

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

**O Regime de Metas de Inflação no Brasil entre 2003 e
2006 - Uma Crítica Sob a Ótica Pós-Keynesiana**

Camila Ferraz Peixoto Cavalcante
Matrícula: 105.046.515

Orientadora: Prof. Dra. Denise Lobato Gentil

Rio de Janeiro/2010

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

**O Regime de Metas de Inflação no Brasil entre 2003 e
2006 - Uma Crítica Sob a Ótica Pós-Keynesiana**

Camila Ferraz Peixoto Cavalcante
Matrícula: 105.046.515

Orientadora: Prof. Dra. Denise Lobato Gentil

Rio de Janeiro/2010

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade da autora.

À minha família.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, avós, tias e Amadeu pelos meios que me deram para desenvolver este trabalho. O amor a mim dedicado, os incentivos dados e os exemplos de cada um de vocês me dão força e me fazem querer ser uma pessoa melhor a cada dia. Agradeço também à minha orientadora Denise Lobato Gentil pela ajuda e atenção dedicadas e pelas excelentes aulas ministradas ao longo da graduação.

RESUMO

Este trabalho trata de uma crítica à opção de política monetária adotada pelo Brasil entre os anos de 2003 e 2006 – o regime de metas de inflação – e à maneira como tal política foi conduzida, exercendo impactos negativos na estabilidade macroeconômica brasileira. Pretende-se mostrar que a forma recessiva como é conduzido o regime de metas de inflação atua não combatendo as causas da inflação, mas os seus sintomas e, portanto, defende-se a adoção de políticas antiinflacionárias alternativas. Tal defesa é feita sob a ótica pós-keynesiana, que acredita que a estabilidade de preços exige uma combinação de diferentes instrumentos de política econômica (e não apenas da política monetária), como a política tributária, comercial, cambial, etc.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I – Fundamentação Teórica.....	9
I.1 Definição do Regime de Metas de Inflação	9
I.2 Pressupostos Teóricos do Regime de Metas de Inflação	11
<i>I.2.1 RMI, a Curva de Phillips e as Expectativas.....</i>	<i>11</i>
<i>I.2.2 RMI e a Hipótese da Taxa Natural de Desemprego</i>	<i>14</i>
<i>I.2.3 RMI, Viés Inflacionário e Inconsistência Intertemporal.....</i>	<i>15</i>
CAPÍTULO II – O Regime de Metas de Inflação e Seus Efeitos	18
II.1 Experiência Brasileira.....	18
<i>II.1.1 A Instituição do RMI no Brasil.....</i>	<i>19</i>
<i>II.1.2 Comportamento das Variáveis Macroeconômicas Seleccionadas.....</i>	<i>21</i>
II.2 Experiência Internacional	27
CAPÍTULO III – Uma Crítica ao Regime de Metas de Inflação no Brasil	32
III.1 Identificação dos Diferentes Tipos de Inflação	32
<i>III.1.1 Inflação de Demanda.....</i>	<i>32</i>
<i>III.1.2 Inflação de Custos</i>	<i>32</i>
<i>III.1.3 Inflação Inercial.....</i>	<i>33</i>
III.2 Análise do Caso Brasileiro	34
III. 3 A Alternativa Pós-Keynesiana	37
CONCLUSÃO.....	39
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	41

INTRODUÇÃO

A questão da eficácia de políticas econômicas é um tema que gera grandes debates na economia. Por um lado, a vertente heterodoxa de Keynes e seus seguidores é defensora de políticas econômicas ativas por parte do Estado que visem promover o crescimento econômico e reduzir as desigualdades sociais. Por outro lado, os ortodoxos, influenciados pelo monetarismo de Friedman, são avessos ao uso de políticas fiscal e monetária para atingir as variáveis reais da economia.

A política monetária é uma das políticas econômicas mais importantes e, dentre diversas opções de políticas, foi adotado no Brasil no período de 2003 a 2006 o Regime de Metas de Inflação. O presente trabalho pretende realizar uma análise crítica do regime e seus efeitos sobre a economia.

No primeiro capítulo, é feita uma análise teórica do regime de metas de acordo com a literatura existente. Busca-se definir, de maneira simples, o regime e expor os três principais pilares da teoria neoclássica que o sustentam. A análise dos pressupostos teóricos é de suma importância para a compreensão da lógica do regime, bem como serve de base para os seus críticos.

O segundo capítulo analisa o comportamento das principais variáveis macroeconômicas brasileiras relevantes ao estudo. São analisados alguns indicadores importantes como: o crescimento do produto real; a trajetória da taxa de inflação; a capacidade de cumprimento da meta; taxas de juros; taxas de câmbio; e indicadores das contas públicas. Ademais, é feita uma comparação dos níveis de inflação nos demais países que adotaram e não adotaram o regime de metas, a fim de testar a existência de algum vínculo entre o regime e a trajetória declinante da inflação no mundo nos últimos anos.

Por fim, no terceiro capítulo é feita uma crítica à maneira recessiva como o regime de metas de inflação foi adotado no Brasil, dada a evolução insatisfatória da economia brasileira. Busca-se mostrar os diferentes tipos de inflação existentes no país e as alternativas pós-keynesianas para atuar sobre suas causas.

CAPÍTULO I – Fundamentação Teórica

Este capítulo se propõe a expor os pressupostos teóricos da opção de política monetária adotada no Brasil no período de 2003 a 2006 – o regime de metas de inflação. Primeiramente, é feita uma breve definição da referida política. Em seguida, são expostos os três principais pilares (ou tripé) da teoria neoclássica que sustentam o regime, a saber: (1) a curva expectacional de Phillips; (2) a hipótese da taxa natural de desemprego; e (3) o chamado viés inflacionário.

I.1 Definição do Regime de Metas de Inflação

O regime de metas de inflação, doravante RMI, é uma proposta de política monetária apoiada na teoria novo-clássica, ou monetarista do tipo II. Segundo Bernanke et al. (1999):

“Inflation targeting is a framework for monetary policy characterized by the public announcement of official quantitative targets (for target ranges) for the inflation rate over one or more time horizons, and by explicit acknowledgment that low, stable inflation is monetary policy’s primary long-run goal.” (pp.4)

Esta definição expõe as duas características mais importantes do RMI: o anúncio público de uma meta quantitativa para a inflação e o reconhecimento de que a estabilidade de preços é o principal objetivo a longo prazo.

Os defensores do regime assinalam a importância da existência de um banco central independente para perseguir a meta estabelecida. Entende-se por independência a plena liberdade de ação das autoridades monetárias para alcançar seu objetivo único – combater a inflação¹. Acredita-se que se a política monetária possui mais de um objetivo e estes representem um processo de escolha em que exista, por exemplo, um *trade-off* entre inflação e desemprego, o processo decisório da política monetária passa

¹ A tese de independência do Banco Central é sustentada pelos pilares teóricos da economia novo-clássica e reconhece a existência da Curva de Phillips de longo prazo vertical.

a estar no campo político e o Banco Central torna-se menos autônomo e subordinado aos interesses do Governo.

Em linhas mais gerais, Rogoff (1985), um dos principais defensores da tese de independência do banco central, propõe que a condução da política monetária deve ser delegada a um banco central independente comandado por um presidente conservador, ou que tenha maior aversão à inflação do que a sociedade; isto é, uma pessoa que atribua um elevado peso à estabilização de preços – com relação ao desemprego – em sua função de bem-estar.

Visto que existe um componente inflacionário formado por expectativas, além da existência de um banco central independente, é de suma importância que a autoridade monetária tenha credibilidade perante os agentes. O regime aposta no mecanismo de transparência, gerado a partir da divulgação de metas quantitativas explícitas de inflação, como elemento principal na geração de credibilidade para a política monetária.

A instituição de um regime de metas de inflação possui, de acordo com a literatura, uma série de vantagens. Primeiramente, o anúncio das metas de inflação eleva o grau de transparência da política monetária, tornando mais clara a compreensão do público em relação à atuação dos bancos centrais, o que permite que os agentes acompanhem e controlem as ações dos *policymakers* de maneira mais precisa. Outra vantagem é que – caso a meta de inflação seja crível – a determinação a priori da inflação minimiza as incertezas no cálculo econômico, facilitando as tomadas de decisões, em especial a das decisões de investimento.

Como desvantagens do RMI, segundo Canuto (1999), pode-se citar, inicialmente:² (1) a possibilidade de amplos erros de previsão das autoridades monetárias, dada a necessidade de antecipação da inflação num ambiente de incertezas; (2) a existência de *gaps* temporais entre o curso completo dos efeitos da política monetária e a sua atuação efetiva sobre a inflação; e (3) a focalização unilateral na estabilidade da inflação pode implicar excesso de volatilidade nas flutuações do produto, isto é, a fixação de uma meta inflacionária muito restrita pode gerar elevações

² Ao longo do presente trabalho serão expostas demais desvantagens do Regime de Metas de Inflação.

das taxas de juros e, portanto, elevações do *gap* entre o produto efetivo e o produto potencial que não sejam positivas do ponto de vista social.

Para entender a lógica do RMI e realizar uma análise crítica da política monetária implementada no Brasil no período de referência é mister discutir suas principais hipóteses. Sendo assim, serão analisados a seguir os pressupostos teóricos básicos do regime.

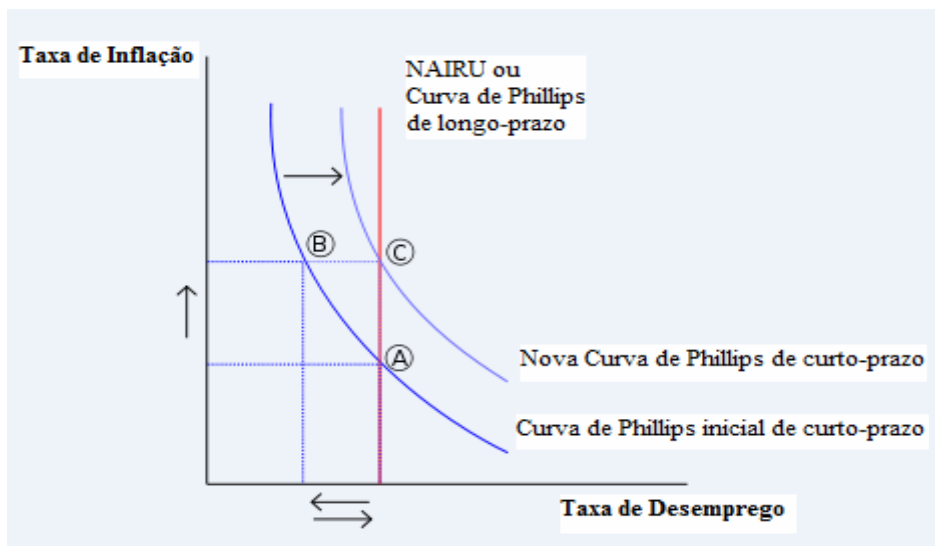
I.2 Pressupostos Teóricos do Regime de Metas de Inflação

Segundo a teoria ortodoxa novo-clássica, a política monetária não exerce impacto sob as variáveis reais da economia no longo prazo e, assim sendo, seu único objetivo deve ser a estabilidade de preços. A seguir, serão apresentadas e discutidas algumas das hipóteses da visão novo-clássica que sustentam o RMI.

I.2.1 RMI, a Curva de Phillips e as Expectativas

Ao defender o anúncio prévio de uma meta quantitativa para a inflação, os defensores do RMI apostam na inexistência de um *trade-off* entre inflação e desemprego no longo prazo. Tal argumento é sustentado pela Curva de Phillips³ – NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), que prevê que uma política monetária expansionista só terá efeito sobre o nível de atividade econômica no curto prazo, ainda que à custa de uma taxa de inflação mais elevada, conforme demonstrado no gráfico abaixo na passagem dos pontos A para o B. No longo prazo, porém, a Curva de Phillips é vertical e a taxa de desemprego retorna ao seu nível inicial, mas com uma taxa de inflação mais alta (ponto C).

³ A Curva de Phillips recebe esse nome porque foi desenvolvida pelo economista neozelandês William Phillips.



Fonte: elaboração própria

A curva de Phillips é uma relação negativa entre a taxa de desemprego e a taxa de inflação. Altas taxas de crescimento da demanda agregada estimulam a produção e assim, reduzem o desemprego. Essas altas taxas de crescimento da demanda também causam um aumento na taxa de crescimento dos preços, isto é, aumentam a inflação. Assim, taxas mais baixas de desemprego podem ser alcançadas, porém apenas ao custo de taxas mais altas de inflação.

Segundo a visão monetarista da Curva de Phillips (versão Friedman-Phelps)⁴, a política monetária expansionista somente consegue mover a taxa de desemprego abaixo da taxa natural temporariamente. A respeito disso, Tobin (1980) assinala:

“(The Monetarists) agreed with the Keynesians that discretionary policy could work in principle but disagreed about their practical necessity and desirability. The new school denies disequilibrium and denies that policies can help or speed the natural processes of stabilization.” (pp.22)

⁴ Milton Friedman e Edmund Phelps foram dois economistas que se dedicaram a estudar a relação proposta por Phillips. A versão Friedman-Phelps da curva de Phillips, conhecida também por curva de Phillips aceleracionista, acrescenta à equação original a análise das expectativas. Destaca-se aí o papel das expectativas dos agentes na variação da taxa de inflação.

Para os monetaristas, mesmo no curto prazo, uma política monetária expansionista só conseguiria elevar o nível de atividade econômica se executada de forma discricionária, causando surpresa aos agentes. A surpresa ocorre em função de alterações não-antecipadas do estoque de moeda, que resultam em erros expectacionais e, conseqüentemente, em alguma discrepância entre a taxa de desemprego corrente e a taxa natural. Ainda assim, a teoria recomenda que os *policymakers* não devem tentar enganar os agentes econômicos na busca por menores níveis de desemprego, pois à medida que os agentes corrigem suas expectativas, os efeitos sob as variáveis reais da economia desaparecem, enquanto os efeitos inflacionários permanecem.

A corrente novo-clássica está baseada em muitas hipóteses monetaristas. Porém, a diferença fundamental entre as escolas é forma como os agentes formam suas expectativas. Na versão monetarista de Friedman-Phelps da Curva de Phillips, os agentes formam expectativas adaptativas, ou seja, os agentes tomam decisões olhando unicamente para as informações passadas (*backward-looking*). Já na versão novo-clássica da Curva de Phillips (versão de Lucas), os agentes são maximizadores de satisfação e, então, eles otimizam a utilização das informações que recebem. Isso implica que não formam expectativas olhando apenas para o passado, mas também olham para o futuro (*forward-looking*). As expectativas são, então, racionais. Segundo Muth (in LUCAS e SARGENT, 1982):

“The (rational expectations) hypothesis asserts three things: (1) Information is scarce, and the economic system generally does not waste it. (2) The way expectations are formed depends specifically on the structure of the relevant system describing the economy. (3) A public prediction will have no substantial effect on the operation of the economic system (unless it is based on inside information).” (pp. 5)

Dessa forma, ao se supor que as expectativas são racionais, supõe-se que todo e qualquer agente possui o mesmo modo de entender a economia, e que tal modo corresponde à verdadeira forma de operação da economia. Por exemplo, um aumento da oferta de moeda anunciado pelo Governo sinaliza que os preços e salários da economia vão aumentar e, então, a única resposta dos agentes é elevar os preços e salários. Assim, tal como para os monetaristas, para os novo-clássicos, o único efeito de uma política

monetária expansionista no longo prazo é a inflação, e então, a política monetária é ineficaz para alterar as variáveis reais da economia.⁵

Visto isto, fica claro que, para ambas as escolas de pensamento, o único objetivo das autoridades monetárias deve ser o combate à inflação. Para a ortodoxia defensora do RMI, a preocupação dos agentes em olhar para as possíveis trajetórias da inflação (*forward-looking*), implica a necessidade de o Banco Central adotar uma postura transparente em relação às suas ações de política monetária. Postula-se, então, que o anúncio de metas de inflação é a melhor política que o Banco Central deve adotar para sinalizar aos agentes a condução que irá dar à política monetária. Nestas condições, a eficácia do regime de metas depende de sua capacidade de coordenar as expectativas dos agentes econômicos, o que está diretamente relacionado à credibilidade da autoridade monetária.

1.2.2 RMI e a Hipótese da Taxa Natural de Desemprego

A hipótese da taxa natural de desemprego ou NAIRU é uma das hipóteses que sustentam a proposição de que, no longo prazo, a influência da moeda é basicamente sobre o nível de preços e outras variáveis nominais.

De acordo com a teoria da taxa natural, existe um nível de equilíbrio do produto e uma taxa de emprego a ele associada que são determinados pela oferta de fatores de produção e tecnologia, isto é, por fatores reais. Neste ponto, o produto efetivo é igual ao produto potencial e a economia encontra-se em equilíbrio e com um nível de desemprego chamado “natural”. Nas palavras de Grossman (in FISCHER, 1980):

⁵ A aceitação da existência de efeitos de curto prazo da política monetária nas variáveis reais da economia não é consenso entre os economistas ortodoxos. Uma vertente novo-clássica mais radical – chamada teoria dos ciclos reais – desenvolve o argumento de que dada a existência de um modelo para orientar a tomada de decisão dos governantes conhecido por todos e dada a hipótese de que os agentes formam expectativas racionais, a capacidade dos governantes de implementar políticas de surpresa desaparece. Isso ocorre porque os agentes incorporam o modelo decisório dos dirigentes do Banco Central, e assim, as flutuações do produto não podem ser explicadas por falta de informação. A moeda é neutra no curto e no longo prazo, portanto.

“(...) the natural rate hypothesis asserts that, given the microeconomic structure of the economy, the behavior of private economic agents – businessmen, workers, and consumers – that is based on correct expectations about the rate of inflation generate unique levels of aggregate output, employment and unemployment, denoted for obscure historical reasons as “natural” levels.” (pp.7)

No caso do RMI, a taxa natural de desemprego é utilizada como ferramenta nas projeções de inflação. Quando o desemprego estiver abaixo da taxa natural, espera-se um aumento da inflação; do mesmo modo, se o desemprego estiver acima da taxa natural, a inflação se reduz. No entanto, vale ressaltar que, devido à imprecisão em suas estimativas e à sua possível variabilidade, a taxa natural pode ser uma ferramenta pouco confiável para os *policymakers* que desejam estabelecer uma meta quantitativa para a inflação.

I.2.3 RMI, Viés Inflacionário e Inconsistência Intertemporal

Na visão de Friedman (1988), não é possível o governo usar uma política monetária expansionista para manter o nível de desemprego da economia permanentemente abaixo da sua taxa natural. Conforme discutido anteriormente, para ele, no longo prazo, as forças de equilíbrio fazem os níveis de produto e emprego voltarem à sua taxa natural. A manutenção da taxa de desemprego abaixo da sua taxa natural, no curto prazo, só será possível se as autoridades monetárias estiverem dispostas a aceitar uma taxa de inflação continuamente crescente. É nesse sentido que serão debatidos os chamados viés inflacionário e inconsistência intertemporal.

Os defensores do RMI sugerem que existe uma grande propensão por parte dos parlamentares, ministros e empresários de gerar inflação, uma vez que clamam, permanentemente, por reduções das taxas de juros e por políticas de crédito fácil. As autoridades monetárias são, então, propensas a executar políticas que reduzam o desemprego abaixo de sua taxa natural – políticas inflacionárias. Este é o chamado viés inflacionário.

O problema de inconsistência intertemporal surge devido ao grande impacto que as expectativas dos indivíduos acerca do comportamento dos *policymakers* têm sobre o andamento da economia. A inconsistência intertemporal deriva da possibilidade de que uma política seja realizada visando apenas os efeitos de curto prazo e sendo, portanto, inconsistente com os resultados de longo prazo. Por exemplo, se os agentes acreditam que as autoridades monetárias manterão uma política monetária austera de combate à inflação, as autoridades terão um incentivo a realizar uma política mais frouxa, que vise diminuir o desemprego em detrimento da redução da inflação. Dessa maneira, ocorrerá redução do desemprego com inflação baixa no curto prazo, o que pode ser uma política bastante tentadora durante o período de mandato governamental. A constatação de inconsistência intertemporal na escolha de políticas ótimas pelo governo salientou a possibilidade das decisões dos *central bankers* serem influenciadas pelo processo político.

Kydland e Prescott (1994) chamam atenção para o fato de não ser possível maximizar a função de bem-estar social utilizando políticas discricionárias, uma vez que os agentes formam expectativas racionais e antecipam as decisões dos *policymakers*. Os autores afirmam que políticas discricionárias que sofrem de inconsistência intertemporal perdem credibilidade comprometendo, assim, a reputação dos formuladores de política econômica. Concluem, então, que a única maneira de eliminar o viés inflacionário é os *policymakers* reconhecerem a ineficácia e inconsistência de uma política discricionária. A recomendação é que se adote uma política monetária crível e crédula, com o objetivo único de combate à inflação.

O RMI é uma proposta ortodoxa de política monetária que visa resolver o problema do viés inflacionário e tornar a política monetária mais transparente. Nesse sentido, a fixação de metas se transforma num eficiente remédio contra o viés inflacionário que acomete empresários e *policymakers*. Entretanto, Sicsú (2001) ressalta que, em que pese o chamado viés inflacionário, o que se verifica na prática é uma tendência global dos *policymakers* em realizar políticas restritivas que objetivem, principalmente, o controle inflacionário. Alan Blinder (1999) apud Sicsú (2001) assinala que a história recente não tem sido compatível com a opinião de que os bancos centrais têm uma predisposição inflacionária. Para o autor, as autoridades monetárias de muitos países, especialmente na Europa, mostraram uma disposição para manter suas

severas posições antiinflacionárias até hoje, apesar da baixa inflação e do desemprego persistentemente alto.

CAPÍTULO II – O Regime de Metas de Inflação e Seus Efeitos

É inegável que a inflação brasileira tenha atingido níveis baixos e sob controle após a implementação de metas inflacionárias, a partir de 1999. Segundo Goldfajn e al. (2003), *“the inflation-targeting mechanism has played a key role in macroeconomic stabilization in Brazil. In spite of large inflationary shocks, the inflation rate has been maintained at a low level.”* (pp. 4). Pretende-se, então, realizar neste capítulo uma análise sobre a forma como o regime foi adotado no Brasil, seus efeitos sobre o sistema econômico e em que medida o êxito ao combate inflacionário se deve exclusivamente ao RMI. Para tanto, é feita uma análise de dados das economias brasileira e internacional.

II.1 Experiência Brasileira

A economia brasileira conviveu durante muitos anos com altas taxas de inflação e com diferentes tentativas de estabilização. Ao todo, entre 1986 e 1994, foram cinco planos econômicos: Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor e Plano Real.⁶ Sem dúvida, o Plano Real se constitui como o plano de estabilização de maior êxito já implementado no país. Embora tenha sido relativamente eficiente no que se refere à obtenção da estabilidade de preços, o Plano Real não foi capaz de obter a estabilidade macroeconômica⁷, tendo em vista o baixo crescimento do PIB brasileiro em relação ao crescimento econômico mundial.

No início do plano, o Banco Central do Brasil controlava, através de um regime de bandas cambiais, o comportamento da taxa de câmbio nominal. Durante o sistema de bandas cambiais, o controle da inflação era feito por intermédio da política cambial, cabendo à política monetária a tarefa de manter a taxa de câmbio sob o controle das autoridades monetárias. Entretanto, o ataque especulativo promovido contra o Real em janeiro de 1999 obrigou o Bacen a abandonar o regime de bandas cambiais. A adoção

⁶ Para detalhes sobre os diferentes planos de estabilização ver Giambiagi et al. (2005)

⁷ O conceito de estabilidade macroeconômica é mais amplo que o de estabilidade de preços, uma vez que engloba também a estabilidade da demanda agregada e do nível de emprego como objetivos primordiais da política macroeconômica.

do regime de flutuação cambial eliminou a possibilidade de se controlar a inflação através da administração da taxa de câmbio e tornou necessária a adoção de uma outra âncora de preços – o sistema de metas de inflação.

II.1.1 A Instituição do RMI no Brasil

O Brasil passou a adotar oficialmente o novo regime de política monetária em 1º de julho de 1999. De acordo com o Decreto nº 3.088, o alcance das metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional é de responsabilidade do Banco Central e o instrumento utilizado é a taxa de juros.⁸

A Regra de Taylor é a peça fundamental da política monetária e prevê que o Banco Central determina a taxa de juros com vistas a alcançar uma meta de inflação, implícita ou explícita, e manter a economia crescendo perto do seu potencial. A Regra de Taylor é uma medida do comportamento da taxa de juros nos Estados Unidos representado por uma relação linear com a taxa de inflação, uma taxa de juros de equilíbrio mais uma soma ponderada entre dois desvios: a diferença entre taxa de inflação a meta de inflação e o desvio percentual do PIB do PIB potencial. A relação dessas variáveis pode ser melhor visualizada da seguinte forma:

$$i_t = \pi_t + r^* + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(y_t)$$

Em que:

i_t = taxa de juros nominal dos *Federal Funds* americanos;

r^* = taxa de juros real de equilíbrio;

⁸ Nesse regime de política monetária, o crescimento dos agregados monetários – M1, M2 ou M3 – não é uma variável sobre a qual o Banco Central tenta exercer algum tipo de controle. Isto porque a evolução da prática de política monetária nos países desenvolvidos mostrou que a instabilidade crescente da velocidade de circulação da moeda tornava extremamente fraca a relação entre a taxa de inflação e a taxa de crescimento do agregado monetário de referência. (Blanchard, 2004, pp.536)

π = taxa de inflação (medida pelo deflator do PIB);

π^* = meta de inflação;

y = desvio percentual do produto real em relação ao produto potencial.

Taylor não estimou esta equação econometricamente, assumindo que os pesos utilizados pelo FED em relação aos desvios da inflação e o PIB seriam de 0,5. Assim, se por exemplo, a inflação fosse 1 ponto percentual acima da meta, o FED deveria elevar em 0,5% as taxas de juros.

A partir do trabalho de Taylor, foram realizadas tentativas de obtenção de funções de reação do Banco Central do Brasil. A função de reação do BCB estimada por Modenesi (2008) para os anos de 2000 a 2007 tem a especificidade de dividir a taxa de variação do IPCA em dois componentes – inflação livre e administrada. Além disso, a diferença entre a taxa de variação da produção industrial e da taxa de variação da produção industrial potencial é usada como uma *proxy* do hiato do produto. A função de reação estimada é a seguinte:

$$i_t = \alpha_1 i_{t-1} + (1 - \alpha_1) \left[\alpha_2 + \alpha_3 \overbrace{(Liv_{t-1} - \pi_{t-1}^*)}^{Liv} + \alpha_4 \overbrace{(Adm_{t-1} - \pi_{t-1}^*)}^{Adm} + \alpha_5 \overbrace{(Ind_{t-1} - Ind_{t-1}^*)}^{Ind} \right]$$

Em que:

i_t = taxa Selic efetiva (anualizada) no mês t;

Liv_{t-1} = inflação livre acumulada nos últimos 12 meses até o mês t;

Adm_{t-1} = inflação administrada acumulada nos últimos 12 meses até o mês t;

π_{t-1}^* = meta de inflação (últimos 12 meses) no mês t;

Ind_{t-1} = taxa de variação (em 12 meses) da produção industrial no mês t;

Ind_{t-1}^* = taxa de variação (em 12 meses) da produção industrial potencial no mês t.

A função de reação exposta acima estima qual deve ser a taxa de juros estabelecida pelo Banco Central do Brasil para alcançar a meta de inflação desejada. Vale lembrar que a taxa de juros nominal é o único instrumento do regime de metas inflacionárias. Não se pretende, contudo, realizar no presente trabalho uma análise detalhada das variáveis da função de reação do BCB.⁹

II.1.2 Comportamento das Variáveis Macroeconômicas Seleccionadas

Na discussão sobre o RMI, além dos seus efeitos sobre a estabilidade do nível de preços da economia, é mister a realização de uma análise de seus efeitos sobre a estabilidade macroeconômica. O ponto de partida da análise é a capacidade do Banco Central de cumprir a meta estabelecida. A Tabela 1 sintetiza esses resultados.

Tabela 1

Histórico de Metas para Inflação no Brasil - 2003 a 2006

Ano	Meta central (%)	Meta ajustada (%)	Banda (p.p.)	Inflação Efetiva (IPCA %a.a.)	Cumprimento da Meta
2003	3,25	8,50	2,50	9,30	não
2004	3,75	5,50	2,50	7,60	não
2005	4,50	-	2,50	5,69	sim com desvio
2006	4,50	-	2,00	3,14	sim

Fonte: Banco Central do Brasil

Nos dois primeiros anos do governo Lula, 2003 e 2004, as metas não foram cumpridas e precisaram ser ajustadas. Observa-se forte discrepância entre as metas de 2003 (3,25%) e de 2004 (3,75%) e os resultados efetivos da inflação, 9,30% e 7,60%, respectivamente. Nesses dois anos, as metas foram ajustadas para 8,5% em 2003 e 5,5% em 2004, e ainda assim o IPCA superou as metas. Em 2005, a inflação ficou acima da

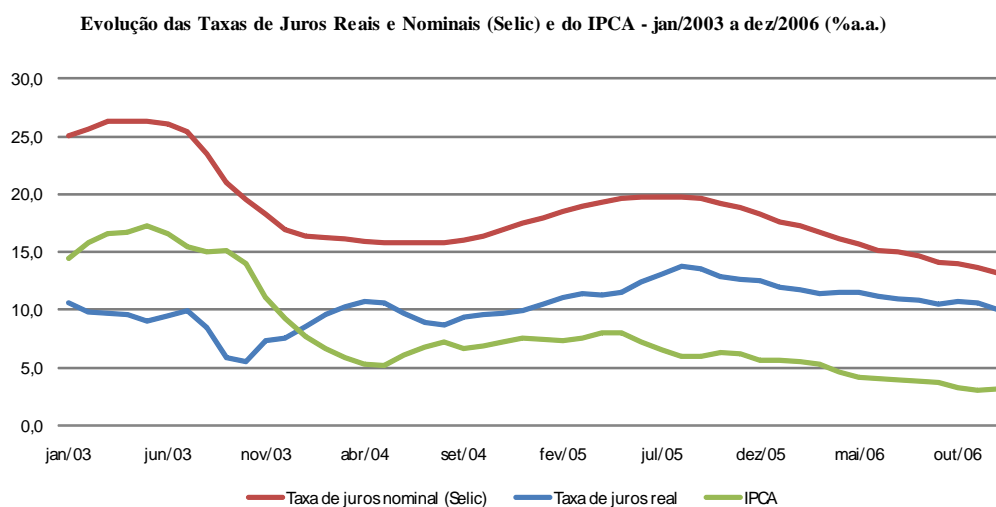
⁹ Para maiores detalhes, ver Modenesi (2008).

meta central, mas dentro do intervalo determinado. Já em 2006, a inflação ficou abaixo da meta.

A questão fundamental para entender o não cumprimento das metas nos primeiros anos de governo é a volatilidade cambial. O câmbio exerce influência nas taxas de inflação através de efeitos diretos e indiretos. Os efeitos diretos são aumentos de preço de bens e serviços transacionáveis com o exterior. Já os efeitos indiretos são fruto da utilização de insumos importados na produção doméstica de bens e serviços. A soma desses dois efeitos, ou seja, o repasse da desvalorização cambial para a inflação é chamado na literatura de *passthrough*.

O final de 2002 e o início de 2003 foram marcados por choques de confiança internacional quanto a mudanças na condução da política monetária. O movimento especulativo produziu desvalorizações cambiais que comprometeram a condução do RMI. O Banco Central reagiu à desvalorização cambial elevando a taxa de juros básica (Selic), que passou de 19,1% a.a. em janeiro de 2002 para 25,1% a.a. no mesmo período do ano seguinte, a fim de conter as expectativas inflacionárias. No gráfico abaixo, observa-se a evolução das taxas nominais (Selic) e reais e da inflação (IPCA) nos anos de 2003 a 2006. Pode-se observar que a Selic e o IPCA seguem trajetórias semelhantes, contudo, a redução da inflação não é acompanhada de uma proporcional redução da taxa de juros nominal, o que é demonstrado pela trajetória ascendente da taxa de juros real.

Gráfico 1

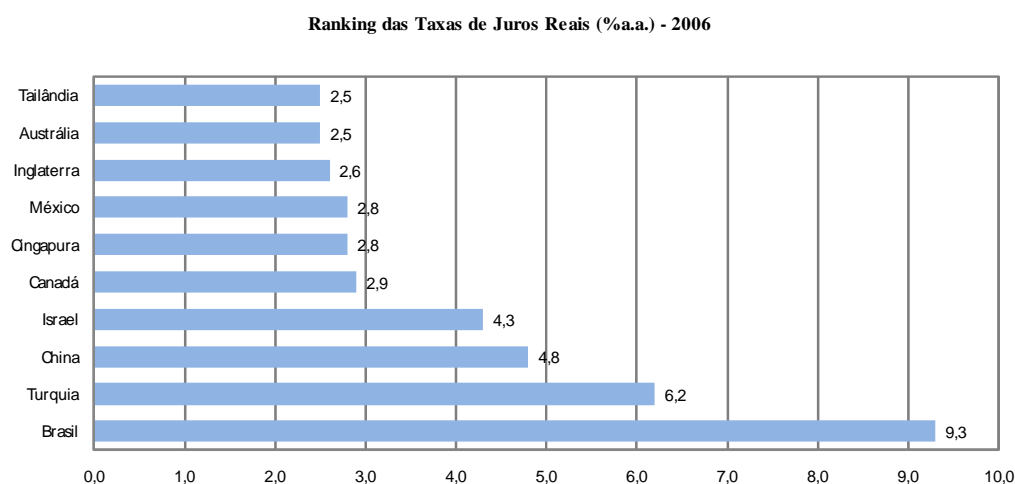


Fonte: Banco Central do Brasil

Nota: A taxa de juros real é igual à taxa de juros nominal descontada a inflação futura.

O que chama atenção na condução da política monetária é a manutenção de taxas de juros reais e nominais exageradamente elevadas. O gráfico 2 é muito ilustrativo ao demonstrar o enorme diferencial entre a taxa de juros real brasileira e as dos demais países selecionados. O Brasil lidera o ranking desse grupo de países, composto também por países que adotam o RMI, como Inglaterra, Austrália, Canadá, Israel e México.

Gráfico 2



Fonte: UpTrend Consultoria

A manutenção de elevadas taxas de juros ao longo desses anos teve um impacto significativo sobre o sistema econômico. Primeiramente, um aumento dos juros desestimula o investimento privado, reduzindo a demanda agregada e, portanto, diminuindo a taxa de crescimento do PIB. A Tabela 2 mostra as taxas de crescimento do produto real no Brasil e no mundo, em grupos de economias selecionadas quanto ao grau de desenvolvimento.

Tabela 2

Crescimento do Produto Real (%) - 2003 a 2006

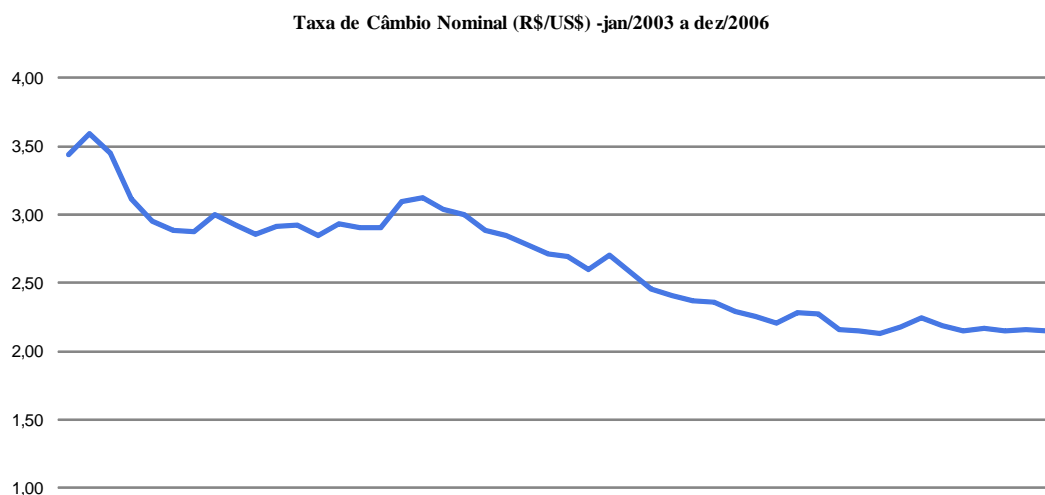
DISCRIMINAÇÃO	2003	2004	2005	2006
Brasil	1,15	5,71	3,16	3,97
América Latina	2,15	6,09	4,97	5,81
Países desenvolvidos	1,91	3,17	2,63	2,99
Mundo	3,61	4,92	4,48	5,09

Fonte: FMI (World Economic Outlook, Outubro 2009) e CEPAL

Em todos os anos analisados, o crescimento da economia brasileira foi menor do que a média do crescimento dos países da América Latina, e, com exceção do ano de 2004, o crescimento da economia brasileira foi menor do que o da economia mundial. Ainda assim, a taxa de crescimento neste ano não foi alta, inferior a 6%. Já em relação à taxa de crescimento dos países desenvolvidos, o desempenho da economia brasileira foi melhor.

O segundo impacto de um aumento das taxas de juros é sobre o câmbio. As elevadas taxas de juros têm atraído uma quantidade considerável de capitais de curto prazo para o país. De acordo com Oreiro et al. (2003), o aumento do fluxo de capitais no Brasil resultou, basicamente de: (1) uma maior estabilidade macroeconômica, advinda pós-Plano Real; (2) queda da taxa de juros internacional nos países desenvolvidos, levando-os a procurar oportunidades mais atraentes em países em desenvolvimento; e (3) maior abertura no que diz respeito à entrada e saída de capitais estrangeiros no país. Assim, como o câmbio é flutuante, a moeda vem se valorizando constantemente, como mostra o gráfico 3. A valorização cambial ocorrida desde janeiro de 2003, quando o câmbio era de R\$3,44/US\$, até dezembro de 2006 (R\$2,15/US\$) foi de 37,5%.

Gráfico 3



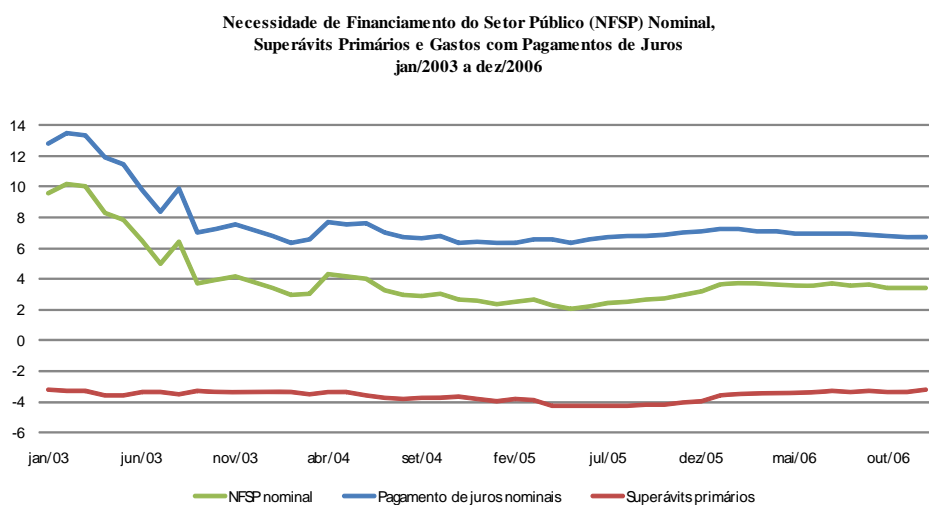
Fonte: Banco Central do Brasil

A valorização externa da moeda pode ter impactos tanto positivos quanto negativos. Um ponto positivo decorre do aumento do poder de compra da moeda doméstica; a apreciação cambial barateia a aquisição de insumos e bens de capital importados, ponto de suma importância para o Brasil, país fortemente dependente de insumos importados. Além disso, a dívida externa brasileira barateia-se com a valorização do real.

Por sua vez, entre os impactos negativos da valorização da taxa de câmbio, pode-se citar: (1) perda de dinamismo do setor exportador e (2) estrangulamento da indústria doméstica. No que diz respeito à competitividade da indústria nacional, o aumento do preço dos produtos brasileiros em comparação ao de países com câmbio mais favorável – como a China, que mantém um câmbio fixo – reduz substancialmente a competitividade das empresas exportadoras. Além disso, alguns segmentos da indústria doméstica amargam o aumento da concorrência de produtos importados mais baratos. Apesar dos sucessivos saldos da balança comercial, impulsionados por um cenário internacional favorável, a valorização do câmbio pode impactar negativamente a balança comercial brasileira a médio e a longo prazos e deteriorar o saldo total do balanço de pagamentos. Isto ilustra o aumento da dependência da economia brasileira ao bom desempenho da economia internacional.

Por fim, um aumento dos juros aumenta os gastos com o serviço da dívida, ampliando o estoque de dívida pública. O impacto fiscal da política monetária praticada no período pode ser observado no gráfico 4.

Gráfico 4



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea)

As altas taxas de juros mantiveram elevados os patamares dos gastos com pagamento de juros da dívida pública. Em determinados momentos, esses gastos chegaram a alcançar quase 14% do PIB. Durante todo o período, para compensar a geração de déficits no conceito nominal – NFSP nominal positiva – o governo praticou uma política de geração de superávits primários crescentes. O aumento das metas de superávit primário – de 3,75% para 4,25% do PIB – prejudica o investimento público, “engessando” a economia. Vale ressaltar que a relação superávit primário/PIB poderia cair, com o passar do tempo, se a economia crescesse mais e/ou os juros cedessem.

Em síntese, apresentam-se como resultados da economia brasileira no período de jan/2003 a dez/2006:

- a) O cumprimento da meta de inflação não ocorreu sistematicamente. Nos três primeiros anos de análise, a inflação efetiva superou a meta. No entanto, o processo inflacionário pode ser considerado sob controle;
- b) Em que pese o favorável cenário internacional, o crescimento da economia brasileira no período não foi significativo, com exceção do ano de 2004. As taxas de crescimento foram baixas e inferiores às taxas de crescimento dos países da América Latina e do mundo;
- c) Em grande medida, esse reduzido crescimento pode ser creditado à política monetária recessiva adotada, com a manutenção de elevadas taxas de juros; uma ampliação da taxa de juros desaquece a economia, valoriza a moeda doméstica e aumenta o estoque de dívida pública;
- d) A tônica da política fiscal foi de geração de superávits primários crescentes, a fim de manter estável a relação dívida/PIB. O aumento das metas de superávit primário prejudica o investimento público e compromete o crescimento da economia.

A adoção do RMI é fundamentada na crença de que a inflação é prejudicial ao crescimento econômico e que, portanto, a estabilidade de preços é o principal objetivo a ser alcançado pela política monetária. Entretanto, “*pouca relevância é dada aos custos da busca e/ou manutenção da estabilidade de preços*” (Modenesi, 2003, pp.78).

II.2 Experiência Internacional

O presente tópico busca avaliar as experiências internacionais no que tange a evolução da taxa de inflação em países que adotaram e não adotaram o RMI. Um dos argumentos de defesa do regime é o fato de que este tem sido bem sucedido no combate inflacionário nos países onde passou a ser adotado. De fato, deve-se reconhecer que a inflação dos dez países desenvolvidos que adotaram o regime assumiu trajetória descendente durante o período de análise. A Nova Zelândia, em 1990 foi o primeiro país a adotar o RMI, depois veio o Canadá em 1991, o Reino Unido e Israel, em 1992, a Suécia, a Finlândia e a Austrália, em 1993, a Espanha, em 1994, e a Noruega e Islândia, em 2001. Os gráficos 5 a 14 mostram a evolução da inflação antes e depois da implementação do regime de metas em cada país desenvolvido supracitado.

Gráfico 5

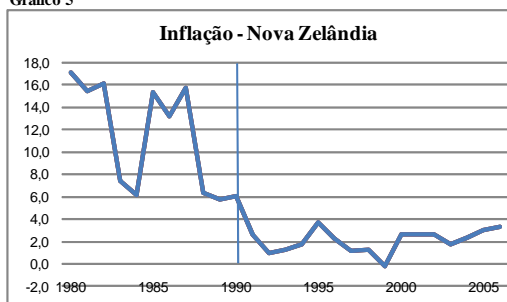


Gráfico 6

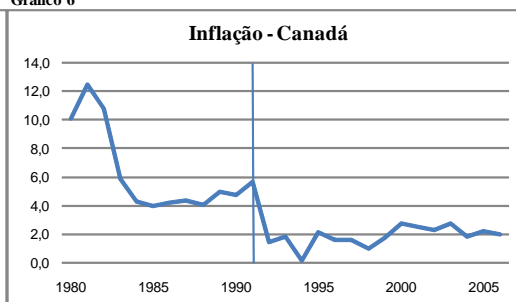


Gráfico 7

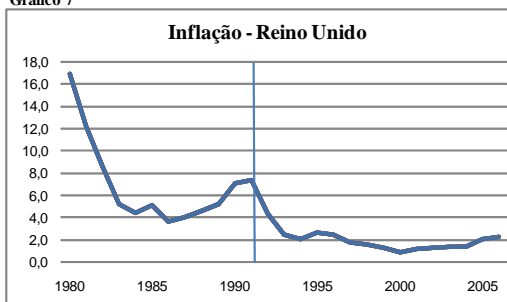


Gráfico 8

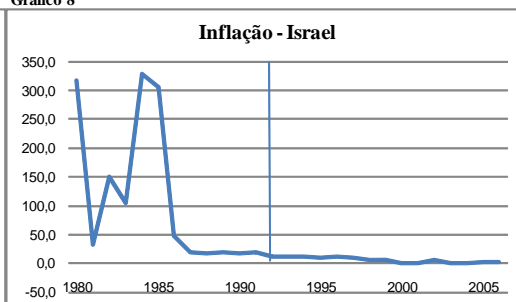


Gráfico 9

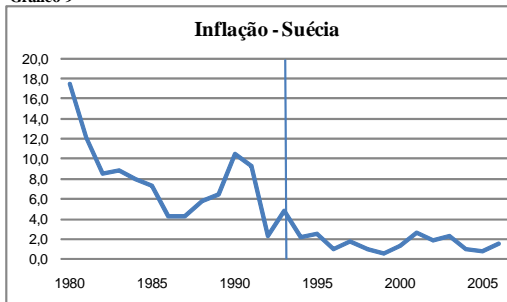


Gráfico 10

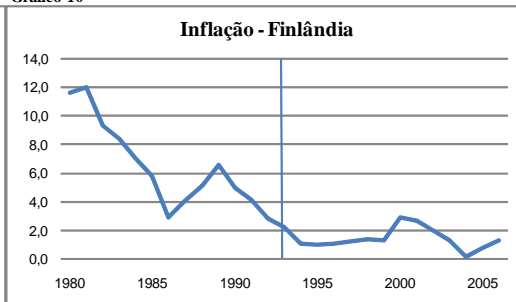


Gráfico 11

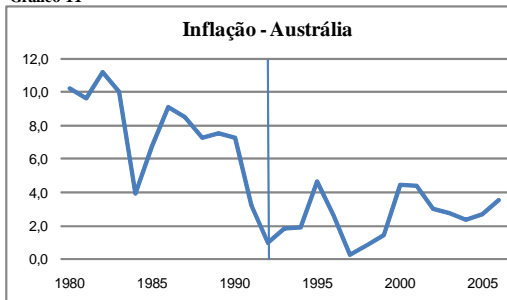


Gráfico 12

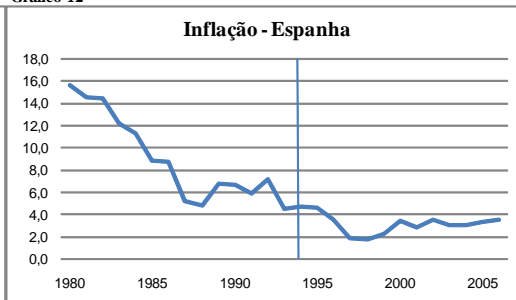


Gráfico 13

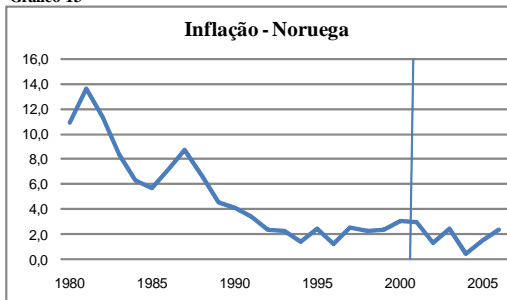
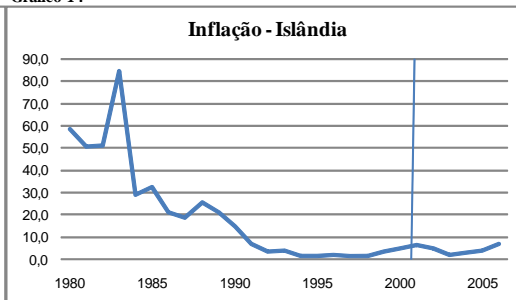


Gráfico 14



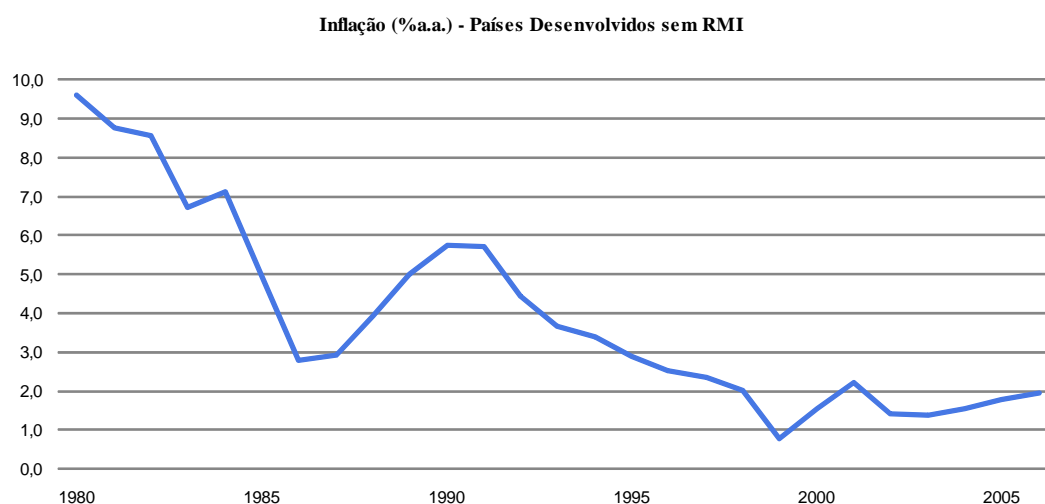
Fonte: FMI, World Economic Outlook, Outubro 2009

Os gráficos acima mostram a evolução da taxa de inflação nos países selecionados desde 1980 até 2006. Não há dúvidas que a inflação desse grupo de países atingiu baixos níveis após a adoção do regime, cujo início está marcado em cada gráfico. No entanto, deve-se observar que a mesma já vinha mantendo uma rota descendente comparativamente à série histórica de anos anterior à implantação do RMI.

Minskin & Posen (1997) apud Sicsú (2001), dois dos maiores defensores de metas inflacionárias, em um estudo sobre a inflação na Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido, concluíram que a redução da inflação nesses três países foi resultado de forças que já estavam em movimento antes da adoção das metas. Os autores afirmam apenas que o novo regime é o responsável pela manutenção das taxas inflacionárias em

patamares aceitáveis. O argumento, contudo, não parece plausível, uma vez que países que não adotaram o regime também têm mantido suas taxas em níveis aceitáveis. O gráfico abaixo mostra a evolução das taxas de inflação, dos anos 80 até os dias de hoje, nos países desenvolvidos que não adotaram o RMI, a saber: Áustria, Bélgica, Coréia, Dinamarca, Estados Unidos, Holanda, Hong Kong, Japão, Portugal e Suíça.

Gráfico 15



Fonte: FMI, World Economic Outlook, Outubro 2009

Dessa maneira, em que pesem as evidências indicadas nos gráficos 5 a 14, não existem argumentos suficientemente sólidos que garantam que o RMI seja o responsável pela queda e controle inflacionário. Países que adotaram e países que não adotaram o regime têm tido sucesso no combate inflacionário.

Uma análise mais específica, referente apenas ao período de 2003 a 2006, corrobora com os argumentos acima expostos. Os resultados são demonstrados na tabela abaixo.

Tabela 3**Taxa de Inflação nos Países Desenvolvidos (%a.a) - 2003 a 2006**

Países com Metas de Inflação	Taxa de Inflação Anual Média	Países sem Metas de Inflação	Taxa de Inflação Anual Média
Austrália	2,8	Áustria	1,8
Canadá	2,2	Bélgica	2,1
Espanha	3,3	Coréia	3,0
Finlândia	0,9	Dinamarca	1,7
Islândia	4,0	Estados Unidos	2,9
Israel	0,9	Holanda	1,7
Noruega	1,7	Hong Kong	0,0
Nova Zelândia	2,6	Japão	-0,1
Reino Unido	1,8	Portugal	2,7
Suécia	1,4	Suíça	0,9
Média dos países	2,2	Média dos países	1,8

Fonte: FMI, World Economic Outlook, Outubro 2009

A inflação anual média nos países desenvolvidos que implementaram metas inflacionárias no período 2003-06 foi de 2,2%, enquanto a taxa de inflação média anual nos países desenvolvidos que não adotaram o regime foi ainda menor, de 1,8%.

A análise dos dados das economias internacionais que adotaram e não adotaram o RMI permite concluir que não há nenhuma evidência de que a adoção do regime de metas tenha sido o motivo pelo qual verificou-se a redução da taxa de inflação nos países que implementaram tal política. O que se verifica na prática é que a inflação seguiu uma trajetória descendente ao longo dos anos 90 até os dias de hoje em comparação com as altas taxas verificadas nos anos anteriores.

A respeito disso, Sicsú conclui sobre a adoção de metas inflacionárias no Brasil:

“A decisão tomada pelo Governo brasileiro foi, no mínimo, precipitada e, talvez, incorreta. Nenhum país, entre aqueles de economia desenvolvida, reduziu a inflação em razão da adoção de metas.” (Sicsú, 2000, pp.9)

Vale lembrar que a forma exageradamente recessiva como foi conduzida a política monetária no Brasil compromete o crescimento da economia e, portanto, seu uso no combate inflacionário não é justificável.

CAPÍTULO III – Uma Crítica ao Regime de Metas de Inflação no Brasil

O presente capítulo realiza uma análise crítica do regime de metas inflacionárias, dada a evolução insatisfatória da economia brasileira supracitada. Primeiramente, é feita uma breve definição dos diferentes tipos de inflação existentes¹⁰ e quais casos se aplicam à economia brasileira nos anos de 2003 a 2006. Para finalizar o capítulo e concluir o trabalho como um todo, propõe-se uma mudança na forma de condução da política monetária no país sob a ótica da escola Pós-Keynesiana.

III.1 Identificação dos Diferentes Tipos de Inflação

III.1.1 Inflação de Demanda

A inflação de demanda é referente ao excesso de demanda agregada em relação à produção disponível de bens e serviços na economia. Ocorre quando a economia está produzindo próximo ao pleno emprego, isto é, ocorre quando o hiato de emprego¹¹ atinge valores nulos e o grau de utilização da capacidade instalada atinge níveis elevados. Neste caso, um aumento da produção no longo prazo só é possível com investimentos no aumento da capacidade instalada. Como o nível de emprego está próximo do pleno emprego e, portanto, há escassez de mão de obra, a inflação ocorre devido a um aumento dos salários nominais.

III.1.2 Inflação de Custos

A inflação de custos é a inflação pelo lado da oferta. Pode-se defini-la como sendo um aumento prolongado do nível geral de preços causado pelo repasse de qualquer forma de elevação dos custos de produção. Este repasse é diretamente proporcional ao grau de monopólio de mercado e inversamente proporcional ao hiato do

¹⁰ Para maiores detalhes, ver Sicsú (2003).

¹¹ O hiato de emprego é a diferença entre a taxa corrente de emprego e a taxa de pleno emprego.

emprego. As formas de elevação de custos que podem levar a um processo inflacionário são: (1) inflação de renda; (2) inflação importada; (3) inflação por impostos, e (4) inflação *spot*.

A inflação de renda pode ocorrer devido a retornos decrescentes, inflação de salários e/ou inflação de lucros. Primeiramente, dada a existência de retornos decrescentes de escala, o aumento da produção pode levar à escassez de algum insumo ou exigir o emprego de mão de obra cada vez menos qualificada (tendo em vista níveis de desemprego muito baixos), levando a um aumento dos custos de produção. As inflações de salários e de lucros também são uma possibilidade. A primeira ocorre devido a um aumento do salário nominal sem contrapartida de um aumento de produtividade, aumentando os custos de produção, que serão repassados para os preços. A constante pressão por aumentos salariais dos empregados são mais facilmente aceitas em períodos de expansão econômica, uma vez que é mais fácil que o repasse de preços seja absorvido pelo mercado. Já a inflação de lucros ocorre caso os empresários tentem elevar a sua margem de lucro, ou recompô-la, caso a situação anterior fosse de recessão.

A inflação importada pode ser explicada pelo aumento do nível geral de preços internacionais de produtos importados, por uma desvalorização cambial ou por um aumento do preço das commodities exportadas pelo país para o mercado internacional. A inflação importada é tanto maior quanto maior for o grau de abertura da economia.

Por fim, os casos das inflações por impostos e *spot* podem ser explicados, respectivamente, por uma elevação da carga tributária que aumente os custos de produção e por consequência de um choque doméstico inesperado de custos, como a quebra de uma safra agrícola.

III.1.3 Inflação Inercial

A inflação inercial é aquela em que a inflação presente é uma função da inflação passada, isto é, ela existe apenas por realimentação, não tendo origem em um excesso de demanda ou em uma elevação de custos. A inércia inflacionária é a resistência que os preços de uma economia oferecem às políticas de estabilização que atacam as causas primárias da inflação.

III.2 Análise do Caso Brasileiro

A escolha de política monetária adotada no Brasil nos anos de 2003 a 2006 foi o regime de metas, que tem como principal objetivo o controle inflacionário, conforme discutido anteriormente. A principal característica do regime é uma política de restrição de demanda agregada através da manipulação da taxa de juros básica. No entanto, a inflação de demanda é apenas um dos tipos de inflação existentes – existe também inflação de custos e a inflação inercial. Assim, torna-se necessária a realização de uma análise acerca do tipo de inflação existente no país.

A primeira hipótese a ser testada é a existência de inflação de demanda. A média da utilização da capacidade instalada é a variável usada como indicador de uma possível inflação de demanda no período, conforme demonstrado na tabela abaixo.

Tabela 4

Média da Utilização da Capacidade Instalada (NUCI - %)

Ano	2003	2004	2005	2006
NUCI	80,5	83,3	84,5	83,3

Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea)

Os dados mostram uma média do grau de utilização da capacidade instalada ao longo dos anos na indústria que ainda não pode ser considerada como representativa de uma inflação de demanda, isto é, um aumento de demanda ainda pode ser absorvido sem a necessidade de novos investimentos e sem pressionar os preços. Isto porque, segundo o artigo “Gargalos da Economia”, publicado pelo Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), o teto para que não haja inflação de demanda é de aproximadamente 90% da utilização da capacidade instalada.

Existe, portanto, forte evidência de que a inflação brasileira não é de demanda, restando apenas a possibilidade de ser originada por um aumento dos custos ou pelo componente inercial. Em que pese o grande peso atribuído à inflação inercial nas taxas históricas de inflação brasileira, sobretudo nos anos 80, a sua participação na inflação

recente é cada vez menor e encontra-se em níveis desprezíveis.¹² Pode-se concluir, então, que o tipo de inflação ao qual o Brasil está sujeito é a inflação de custos.

A tabela abaixo mostra a composição do IPCA, formado por preços livres (peso de 70%, aproximadamente) e preços administrados (peso de 30%).

Tabela 5

Composição do IPCA

Discriminação	Variação Anual (%)			
	2003	2004	2005	2006
IPCA	9,3	7,6	5,7	3,1
Livres	7,8	6,5	4,0	2,2
Administrados	13,2	10,2	8,4	3,4

Fonte: IPEA

É importante observar que os elevados níveis dos preços administrados, sobretudo em 2003 e 2004, impactaram significativamente o IPCA. Segundo Sicsú e Oliveira (2003) e dados do IPEA, a inflação no país nesses anos deve-se basicamente à inflação de preços administrados e à inflação importada.

A inflação de preços administrados ocorre porque estes são preços autorizados pelo governo e reajustados segundo regras contratuais, sendo, portanto, pouco sensíveis a alterações de oferta e demanda. Como exemplo de preços administrados pode-se citar os impostos, os serviços de utilidade pública (telecomunicações e energia elétrica), derivados do petróleo, entre outros.¹³ Para Sicsú e Oliveira, a causa efetiva da inflação dos administrados é a existência de contratos de indexação de preços e, portanto, sugerem que *“todo e qualquer contrato legal desse gênero deve ser eliminado após seu período de vigência, e, se possível, renegociados ainda quando estiverem em vigor.”* (pp.61). É importante assinalar que, dado que a manipulação da taxa de juros não guarda qualquer relação com o controle de preços autorizados pelo governo, o uso de

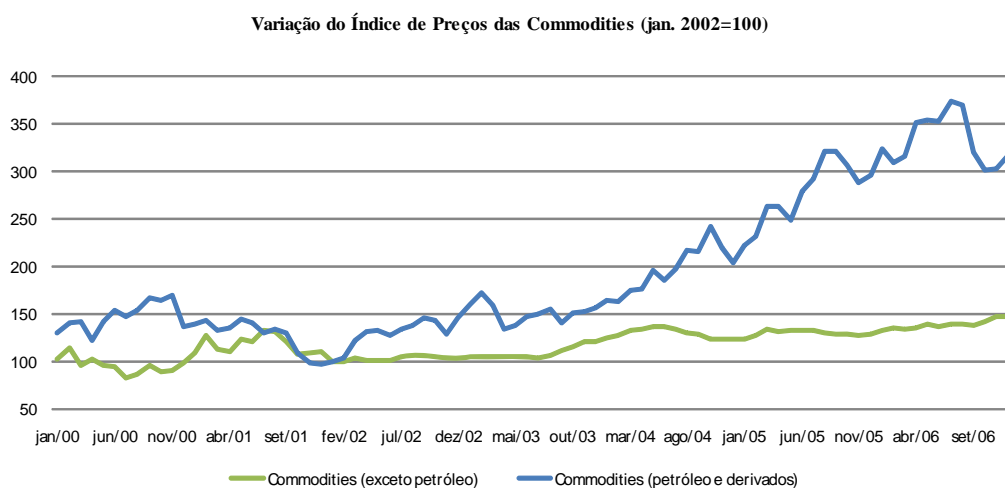
¹² Ver Sicsú e Oliveira (2003).

¹³ Pode-se dizer que a inflação importada tem maior impacto nos administrados, devido basicamente à forma de variação do petróleo e seus derivados.

uma política recessiva no combate inflacionário é inócuo no caso dos preços administrados.

Em relação à inflação importada, o tipo de inflação que deve ser considerada é a inflação por aumento do preço internacional das commodities exportadas, uma vez que, conforme visto anteriormente, a crescente valorização nominal da taxa de câmbio tem sido um instrumento eficaz no combate inflacionário ao suprimir a demanda interna e reduzir a inflação importada. A variação do preço de exportação das commodities (com destaque para a variação do preço do petróleo e seus derivados) é mostrada no gráfico a seguir.

Gráfico 17



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea)

Segundo análise do IPEA, os preços administrados em 2005 ainda foram os principais responsáveis pela alta do IPCA, ainda que tenham seguido uma trajetória declinante. Em 2006, contudo, os preços administrados sofreram uma substancial redução devido à mudança ocorrida em janeiro deste ano na classificação do álcool combustível, que deixou de ser considerado um item administrado e passou a fazer parte do grupo de produtos comercializáveis. Além disso, a manutenção do preço do petróleo em níveis próximos aos praticados em 2005 e a permanência da taxa de câmbio apreciada fecham o conjunto de fatores que garantiram a consolidação da trajetória de inflação declinante neste ano.

III. 3 A Alternativa Pós-Keynesiana

As abordagens pós-keynesianas reconhecem que a inflação não é um elemento secundário em relação ao crescimento econômico, tendo em vista que um processo inflacionário de grande magnitude ou que permaneça por um período elevado de tempo, além de piorar a distribuição de renda e aumentar a desigualdade social, promove um quadro bastante desfavorável ao investimento e compromete o crescimento da economia.

Não há dúvidas quanto ao sucesso do regime de metas no que tange ao controle inflacionário, ainda que, conforme discutido anteriormente, não existam evidências que comprovem que a adoção de tal política ortodoxa tenha sido a principal responsável pela estabilização dos preços nos países. No entanto, mesmo salientando a importância da contenção inflacionária para o desenvolvimento econômico, os economistas pós-keynesianos não defendem a utilização do RMI. Isto porque a forma recessiva como é conduzida a política tem impactos sobre a estabilidade macroeconômica, via aumento do hiato de emprego e estagnação da renda. É preciso entender que é justamente através desses dois últimos fatores que a inflação é combatida, já que ao dificultarem o repasse da elevação de custos para os preços, restringem pressões inflacionárias de custo. Portanto, um dos resultados do RMI é a manutenção da economia em recessão com altas taxas de desemprego e baixos níveis de renda.

A idéia keynesiana é que uma política monetária restritiva baseada na elevação das taxas de juros nominais atuaria somente nos sintomas de uma inflação que tenha origem no repasse dos custos de produção aos preços ou originária de uma indexação de preços via contrato, e não em suas causas. O resultado desse processo não se restringe apenas a uma profunda estagnação econômica, é criada também uma inflação reprimida, originária nos aumentos dos custos que não puderam ser repassados, minando as possibilidades de retomada do crescimento econômico sem inflação. Então, “*o custo do controle dos preços provocado por essa estratégia estabilizadora conservadora é a manutenção da economia em estado de permanente stop-and-go ou semi-deprimida, com uma elevação da taxa média de desemprego e com salários e/ou margens de lucro comprimidos.*” (Sicsú e Oliveira, 2003, pp. 31)

O receituário pós-keynesiano de política econômica para atingir a estabilidade monetária, sem maiores perdas para o crescimento econômico, é aceitar a existência dos diferentes tipos de inflação citados e, assim, identificar quais se aplicam no caso brasileiro e propor políticas (muitas vezes não monetárias) que atuem especificamente nas causas das elevações de preços.

A inflação de demanda é o único tipo de inflação que deve ser controlada por meio da adoção de política monetária restritiva. No entanto, esse tipo de inflação é muito raro e somente ocorre quando a economia está em situação de pleno emprego dos fatores de produção, o que, conforme visto anteriormente, não é o caso brasileiro.

Como foi verificado, a inflação de custos é o tipo de inflação ao qual o Brasil está sujeito. O receituário pós-keynesiano defende que a estabilidade de preços exige uma combinação de diferentes instrumentos de política econômica (e não apenas por meio da política monetária), como a política tributária, comercial, cambial, etc. A inflação salarial, por exemplo, pode ser combatida através da elevação da produtividade do trabalho, por meio de programas de treinamento e melhoria da qualificação dos trabalhadores. A inflação de lucros é combatida através do controle de preços e das margens de lucros de monopólios através de agências reguladoras estatais. A inflação importada do exterior deve ser compensada através da redução de impostos e da valorização do câmbio. A inflação causada por choques de oferta deve ser combatida por estímulos ao rápido aumento da oferta, como crédito, estímulo fiscal, etc. Já a inflação de impostos pode ser compensada com a redução no preço de outros serviços pelo Estado. Para a escola pós-keynesiana, no caso de uma inflação pelo lado da oferta, o uso de uma política monetária restritiva, baseada na manutenção de altas taxas de juros, é inócuo sobre as causas da inflação, agindo apenas sobre seus sintomas. Mais ainda, reprime os níveis de emprego e de renda, comprometendo o crescimento econômico.

CONCLUSÃO

Tentou-se desenvolver neste trabalho, através de uma análise quantitativa, uma crítica à forma recessiva que o regime de metas de inflação foi adotado no Brasil entre os anos de 2003 e 2006 e expor, então, propostas alternativas de políticas econômicas (monetárias e não-monetárias) que atuem não apenas nas causas da inflação, mas busquem manter a estabilidade macroeconômica.

Primeiramente, revisou-se a literatura existente sobre os principais pilares novo-clássicos que sustentam o regime: a curva expectacional de Phillips; a hipótese da taxa natural de desemprego; e o chamado viés inflacionário. A curva de Phillips pressupõe a inexistência de um *trade-off* entre inflação e desemprego no longo prazo, quando a economia, operando no pleno emprego, ainda apresentaria uma taxa de desemprego chamada de “natural” e uma taxa de inflação a ela associada. O que os defensores da curva de Phillips postulam é que, ainda que à custa de um aumento da inflação, políticas monetárias expansionistas só têm impactos sobre o crescimento econômico no curto prazo; no longo prazo a economia volta à sua taxa natural. Já o chamado viés inflacionário refere-se, segundo os defensores do regime de metas, à grande propensão de políticos e empresários de realizar políticas inflacionárias de redução da taxa de juros e crédito fácil, por exemplo, a fim de reduzir o desemprego abaixo da sua taxa natural.

A análise dos pressupostos teóricos do regime é importante para a compreensão da forma como o regime foi adotado. O que se pode concluir desta análise é que, visto que a política monetária não exerce impacto sobre as variáveis reais da economia no longo prazo, o seu uso deve se dar exclusivamente ao combate inflacionário, a despeito do crescimento econômico e redução das desigualdades sociais. Não se pretende negar a importância do controle inflacionário como forma de melhorar a distribuição de renda e criar um ambiente favorável a investimentos, contudo, questiona-se a perda de um importante instrumento – a política monetária – como forma de promover o desenvolvimento econômico e social.

A taxa de juros nominal é o instrumento do regime de metas de inflação. O que chama a atenção no caso brasileiro é a manutenção de taxas de juros reais e nominais exageradamente elevadas, umas das mais altas do mundo, o que obviamente impacta

negativamente nas variáveis macroeconômicas. De acordo com a análise desenvolvida no segundo capítulo, o crescimento do produto real brasileiro entre os anos de 2003 e 2006 foi inferior ao crescimento do PIB mundial e dos países da América Latina. Se, por um lado, uma elevação da taxa de juros reduz a inflação, gerando ampliação de bem-estar social, por outro lado, um aumento do juros diminui o nível de bem-estar, uma vez que: (1) desaquece a economia; (2) valoriza a moeda doméstica; e (3) aumenta o estoque de dívida pública.

Apesar da maneira excessivamente recessiva como a política foi conduzida, observa-se no período o não cumprimento das metas estabelecidas, com exceção de 2006. Em relação à experiência internacional, após analisar as taxas de inflação dos demais países que também adotaram o regime de metas de inflação, conclui-se que não se pode estabelecer uma relação de causalidade entre a adoção do regime e o controle inflacionário, uma vez que a trajetória de inflação nos últimos anos nos países desenvolvidos é descendente.

Diante das desvantagens do regime expostas neste trabalho e da falta de evidências de seu êxito no Brasil e no mundo, não seria plausível a adoção de políticas alternativas? Essa questão é trabalhada no último capítulo, que pretende mostrar que não existe uma evidência de inflação de demanda significativa no Brasil, o que então ressalta a necessidade de propor políticas, muitas vezes não-monetárias, específicas para cada tipo de inflação existente no país. Por fim, conclui-se que a forma recessiva como é conduzido o regime de metas de inflação atua não combatendo as causas da inflação, mas os seus sintomas: ao criar um ambiente de profunda estagnação econômica (via aumento do hiato do emprego e estagnação da renda), o repasse da elevação de custos para os preços é dificultado, restringindo pressões inflacionárias de custo. O resultado desse processo é a criação de uma inflação reprimida, minando as possibilidades de crescimento econômico sem inflação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARESTIS, P. *The Post-Keynesian Approach to Economics: an Alternative Analysis of Economic Theory and Policy*. Vermont: Edward Elgar, 1992.

BARRO, R., *Rational Expectations and the Role of Monetary Policy* in LUCAS, R. e SARGENT, T. (ed.) *Rational Expectations and Economic Practice*. Mineapolis: The University of Minnesota Press, 1982.

BERNANKE, B.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. e POSEN, A. *Inflation Targeting: Lessons From the International Experience*. Princeton University Press: Princeton, 1999.

BLANCHARD, O. *Macroeconomia*. Prentice Hall, São Paulo, 3º Edição, 2004.

BLINDER, A. *Bancos Centrais: Teoria e Prática*. Tradução de Maria Abramo Caldeira Brant. São Paulo: Ed. 34, 1999.

CANUTO, O. *Regimes de Política Monetária em Economias Abertas*. Texto para Discussão, IE-Unicamp. Campinas: Unicamp, nº 92, 1999.

CARVALHO, F. *The Independence of Central Banks: a Critical Assessment of the Arguments*. Journal of Post Keynesian Economics, Vol.18, 1995.

CASTRO, L. *Esperança, Frustração e Aprendizado: a História da Nova República (1985-1989)* in GIAMBIAGI, F. et al. (Orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea*, Rio de Janeiro: Editora Campus, 2005.

_____. *Políticas Econômicas para Economias Monetárias* in LIMA, G.; SICSÚ, J. e PAULA, L. (Orgs.) *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999.

FISCHER, S. *Rational Expectations and Economic Policy*, Chicago: University of Chicago Press, 1981.

FMI, *World Economic Outlook*, Outubro, 2009.

FRIEDMAN, M. *Inflação e Desemprego: A Novidade da Dimensão Política* in *Clássicos de Literatura Econômica*. Rio de Janeiro: IPEA/IMPES, 1988.

GIAMBIAGI, F. et al. (Orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea*, Rio de Janeiro: Editora Campus, 2005.

GOLDFAJN, I. et al. *Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges*, Working Paper n. 53, Central Bank of Brazil, 2003.

GOODHART, C. *What Should Central Banks Do? Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?.* The Economic Journal, Nov., 1994.

GROSSMAN, H. *Rational Expectations, Business Cycles and Government Behavior* in FISCHER, S. *Rational Expectations and Economic Policy*, Chicago: University of Chicago Press, 1981.

IEDI. *Gargalos da Indústria*. São Paulo, IEDI, 2003.

IPEA, *Cartas de Conjuntura 2003-2006*, disponível em www.ipea.gov.br.

KYDLAND, F. e PRESCOTT, E. *Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Keynesian Economics* In: PERSON e TABELLINI (Eds.) *Monetary and fiscal policy - credibility*. Cambridge (Mass): MIT Press, 1994.

LUCAS, R. *Expectations and the Neutrality of Money*. Journal of Economic Theory, April, 1972.

LUCAS, R. e SARGENT, T. *Rational Expectations and Economic Practice*. Mineapolis: The University of Minnesota Press, 1982.

MODENESI, A. *A Inconsistência Temporal, o Viés Inflacionário e a Tese da Independência do Banco Central*. Texto para Discussão, Faculdade de Economia, UFF, Rio de Janeiro, 2002.

_____. *Regimes Monetários: Fundamentos Teóricos e a Experiência do Plano Real*, Tese de Mestrado, Faculdade de Economia, UFF, Rio de Janeiro, 2003.

_____. *Convenção e Rigidez na Política Monetária: Uma Estimativa da Função de Reação do BCB – 2000-2007*. Texto para Discussão, Ipea, Rio de Janeiro, 2008.

MUTH, J. *Rational Expectations and the Theory of Price Movements* in LUCAS, R. e SARGENT, T. (ed.) *Rational Expectations and Economic Practice*. Mineapolis: The University of Minnesota Press, 1982.

OREIRO, J. e PAULA, L. *Taxas de Juros e Controle da Inflação no Brasil* in: SICSÚ, J., OREIRO, J., PAULA, L. (Orgs.) *Agenda Brasil: Propostas de Política Econômica Para o Crescimento Com Estabilidade de Preços*. Barueri: Manole, 2003.

_____ e SILVA, G. *Fluxos e Controles de Capitais no Brasil: Avaliação e Proposição de Políticas* in: SICSÚ, J., OREIRO, J., PAULA, L. (Orgs.)

Agenda Brasil: Propostas de Política Econômica Para o Crescimento Com Estabilidade de Preços. Barueri: Manole, 2003.

ROGOFF, K. *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*. *Quarterly Journal of Economics*, November, nº 100, Vol. 4, 1985.

SICSÚ, J. *Credible Monetary Policy: a Post Keynesian Approach*. Texto para Discussão. IPE/USP, São Paulo, 2001.

_____. *Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias: Algumas Observações Críticas Preliminares*. Texto para Discussão. Faculdade de Economia, UFF, Rio de Janeiro, 2001.

_____. OREIRO, J., PAULA, L. (Orgs.) *Agenda Brasil: Propostas de Política Econômica Para o Crescimento Com Estabilidade de Preços*. Barueri: Manole, 2003.

TOBIN, J. *Asset accumulation and economic activity: reflections on contemporary macroeconomic theory*. Chicago: University of Chicago Press, 1980.

VIEIRA, F. *Brasil Permanece no Topo do Ranking dos Juros Reais*. Folha de São Paulo, São Paulo, p.B3, 18 out. 2006.