao estado inicial). Desta forma, a política monetária só impactaria no nível geral de preços e seu único objetivo possível seria o de controlar a inflação.

Além dessa conclusão, os autores novo-clássicos apontaram alguns problemas na condução discricionária da política monetária, como os dois principais vistos anteriormente: a sua inconsistência temporal e o seu viés inflacionário. Isso desencadeou um esforço no desenvolvimento de teorias para contornar esses problemas. Como visto no tópico anterior, Kydland e Prescott (1977) sugerem o uso de regras na condução da política monetária. Tais regras atuam como uma tecnologia de comprometimento para a autoridade monetária. Além dessa solução, algumas outras foram apresentadas, como o modelo Barro-Gordon, de 1983, e a Tese da Independência do Banco Central (doravante IBC) de Rogoff (1985) e de Walsh (1995). Para o presente trabalho, a contribuição mais relevante é o modelo de Banco Central independente proposto por Walsh (1995), que será detalhado posteriormente. Antes disso, torna-se necessário apresentar as motivações e as linhas gerais da tese da IBC.

Walsh (2005) justifica assim a implementação da IBC:

“Elected officials may be motivated by short-run electoral considerations or may value short-run economic expansions highly while discounting the longer-run inflationary consequences of expansionary policies. If the ability of elected officials to distort monetary policy results in excessive inflation, then countries whose central banks are independent of such pressure should experience lower rates of inflation.” (p. 2)

Desta forma, fica clara a concepção do autor de que uma maneira eficiente de se contornar o viés inflacionário da condução discricionária da política monetária é conferir **independência** ao Banco Central em relação aos governantes eleitos (que são incentivados a gerar inflação-surpresa com o intuito de reduzir o desemprego e aumentar o crescimento no curto prazo).

Sobre o significado do termo “independência”, Walsh (2005) afirma que o debate gira em torno de duas de suas dimensões:

“The first dimension encompasses those institutional characteristics that insulate the central bank from political influence in defining its policy objectives. The second dimension encompasses those aspects that allow the central bank to freely implement policy in pursuit of monetary policy goals.” (p. 3)

Ainda no mesmo artigo, Walsh esclarece essa separação ao apresentar a terminologia utilizada por Debelle e Fischer (1994). De acordo com esses dois autores, a independência do Banco Central é dividida em independência de **objetivos** e de **instrumentos**. A primeira diz respeito à capacidade do Banco Central de determinar os objetivos da política monetária, sem a interferência direta da autoridade fiscal. A segunda refere-se à capacidade do Banco Central de ajustar livremente os seus instrumentos ao perseguir os objetivos da política monetária (WALSH, 2005).

Como definição formal da tese da IBC, Modenesi (2005) afirma que:

“A independência do Banco Central consiste na delegação da condução da política monetária a um agente independente, com o objetivo de controlar a inflação, mantendo-se, assim, a credibilidade da política monetária e a reputação da autoridade monetária. Constitui-se, portanto, em um arranjo institucional que funciona como tecnologia de comprometimento que elimina (parcial ou integralmente) o viés inflacionário, reduzindo a gravidade do problema da inconsistência temporal.” (p. 179. Grifos do autor)

Após apresentados os aspectos básicos da tese da IBC, faz-se necessário mostrar os elementos principais do modelo de Banco Central independente proposto por Walsh (1995). Nesse modelo, Walsh afirma que deve ser firmado um contrato entre o governo e o Banco Central no qual seja estabelecida uma **meta de inflação** a ser perseguida pelo Banco Central e uma penalização para este, caso tal meta não seja cumprida (MODENESI, 2005). Tal contrato atuaria como prevenção contra o acionamento do viés inflacionário por parte do presidente do Banco Central. Sob essa lógica, o Banco Central seria livre para utilizar os instrumentos de política monetária como julgar melhor para cumprir a meta (ou seja, ele teria independência de instrumentos), mas não seria livre para estabelecer os objetivos da política monetária – a meta de inflação acordada no contrato entre o Banco Central e o governo (ou seja, o Banco Central não teria independência de objetivos).

Percebe-se, então, que há uma convergência entre a tese da IBC proposta por Walsh (1995) e a recomendação da adoção de regras para a condução da política monetária feita por Kydland e Prescott (1977), na medida em que a referida tese implicaria mecanismos de incentivo (tecnologia de comprometimento) para que a autoridade monetária não acione o viés inflacionário.

Assim, considerando os resultados do modelo Novo-Clássico e a tese da IBC, fica claro que o único objetivo do Banco Central independente é o de ser o guardião da estabilidade de preços.

Finalmente, conclui-se que o modelo de Banco Central independente proposto por Walsh (1995) e derivado de toda a construção teórica da escola Novo-Clássica, detalhada anteriormente no presente trabalho, é a pedra fundamental do Regime Monetário de Metas de Inflação (RMMI), cujos detalhes serão expostos na subseção seguinte. Pode-se afirmar, então, que o RMMI é uma recomendação de condução da política monetária baseada no modelo Novo-Clássico.

I.2 – A Operacionalização do Regime Monetário de Metas de Inflação

Esta seção tem por objetivo apresentar resumidamente os principais elementos do RMMI. Para isso, divide-se em duas partes: (i) características principais do RMMI; e (ii) a Regra de Taylor.

I.2.1 – As Características Principais do RMMI

Os principais defensores da adoção do RMMI na atualidade são unânimes ao apontar suas principais características. Em linhas gerais, é certo dizer que o RMMI: (i) prioriza a estabilidade de preços; (ii) requer um alto grau de transparência da autoridade monetária para que sua credibilidade seja mantida e as expectativas dos agentes sejam eficientemente balizadas; e (iii) exige um elevado grau de independência do Banco Central em relação aos seus instrumentos. Dito isto, torna-se interessante a exposição das considerações de dois autores defensores do RMMI sobre essas características.

Mishkin (2004) enumera os seguintes elementos como marcantes do RMMI:

“It [inflation targeting regime] comprises five elements: 1) the public announcement of medium-term numerical targets for inflation; 2) an institutional commitment to price stability as the primary goal of monetary policy, to which other goals are subordinated; 3) an information inclusive strategy in which many variables, and not just monetary aggregates or the exchange rate, are used for deciding the setting of policy instruments; 4) increased transparency of the monetary policy strategy through communication with the public and the markets about the plans, objectives, and decisions of the monetary authorities; and 5) increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives.” (p. 1)

Seguindo a mesma linha, Svensson (2010) esquematiza da seguinte forma o RMMI:

“It [inflation targeting] is characterized by (1) an announced numerical inflation target, (2) an implementation of monetary policy that gives a major role to an inflation forecast and has been called forecast targeting, and (3) a high degree of transparency and accountability (Svensson (2008)). Inflation targeting is highly associated with an institutional framework that is characterized by the trinity of (1) a mandate for price stability, (2) independence, and (3) accountability for the central bank” (p. 1)

Tendo analisado essas duas passagens, percebe-se que o RMMI é operado de forma a atingir um objetivo principal: a estabilidade de preços. Esse papel limitado da política monetária operada através de um Regime de Metas de Inflação não é surpresa, tendo em vista os resultados do modelo Novo-Clássico apresentados anteriormente. Como mostrado por Carvalho et al. (2007), “a adoção de um regime de metas de inflação tem como característica o reconhecimento explícito de que o objetivo da política monetária é a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável” (p. 140).

Tal objetivo é alcançado através do anúncio de uma meta de médio/longo prazo para a inflação e através do uso intensivo da taxa de juros de curto prazo (que será analisado no tópico seguinte). O anúncio público da meta para a inflação funciona como uma âncora nominal para os preços, uma vez que baliza as expectativas dos agentes econômicos (racionais, por hipótese) na direção da meta anunciada. Nesse sentido, a **credibilidade** tem um papel fundamental: garante aos agentes que os *policymakers* não buscarão resultados imediatos (via acionamento do viés inflacionário) na condução da política monetária e que a meta anunciada será perseguida. Desta

forma, um Banco Central independente, transparente, prestador de contas e compromissado com a estabilidade de preços garante a credibilidade do RMMI. Sendo assim, é possível falar em um canal adicional de transmissão da política monetária no RMMI: o canal das **expectativas**. Nesse sentido, Svensson (2010) afirma que:

“The current emphasis on transparency is based on the insight that monetary policy to a very large extent is the “management of expectations.” Monetary policy has an impact on the economy mostly through the private-sector expectations that current monetary-policy actions and announcements give rise to. The level of the policy rate for the next few weeks matter very little to most economic agents. What matters is the expectations of future policy rates, which expectations affect longer interest rates that do matter for economic decisions and activity.” (p. 3)

Assim, é fácil entender o esforço despendido pelos Bancos Centrais que operam sob o RMMI para aumentar sua transparência. Esse esforço se traduz na melhoria dos canais de comunicação com o público e na divulgação de relatórios contendo explicações sobre as medidas tomadas bem como previsões sobre o comportamento da inflação e de outras variáveis no futuro (SVENSSON, 2010). Há também um esforço para aumentar a prestação de contas, justificado pelos mesmos motivos (manutenção da credibilidade do RMMI e da autoridade monetária):

“[...] se a meta de inflação não for alcançada, deve haver procedimentos específicos que o Banco Central deve seguir, que pode incluir a publicação e a submissão de uma carta da autoridade monetária explicando as razões pelas quais a meta não foi alcançada e que medidas pretende adotar para que a inflação retome a direção da meta perseguida.” (CARVALHO ET AL., 2007, p. 140)

A prestação de contas é, então, a penalização para os dirigentes do Banco Central prevista na tese da IBC de Walsh (1995). Somando-se a isso o comprometimento da autoridade monetária em perseguir uma meta de inflação, percebe-se que o RMMI é, em larga medida, uma extensão dessa tese.

Por fim, é válido mostrar que os defensores do RMMI não o enquadram em nenhum polo da dicotomia *regras x discricção*. Eles argumentam que tal regime pode conter certo grau de discricionariedade, de acordo com a sistemática estabelecida para seu funcionamento nas diferentes economias. Desta forma, o RMMI pode ser considerado um regime de “discricionariedade limitada”.

O grau dessa discricionariedade varia conforme as regras estabelecidas para os seguintes fatores, que interferem no *tradeoff credibilidade x flexibilidade* da autoridade monetária: (i) escolha de uma meta pontual e/ou banda para a inflação; (ii) escolha do período de tempo para que a meta anunciada seja alcançada; e (iii) a definição do índice de preços que será usado como referência para a meta (CARVALHO ET AL., 2007).

I.2.2 – A Regra de Taylor

Além dos elementos principais do RMMI expostos acima, completa este capítulo uma análise da principal ferramenta de política monetária dos bancos centrais que operam sob tal regime: a **taxa de juros**.

Complementando o “gerenciamento das expectativas” característico da política monetária (SVENSSON, 2010), a taxa de juros tem um papel bastante simples num regime de metas de inflação: conter elevações da demanda agregada frente à oferta agregada que possam causar aumento de preços. Desta forma, como mostrado por Sicsú (2007):

“É através da subtração do poder de gastar da sociedade que a elevação da taxa de juros inibe os empresários de reajustarem seus preços – o mecanismo é simples: os empresários consideram que está difícil escoar a produção aos preços correntes; então, avaliam que seria muito mais difícil ainda realizá-la a preços reajustados.” (p. 269)

Assim, além de anunciar as metas de inflação e manter sua credibilidade através dos meios vistos anteriormente, resta ao Banco Central realizar ajustes finos periódicos na taxa básica de juros, de maneira a conduzir a inflação corrente em direção à meta anunciada.

Os ajustes na taxa de juros são realizados de acordo com a situação econômica verificada no período em questão: caso a economia se encontre aquecida, é provável que o Banco Central promova aumentos na taxa básica de juros; caso contrário, o Banco Central deve realizar cortes na taxa de juros.

Diante dessa lógica simples e baseando-se nas hipóteses e resultados do modelo Novo-Clássico, Taylor (1993) estimou uma função de reação para o Banco Central norte-americano (Fed). Nesse trabalho, a taxa básica de juros é colocada como uma função do nível geral de preços e do hiato do produto. Nas palavras do próprio Taylor (1993):

“[...] monetary policy rules in which the short-term interest rate instrument is raised by the monetary authorities if the price level and real income are above a target and is lowered if the price level and real income are below target, seem to work well.” (p. 200)

A função apresentada por Taylor (1993) é a seguinte:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2$$

onde:

r é a taxa de juros dos títulos públicos federais

p é a taxa de inflação dos quatro trimestres anteriores

y é o desvio percentual do PIB real em relação a uma meta (hiato do produto):

$$y = 100(Y - Y^*)/Y^*, \text{ com } Y = \text{PIB real e } Y^* = \text{meta para o PIB (PIB potencial)}$$

Tal regra resulta numa taxa básica de juros de equilíbrio de 4% a.a. (considerando uma inflação igual a meta – estabelecida em 2% a.a. – e um hiato do produto de 0%), o que implica uma taxa real de juros de equilíbrio de 2% a.a.

Taylor (1993) ressalva que não há consenso sobre os valores dos coeficientes e que a regra apresentada é apenas representativa. Mas, apesar disso, o autor afirma que os resultados encontrados se encaixam com grande exatidão nos dados analisados para a economia dos EUA: *“What is perhaps surprising is that this rule fits the actual policy performance during the last few years [1987 – 1992] remarkably well”* (TAYLOR, 1993, p. 202).

É importante mencionar, também, que, além de concordar com o uso de regras na condução da política monetária e, inclusive, sugerir um modelo para essa regra, Taylor (1993) afirma que as decisões do Banco Central não são mecanicamente guiadas por tais regras: *“Policymakers do not, and are not evidently about to, follow policy rules mechanically”* (p. 196). O autor aponta razões de ordem técnica para esse fato, como, por exemplo, a sazonalidade das variáveis econômicas, que leva às conhecidas distorções verificadas no quarto semestre (como o aquecimento da economia). Essa observação encontra respaldo na “discricionaridade limitada” característica do RMMI (CARVALHO ET AL., 2007) apresentada anteriormente.

Após o trabalho original de Taylor, diversas outras estimativas para a regra de reação dos Bancos Centrais foram conduzidas, o que levou tal função a ficar conhecida como “regra de Taylor”. De acordo com Carvalho et al. (2007, p. 162), a regra de Taylor “serve, assim, como um guia operacional que o Banco Central pode seguir no processo decisório de política monetária”.

Conclui-se, assim, o Capítulo I deste trabalho. Nos capítulos posteriores, será conduzida uma apresentação dos resultados alcançados pelo RMMI no Brasil desde sua implementação (1999) até o ano de 2009. Em seguida, tais resultados serão analisados sob a ótica crítica da corrente pós-keynesiana.

CAPÍTULO II – O REGIME MONETÁRIO DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999 – 2009)

Introdução

O segundo capítulo dessa Monografia divide-se em duas seções. A primeira delas é dedicada a uma rápida apresentação da configuração adotada no Brasil para o Regime Monetário de Metas de Inflação. A segunda seção objetiva apresentar os resultados alcançados por tal regime no período 1999 – 2009. Para isto, divide-se em duas subseções: uma destinada à apresentação do chamado “período dos descumprimentos das metas”, englobando os anos de 1999 a 2003; outra destinada a descrição do chamado “período dos cumprimentos das metas”, englobando os anos de 2004 a 2009.

II.1 – Configuração do Regime Monetário de Metas de Inflação no Brasil

Oficialmente instituído no Brasil, no mês de junho de 1999, para substituir o Regime de Metas Cambiais inviabilizado pelo ataque especulativo que vitimou a economia brasileira mais cedo naquele ano, o RMMI passou a ser a nova âncora nominal e conferiu à política monetária do País um objetivo único: garantir a estabilidade de preços.

O Decreto nº 3088, de 21 de junho de 1999, oficializa a sistemática de metas para a inflação no Brasil e apresenta suas linhas gerais.

Em tal decreto, ficam estabelecidos os prazos para o anúncio das metas de inflação e dos intervalos de tolerância pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para os anos posteriores, a saber: “I - para os anos de 1999, 2000 e 2001, até 30 de junho de 1999; e II - para os anos de 2002 e seguintes, até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior” (Artigo 1º, parágrafo 2º).

Além disso, também é estabelecido que: “Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas” (Decreto nº 3088, Artigo 2º). Ou seja, é conferida total **liberdade de instrumentos** ao Banco Central do Brasil (doravante, BCB) para que a meta de inflação anunciada seja perseguida e alcançada. O Decreto em questão também estipula que a meta será considerada cumprida quando a inflação apurada por um índice referente ao período de janeiro a dezembro de cada ano (a ser escolhido pelo CMN) situar-se dentro do seu respectivo intervalo de tolerância.

O Decreto nº 3088 estabelece uma **punição** para o BCB caso a meta não seja cumprida. De acordo com o parágrafo único do seu artigo 4º, o BCB deverá divulgar uma carta aberta ao Ministro da Fazenda contendo: (i) descrição detalhada das causas do descumprimento; (ii) providências para

assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e (iii) o prazo no qual se espera que tais providências produzam efeito.

A última determinação deste Decreto (conforme o texto do seu Artigo 5º) é a de que o BCB deverá divulgar trimestralmente um Relatório de Inflação, abordando o desempenho da política monetária no período em questão e a avaliação dos cenários futuros da inflação.

Assim, pode-se perceber que as linhas gerais do RMMI no Brasil estabelecidas pelo Decreto nº 3088 estão em sintonia com o princípio teórico da **tese da IBC** e com os princípios operacionais de **transparência** e **comprometimento com a estabilidade de preços** dos bancos centrais na condução da política monetária sob um regime de metas para a inflação anotados no Capítulo I dessa Monografia (ambos impactando na **credibilidade** da autoridade monetária).

Acrescenta-se ao maior esforço para o aumento da transparência e para a maior possibilidade de monitoramento do BCB pelos agentes a publicação das Atas das Reuniões do Comitê de Política Monetária (doravante COPOM) na semana seguinte de sua realização – e não mais em três meses (MODENESI, 2005).

Como dito anteriormente, coube ao CMN eleger um índice de preços de referência para o RMMI e estipular as metas de inflação para os anos posteriores. O Texto para Discussão nº 1, escrito por Bogdanski et al. (2000) e publicado pelo BCB, resume as medidas referentes a estes tópicos, tomadas pelo CMN no dia 30 de junho de 1999.

De acordo com esta publicação, o índice de preços escolhido foi o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística e as metas de inflação para os anos de 1999, 2000 e 2001 foram fixadas em 8% a.a., 6% a.a. e 4% a.a., respectivamente (através da Resolução 2.615 do CMN de 30/06/1999). O intervalo de tolerância foi definido em 2 pontos percentuais para mais ou para menos.

As escolhas realizadas pelo CMN de adotar uma medida cheia para a meta de inflação (IPCA) em detrimento da adoção de uma medida de núcleo, como é comum em outros países que adotaram o RMMI, e o estabelecimento do intervalo de tolerância supramencionado foram assim justificados por Bogdanski et al. (2000), no Texto para Discussão nº 1 do BCB:

“An important issue to discuss is the choice of the full inflation rate as reference for the target, and not some core inflation measure. Perhaps, the best technical procedure would have been to purge some items from the full index, exempting it from temporary and once-and-for-all shocks. Nevertheless, adopting a headline index was essential for credibility reasons, at least in the beginning of IT implementation. Unfortunately, Brazilian society has experienced several price index manipulations in a not so distant past, and so would be suspicious about any change related to suppressing items from the target index. Another related issue is the absence of escape clauses in the institutional arrangement. In the case the targets are breached, the Central Bank Governor will be required to issue an open letter addressed to the Minister of Finance explaining the underlying causes, the measures

to be adopted to ensure convergence to the targets and the time period required for these measures to have an effect. The combination of the use of headline inflation and the absence of escape clauses justifies the adoption of the relatively wide 2-percentage point tolerance interval around the central target, and certainly makes the announced targets much tighter than they may initially appear.” (p. 12-13)

Percebe-se nesta passagem, mais uma vez, uma clara sintonia com um dos princípios básicos do RMMI apresentados no capítulo anterior: a manutenção da **credibilidade** do banco central perante os agentes econômicos.

Cabe incluir nesta seção um *link* com o último princípio operacional apresentado no Capítulo I: **a regra de Taylor**. Uma estimação para a função de reação do BCB pode ser encontrada no artigo *Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility* (Texto para Discussão N° 77 do BCB) de Minella, Freitas, Goldfajn e Muinhos (2003).

O modelo proposto em tal trabalho tem como variável dependente a meta para a taxa Selic determinada pelo COPOM e como variáveis independentes: (i) a diferença entre as expectativas de inflação e a meta para a inflação, ambas para um período no futuro; (ii) o hiato do produto verificado no período passado; e (iii) a variação da taxa nominal de câmbio no período anterior. Os dados usados na estimação são mensais e abrangem o período de julho de 1999 até dezembro de 2002 (quando foram usadas as previsões para a inflação do BCB), e de janeiro de 2000 até dezembro de 2002 (quando foram utilizadas as previsões de inflação do mercado).

Os resultados alcançados mostraram-se condizentes com o esperado, no que se refere ao sinal dos coeficientes estimados. Somente o hiato do produto apresentou resultado diferente: mostrou-se negativamente relacionado à taxa Selic. Os autores atribuíram essa diferença aos impactos causados pelo racionamento de energia ocorrido no Brasil nos anos de 2001 e 2002. Para o entendimento satisfatório dos detalhes sobre os resultados e análise dos mesmos, recomenda-se consulta ao trabalho original.

A novidade deste modelo em relação às regras de Taylor tradicionais (que consideram somente o hiato do produto e um índice de preços como variáveis independentes) é a inclusão da taxa nominal de câmbio, visto que, historicamente no Brasil, os bens comercializáveis no exterior (insumos e/ou produtos finais) exercem grandes pressões sobre o nível geral de preços – **a inflação brasileira é fortemente influenciada pelo setor externo**. A contribuição da taxa de câmbio para o nível geral de preços da economia brasileira é calculada por Minella et al. (2003) – mesmo artigo citado acima: 38% e 46% da inflação nos anos de 2001 e 2002 foi determinada por esta variável, respectivamente. Araújo e Modenesi (2010) confirmam que a taxa de câmbio representa, a partir da implementação do Plano Real, a fonte de pressão inflacionária mais significativa no Brasil:

“Conforme as evidências apresentadas, a taxa de câmbio é, isoladamente, o componente mais relevante na determinação do IPCA, seguida pelo nível de atividade econômica e, finalmente, pelas condições de oferta. Esse resultado robustece um fato estilizado da economia brasileira pós plano real: a importância do câmbio na determinação dos preços.” (p. 17)

Por fim, mostra-se como Modenesi (2005) apresenta resumidamente a atuação do BCB desde a implantação do RMMI no Brasil:

“[...] o BCB deve assegurar o cumprimento de uma meta referente à taxa de variação do IPCA fixada pelo Conselho Monetário Nacional. Esse objetivo é alcançado, fundamentalmente, pela definição de uma meta para a taxa de juros Selic – que, por sua vez, é obtida por meio do chamado gerenciamento diário de liquidez – compatível com a meta de inflação.” (p. 364)

Desta forma, completa-se a apresentação da configuração do RMMI no Brasil: uma meta para o IPCA estipulada pelo CMN e divulgada dentro de prazos determinados deve ser perseguida pelo BCB através do gerenciamento diário de liquidez – garantindo a convergência da taxa Selic para o nível definido pelo COPOM –, conforme sistemática estabelecida pelo Decreto nº 3088.

II.2 – Desempenho do Regime Monetário de Metas de Inflação no Brasil (1999 - 2009)

Como ressaltado anteriormente, esta seção destina-se a trazer uma apresentação dos resultados obtidos pelo RMMI no Brasil no período de 1999 até 2009, priorizando enumerar as causas da inflação brasileira neste período e, para isso, divide-se em duas subseções: a subseção II.2.1 abrange o período 1999 – 2003 (“Descumprimentos”) e a subseção II.2.2 trata do período 2004 – 2009 (“Cumprimentos”). O período dos descumprimentos receberá maior ênfase, em vista aos problemas que ocasionou na economia brasileira e, levando em consideração os objetivos dessa Monografia, julgou-se mais apropriado proceder dessa maneira.

Antes de iniciar tal análise, porém, convém exibir uma pequena tabela de referência para as duas próximas subseções, contendo: (i) as metas propostas para a inflação; (ii) o intervalo de tolerância adotado; (iii) o IPCA efetivo verificado no período em questão; e (iv) a variação anual real do Produto Interno Bruto (PIB) para cada ano (Tabela I – na página seguinte).

Uma observação deve ser feita: as metas para os anos de 2003 e 2004 foram reajustadas pelo texto da Carta Aberta do Presidente do BCB ao Ministro da Fazenda (publicada em 21/01/2003) para **8,5%** e **5,5%** respectivamente, sem intervalos de tolerância. Além disso, a meta para 2003 – que originalmente foi estabelecida em 3,25%, com banda de 2 p.p. – já havia sido alterada pelo CMN, através da Resolução 2.972 (de 27/06/2002), e a meta para 2004 – que originalmente era

3,75%, com banda de 2,5 p.p. – foi mantida em 5,5% pela Resolução 3.108 (de 25/06/2003).

Tabela I

Ano	Meta (%)	Banda (p.p.)	IPCA (%)	PIB (% anual)
1999	8	2	8,94	0,25
2000	6	2	5,97	4,31
2001	4	2	7,67	1,31
2002	3,5	2	12,53	2,66
2003	4	2,5	9,30	1,15
2004	5,5	2,5	7,60	5,71
2005	4,5	2	5,69	3,16
2006	4,5	2	3,14	3,96
2007	4,5	2	4,46	6,09
2008	4,5	2	5,90	5,16
2009	4,5	2	4,31	-0,64

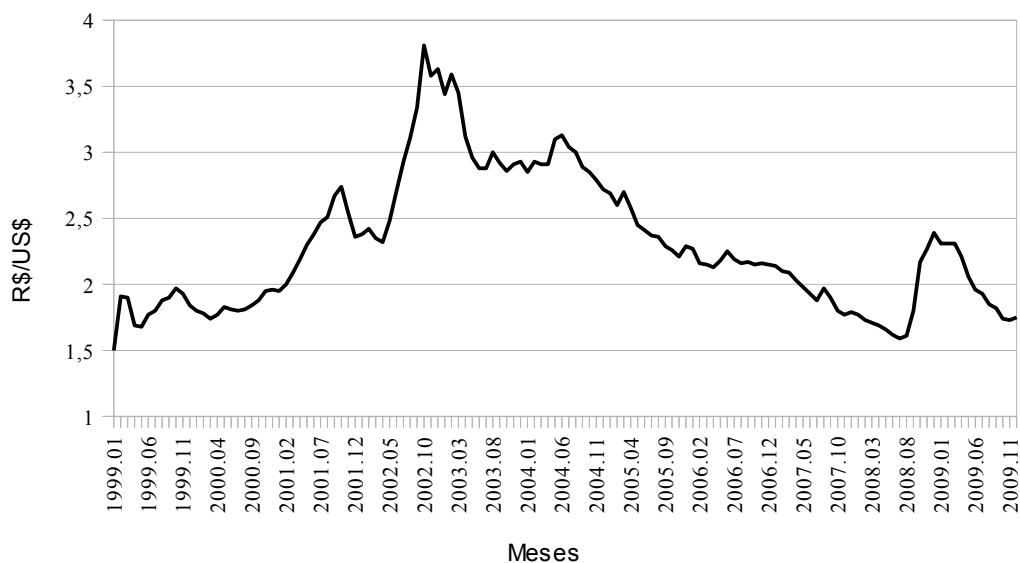
Fonte: Histórico de Metas para a Inflação em www.bcb.gov.br e IPEADATA (www.ipeadata.gov.br)

Também julga-se interessante apresentar um gráfico com as taxas nominais de câmbio (R\$/US\$ - mensais) durante o período analisado (Gráfico I), tendo em vista os impactos desta variável sobre os preços administrados (como será mostrado no final desse capítulo) e livres no Brasil, como apontado na subseção anterior:

Gráfico I

Taxa Nominal de Câmbio

1999 - 2009



Fonte: IPEADATA (www.ipeadata.gov.br)

II.2.1 – O Período de Descumprimento das Metas (1999 – 2003)

Antes de apresentar o desempenho do RMMI no Brasil no período 1999 – 2003 (objetivo desta subseção), cabe fazer uma observação: a inflação medida pelo IPCA permaneceu dentro dos intervalos estipulados pelo CMN nos anos de 1999 e 2000, como pode ser verificado na tabela acima. Estes dois anos estão incluídos no “Período dos Descumprimentos” apenas para efeito de simplificação da estruturação dessa Monografia.

Dito isto, ao considerar-se o ano inicial do RMMI no Brasil, o principal determinante da inflação verificada foi a desvalorização do câmbio ocorrida logo após o abandono do regime de metas cambiais. A taxa de câmbio (R\$/US\$) saltou de 1,20 em janeiro de 1999 para um pico de 2,16 em março do mesmo ano (MODENESI, 2005). Após atingir este máximo, a taxa de câmbio recuou e permaneceu entre 1,60 e 2,00 até o fim de 1999.

O receio de que as variações bruscas do câmbio no começo do ano de 1999 atingissem o IPCA através dos preços dos bens comercializáveis fez com que o COPOM fixasse a meta para a taxa Selic em 45% a.a., com viés de baixa. Com a taxa de câmbio caindo, o viés foi acionado e a meta para a Selic reduzida, mantendo-se o mesmo viés. Esse procedimento foi repetido até a 36ª Reunião do COPOM, em 23/06/1999, como pode ser verificado no Histórico das Reuniões do COPOM (<http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>).

Até o fim de 1999, o COPOM, em suas reuniões, procedeu abaixando a meta para a taxa Selic e o ano terminou com tal taxa no patamar de 19% a.a. A conjunção da política monetária restritiva e o baixo repasse das variações da taxa de câmbio para os preços internos fez com que o IPCA verificado em 1999 se situasse dentro da meta proposta para o mesmo ano (MODENESI, 2005).

Os Relatórios de Inflação de Junho, Setembro e Dezembro de 1999 publicados pelo BCB apontam ainda alguns determinantes menos relevantes da inflação verificada. Todos agiram pelo lado da **oferta agregada**, como pode confirmar-se no seguinte trecho, do Relatório de Inflação de Dezembro de 1999:

“A demanda agregada continua recuperando-se lentamente e não se constitui, no médio prazo, em fator de pressão sobre o nível de preços. Contudo, no último trimestre do ano, a economia sofreu choques negativos de oferta [...]” (p. 90)

Os choques citados causaram, principalmente, aumento do preço do etanol e aumento no preço dos produtos agropecuários, com intensidade maior do que a esperada pelo BCB.

Curiosamente, apesar de registrar-se um crescimento real do PIB de apenas 0,25% no ano de

1999, o BCB considerou – em seu Relatório de Inflação de Março de 2000 – que: “A divulgação do PIB de 1999 confirmou que, face aos choques sofridos pelo País no ano passado, o desempenho da economia brasileira foi bastante satisfatório” (p. 86). O baixo crescimento do PIB no ano em questão pode ser, em parte, atribuído à alta taxa básica de juros praticada naquele ano. Porém, este é um assunto a ser discutido no Capítulo III dessa Monografia.

A meta para a inflação proposta para o ano de 2000 (6%) foi alcançada: o IPCA registrou aumento de 5,97% nos preços frente ao ano anterior. Este resultado foi alcançado graças a **baixa volatilidade da taxa de câmbio** verificada ao longo do ano 2000. Com uma queda geral na pressão inflacionária sobre os preços ao atacado e ao consumidor, o COPOM continuou realizando, a partir do segundo semestre, cortes na meta para a taxa Selic – que fechou o ano em 15,75% (MODENESI, 2005).

O resultado do PIB foi mais satisfatório, em comparação com 1999, tendo o ano de 2000 apresentado um crescimento real de 4,31%. Como mostram Bresser-Pereira e Gomes (2007):

“O ano de 2000 foi mais favorável para a economia brasileira, apesar das preocupações relativas a fatores externos. Como consequência, a meta [para a inflação] de 6% foi alcançada com sucesso, embora tenha havido um contínuo realinhamento dos preços monitorados pelo governo e algum crescimento econômico. Tal expansão deveu-se à melhora da confiança dos consumidores e das empresas e à expansão do crédito. Esta última tornou-se possível com a queda na tributação do crédito familiar e reduções nas taxas de empréstimos e spreads bancários.” (p. 30)

O realinhamento contínuo dos preços administrados pelo governo ao qual se referem Bresser-Pereira e Gomes (2007) é confirmado pelo Relatório de Inflação do BCB de Dezembro de 2000: “A variação dos preços ao consumidor em 2000 mostra comportamentos distintos para duas categorias de produtos: os preços administrados subiram em média 12%, enquanto os preços determinados em mercado apuraram inflação próxima de 4%” (p. 90). As razões apontadas pelos dois autores para o crescimento satisfatório do PIB no ano de 2000 encontram respaldo no mesmo relatório:

“O crescimento observado desde o quarto trimestre de 1999 [...] pode ser associado aos seguintes fatores: (i) expansão do volume de crédito, em particular ao consumo, em decorrência da queda das taxas de juros médias ao tomador; do alongamento dos prazos e da redução da inadimplência; (ii) expansão das exportações líquidas, em especial de manufaturados; (iii) melhora do estado de expectativas da economia, com impacto sobre os investimentos em bens de capital e a confiança dos consumidores; e (iv) recuperação dos preços agrícolas domésticos, estimulando a demanda por bens de capital e matérias-primas para a agricultura.” (pp. 92-93)

O Relatório de Inflação do BCB referente ao mês de Setembro de 2000, destaca os fatores

(compensados pela estabilidade da taxa de câmbio, como visto anteriormente) que mais contribuíram para a inflação até aquele momento do referido ano:

“[...] a ocorrência de secas e geadas aumentou a inflação por duas vias: diretamente, pela acentuada elevação do preço dos alimentos, inclusive pela antecipação dos efeitos da entressafra de alguns produtos como carne e leite; e indiretamente, pelo aumento do preço do álcool combustível causado pela quebra da safra da cana-de-açúcar. No caso do álcool, que entra na composição da gasolina, seu aumento acarretou elevação adicional do preço da gasolina ao consumidor.” (p. 77)

Três meses depois, o Relatório de Inflação de Dezembro de 2000 afirma que a demanda agregada crescia impulsionada pelo aumento das exportações de manufaturados e pelo crescimento do consumo de bens duráveis. Porém, “esse processo de crescimento ocorre de forma equilibrada, **sem ensejar pressões inflacionárias detectáveis**, com o consumo privado gradualmente ocupando o espaço aberto pela redução dos gastos governamentais [resultado do ajuste fiscal que vinha sendo feito]” (p. 93, grifo meu). Desta forma, percebe-se claramente, mais uma vez, que os determinantes principais da inflação agiam do lado da **oferta agregada**.

A situação do RMMI no Brasil complicou-se no ano de 2001. Como pode ser observado na Tabela I, a inflação medida pelo IPCA (7,67%) ultrapassou o limite superior da meta inflacionária proposta para o ano (4% + 2 p.p. = 6%), situando-se fora do intervalo de tolerância.

Como mostra Barbosa-Filho (2006), o ano em questão caracterizou-se por diversas dificuldades impostas ao bom desempenho econômico brasileiro:

“[...] in 2001, Brazil was hit by two major shocks that made the 6.0% inflation target unfeasible. First, because of an unexpected drought, there was a shortage in the supply of electricity from hydro-electric plants during 2001 and, since most of Brazil electrical power comes from such a source, the adverse energy shock pushed inflation upwards. Second and most important, the 2001 currency crisis in Argentina resulted in capital flight from and exchange-rate depreciation in Brazil, pushing the domestic price of tradable goods up.” (p. 6)

Modenesi (2005) enumera mais dois choques: (i) a maior volatilidade do preço do petróleo; e (ii) a desaceleração da economia mundial (que deprimiu o comércio internacional) – aprofundada pelos impactos do atentado terrorista de 11 de Setembro nos EUA.

Este cenário complicado causou uma fuga de capitais estrangeiros do Brasil e, conseqüentemente, a taxa de câmbio (que manteve-se estável em 2000) elevou-se ao longo do ano de 2001, como pode ser verificado no Gráfico I. Em resposta à essa situação, o COPOM viu-se forçado a iniciar uma elevação da meta para a taxa Selic – o que não era feito desde a elevação para 45%, ainda em 1999.

A desvalorização cambial apontada acima trouxe impactos negativos para os preços internos

no Brasil, elevando o IPCA. Bresser-Pereira e Gomes (2007, p. 31) ratificam essa hipótese: “Esse aumento do IPCA **não foi resultado de excesso de demanda**, mas, diretamente, do repasse da taxa de câmbio para os preços e, indiretamente, dos preços administrados” (Grifo meu). Como apontado na primeira seção deste capítulo, Minella et al. (2003) estimaram que a inflação brasileira no ano de 2001 foi determinada em 38% pelo repasse da desvalorização cambial aos preços. Novamente, percebe-se no ano de 2001, as pressões inflacionárias **agindo pelo lado da oferta agregada** no Brasil.

Com a meta para a inflação não cumprida em 2001, o então presidente do BCB – Armínio Fraga – seguiu o procedimento determinado no Decreto nº 3088 e enviou uma Carta Aberta em 16 de Janeiro de 2002 ao Ministro da Fazenda – Pedro Malan. Essa carta exhibe uma síntese dos determinantes da inflação no ano de 2001, assim como mostra resumidamente as decisões tomadas pelo COPOM no mesmo ano e as previsões do BCB relativas ao horizonte temporal suficiente para que suas medidas surtisserem efeito, além de previsões para a inflação dos anos seguintes.

Em relação aos determinantes da inflação em 2001, a Carta Aberta publicada em Janeiro de 2002 aponta os mesmos fatores citados anteriormente:

“A inflação encerrou o ano acima da meta estabelecida em razão dos choques externos e internos que atingiram a economia brasileira em 2001. No âmbito externo, a desaceleração da economia mundial, o contágio proveniente da crise argentina e os ataques terroristas nos Estados Unidos produziram forte pressão de depreciação do real em 2001. Em outubro, a cotação do real atingiu o pico de R\$ 2,84 por dólar, acumulando uma depreciação de 42,6%. [...] Essa depreciação do real pressionou significativamente os preços internos. [...] No âmbito interno, destaca-se o crescimento acentuado dos preços administrados por contrato, principalmente das tarifas de energia elétrica. A inflação desses preços atingiu 10,4%, valor superior ao da inflação dos preços livres de 6,5% e da inflação do IPCA de 7,7%.” (tópicos 3 e 4)

Os dados referentes ao repasse da depreciação do Real para os preços internos apresentados na Carta são os mesmos encontrados em Minella et al. (2003), exibidos brevemente na primeira seção deste capítulo.

É mostrada ainda a reação do BCB frente ao aumento dos preços verificado ao longo de 2001: “... o Copom promoveu quatro novas elevações na taxa de juros básica, que passou de 15,75% em março para 19,00% em julho e manteve inalterada a taxa Selic até o final do ano” (Carta Aberta de 2002, tópico 16). Argumenta-se na mesma Carta que o BCB julgou que elevar mais ainda a meta para a taxa Selic acarretaria em custos – entenda-se retração da atividade econômica – muito elevados. Desta forma, o BCB reconhecia que a inflação iria ultrapassar o “teto” da meta e, assim, formalizava seu abandono – já na 62ª Reunião do COPOM, em agosto de 2001, como mostra Modenesi (2005). A Carta Aberta de 2002 retoma esse assunto:

“Em virtude da intensidade e da abrangência do conjunto de choques que atingiram a economia brasileira, o custo - em termos de redução do nível de atividade econômica - de se evitar que os impactos diretos aumentassem a inflação em 2001 para acima do intervalo de tolerância da meta teria sido significativamente maior. Um esforço da política monetária para manter a inflação dentro da meta em 2001 poderia ter levado a inflação a situar-se consideravelmente abaixo da meta em 2002, dadas as defasagens existentes no canal de transmissão da política monetária.” (Tópico 19)

A Carta Aberta de 2002 encerra-se com uma previsão otimista para a inflação por parte do BCB: “Na medida em que não se vislumbra a repetição dos choques na magnitude observada no ano passado, a tendência da inflação é declinante. As projeções geradas pelas várias especificações do modelo estrutural apontam para a convergência da inflação à trajetória de suas metas.” (tópico 28). Como será visto na análise do ano de 2002, não foi esse o comportamento apresentado pelos preços no Brasil.

O crescimento real do PIB no ano de 2001 foi insatisfatório, como mostra a Tabela I: apenas 1,31%. Esse número encontra-se abaixo da média mundial para o ano, de 2,3%; e é ainda mais desfavorável se comparado com o crescimento dos países em desenvolvimento: 3,7% (Dados do Fundo Monetário Internacional: www.imf.org).

O desvio da inflação apurada pelo IPCA em 2002 em relação as metas propostas para o ano foi ainda maior do que em 2001. Como pode ser observado na Tabela I, o IPCA registrou um aumento do nível geral de preços de 12,53% em 2002, quando o limite superior da meta era de 5,5%.

Barbosa-Filho (2006) apresenta resumidamente o principal determinante da inflação apurada no ano de 2002:

“The macroeconomic turmoil of 2001 was followed by more instability in 2002, this time because of the Brazilian political cycle and the speculative international capital flows associated with it. More specifically, in 2002 Brazil had its presidential election and the looming victory of a leftist candidate, Lula, resulted in massive capital outflows and an unprecedented cut in Brazil’s access to foreign lines of credit. The exchange-rate shot up as a result of such a move, reaching its highest level in real terms since the debt crisis of the early 1980s. The Brazilian inflation rate followed soon after and reached double-digit levels at the end of 2002.” (pp. 6-7)

É possível perceber nesta passagem que, mais uma vez, a **depreciação do Real** – evidenciada no Gráfico I – foi o determinante fundamental do processo inflacionário no Brasil. Porém, em 2002, a depreciação foi causada pelo comportamento “defensivo” dos investidores internacionais frente à cenários surgidos na economia brasileira: as **incertezas** geradas pela eleição de um Presidente de esquerda (Luiz Inácio Lula da Silva). Andrade e Kohlscheen (2010) ratificam essa hipótese, descrevendo a tomada de decisões dos credores internacionais frente à mudanças no

cenário político de países com democracias recém-consolidadas:

“Particularly in young democracies, political factors can dominate economic scenarios during election times. If political preferences of parties and leaders are not common knowledge, expectations of market participants may diverge. In particular, foreign investors may be prone to forming excessively pessimistic expectations when faced with uncertain political preferences. To the extent that short-term capital inflows finance a large portion of local long term investment projects, these pessimistic expectations may become self-fulfilling and precipitate a financial crisis. [...] relative to locally-owned institutions, foreign-owned institutions became excessively pessimistic ahead of the 2002 presidential elections. Foreign pessimism led to larger forecast errors. Consistent with the emergence of foreign pessimism, foreign investors heavily sold Brazilian equity and Brazilian currency ahead of the elections, likely contributing to the sharp depreciation of equity and currency values in that period.” (p. 18)

O mecanismo explicado na citação acima, causador da inflação de 2002, é de fácil compreensão: como os planos de Lula para a economia não eram plenamente conhecidos pelo mercado, os capitais estrangeiros foram massivamente retirados do Brasil e a disponibilidade de crédito internacional para o País diminuiu significativamente. O resultado foi a enorme desvalorização do Real – que pode ser verificada no Gráfico I –, repassada para os preços internos. Como visto anteriormente, Minella et al. (2003) apontam que 46% da inflação no Brasil em 2002 foi resultante do repasse da desvalorização cambial.

Desta forma, descumprida a meta para a inflação, Henrique Meirelles escreveu em 21 de Janeiro de 2003 uma Carta Aberta endereçada a Antonio Palocci (respectivamente, Presidente do BCB e Ministro da Fazenda apontados por Lula no início de seu mandato, em 2003).

Em tal carta, são enumeradas as principais causas do descumprimento da meta ocorrido no ano de 2002:

“O ano de 2002 foi caracterizado por uma conjugação perversa de uma severa crise de confiança na evolução da economia brasileira e um forte aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais. Esses fatores se refletiram em turbulências no mercado financeiro doméstico, em dificuldades na administração da dívida pública e em quedas bruscas no financiamento externo do país, com consequências negativas sobre a inflação e o nível de atividade na economia. [...] As dificuldades enfrentadas pelo País se refletiram principalmente sobre a taxa de câmbio e as expectativas de inflação. A depreciação acentuada da taxa de câmbio e a deterioração das expectativas de inflação tiveram fortes impactos sobre a inflação, levando ao descumprimento da meta de inflação para o ano de 2002. [...] Neste sentido, o não cumprimento da meta em 2002 pode ser atribuído a três fatores: i) forte depreciação cambial; ii) evolução dos preços administrados por contrato e monitorados; e iii) deterioração das expectativas para a inflação.” (Tópicos 3, 8 e 9)

Confirmam-se, nesse trecho, os determinantes diretos da inflação de 2002 apontados anteriormente por Barbosa-Filho (2006).

Porém, o ponto mais importante da Carta Aberta divulgada em Janeiro de 2003 é outro.

Nessa carta, as metas para o ano de 2003 – que já havia sido alterada em Junho de 2002 – e de 2004 são **reajustadas para 8,5% e 5,5%**, respectivamente – como dito no começo dessa seção. Tal medida foi tomada numa tentativa de restabelecer a credibilidade do BCB frente aos agentes econômicos, que foi prejudicada pelo descumprimento da meta de inflação em 2002. Na verdade, o reajuste foi uma proposta do BCB, e não uma medida tomada pelo CMN – órgão responsável por estabelecer as metas para a inflação.

Além do reajuste das metas, a Carta Aberta em questão contém a previsão do BCB para que a inflação retorne aos intervalos de tolerância:

“A decisão de perseguir uma trajetória de inflação com base nestas metas ajustadas leva em conta que a política monetária será capaz de fazer com que a inflação convirja para o intervalo de tolerância da meta em dois anos. Outras trajetórias com quedas de inflação mais acentuadas implicam perdas expressivas do crescimento do produto.” (Tópico 33)

Vale mencionar que o crescimento real do PIB continuou muito baixo: de acordo com a Tabela I, o produto cresceu apenas 2,66% em 2002 e 1,15% em 2003, apesar do interesse dispensado pelo BCB a este assunto, como pode ser percebido na passagem acima.

Modenesi (2005) aponta que as expectativas do BCB – parte fundamental de seu modelo estrutural para a determinação da meta para a taxa Selic – foram frustradas diversas vezes ao longo de 2002, o que levou a instituição a tomar uma série de medidas equivocadas frente às mudanças conjunturais daquele ano. Além disso, o autor mostra que, como a meta de inflação para 2002 foi formalmente abandonada na reunião do COPOM de julho do mesmo ano, a meta para a taxa Selic foi indevidamente reduzida para 18% a.a. Somente mais tarde, o COPOM promoveu aumentos na meta para a Selic, que fechou o ano em 25% a.a. Assim, percebe-se que, mesmo diante de um cenário muito desfavorável, a taxa básica de juros brasileira sofreu cortes em 2002.

Com Lula assumindo o poder em Janeiro de 2003, a política econômica do Brasil para o curto prazo foi focada em acalmar o mercado. Neste sentido, a nomeação de Henrique Meirelles (conhecido no mercado financeiro, com grande prestígio internacional, tendo sido CEO do BankBoston) para a Presidência do BCB foi um fator importante. O COPOM, então, frente ao descumprimento das metas inflacionárias em 2001 e 2002 e visando sinalizar ao mercado que a economia brasileira voltaria às condições “normais”, elevou a meta para a taxa Selic, em Janeiro de 2003 para 25,5%.

Como mostram Bevilaqua et al. (2007), o aperto monetário começado no final de 2002 continuou: *“Monetary tightening continued until February 2003, with a cumulative 550 basis points increase in the basic interest rate, which peaked at 26,5% pa, complemented by an increase*

in the reserve requirements of commercial banks” (p. 6).

No entanto, de acordo com Bevilaqua et al. (2007), as expectativas para a inflação só pioravam no Brasil. Tal quadro só foi revertido quando o COPOM manteve a meta para a taxa Selic em 26,5% até Junho de 2003, contrariando o apelo público para redução. A partir daí, as expectativas para a inflação melhoraram, abrindo espaço para os cortes na meta para a taxa Selic, que terminou 2003 em 16,5% a.a.

Ao analisar a evolução da taxa de câmbio, percebe-se um movimento de apreciação do Real ao longo de 2003 em consequência da alta taxa básica de juros – que atraiu capital estrangeiro – e de melhora da confiança internacional na economia brasileira. Desta forma, o repasse cambial atuou no sentido de arrefecer o aumento dos preços internos.

A alta taxa de inflação verificada em 2003, então, foi uma “extensão” da inflação do ano anterior. De fato, a maior parte da inflação em 2003 (63,7%) pode ser creditada ao fenômeno da **inércia inflacionária** (MODENESI, 2005). Como mostram Arestis et al. (2009), comprovando esta observação: “A elevada inflação em 2003 ocorreu, em grande parte, pelo efeito inércia da elevada inflação de 2002, apesar da manutenção da política econômica conservadora de altas taxas de juros implementadas no início do governo Lula da Silva” (p. 11). O ano de 2003 terminou, então, com o IPCA registrando um aumento no nível geral de preços de 9,3% frente à uma meta (ajustada – proposta pelo BCB) de 8,5% para a inflação, como exibido na Tabela I.

Diante deste resultado, uma nova Carta Aberta foi enviada por Henrique Meirelles, em 19 de Fevereiro de 2004, a Antonio Palloci. Uma das primeiras preocupações expostas nesta carta é afirmar que as previsões do BCB para 2003 foram quase alcançadas. Em seguida, revela-se a principal causa da inflação em tal ano:

“O resultado do primeiro trimestre pode ser atribuído, principalmente, a um aumento temporário do grau de persistência inflacionária durante aquele período, retroalimentado pela deterioração das expectativas que vinha sendo observada desde o quarto trimestre de 2002.” (Tópico 6)

Confirma-se, assim, que a inércia trazida de 2002 impulsionou a inflação em 2003. A decomposição do IPCA apresentada na Carta Aberta de 2004 aponta para uma participação de **63,7% da inércia inflacionária**, 18,4% das expectativas, -11,9% do repasse cambial, 12% de inflação de preços livres (excluindo repasse cambial, inércia e expectativas) e 17,8% de inflação de preços administrados (excluindo inércia e repasse cambial). Na mesma carta, aborda-se, também, a deterioração das expectativas no primeiro semestre de 2003 e reversão deste quadro a partir de Junho.

II.2.2 – O Período de Cumprimento das Metas (2004 – 2009)

Como previsto pelo BCB nas Cartas Abertas publicadas em virtude dos descumprimentos das metas inflacionárias, a inflação apurada no Brasil convergiu para o intervalo de tolerância em 2004. O IPCA registrou uma variação do nível geral de preços de 7,6%, quando o centro da meta ajustada para o ano em questão era de 5,5% (com tolerância de 2,5 p.p. para mais ou para menos). Arestis et al. (2009) apontam os **reajustes de preços administrados** como o determinante fundamental deste resultado:

“Em 2004, o IPCA ficou em 7,6%, apenas 0,4% abaixo do limite máximo da meta inflacionária (8,0%). A alta dos preços administrados (principalmente gasolina, planos de saúde e tarifas de telefone fixo e de eletricidade) no mesmo ano atingiu 10,2%, representando 29% da mudança no IPCA” (p. 12).

Nos dois anos seguintes, a inflação verificada situou-se dentro dos intervalos propostos, tendo terminado o ano de 2006 abaixo do centro da meta, de acordo com os dados expostos na Tabela I. O resultado excepcional de 2006, conforme o Relatório de Inflação de Dezembro de 2007, foi alcançado, principalmente, graças ao comportamento favorável dos preços dos alimentos: “[...] o comportamento benigno da inflação [em 2006] em muito foi favorecido pela trajetória excepcionalmente favorável dos preços dos alimentos” (p. 90).

O crescimento do PIB no período 2004 – 2006, à exceção de 2004, foi baixo. Para relativizar tal dado e comprovar esta observação, basta compará-lo (vide Tabela I) com o crescimento médio dos países em desenvolvimento – 7,5% em 2004; 7,3% em 2005; e 8,2% em 2006, de acordo com dados do Fundo Monetário Internacional, disponíveis em www.imf.org.

Em suma, o desempenho satisfatório do RMMI nos anos em questão pode ser creditado, principalmente, ao cenário econômico internacional favorável. Como é mostrado por Barbosa-Filho (2006), o cumprimento das metas inflacionárias no período 2004 – 2006 estava relacionado à apreciação da moeda brasileira, que começara em 2003:

“After the failure in 2001-03, the Brazilian inflation target regime started to perform well again in 2004-06. Most of this success can be credited to the exchange-rate appreciation during these three years, which in its turn resulted from both the high domestic interest rates of Brazil and the favorable international trade and financial conditions in the rest of the world. More specifically, on the one hand the BCB continued to practice high real interest rates in 2004-06 and this resulted in a gradual appreciation of the Brazilian exchange-rate, in nominal and in real terms [...]. On the other hand, the exchange-rate appreciation of 2004-06 was also driven by the boom in Brazilian exports, pulled by the rise in the world demand for commodities, which in their turn increased the country's trade and current-account surpluses.” (pp. 7-8)

Os anos subsequentes (2007 – 2009) devem ser analisados tendo-se em mente os efeitos da crise financeira internacional que eclodiu em junho de 2007, chegando a sua pior fase no segundo semestre de 2008. Em 2007, o centro da meta de inflação (4,5%) foi alcançado com sucesso pelo BCB, com o IPCA registrando 4,46%, como pode ser visto na Tabela I. Pode-se creditar tal feito à taxa de câmbio ainda em trajetória de queda (esta trajetória foi rapidamente revertida em meados de 2008, como será mostrado a seguir). O resultado para o PIB foi o maior no período analisado (6,09%), refletindo ainda o próspero período de crescimento da economia mundial supramencionado.

Este cenário começou a mudar em meados de 2008, quando a crise financeira internacional se encaminhava para a sua fase mais dura, marcada pela falência do banco de investimentos norte-americano Lehman Brothers, em setembro do mesmo ano. Como mostram Mesquita e Torós (2010):

“O aquecimento da economia levou, por um lado, à deterioração do saldo em conta corrente, que saiu de um superávit de 1,1% do PIB em junho de 2007 para um déficit de 1,4% em junho de 2008 e, por outro, à elevação da inflação, de 3,7% para 6,1%, em termos de variação acumulada em doze meses, no mesmo intervalo – as expectativas de inflação doze meses à frente, por sua vez, se deslocaram de 3,5% em junho de 2007 para 5,3% em junho de 2008, acima, portanto, do valor central da meta (4,5%).” (p. 6 – Grifo meu)

O Relatório de Inflação de Dezembro de 2008, publicado pelo BCB acrescenta a importância da elevação do preço das commodities – resultante da desenfreada especulação financeira antes do auge da crise – para a inflação: “A forte alta do preço do petróleo e de outras commodities no primeiro semestre pressionou os índices de preços” (p. 120). Com efeito, antes da fase dura da crise, o preço do barril de petróleo atingiu máximos históricos, tendo, em seguida, caído para US\$40. O preço das commodities entrou em queda acentuada em Agosto de 2008; este movimento foi imediatamente acompanhado por uma **rápida desvalorização do Real**, como mostra o mesmo relatório.

Desta forma, entende-se o resultado insatisfatório para a inflação no ano em questão – porém ainda dentro do intervalo de tolerância: o IPCA apontou variação do nível geral de preços de 5,9%. O PIB começou a desacelerar, perdendo o curto “fôlego” tomado em 2007: a variação real desta variável ao final do ano de 2008 foi de 5,16%.

Apesar da inflação relativamente alta em 2008, a Política Monetária no Brasil, a partir do início de 2009, foi guiada de forma a promover o aquecimento da economia, que começou a sofrer com a fase dura da crise financeira internacional no trimestre final de 2008: o COPOM promoveu reduções na meta para a taxa Selic a partir da sua 140ª Reunião (em 21/01/2009). A meta antes desta reunião era de 13,75% a.a.

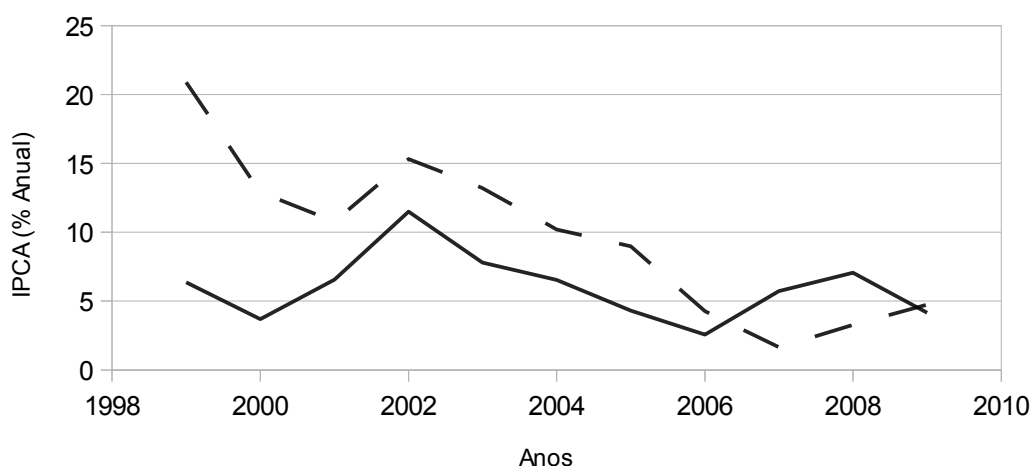
As reduções na meta para a taxa Selic foram praticadas ao longo de 2009, tendo esta fechado o ano em 8,75% a.a – ao passo que a tendência nos países desenvolvidos foi a prática de taxas de juros próximas a zero. O IPCA, nesse ano, registrou 4,31%, bastante próximo do centro da meta. O PIB brasileiro sofreu uma recessão, registrando variação real de -0,64%, já evidenciando os impactos reais da crise internacional, conforme mostrado na Tabela I.

É importante analisar a evolução dos preços livres e dos preços administrados medidos pelo IPCA, dada a relevância que os últimos apresentaram no processo inflacionário brasileiro (Gráfico II):

Gráfico II

IPCA

Preços Livres (Linha Contínua) e Administrados (Linha Tracejada) - Var. Anual



Fonte: IPEADATA (www.ipeadata.gov.br)

Analisando o Gráfico II, não é difícil confirmar o que foi exposto até agora: os preços administrados aumentaram mais intensamente do que os preços livres, no período de 1999 – 2005. Este foi, como visto, um importante determinante da inflação no período estudado.

Os preços administrados são determinados por algum órgão público e, desta forma, independem da interação entre oferta e demanda. Assim, não respondem às reduções da demanda agregada geradas pelo BCB quando a meta para a taxa Selic é aumentada – os preços administrados são **imunes a variações na taxa básica de juros**, ao passo que correspondem a cerca de 30% do IPCA (MODENESI, 2005). De acordo com Figueiredo e Ferreira (2002), os principais são:

“[...] impostos e taxas (IPVA, IPTU e taxa de água e esgoto), serviços de utilidade pública

cuja tarifas são reguladas ou autorizadas pelo poder público por meio de agências reguladoras ou fiscalizadoras (telefonia, energia elétrica, planos de saúde, pedágio), [...] e itens cujos preços podem ser considerados virtualmente livres (álcool, empregado doméstico e passagens aéreas).” (p. 5)

Durante todo o período dos Descumprimentos, os preços administrados cresceram a taxas maiores do que os preços livres. Este movimento foi revertido ao longo do período 2006 – 2007 (período em que o RMMI apresentou melhores resultados no Brasil), como pode ser observado no Gráfico II.

Os momentos de maior desvalorização do Real correspondem aos momentos em que a inflação dos preços administrados foi mais elevada (vide Gráficos I e II) e, conseqüentemente, aos anos de Descumprimento das metas inflacionárias. Isto ocorreu porque os preços administrados são reajustados com base no Índice Geral de Preços (IGP), que contém grande participação de bens importados – afetados pela variação cambial.

Resumidamente, pode-se perceber a seguinte seqüência: diante de uma desvalorização cambial, os índices gerais de preços elevam-se mais intensamente do que os preços ao consumidor; sendo assim, no período seguinte, os preços administrados sofrem grandes reajustes e passam a exercer forte pressão inflacionária. Os preços livres, logicamente, também são afetados pela desvalorização cambial, conforme mostrado no início desse capítulo: os repasses da variação cambial aos preços são muito altos no Brasil.

Chega-se, assim, ao fim do Capítulo II dessa Monografia. Foi conduzida uma análise descritiva dos resultados do RMMI no Brasil durante o período 1999 – 2009, bem como mostrou-se os principais determinantes da inflação verificada nesse período. O objetivo do capítulo seguinte é mostrar brevemente a teoria monetária em consonância com as ideias pós-keynesianas e, a partir do apresentado, olhar criticamente para o RMMI no Brasil durante o período de análise.

CAPÍTULO III – UMA BREVE ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO À LUZ DA TEORIA PÓS-KEYNESIANA

Introdução

O presente capítulo é dividido em três seções. Na primeira seção, objetiva-se apresentar brevemente as diferentes causas do fenômeno inflacionário e, assim, confrontar a visão heterodoxa (ênfase na corrente pós-keynesiana) com a visão ortodoxa, já apresentada no Capítulo I dessa Monografia. A segunda seção tem como objetivo expor críticas pós-keynesianas ao RMMI (englobando aspectos teóricos, operacionais e evidências empíricas). Por fim, na terceira seção, objetiva-se realizar uma análise do caso brasileiro à luz da teoria pós-keynesiana.

III.1 – Duas Importantes Concepções Pós-Keynesianas: A Não-neutralidade da Moeda e as Diferentes Causas da Inflação

Os dois temas dessa seção são de fundamental importância para o entendimento das críticas pós-keynesianas ao Regime Monetário de Metas de Inflação, que serão realizadas posteriormente. Desta forma, procede-se ao primeiro tema: será mostrada aqui uma diferença fundamental entre o pensamento Pós-keynesiano e o Novo-Clássico, no que se refere ao estudo da política monetária (a saber, a não-neutralidade da moeda no longo prazo). As demais divergências entre estas duas escolas de pensamento têm menos relevância para os objetivos dessa Monografia. Carvalho (2005) fornece um excelente resumo dos pontos principais da teoria monetária pós-keynesiana, tornando-se leitura fundamental para a compreensão total do assunto.

Uma das conclusões mais relevantes do modelo Novo-Clássico para a política monetária é a neutralidade da moeda no longo prazo, como mostrado no Capítulo I. Ou seja, dados os principais pressupostos do modelo – a existência de uma taxa natural de desemprego, a formulação de expectativas racionais por parte dos agentes econômicos, as hipóteses sobre a oferta agregada e o equilíbrio contínuo dos mercados –, os autores novos-clássicos chegaram à conclusão de que a moeda não afeta as variáveis reais da economia no longo prazo.

O pensamento pós-keynesiano – que tem, atualmente, como principais autores: Paul Davidson, Hyman Minsky, Philip Arestis, Malcolm Sawyer, Sidney Weintraub, Randall Wray, Jan Kregel, entre outros – apresenta uma formulação completamente distinta. Para esta escola, **a moeda não é neutra**. Nas palavras de Carvalho (2005):

“O traço distintivo mais importante da teoria monetária de Keynes, e da visão de política monetária que dela se segue, é certamente o suposto de não-neutralidade da moeda, isto é,

o postulado de que a política monetária exerce um impacto real e duradouro sobre a economia. Parte da ortodoxia, na verdade, aceita a não-neutralidade da moeda, desde que confinada ao curto prazo. Reconhecendo na moeda apenas a sua função de meio de pagamento, a teoria econômica convencional tende a encarar política monetária como consistindo apenas na variação do estoque de meios de pagamento.” (p. 324)

Ou seja, para os pós-keynesianos, a moeda afeta variáveis reais da economia (como produto e emprego) **de forma permanente**; e não somente no curto prazo, como postulado pela ortodoxia.

Após esta breve apresentação da diferença essencial da teoria monetária pós-keynesiana em relação ao Monetarismo tipo II – que será retomada na próxima seção –, procede-se à exposição das diferentes considerações heterodoxas e ortodoxas acerca das causas da inflação.

Vernengo (2006b) trabalhou neste sentido, e propôs uma taxonomia das diferentes escolas de pensamento considerando dois conjuntos de fatores: (i) oferta de moeda endógena ou exógena; e (ii) inflação “empurrada” pelos custos (oferta) ou inflação “puxada” pela oferta. Combinando estas quatro possibilidades, o autor chegou aos seguintes quadrantes: (a) inflação de demanda com oferta exógena de moeda, (b) inflação de demanda com oferta endógena de moeda, (c) inflação de custos com oferta exógena de moeda e (d) inflação de custos com oferta endógena de moeda.

Dados os objetivos dessa Monografia, somente serão reproduzidas aqui as classificações da escola Novo-Clássica e da corrente pós-keynesiana: a primeira foi colocada no quadrante (b) e a segunda foi situada no quadrante (d).

A conclusão de Vernengo (2006b) mostra que a dicotomia “oferta de moeda (endógena ou exógena)” não é importante nessa taxonomia, pois o que separa essencialmente a heterodoxia da ortodoxia são as suas considerações sobre as causas da inflação (custos ou demanda):

*“This suggests that the most important dichotomy is the one associated with the **demand-pull versus cost-push divide**. This result seems to emphasize that the main distinction between conventional wisdom and all unorthodox views of inflation depends on whether some extraneous element forces inflation into a system that would otherwise work perfectly, generally in the form of governments’ excessive money printing, or if social conflicts and structural limitations are ultimately resolved by inflation, typically by allowing costs to increase.” (p. 486, grifo meu)*

Vernengo (2006b), então, completa seu raciocínio com uma passagem que respalda boa parte do que foi exposto no Capítulo I dessa Monografia (em especial, a conclusão novo-clássica da existência de um viés inflacionário que os governantes seriam tentados a acionar frequentemente):

“Not surprisingly, orthodox research has concentrated on explanations for governments’ inflationary behavior. Government behavior, in turn, is usually justified in terms of short-term electoral gains. In this respect, by introducing political variables into the discussion of economic outcomes, inflation theory became a branch of the so-called new political economy. It is the external political process that contaminates the well-functioning market

Mostrada a taxonomia proposta por Vernengo (2006b), o próximo passo é aprofundar a exposição das diferentes fontes de inflação, sob uma ótica heterodoxa. Sicsú (2007) fornece um bom resumo esquemático destas fontes, de acordo com os **desenvolvimentos teóricos pós-keynesianos**. O autor afirma, neste sentido, que existem sete tipos de inflação, a saber: (a) inflação de salários; (b) inflação de grau de monopólio ou inflação de lucros; (c) inflação de retornos decrescentes; (d) inflação importada; (e) inflação causada por choques negativos de oferta; (f) inflação de impostos; e (g) inflação de demanda. Pode-se observar, claramente, que existem seis tipos de inflação relacionados à oferta e somente um diz respeito ao excesso de demanda. A exposição dos sete tipos de inflação a seguir é baseada na esquematização apresentada em Sicsú (2007).

O primeiro tipo de inflação enumerado – inflação de salários (a) – ocorre quando um aumento dos salários (conseguido, por exemplo, através de pressões dos sindicatos de trabalhadores) é repassado aos preços pelos empresários, *ceteris paribus*. É mais provável o acontecimento de inflação de salários quando o hiato de emprego é pequeno: nesta situação, é mais fácil para os trabalhadores conseguirem aumentos salariais e também é mais fácil para os empresários repassarem este aumento de custos aos preços. Cabe, no entanto, ressaltar que aumentos de salários somente geram inflação quando excedem os aumentos de produtividade.

A inflação de lucros (b) guarda relação direta com o grau de concentração do mercado. Ou seja, empresas com *market-share* muito elevado têm grande liberdade para praticar aumentos de preços, gerando inflação. De acordo com Modenesi (2005):

“A elasticidade-preço dos bens transacionados em mercados oligopolizados é menor, de forma que os produtores podem praticar preços relativamente elevados. Consequentemente, o poder de oligopólio, ao ampliar as margens de lucros, pode gerar pressões inflacionárias.” (p. 201)

O terceiro tipo de inflação supramencionado – inflação de retornos decrescentes (c) – ocorre quando a economia se aproxima do pleno emprego (ou seja, à medida que o hiato de emprego vai se tornando muito pequeno). Nesta situação, os empresários têm menos opções de contratação de mão de obra e acabam por contratar trabalhadores cada vez menos produtivos – a economia passa, a partir de certo nível de emprego, a operar com retornos decrescentes. A produtividade marginal do trabalho, então, torna-se menor do que a produtividade marginal do capital, representando aumentos de custos. Tais aumentos são, por fim, repassados aos preços, gerando inflação.

Quanto maior for a abertura comercial de uma economia, mais ela pode ser afetada pelo

quarto tipo de inflação citado – inflação importada (d). Ou seja, quanto maior for a razão entre gastos totais com importações e gastos totais com produtos e serviços finais (ambos medidos em moeda doméstica), maior poderá ser o impacto da inflação importada do exterior. Nas palavras de Sicsú (2007): “[...] quanto maior o grau de abertura da economia, maior o número de produtos importados que compõem a cesta doméstica de cálculo da inflação” (p. 102). Os índices domésticos de inflação seriam, então, contaminados pela grande presença de produtos importados. Além disso, muitos produtos importados são usados como insumos no processo produtivo. Desta forma, um aumento do preço destes produtos (via aumento de seu preço em dólares ou via desvalorização cambial da moeda doméstica) causa um aumento nos custos das firmas, que tenderão a repassá-lo aos preços.

O quinto tipo de inflação em questão – inflação causada por choques negativos de oferta (e) – ocorre quando choques negativos de oferta (por exemplo, quebra da safra agrícola ocasionada por eventos climáticos adversos ou escassez de energia elétrica) geram um aumento dos custos. Quando repassado aos preços, este aumento configura uma fonte de pressão inflacionária.

A inflação de impostos (f) ocorre quando um aumento da alíquota de algum imposto – determinado pelo governo –, por representar um aumento de custos para as firmas, é repassado aos preços pelos empresários.

O que foi visto até este ponto sugere que a maior parte da inflação é causada devido aos repasses de aumentos nos custos aos preços, praticados pelos empresários. Estes repasses são tão mais intensos quanto menor for o hiato de emprego da economia e/ou quanto maior for o grau de monopólio verificado na indústria em análise.

O último tipo de inflação enumerada anteriormente é a inflação de demanda (g). De acordo com o arcabouço teórico pós-keynesiano, a inflação de demanda só ocorre quando a economia encontra-se em situação de pleno emprego dos fatores de produção. Desta forma, a oferta agregada não teria condições de responder à possíveis elevações da demanda agregada – as firmas não encontrariam possibilidades de aumentar a produção –, o que geraria um aumento do nível geral de preços (inflação).

É possível constatar, ao final dessa seção, que a teoria monetária pós-keynesiana contempla, em sua análise, a existência de diversas fontes de pressões inflacionárias. Seis delas atuam pelo lado da oferta, e apenas uma age pelo lado da demanda. Assim, para cada um destes sete tipos de inflação existe uma diferente prescrição de políticas específicas (fiscais, cambiais, tributárias, etc.) recomendadas pela teoria monetária pós-keynesiana. Tais políticas fogem ao escopo dessa Monografia, e não serão apresentadas aqui. Uma boa referência para este assunto é a parte intitulada *Buffer Stocks* do trabalho de Davidson (2006). Na próxima seção, serão expostas as principais

críticas pós-keynesianas ao Regime Monetário de Metas de Inflação.

III.2 – Crítica Pós-keynesiana ao Regime Monetário de Metas de Inflação

O raciocínio exposto na seção III.1 é a base para o entendimento das duas principais críticas pós-keynesianas ao Regime Monetário de Metas de Inflação (RMMI) – as primeiras expostas na presente seção. Levando em conta tudo o que foi desenvolvido até aqui nessa Monografia, procedese à apresentação destas.

Autores pós-keynesianos alegam que o RMMI é voltado unicamente para o combate à inflação originada por excessos de demanda agregada, e não à inflação causada por aumentos de custos. Arestis e Sawyer (2008) esclarecem esta afirmação:

“This “new consensus” focuses on the role of monetary policy (in the form of interest rates) to control demand inflation, and not cost inflation [...] The position taken by IT [Inflation Targeting] on cost inflation is that it should either be accommodated, or that supply shocks come and go – and on average are zero and do not affect the rate of inflation [...] The significance of the IT on this score is that it strongly suggests that inflation can be tamed through interest rate policy (using demand deflation).” (p. 642)

Ao tratar o fenômeno inflacionário como sendo causado unicamente pela demanda agregada (“*demand-pull inflation*” apresentado na seção anterior), o RMMI estaria, na verdade, atacando os sintomas da inflação (aumento de preços), **sem tratar as suas verdadeiras causas** (as distorções nos custos vistas anteriormente) – exceto no caso de uma economia operando no pleno emprego dos fatores de produção, onde uma inflação com origem verdadeira no excesso de demanda pode ocorrer.

A afirmação acima encontra respaldo no trabalho de Sicsú (2007):

“A idéia pós-keynesiana [...] é que uma elevação da taxa de juros atacaria os sintomas da inflação, e não suas causas. Tal elevação dificultaria a passagem de um aumento de custos aos preços (o sintoma), mas não resolveria o problema da elevação de custos (a causa). A proposição pós-keynesiana é que existem vários tipos de inflação e para cada tipo deve ser utilizado um instrumento antiinflacionário diferente, sempre buscando atacar a(s) causa(s) da inflação.” (p. 95)

É fácil, assim, perceber o *link* existente entre esta crítica e a exposição das diferentes **causas do fenômeno inflacionário** realizada na seção anterior. Também pode-se perceber nas passagens acima uma retomada da lógica teórica e operacional do RMMI mostrada no Capítulo I dessa Monografia.

Argumenta-se, também, que uma economia submetida ao RMMI encontra-se

permanentemente em estado de *stop-and-go*, porque tal regime – ao combater a inflação unicamente via manipulações da meta para a taxa básica de juros – acaba por punir a atividade econômica, **deprimindo consumo, investimento e emprego** a cada aumento promovido na referida meta (MODENESI, 2005). A instabilidade das variáveis citadas se refletirá diretamente no comportamento do produto, caracterizando o comportamento de *stop-and-go*. A base teórica por trás desta crítica é justamente a concepção keynesiana de **não-neutralidade da moeda** – rapidamente apresentada no início da seção III.1. Ou seja, a política monetária afeta em definitivo (no longo prazo) as variáveis reais da economia, como emprego e produto.

Montes e Feijó (2009) acrescentam mais um elemento ao que foi visto até aqui. Os dois autores fazem uma crítica ao RMMI levando em conta as decisões de **formação de preços** por parte das firmas numa economia monetária (ou seja, numa perspectiva pós-keynesiana). Neste sentido, a estratégia das firmas seria traçada contemplando cenários de **longo prazo** (ao contrário do que é proposto pelo *mainstream*). De acordo com Montes e Feijó (2009), **o RMMI não leva em conta este tipo de comportamento das firmas** e, assim, impõe obstáculos ao crescimento do produto. Os dois autores afirmam que:

“A política monetária, ao atuar por meio de uma estratégia rígida, desconsidera: 1) o processo de formação de preços como resultando do conflito distributivo entre grupos de agentes econômicos com interesses específicos, o que equivale a dizer que as regras afetam de forma diferente grupos econômicos com distintas inserções na estrutura produtiva; 2) os impactos diferenciados da política de juros conforme a estrutura de custos das empresas, o que provoca diferentes reações das firmas; e 3) as consequências para o processo de acumulação de fundos das empresas. Logo, a adoção de uma estratégia do tipo strict inflation targeting cria, de fato, uma armadilha de credibilidade para a política monetária futura, pois para manter uma dada reputação a autoridade monetária deve manter suas regras de conduta que não priorizam o crescimento.” (Montes e Feijó, 2009, p. 488)

Afirmam, também, que para contornar tal problema, deve-se considerar variáveis microeconômicas – em referência ao processo de formação de preços das firmas: “[...] compreender teoricamente o processo inflacionário e sua dinâmica, assim como propor políticas de combate à inflação, requer uma análise integrada entre as esferas micro e macroeconômica” (Montes e Feijó, 2009, p. 488). As passagens mostradas estão de acordo com a proposição pós-keynesiana de que, para cada tipo de inflação, deve ser usada uma política (ou combinação de políticas) diferente.

Arestis e Sawyer (2008) apontam algumas outras críticas ao RMMI. A primeira delas afirma que a adoção de uma âncora nominal para os preços (meta para inflação) compromete o espaço de manobra da política econômica como instrumento de estabilização. Nas palavras destes dois autores: *“An important criticism is that adoption of a nominal anchor, such as an inflation target, does not leave much room for manoeuvre for output stabilisation”* (p. 639). Afirma-se que a

estabilização é possível no curto prazo, mas não no longo prazo – já que, neste horizonte e de acordo com os defensores do RMMI, o produto retornaria ao nível de equilíbrio.

Uma outra crítica apresentada por Arestis e Sawyer (2008) revela a incapacidade do RMMI de conter os problemas gerados por desordens de Balanços Patrimoniais – cada vez mais frequentes atualmente, dadas as inovações financeiras que se apresentam. Tais desordens são caracterizadas, principalmente, pelo surgimento de bolhas nos preços dos ativos. Como a regra de Taylor não contempla estes preços na sua formulação, esta variável situa-se fora da área de alcance do RMMI. Tal problemática em particular é minuciosamente analisada por Haight (2008).

Diversas outras críticas ao RMMI podem ser citadas. Modenesi (2005) salienta que a inflação tem um grau de previsibilidade muito baixo, e que isto pode causar uma série de problemas na condução da política monetária. Nas palavras deste autor:

“O baixo grau de previsibilidade da inflação constitui-se na maior desvantagem do regime monetário de metas de inflação. Na medida em que a inflação é imprevisível, reduz-se a capacidade do Banco Central de controlá-la. Dessa forma, passa a ser difícil julgar a aderência do Banco Central à sua meta final, tornando menos efetivo o monitoramento da autoridade monetária por parte dos agentes econômicos.” (p. 197, grifos no original)

Adicionalmente, Modenesi (2005) esclarece que a inflação não é uma variável controlada diretamente pelo banco central. A taxa de inflação é atingida através dos mecanismos de transmissão da política monetária (a saber, (i) valor dos ativos, (ii) canal do crédito, (iii) canal da taxa de câmbio e (iv) expectativas); o banco central controla apenas a meta para a taxa básica de juros. Desta forma, afirma o autor:

“A partir do momento em que o Banco Central persegue uma meta que ele controla apenas parcial e indiretamente –, e que possíveis desvios podem ser facilmente justificáveis –, é provável que a política monetária perca credibilidade, não sendo, pois, capaz de coordenar as expectativas inflacionárias. Uma vez que a expectativa do público influencia o resultado da política monetária, a falta de credibilidade poderá comprometer o sucesso desse regime [RMMI].” (Modenesi, 2005, p. 197)

Existem críticas direcionadas, também, à questão da independência do banco central (IBC, apresentada no Capítulo I dessa Monografia) – componente fundamental do RMMI. Paula (2004) cita evidências empíricas de que o grau de autonomia do banco central de um país **não** guarda uma relação inversa com o nível de inflação, como defendido pelos autores da tese da IBC. Paula (2004) também argumenta que, dentro da perspectiva pós-keynesiana:

“a utilização de “compromissos institucionais”, como a independência do banco central, pode acabar por gerar problemas de descoordenação de políticas econômicas - uma elevação brusca na taxa de juros pode acarretar tanto uma elevação no custo financeiro da

dívida pública, ocasionando custos fiscais, quanto um aumento generalizado no grau de inadimplência nas operações de crédito, fragilizando o sistema bancário como um todo.” (p. 4)

Ou seja, um banco central com liberdade (de instrumentos) para perseguir um único objetivo (meta para a inflação) agindo independentemente dos demais órgãos governamentais gera um problema grave de **descoordenação da política econômica**.

Sicsú (2007) argumenta no mesmo sentido, ao afirmar que: “Em economias que possuem um BC independente, está aberta a possibilidade de ocorrerem conflitos entre as políticas monetária e fiscal, tal como ocorreu na Alemanha e nos Estados Unidos no início dos anos 1980” (p. 283). Para maiores detalhes sobre críticas à tese da IBC e melhor entendimento do assunto, Mendonça (2000) torna-se leitura essencial.

Antes do fim dessa seção, resta apontar que algumas críticas ao RMMI foram realizadas com base na análise de dados de diversos países. Sicsú (2007) reúne dados de países que adotaram o RMMI na década de 1990 – Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália e Espanha. Tais dados mostram que, à exceção do Canadá, estes países já apresentavam uma trajetória descendente da inflação antes da adoção do RMMI. Além disso, Sicsú (2007) mostra que os países desenvolvidos que não implementaram o RMMI conseguiram manter suas taxas de inflação em níveis aceitáveis. Ou seja, **não se pode creditar a baixa inflação nos países citados ao RMMI**. Nas palavras deste autor: “[...] não existem argumentos suficientemente sólidos que garantam que a adoção de metas inflacionárias seja a responsável pela queda da inflação” (p. 222).

Arestis e Sawyer (2008), após uma análise empírica, chegaram à conclusões semelhantes: “*The available evidence would suggest that a central bank does not need to pursue an IT strategy to achieve this [low inflation] and other objectives. Non-IT central banks have done as well, if not better in some cases*” (p. 650).

Encerra-se, assim, a seção III.2 dessa Monografia. Foram expostas aqui críticas consistentes de cunho teórico, operacional e empírico ao Regime Monetário de Metas de Inflação, de acordo com autores pós-keynesianos. Com isto, torna-se possível argumentar que a decisão de implantar o RMMI é, no mínimo, controversa. O próximo passo – a ser realizado na seção seguinte – é enxergar o caso brasileiro através de algumas das críticas apresentadas aqui.

III.3 – Analisando o Caso Brasileiro à Luz da Crítica Pós-keynesiana ao RMMI

O objetivo dessa seção é somente “encaixar as peças” que foram apresentadas nas seções anteriores, no sentido de mostrar que o Regime Monetário de Metas de Inflação no Brasil apresenta

a maior parte das falhas apontadas pelas críticas pós-keynesianas exibidas na seção anterior. O que será feito, então, é olhar para o histórico do RMMI no Brasil (Capítulo II) através das principais críticas pós-keynesianas a este regime de política monetária (seções III.1 e III.2).

Desta forma, é interessante começar pela primeira crítica apresentada na última seção. Resumidamente, foi dito que o RMMI ataca os sintomas da inflação (aumento de preços) sem tratar as suas verdadeiras causas (pressões sobre os custos) ao considerar o fenômeno inflacionário como sendo causado unicamente por excesso de demanda agregada. Olhando novamente para os trechos de Relatórios de Inflação e de Cartas Abertas reproduzidos no Capítulo II, fica claro que a inflação brasileira, sobretudo nos anos de descumprimento das metas inflacionárias, **não teve origem em excessos de demanda agregada**, como sublinhado anteriormente; mas sim em aumentos de custos, principalmente devido às grandes desvalorizações cambiais verificadas no período em questão (é válida uma nova consulta ao Gráfico I). No entanto, o Banco Central do Brasil (BCB) agiu como manda o receituário ortodoxo: promoveu elevações consecutivas na meta para a taxa Selic visando reduzir a demanda agregada, alheio à outras medidas de política econômica.

Na verdade, Serrano (2010) e Araújo e Modenesi (2010) atribuem o controle da inflação no Brasil ao efeito que aumentos na meta para a taxa Selic possuem sobre a taxa de câmbio – dada a exacerbada importância que o canal da taxa de câmbio apresenta, no Brasil, frente aos outros mecanismos de transmissão da política monetária. É fácil verificar, como já foi dito anteriormente, que os bons resultados do RMMI no Brasil ocorreram em períodos nos quais o Real encontrava-se valorizado; e que os descumprimentos das metas inflacionárias ocorreram em períodos de desvalorização da moeda brasileira. Araújo e Modenesi (2010) destacam a principal consequência desta peculiaridade da economia brasileira: “[...] ao aumentar os juros, o BCB pode contrair a demanda agregada; entretanto, o desaquecimento da economia não se transmite integralmente para os preços: o arrefecimento da inflação é desproporcional à queda no nível de atividade” (p. 18).

Ao olhar novamente para a Tabela I, é fácil diagnosticar um comportamento do tipo *stop-and-go* na evolução do PIB ao longo do período analisado. Taxas relativamente elevadas de crescimento (como as verificadas nos anos de 2004 e 2007) aparecem em meio a taxas medíocres (como as do período 2001-2003). Conclui-se, indiscutivelmente, que **o PIB cresce limitado às bruscas alterações promovidas na meta para a taxa Selic**, caracterizando um dos efeitos colaterais do combate à inflação realizado com uma só arma (a taxa de juros). Ao negligenciar a verdadeira lógica das firmas na formação de preços (ou seja, ao aceitar as hipóteses sobre a oferta agregada descritas no Capítulo I), o RMMI pune ainda mais o crescimento econômico.

Vernengo (2006a) corrobora o que foi exposto até aqui, considerando o caso brasileiro em sua análise:

*“In particular, if inflation is caused by supply-side shocks, like the increase in oil prices, or the increase in the cost of imported goods, then the inflation targeting framework, which presumes that inflation is caused by demand factors, will lead to higher rates of interest to reduce demand pressures. The outcome would be less demand, and, thus, less output growth and employment, and limited effect on inflation, since the latter was caused by supply factors. **This is, in fact, the case of the Brazilian economy**, which has grown on average 2.3 percent in real terms from 1999 to 2005, and has had an average unemployment level of 11.6 in the same period. Inflation did fall, but mainly as a result of the effect of the appreciation of the currency on domestic prices, rather than the contractionary effects on demand.”* (p. 10, grifo meu)

Pode-se perceber, assim, que as principais críticas pós-keynesianas ao RMMI são, em grande medida, aplicáveis a realidade brasileira no período estudado.

Então, o autor julga que, no Brasil, *“[...] inflation targeting has been relatively unsuccessful by almost any criteria chosen, be that the achievement of the targets, the effects on growth and unemployment, or its effects on income distribution”* (Vernengo, 2006a, p. 12).

Conclui-se, assim, essa seção. Foram evidenciadas aqui as fragilidades do Regime Monetário de Metas de Inflação no Brasil, durante o período 1999-2009, ao analisá-lo a partir do arcabouço teórico pós-keynesiano. As proposições desta escola de pensamento mostraram-se muito mais aderentes à realidade brasileira do que a política monetária adotada atualmente no País.

CONCLUSÃO

Primeiramente, no capítulo I dessa Monografia, foram apresentadas as principais hipóteses e resultados do modelo Novo-Clássico. Foi mostrado que, a partir destas hipóteses e resultados, a recomendação novo-clássica para a condução da política monetária é a adoção do Regime Monetário de Metas de Inflação, através de um banco central com independência de instrumentos. Ao fim do capítulo I, também foram brevemente expostos os aspectos operacionais do RMMI.

Em seguida, no capítulo II, mostrou-se a configuração adotada no Brasil para o RMMI, no que diz respeito à escolha e anúncio das metas, competências das diferentes instituições na condução da política monetária (Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comitê de Política Monetária), prazos e mecanismo de punição do BCB em caso de descumprimento da meta inflacionária. Passou-se, então, a uma exposição de dados relevantes da economia brasileira e a uma análise – apoiada em publicações do BCB e de diversos autores – do desempenho do RMMI no Brasil.

Por fim, no capítulo III, foi apresentado o ponto de vista pós-keynesiano sobre inflação e política monetária. Baseado neste ponto de vista, mostraram-se as principais críticas ao RMMI e, através destas críticas, foram apontadas algumas consequências indesejadas da adoção de tal regime no Brasil.

A conclusão principal desse trabalho é a de que a condução da política monetária no Brasil através da sistemática de metas para a inflação impõe uma série de problemas ao bom desempenho da economia. O diagnóstico pós-keynesiano mostra que a adoção do RMMI pode implicar em elevados custos para a economia brasileira, justamente por ignorar que a inflação não é um fenômeno fundamentalmente de demanda, como proposto pela teoria novo-clássica. O que se verificou foi que o produto interno bruto do Brasil encontra-se quase permanentemente em estado de *stop-and-go* e que o desemprego permaneceu a taxas bastante elevadas durante o período estudado, como apontado no final da seção III.3.

A principal lição a ser apreendida é que a implantação do RMMI numa economia com características como a do Brasil é, no mínimo, controversa. Torna-se, assim, imperativo que uma nova estratégia de condução da política monetária seja pensada; uma estratégia que permita um crescimento satisfatório da economia, que permita o aproveitamento de condições externas favoráveis e que, ao mesmo tempo, seja eficaz para blindar a economia contra choques desfavoráveis de oferta internos e externos. Tal estratégia deve fundamentar-se nas considerações pós-keynesianas sobre o fenômeno inflacionário.

BIBLIOGRAFIA

ANDRADE, S. C., KOHLSCHEEN, E. **Pessimistic Foreign Investors and Turmoil in Emerging Markets: the case of Brazil in 2002**. Banco Central do Brasil. Working Paper n. 211. 2010. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps211.pdf>>. Acesso em 13 jul. 2011.

ARAÚJO, E. C., MODENESI, A. M. **A Importância do Setor Externo na Evolução do IPCA (1999 – 2010): uma análise com base em um modelo SVAR**. Artigo apresentado no 38º Encontro Nacional de Economia (ANPEC 2010). Salvador: 2010.

ARESTIS, P., PAULA, L. F., FERRARI-FILHO, F. A Nova Política Monetária: Uma análise do Regime de Metas de Inflação no Brasil. In: **Economia e Sociedade**, v. 18, n. 1 (35). Campinas: Abril, 2009.

ARESTIS, P., SAWYER, M. New Consensus Macroeconomics and Inflation Targeting: Keynesian Critique. In: **Economia e Sociedade**, v. 17, Número Especial. Campinas: Dezembro, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Diversos Números. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?RELINF>>. Acesso em 6 jul. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Cartas Abertas**. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?CARTAMETA>>. Acesso em 8 jul. 2011.

BARBOSA-FILHO, N. H. **Inflation Targeting in Brazil: 1999 – 2006**. Apresentação na Conferência Anual da Eastern Economic Association. New York: 2006.

BEVILAQUA, A. S., MESQUITA, M., MINELLA, A. **Brazil: Taming Inflation Expectations**. Banco Central do Brasil. Working Paper n. 129. 2007. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps129.pdf>>. Acesso em 11 jul. 2011.

BOGDANSKI, J., TOMBINI, A. A., WERLANG, S. R. C. **Implementing Inflation Targeting in Brazil**. Banco Central do Brasil. Working Paper n.1. 2000. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps01.pdf>>. Acesso em 4 jul. 2011.

BRASIL. **Decreto** N° **3088**. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm>. Acesso em 4 jul. 2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C., GOMES, C. **O Regime de Metas de Inflação no Brasil e a Armadilha da Taxa de Juros/Taxa de Câmbio**. 2007. Disponível em <http://www.bresserpereira.org.br/papers/2007/07.04.Metas_Inflacao-Cleomar-livro.Mar.22.pdf>. Acesso em 6 jul. 2011.

CARVALHO, F. J. C., et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 2. ed. atual. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CARVALHO, F. J. C. Uma Contribuição ao Debate em Torno da Eficácia da Política Monetária e Algumas Implicações para o Caso do Brasil. In: **Revista de Economia Política**. v. 25, n. 4 (100), Outubro-Dezembro, 2005.

DAVIDSON, P. Can, or Should, a Central Bank Inflation Target?. In: **Journal of Post Keynesian**

Economics, v. 28, n. 4 (689), Summer 2006.

FIGUEIREDO, F. M., FERREIRA, T. P. **Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil**. Banco Central do Brasil. Working Paper n. 59. 2002. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps59.pdf>>. Acesso em 26 jul. 2011.

FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. In: **The American Economic Review**, v. 58 (1), Março, 1968.

HAIGHT, A. D. A Keynesian Angle for the Taylor Rule: Mortgage Rates, Monthly Payment Illusion, and the Scarecrow Effect of Inflation. 2008. In: **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 30, n. 2 (259), Winter, 2007-08.

KYDLAND, F., PRESCOTT, E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. In: **The Journal of Political Economy**, v. 85 (3), Junho, 1977.

LOPES, M. L. M., MOLLO, M. L. R. **Regime de Metas de Inflação, Regra de Taylor e Neutralidade da Moeda: Uma Crítica Pós-Keynesiana**. Artigo apresentado no XIV Encontro de Economia Política da SEP. 2009. Disponível em <http://www.sep.org.br/artigo/4_congresso/1571_0850f0d55ed362a7b70161071f300496.pdf>. Acesso em 3 ago. 2011.

MENDONÇA, H. F. A Teoria da Independência do Banco Central: Uma Interpretação Crítica. In: **Estudos Econômicos**, v. 30, n. 1. São Paulo: Janeiro – Março, 2000.

MESQUITA, M., TORÓS, M. **Considerações sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008**. Banco Central do Brasil. Working Paper n. 202. 2010. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps202.pdf>>. Acesso em 19 jul. 2011.

MINELLA, A., FREITAS, P. S., GOLDFAJN, I., MUINHOS, M. K. **Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility**. Banco Central do Brasil. Working Paper n. 77. 2003. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps77.pdf>>. Acesso em 5 jul. 2011.

MISHKIN, F. **Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?**. NBER Working Paper, n. 10646, julho, 2004. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w10646>>. Acesso em 12 jan. 2011.

MODENESI, A. M. **Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

MONTES, G. C., FEIJÓ, C. A. Decisão de Preços em Economias Monetárias e Metas de Inflação: a Difícil Conciliação entre Crescimento e Estabilidade de Preços. In: **Economia e Sociedade**, v. 18, n. 3 (37). Campinas: Dezembro, 2009.

MUTH, J. F. Rational expectations and the theory of price movements. In: LUCAS, R., SARGENT, T. (eds.). **Rational expectation and econometric practice**. Mineapolis: The University of Minnesota Press, 1981.

PAULA, L. F. A Questão da Autonomia do Banco Central: Uma Visão Alternativa. In: **Indicadores Econômicos FEE**, v. 32, n. 1, 2004.

SARGENT, T., WALLACE, N. Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. In: LUCAS, R., SARGENT, T. (eds.). **Rational Expectation and Econometric Practice**. Mineapolis: The University of Minnesota Press, 1981.

SERRANO, F. Juros, Câmbio e o Sistema de Metas de Inflação no Brasil. In: **Revista de Economia Política**, v. 30, n. 1 (117). Janeiro-Março, 2010.

SICSÚ, J. **Os Keynesianos e o Regime de Metas de Inflação**. Artigo apresentado no VI Encontro de Economia Política da SEP. 2001. Disponível em <http://www.sep.org.br/artigo/6_congresso_old/vicongresso23.pdf>. Acesso em 3 ago. 2011.

SICSÚ, J. **Emprego, Juros e Câmbio: Finanças Globais e Desemprego**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SVENSSON, L. **Inflation Targeting**. NBER Working Paper, n. 16654, dezembro, 2010. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w16654>>. Acesso em 17 jan. 2011.

TAYLOR, J. **Discretion Versus Policy Rules in Practice**. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, p. 195-214, Dezembro, 1993.

VERNENGO, M. **The Political Economy of Monetary Institutions in Brazil: The Limits of the Inflation Targeting Strategy, 1999-2005**. University of Utah Department of Economics Working Paper n. 2006-05. 2006a. Disponível em <http://www.econ.utah.edu/activities/papers/2006_05.pdf>. Acesso em 16 ago. 2011.

VERNENGO, M. Money and Inflation. In: ARESTIS, P., SAWYER, M. (eds.). **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 2006b.

WALSH, C. Central Bank Independence. **New Palgrave Dictionary**. Dezembro, 2005. Disponível em <http://people.ucsc.edu/~walshc/MyPapers/cbi_newpalgrave.pdf>. Acesso em 5 jan. 2011.