



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Walmir Luiz Souza Almeida Coelho

AS ALTAS TAXAS DE JUROS NO BRASIL:
UMA ANÁLISE DOS NÍVEIS DA TAXA DE JUROS NOS GOVERNOS LULA

Rio de Janeiro

2022

Walmir Luiz Souza Almeida Coelho

AS ALTAS TAXAS DE JUROS NO BRASIL:

UMA ANÁLISE DOS NÍVEIS DA TAXA DE JUROS NOS GOVERNOS LULA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Professora Dra. Ana Cristina Reif

Rio de Janeiro

2022

CIP - Catalogação na Publicação

S729a Souza Almeida Coelho, Walmir Luiz
As altas taxas de juros no Brasil: Uma
dos níveis da taxa de juros nos governos LuJa /
Walmir Luiz Souza Almeida Coelho. -- Rio de
Janeiro. P022.

Orientadora: Ana Cristina Reif de Paula.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 20P2.

1. Taxa de Juros. 2. Regime de metas de Inflação.
3. Governo LuJa. 4. Taxa de câmbio. 5. Custos
econômicos. I. Reif de Paula, Ana Cristina,
II. Titulo.

WALMIR LUIZ SOUZA ALMEIDA COELHO

AS ALTAS TAXAS DE JUROS NO BRASIL:

UMA ANÁLISE DOS NÍVEIS DA TAXA DE JUROS NOS GOVERNOS LULA

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 19de agosto de 2022.

ANA CRISTINA REIF DE PAULA - Presidente
Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

LÍDIA BROCHIER
Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

SIMONE FIORITTI SILVA
Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

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

Dedico esse trabalho ao meu avô, José da Rocha Coelho
(09/11/1952 – 07/05/2021), quem me deu muito amor e carinho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família por todo apoio e oportunidade que me deram para buscar uma boa educação que já me rendeu incríveis frutos e um direcionamento maravilhoso para o caminho que eu queria seguir na minha vida.

Agradeço a minha namorada, Cecilia Maia de Aquino, por todo apoio e força nos momentos mais difíceis dessa graduação e, principalmente, na elaboração desse trabalho que aconteceu em um período muito complicado do mundo e da minha vida.

Agradeço às minhas amizades construídas durante a faculdade que levarei para a vida e que deixaram mais leve e mais tranquila essa caminhada. Deixo em especial agradecimentos à Rafaela Salles, Diana Senna, Camila Nasseh, Bernardo Fico, João Gabriel Guimarães, Behrnardo Alves, Bruno Bezerra, Cláudio Pires, Daniel Carvalho, Felipe Peixoto, Pedro Borges, Pedro Salek, José Montesanti, Gustavo Gaspar, Iago Correia e Matheus Reddo.

Deixo aqui, também, um agradecimento especial à minha orientadora, Ana Cristina Reif, que teve toda a paciência de me ajudar durante a elaboração desse trabalho.

Sem a amizade, ajuda e apoio dessas pessoas incríveis, nada disso seria possível.

RESUMO

A realidade de um cenário com altos níveis de taxa de juros é comum para a economia brasileira. Nesse trabalho é tratado o regime que é aplicado no Brasil, o Regime de Metas de Inflação (RMI), e como esse modelo tem a taxa de juros como instrumento para controle da inflação, tendo como resultado a alta dos juros. Abordam-se razões para o cenário de altos juros e as consequências para a economia no período dos governos Lula. Para isso, faz-se uma revisão da teoria econômica associada ao regime de metas de inflação e das críticas a esta teoria, aborda-se a evolução da economia ao longo do período analisado e, por fim, são expostas críticas à aplicação deste modelo no Brasil, relacionando-as às causas para os altos patamares da taxa de juros.

Palavras-chave: juros; inflação; câmbio; custos; dívida.

ABSTRACT

The reality of a scenario with high interest rate levels is common for the Brazilian economy. This work deals with the regime that is applied in Brazil, the Inflation Target Regime, and how this model has the interest rate as an instrument to control inflation, resulting in a rise in interest rates. Reasons for the high interest rate scenario and the consequences for the economy during the Lula administrations are discussed. At last, a review of the economic theory associated with the inflation target regime and criticisms of this theory are addressed. The evolution of the economy over the analyzed period is approached and, finally, criticisms to the application of this model in the Brazil are exposed, relating them as causes for the high interest rate levels.

Keywords: interest rate; inflation; exchange; costs; debt.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO -----	9
2. A taxa de juros e o RMI -----	10
2.1 Regime de Metas de Inflação e a Taxa de Juros -----	11
2.2 Críticas ao RMI -----	21
3. A economia brasileira nos governos Lula (2003-2010) -----	28
4. Análise crítica da alta taxa de juros no Brasil entre 2003-2010 -----	44
5. CONCLUSÃO -----	53
REFERÊNCIAS -----	56

1. INTRODUÇÃO

A taxa de juros, objeto central desse trabalho, afeta a economia de diferentes formas. Os patamares elevados dessa taxa na economia brasileira são muito comuns, em especial, devido ao uso do regime de metas de inflação (RMI), que tem como instrumento principal na política econômica a taxa de juros para controle da inflação. A ideia central desse regime é o compromisso com as metas de inflação e, para isso, utiliza o aumento da taxa de juros para desaquecer a atividade econômica, reduzindo a demanda agregada e, assim, diminuindo a pressão sobre os preços para frear a inflação.

O objetivo do trabalho é analisar o comportamento da taxa de juros no Brasil durante o governo Lula, nos anos 2003-2010, e as razões levaram aos altos patamares para combater a inflação e fazer com que essa convergisse para as metas definidas. O período é escolhido por contemplar todo um governo de um mesmo presidente, apresentar altas taxas de juros, que são objeto de estudo desse trabalho, e se iniciar com a necessidade de um ajuste macroeconômico que foi enfrentado com aumento da taxa de juros e reajuste da meta da inflação e objetivou a recuperação do crescimento com uma inflação controlada, conforme sugere o RMI.

No primeiro capítulo, será explicado o suporte teórico do novo consenso macroeconômico ao RMI e seu funcionamento, tendo a taxa de juros como principal instrumento de política monetária. Adicionalmente, serão expostas críticas de alguns economistas heterodoxos quanto a problemas enfrentados por esse modelo. No segundo capítulo, com base no texto “Inflexão do governo Lula: Política econômica, crescimento e distribuição de renda”, de Nelson Barbosa e José Souza (2010), será descrita a evolução da economia e seus dados no período do governo Lula, com destaque para alta taxa de juros praticada com o objetivo principal de controle da inflação. Por fim, no terceiro capítulo, são apresentadas as críticas dos autores Serrano (2010), Modenesi e Modenesi (2010) e Campedelli e Lacerda (2014) à aplicação do RMI ao caso brasileiro e que levaram às altas taxas de juros no período analisado.

2. A Taxa de Juros e o RMI

O Regime de Metas será o objetivo de análise nesse capítulo, tal como os fatores necessários para seu funcionamento e as consequências de sua instalação nos países para controle da inflação. Visto que o Novo Consenso Macroeconômico (NCM) tem a baixa e estável inflação como essencial para o crescimento, este vê o regime de metas como o caminho para se alcançar esse princípio.

Para o entendimento do Regime de Metas de Inflação, são demonstradas as equações nas quais esse se baseia, tendo como elementos a curva IS e suas relações com a demanda agregada, a curva de Philips expectacional e suas relações com a oferta agregada e a regra de Taylor junto às relações entre a taxa de juros e as políticas monetárias. Essas equações têm como fundamento a teoria proposta pelo NCM.

Observa-se que a fundamentação dessa teoria vem de elementos de diversas correntes que tem como foco principal o instrumento monetário para condução da política monetária e, esse ponto é sobretudo desenvolvido pelos monetaristas, como vê-se abaixo:

No espírito da velha síntese, que captava elementos tanto de origem clássica quanto keynesiana, a proposta atual é uma combinação de elementos desenvolvidos pelas correntes Novo Clássico, Novo Keynesiano e Real Business Cycle, que se insere em uma moldura teórica e prática desenvolvida, sobretudo, pelos monetaristas, com ênfase na condução do instrumento monetário. (MISSIO; TEIXEIRA, 2011, p. 276)

Será tratado também o uso da taxa de juros como instrumento principal do RMI para o controle da inflação, tendo os Banco Centrais como principal objetivo a estabilidade dos preços na economia no longo prazo. Para isso, o Banco Central deverá seguir uma meta coerente para o crescimento econômico definida pelo Ministro da Fazenda e manter o índice de preços como sua referência para alcançar seus objetivos determinados e passar confiança para os agentes, sendo independente e transparente. Observa-se que nesse modelo, “a taxa de juros de curto prazo atua como principal instrumento de política monetária, que deve ser calibrada para fazer com que a inflação tenda a convergir para a meta estabelecida” (CARVALHO, 2015, p.5).

Por fim, são demonstradas as críticas ao RMI, explicando os diferentes tipos de inflação que deveriam ser atacadas de diversas maneiras e não sem discriminação, como feito pelo regime, que foca principalmente na inflação de demanda, que ocorre apenas quando a economia atinge o pleno emprego dos fatores. Então, é apresentada a crítica dos

autores Sicsú, Modenesi, Campedelli e Lacerda, e Lopes e Rossetti que apontam a solução de combinação de políticas para o combate à inflação. Segundo esta visão, não seria apenas dever do Banco Central esse controle de baixos níveis de inflação e estabilidade no longo prazo por meio de políticas monetárias e com a taxa de juros como instrumento principal, mas também por meio de políticas fiscais que podem, por exemplo, ter o controle da taxação sobre as atividades da economia, estimulando e desestimulando setores que afetam diretamente nos níveis de atividade econômica e de preços na economia do país. Quanto às críticas aos instrumentos de controle inflacionários, os “economistas pós-keynesianos criticam o uso de políticas anti-inflacionárias ortodoxas de aperto monetário, uma vez que elas atacam o sintoma, mas não a causa da inflação” (CARVALHO, 2015, p.13).

2.1. Regime de Metas de Inflação e a Taxa de Juros

De acordo com o NCM, uma taxa de inflação baixa e estável é uma condição necessária para o crescimento de longo prazo, como observado por de Paula, 2015. Isso se deve ao grande custo social de um processo inflacionário crônico, o que é muito danoso para o crescimento econômico. Um processo inflacionário traz condições de muita incerteza sobre o futuro e sobre os resultados de atividades empresariais, o imposto inflacionário tende a ser estimulado, além das aplicações financeiras em detrimento dos investimentos em atividades produtivas.

O aumento da incerteza sobre as condições futuras e sobre os resultados das atividades empresariais, o estímulo ao imposto inflacionário, as distorções na estrutura de impostos e na alocação de recursos com incentivo às aplicações financeiras em detrimento dos investimentos em atividades produtivas, dentre outros, são exemplos do que pode ocorrer num cenário de inflação crônica. (NEVES; OREIRO, 2008, p.108)

O RMI tem, como parte de sua origem, o debate quanto ao papel da política monetária, proposto por Friedman, 1980, que retoma a ideia da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), com uma abordagem diferente quanto ao papel da moeda. Segundo a TQM, no curto prazo, $MV=PY$, isto é, o produto, Y , e a velocidade da circulação da moeda, V , são constantes, logo a equação expressa a relação direta de determinação da quantidade de moeda na economia, M , sobre o nível de preços, P . Neste sentido, a moeda é neutra, só possuindo função de troca de mercadoria e o papel de controle inflacionário (caso aumente a quantidade de moeda, aumenta o nível de preços, logo a inflação). O processo inflacionário é visto como causado por uma circulação de moeda na economia maior que o necessário para o pagamento dos produtos existentes. Friedman aponta, contudo, que, no curto prazo, se os agentes tiverem expectativas adaptativas, os bancos centrais, ao aumentar o volume da moeda na economia, além de elevar a inflação, conseguem afetar transitoriamente o lado real da economia; e, apenas no longo prazo, quando há ajuste das expectativas, a moeda seria neutra, tal como na TQM. (CAMPEDELLI; LACERDA, 2014)

Quanto ao Novo Consenso Macroeconômico, observamos a hipótese de expectativas racionais, que significa que as expectativas são formadas pelos agentes por meio de funções probabilísticas de acordo com a informação disponível. Dado que se

assume que toda informação está disponível igualmente para todos, as expectativas de todos os agentes são iguais. No entanto, visto que nem toda informação está disponível no curto prazo, a partir desse processo de formação, pode vir a ocorrer a decepção das expectativas em relação à realidade. Com isso,

(...) as tentativas dos *policy makers* de influenciar o comportamento do produto e da taxa de desemprego por meio de políticas monetárias não antecipadas teriam impactos somente no curto prazo, pois os agentes racionais reformulariam as suas expectativas, retornando para a taxa natural de desemprego. (NEVES; OREIRO, 2008, p.106)

Dessa forma, é demonstrada a necessidade de análise da estrutura monetária e das expectativas racionais dos agentes pelos *policy makers* para que a política monetária funcione de acordo com os objetivos traçados para uma menor inflação no cenário econômico. Ou seja, as expectativas dos agentes são importantes na tomada de decisão e reagem às ações de política econômica exercida pelos *policy makers*, tanto fiscal como monetária.

Assume-se a existência de uma taxa natural de desemprego, para qual a economia tende no longo prazo, que incorpora as características estruturais e institucionais do mercado de trabalho e do mercado de bens e que ocorre quando há apenas desemprego voluntário e friccional. Deste modo, “não existe nenhum trade-off de longo prazo entre desemprego e inflação” (CARVALHO, 2015, p.2), sendo assim, a curva de Phillips de longo prazo é vertical, sendo válida a neutralidade da moeda, tal como proposto pela TQM e por Friedman, com o produto potencial ou produto real determinado pela função de produção da economia. Em caso de variações na moeda, no longo prazo, não haverá efeito real no desemprego.

No curto prazo, porém, aceita-se a existência de uma rigidez de preços e salários suficientemente significativa para fazer com que a demanda agregada tenha relevância na condução da atividade econômica, ou seja, a curva de Phillips de curto prazo é negativamente inclinada. Os desvios de curto prazo em relação à taxa natural de desemprego são causados, particularmente, na visão do NCM, por choques de política monetária a partir de decisões que envolvem, em geral, inconsistência intertemporal e geram pressão inflacionária.

Tendo em vista a tendência à inconsistência intertemporal da política monetária, a discricionariedade na condução da política monetária deve ser limitada, podendo haver

alguma discricionariedade apenas para acomodar choques de demanda e evitar a volatilidade excessiva do produto, isto é, a política monetária deve ser conduzida de forma a manter a demanda agregada estável e com isso evitar flutuações temporárias de preços e salários. Para administrar os desvios,

(t)al regime permitiria uma ‘discricionariedade restrita’ ao combinar alguma flexibilidade com credibilidade de maneira ótima, permitindo assim que o banco central (BC) possa reagir a recessões não previstas através de variações adequadas na taxa de juros de curto prazo de modo a minimizar as flutuações do produto em torno de sua tendência de longo prazo (CARVALHO, 2015, p.3).

Sendo assim, as políticas monetárias no RMI devem sempre buscar uma estabilização gradual dos preços, para evitar problemas de bruscas mudanças na taxa de juros que podem vir a ser necessárias em cenários inflacionários. A política monetária deve estabelecer uma regra de como a taxa de juros deve ser ajustada a alterações em eventos econômicos (expansão ou recessão econômica), ou seja, as decisões de política monetária devem obedecer à regra explícita ou uma função de reação que seja conhecida pelos agentes e com isso possa guiar as expectativas. A importância dessa credibilidade

(...) é fundamental na condução da política monetária para evitar problemas relacionados à inconsistência temporal, ou seja, busca de resultados imediatos e temporários em termos de nível de produto em detrimento de perdas duradouras (isto é, mais inflação) (CARVALHO, 2015, p.6).

O RMI fundamenta-se, portanto, na teoria proposta pelo Novo Consenso Macroeconômico e define uma meta para um índice de preços, que é anunciada no início de um determinado período e que servirá de referência para as políticas do Banco Central. Com isso, no Novo Consenso, a política monetária torna-se o principal instrumento de política econômica, podendo essa afetar diretamente a demanda dos agentes na economia e suas propensões a consumir por meio das movimentações da taxa de juros, e as demais políticas ficam subordinadas aos objetivos de estabilização do produto e, principalmente, da inflação. Assim, de acordo com o RMI, as pressões inflacionárias são derivadas da demanda acima do nível de oferta potencial, com isso, a taxa de juros deve ser aumentada para esfriar a economia e controlar a demanda, controlando assim a inflação. Em busca das metas, “(...) a autoridade monetária busca restringir a atividade, ‘esfriando’ a economia para, por exemplo, combater pressões inflacionárias ou estabilizar a taxa de câmbio (...)” (SICSÚ, 2007, p.238).

O Regime de Metas de Inflação baseia-se nas seguintes equações, apresentadas em Carvalho, 2015, que resumem o modelo teórico do Novo Consenso Macroeconômico:

$$1) y_t = a_1 y_{t-1} + a_2 E_t y_{t+1} - a_3 (i_t - E_t \pi_{t+1}) + g_t$$

$$2) \pi_t = b_1 y_t^* + b_2 \pi_{t-1} + b_3 E_t \pi_{t+1} + z_t$$

$$3) i_t = r_t^* + c_1 y_{t-1}^* + E_t \pi_{t+1} + c_2 (\pi_{t-1} - \bar{\pi})$$

Na equação 1, o nível de produto (y_t) é uma função positiva do efeito defasado do produto real (y_{t-1}), da renda futura esperada ($E_t y_{t+1}$) e do choque de demanda (g_t), e negativamente dependente da taxa de juros real esperada de curto prazo ($i_t - E_t \pi_{t+1}$). Nessa primeira equação, a política monetária se manifesta sobre a demanda agregada por meio da taxa de juros e das expectativas de inflação futura. A elasticidade-juros da IS (a_3) representa a substituição intertemporal do consumo, ou seja, maiores taxas de juros estimularão os agentes a postergarem seu consumo para o futuro. Já o termo de choque (g_t) mostra que um choque de demanda deslocaria a curva IS e isso poderia ser entendido como uma possibilidade de mudança no gasto do governo em relação às mudanças esperadas no produto. Pela equação 1, então, podemos dizer que ações correntes e esperadas da política econômica afetariam a demanda agregada.

Na equação 2, a Curva de Phillips “expectacional” ou função de oferta agregada, mostra uma relação entre a inflação (π_t) e os demais termos da equação: o hiato do produto (y_t^*), além do efeito defasado da inflação (π_{t-1}), das expectativas futuras de inflação ($E_t \pi_{t+1}$) e do choque de oferta (z_t). O hiato do produto captura o efeito da inflação de demanda. A inflação passada reflete a rigidez de preços no curto prazo, o que permite um espaço para movimentos do produto e da inflação no curto prazo, sendo a inflação flexível no longo prazo. A expectativa de inflação futura passa a ser uma variável relevante do modelo, sendo ela incorporada enquanto uma meta intermediária da política monetária. Os choques de oferta (z_t), por sua vez, geram uma inflação de custos, que varia de forma aleatória, o que faz com que o efeito de seus desvios sobre o nível de preços no longo prazo seja igual a zero. Com isso, o efeito de um choque de oferta sobre os preços no longo prazo também será zero.

Por fim, na equação 3, podemos ver uma equação que mostra a regra da política monetária (regra de Taylor) e relaciona positivamente a taxa de juros nominal de curto

prazo, i_t , que é instrumento da política monetária para o Novo Consenso, com a taxa de juros real (r_t^*), o hiato do produto defasado (y_{t-1}^*), as expectativas futuras de inflação ($E_t\pi_{t+1}$) e a taxa de inflação passada (π_{t-1}). Com isso, a política monetária vai estabelecer uma meta para a taxa básica de juros, ditada pelos desvios do produto efetivo em relação ao produto potencial e da inflação em relação à meta, visto que os objetivos serão a estabilidade dos preços e do produto.

No RMI, a taxa de juros de curto prazo é o principal instrumento de política monetária que deve ser calibrada para fazer com que a inflação caminhe para a meta determinada. Segundo a regra de Taylor, quando a inflação está acima da esperada, as autoridades monetárias irão aumentar a taxa nominal de juros de curto prazo, para levar a inflação para a meta estipulada. No curto prazo, esse aumento na taxa nominal de juros vai causar elevação da taxa de juros real e uma queda na demanda agregada, que vai depender da intensidade da elasticidade de substituição intertemporal: quanto maior a elasticidade, maior será a queda da demanda de curto prazo (visando uma maior demanda no longo prazo) e, com isso, a inflação será menor. Assim, “maiores taxas de juros estimulam os agentes a postergarem o consumo para o futuro” (CARVALHO, 2015, p. 3).

Quanto à política fiscal, segundo os preceitos do NCM, essa deve ser subordinada à monetária, não havendo então, qualquer dominância fiscal, ou seja, a condução da política monetária não pode ser influenciada por ordens fiscais. De acordo com o NCM, a política fiscal tem papel secundária na questão de estabilidade de preços, no curto prazo, estando atrelada a uma condição de equilíbrio das contas públicas e à equivalência ricardiana para os agentes econômicos.

Sendo assim, a política fiscal deveria subordinar-se aos objetivos da política monetária, sendo a credibilidade e a transparência das autoridades monetárias os elementos centrais para amenizar o problema da inconsistência intertemporal da política econômica e do viés inflacionário, com vistas ao alcance da meta de inflação defendida pelo Novo Consenso. A posição de segundo plano da política fiscal se deve ao fato de que:

- (a) existência de déficits fiscais poderia conduzir a uma situação de descontrole na emissão monetária que, por sua vez, levaria ao recrudescimento da inflação, tanto por meio de mecanismos de transmissão diretos como por intermédio de expectativas de inflação ascendentes (CARVALHO, 2015, p.5).

O Novo Consenso Macroeconômico assume que o regime de metas de inflação é o melhor caminho para condução da política econômica, já que tem como objetivo assegurar e manter em baixos níveis as taxas de inflação e minimizar as flutuações do produto. Por meio do RMI, permite-se uma discricionariedade restrita ao combinar flexibilidade com credibilidade, de modo que o BC possa reagir a recessões imprevistas por meio de variações adequadas na taxa de juros de curto prazo para minimizar as flutuações do produto em torno de sua tendência de longo prazo. Ademais, como o RMI reduz os graus de liberdade de atuação do BC para produzir surpresas inflacionárias que tenham como objetivo explorar o *trade-off* entre inflação e desemprego no curto prazo, a política monetária fica contida ao objetivo de estabilidade de preços e mantém sua credibilidade junto à estabilidade de políticas.

A partir de 1990, vários países assumiram o regime de metas de inflação (RMI), tendo como ponto de partida a falha dos regimes de âncoras nominais para controlar a inflação e os preceitos teóricos do Novo Consenso Macroeconômica, que diziam que a política monetária era inócua para afetar as variáveis reais da economia de forma duradoura, como os níveis de emprego e de produto. Os elementos centrais da estrutura operacional do RMI são tratados por Carvalho 2015, como detalhados a seguir:

- a) Os objetivos do banco central.
- b) O anúncio público da meta quantitativa para inflação, com definição do índice a ser usado e do tipo de meta (pontual, banda).
- c) Definição do horizonte da meta.
- d) Grau de independência do banco central.
- e) Procedimentos de prestação de contas e de transparência.
- f) Utilização de instrumentos complementares à política monetária.

No Regime de Metas de Inflação, os Bancos Centrais têm como principal objetivo a estabilidade de preços e a manutenção desse status no longo prazo, visando possibilitar o crescimento da economia. Logo, a política monetária deve ser construída de forma a ser uma âncora nominal, que reduza as expectativas de inflação dos agentes econômicos, minimizando impactos de choques inesperados, e as políticas discricionárias devem estar sempre limitadas para manter a confiança no BC e evitar problemas de inconsistência temporal. Justifica-se que o “compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados da política monetária”. (CARVALHO, 2015, p.2)

A adoção desse regime toma como objetivo principal da política monetária a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável, ou seja, o compromisso institucional da busca de estabilidade como objetivo central da política monetária. Vê-se que:

(o) RMI se apoia em duas premissas básicas: reconhecimento dos benefícios de uma inflação baixa e estável (os custos de uma desinflação superam os benefícios de uma política inflacionaria) e importância das expectativas inflacionárias na política monetária.(CARVALHO, 2015, p. 5)

Sendo assim, a política monetária seria um instrumento flexível e poderoso para alcançar o objetivo de estabilização dos preços, que tem uma meta numérica determinada, sendo um valor ou uma banda, assim como um horizonte de tempo para ser alcançada.

Para definir o índice de preços que será tratado como referência pelo Banco Central, pode-se utilizar um índice cheio, como o índice de preços ao consumidor (IPC), ou pode ser escolhido o uso de um núcleo de inflação (“core inflation”), que exclui do índice alguns itens que causaram perturbações transitórias no todo e têm pouca relação com o status real da inflação. Porém, ao escolher um índice que exclui certos itens, pode levar a uma queda da credibilidade do Banco Central devido à complicação do entendimento dessa medida por parte da população e ao fato de a inflação sentida diferir da inflação alcançada, ou seja, agentes econômicos podem estar sentindo uma inflação em certos itens e esse sentimento pode não ser retratado na inflação que o BC declarar como alcançada. Sendo assim, observa-se que “todos os 27 países que adotam o RMI usam atualmente o índice de preços ao consumidor como sua meta operacional”. (CARVALHO, 2015, p. 6)

A meta de inflação a ser definida pelos países varia muito de um para outro. Isso se dá devido a diversos fatores específicos de cada país que determinam a necessidade de conviver com uma maior ou menor inflação. Um ponto em comum é o estado positivo da inflação que é necessário para evitar o risco de deflação. Alguns fatores que diferem países desenvolvidos, que costumam ficar com metas entre 1% e 3%, de países em desenvolvimento, que possuem um quadro bem misto de taxas, são os efeitos do processo de crescimento sobre a inflação. Explicando os altos níveis de inflação:

... a taxa de inflação mais alta em muitos países emergentes pode ser explicada por vários fatores, incluindo os desequilíbrios setoriais causados pelo próprio processo de crescimento, resquícios de indexação de preços em alguns países, além do fato de que o impacto dos choques externos (alimentos, preços de

energia etc.) sobre a inflação doméstica é mais intenso nas economias emergentes do que nas nações desenvolvidas (CARVALHO, 2015, p.7).

A maioria das metas definidas pelos países que aderiram ao RMI é acima de 2%, pois uma inflação muito próxima ou abaixo de zero pode causar diversas situações indesejáveis, como:

- (a) A incapacidade de se levar em conta mudanças na qualidade dos produtos, já que a inflação é medida pelo índice de preços ao consumidor;
- (b) A deflação, que pode comprometer o funcionamento do sistema financeiro e levar a uma retração da atividade econômica;
- (c) A rigidez dos salários nominais para baixo, que faz com que a inflação seja o único meio para reduzir o salário real e, como resultado, níveis muito baixos da taxa de inflação podem causar rigidez no salário real e reduzir a eficiência alocativa do mercado de trabalho, levando ao aumento do desemprego.

As respostas do Banco Central aos desvios da inflação corrente, ou futura, em relação à meta são de grande importância. Deve-se levar em consideração o *trade-off* que faz parte da decisão entre a redução dos desvios da meta e a prevenção de um alto grau na variação do produto. A situação é de difícil ação para o BC, pois uma variação mais rápida na taxa de juros irá desinflacionar com maior eficácia e velocidade, trazendo a inflação real para a meta com mais agilidade, porém, agindo dessa forma, a rápida desinflação trará uma maior variação do produto da economia. Por outro lado, caso o Banco Central relute em agir em prol da desinflação, seguindo o seu objetivo central de controle inflacionário e manutenção dos níveis de inflação, os agentes podem vir a duvidar do alinhamento desse ao seu principal objetivo. Sendo assim, pôde-se dizer que:

(...) o RMI se apoia em duas premissas básicas: reconhecimento dos benefícios de uma inflação baixa e estável (os custos de uma desinflação superam os benefícios de uma política inflacionaria) e importância das expectativas inflacionárias na política monetária (CARVALHO, 2015, p.5).

Então, o BC deve seguir com sua política monetária, fazendo uso não apenas de seu instrumento central, a taxa de juros, mas podendo também utilizar da taxa de redesconto e das alíquotas nas reservas compulsórias sobre os depósitos do sistema bancário, todos instrumentos que possuem grande efeito sobre a atividade econômica e, assim, no controle inflacionário. No caso de uma relutância do BC e demora a agir, as dúvidas dos agentes podem levar a perda da credibilidade, com isso, as políticas tornam-

se mais difíceis, pois os agentes, movidos pela desconfiança, se tornarão menos previsíveis.

A meta da inflação definida no RMI pode ser de três tipos, sendo eles:

- a meta pontual, que tem a vantagem de maior precisão, o que é de melhor entendimento do todo e dá uma visão mais clara e objetiva dos objetivos do Banco Central, porém, para maior flexibilidade das políticas monetárias, teria que ter um horizonte mais dilatado, o que leva a um *trade-off* entre a credibilidade de uma meta precisa com a flexibilidade de um prazo mais estendido:

... a adoção de um horizonte mais longo e flexível permite acomodar mais gradualmente ao longo do tempo os efeitos de choques sobre a inflação, reduzindo assim os efeitos negativos da política de estabilização de preços sobre os níveis de produto e emprego. Propicia, portanto, uma reação menos agressiva da política monetária diante de choques (SICSÚ, 2007, p.141);

- o intervalo de tolerância ao redor de um ponto definido, que dá uma certa flexibilidade para o Banco Central, que, efetivamente, tem um controle limitado sobre a inflação de fato. Apesar de afetar a confiança dos agentes econômicos com a amplitude tolerável desse intervalo, pode-se diminuir os efeitos dessa desconfiança, levando em consideração que, quanto maior o tamanho desse intervalo, menor a confiança do público no comprometimento do BC com a baixa inflação. Como pontuado:

(a) adoção de bandas (em torno de uma meta pontual) permite, assim, uma maior flexibilidade na estabilização da taxa de crescimento natural do produto e também acomodar movimentos indesejados da taxa de câmbio nominal, um problema de particular relevância para os países em desenvolvimento sujeitos a maior volatilidade dos fluxos de capitais e que possuem regimes de câmbio flutuante (SICSÚ, 2007, p.141);

- a faixa sem meta central, que é a opção mais flexível para o BC, podendo acomodar com mais facilidade os choques temporários sobre o nível de preços e evitando uma política monetária muito restritiva.

A definição do horizonte para a meta também tem grande influência na credibilidade dos agentes. Um prazo mais curto pode apontar um maior comprometimento do BC, uma objetividade e uma maior facilidade para a compreensão do público. Porém, com um horizonte mais longo, facilita-se a acomodação de choque

sobre a inflação, reduzindo os efeitos negativos que podem vir das políticas mais agressivas para a estabilização de preços sobre os níveis de produto e emprego.

Um dos fatores que colabora com o RMI e que é adotado por todos os países que seguem esse regime é a independência do Banco Central. Com essa independência, os agentes econômicos atribuem uma maior credibilidade ao BC e um maior comprometimento com a baixa inflação. Assim:

(a) independência de um Banco Central não significa tão-somente autonomia para realizar políticas monetárias sem a interferência do governo central; significa acima de tudo independência para perseguir o objetivo da estabilidade de preços, mesmo que esta busca represente sacrificar outros objetivos que podem ser mais importantes para as autoridades políticas (SICSÚ, 2007, p.132).

Sendo assim, para facilitar ainda mais a convergência para a taxa de inflação da meta definida, defende-se um banco central independente ou autônomo.

Essa característica traz certas vantagens para o BC, como um aumento da credibilidade e reputação diante das autoridades monetárias, levando-o a ser bem-visto no mercado financeiro, o que favorece a entrada de capitais internacionais e o equilíbrio das contas externas. Porém, tendo autonomia apenas operacional (e não independência total), o governo ainda assim teria controle sobre a economia ao definir a meta de inflação de acordo com seus interesses. Apesar disso, o aumento da credibilidade dos agentes econômicos no comprometimento do BC permitiria um alcance muito mais rápido das expectativas para a meta de inflação, o que facilita a redução da taxa de juros e diminui os sacrifícios em termos de produto e emprego.

Os Bancos Centrais que seguem o regime de metas de inflação costumam tomar suas decisões de política monetária e decisão de taxa de juros por meio de comitês. Essas decisões são comunicadas ao público geral e, também, suas motivações para tal. Sendo a comunicação uma parte integral do RMI, buscando a transparência, a credibilidade e a confiança, o BC disponibiliza relatórios periódicos da inflação, tratando sobre uma avaliação da inflação, além do comportamento do produto e variáveis macroeconômicas.

Segundo os proponentes do regime de metas de inflação, suas vantagens são:

- (a) Maior flexibilidade da política monetária, possibilitando uma maior absorção de choques de oferta ou demanda;

- (b) Uso de toda informação da economia durante a condução da política monetária;
- (c) Redução do papel de outras metas, como o estoque monetário, para enfoque maior na inflação;
- (d) Transparência na condução da política monetária, dando mais credibilidade e mais facilidade de acompanhamento do Banco Central;
- (e) Facilidade na compreensão para o público em geral, o que aumenta a transparência da condução da política monetária e, com isso, a credibilidade nela e no BC.

Assim, os benefícios vistos pelos defensores do RMI vêm do fato da combinação de regras e discricionariedade da política monetária, além de prover uma estrutura na qual o setor privado pode ancorar suas expectativas quanto à inflação futura. Caso o Banco Central possua a alta credibilidade, que é requerida pelos princípios do Novo Consenso Macroeconômico, os agentes econômicos acreditarão no comprometimento com a busca da meta de inflação e, com isso, as expectativas de inflação futura cairão, o que ajuda no processo de convergência da inflação para a meta estipulada, sendo essas expectativas um indicativo dessa credibilidade. “A expectativa de inflação futura, pode ser considerada um indicador do nível de credibilidade do banco central, pois, quanto maior for sua credibilidade, mais baixa será a expectativa de inflação futura” (NEVES; OREIRO, 2008, p.114). Com isso, a elevação da taxa nominal de juros no curto prazo pode ser inferior, sacrificando menos em termos de produto, comparado a um Banco Central que age sem limites de discricionariedade e, por isso, não tem tanta credibilidade dos agentes.

A manipulação da taxa nominal de juros de curto prazo, como sugerido por Taylor, será o principal instrumento de política monetária para atingir a meta da inflação do RMI devido a sua maior flexibilidade e agilidade para responder aos acontecimentos econômicos, porém, a confiança dos agentes será um fator crucial para esse regime, isso porque tendo a confiança dos agentes, em especial diante de choques, os custos das políticas anti-inflacionárias serão menores, graças às expectativas dos agentes, fruto da credibilidade.

2.2. Críticas ao RMI

A crítica pós-keynesiana ao regime de metas de inflação centra-se na questão da neutralidade da moeda no longo prazo. Segundo estes autores, Keynes enfatiza que, em uma economia monetária, a moeda não é neutra nem no curto nem no longo prazo. Para Keynes, a taxa de juros não teria um efeito tão forte nos níveis de consumo da economia, mais ligado ao nível de renda e a fatores culturais, portanto, não afetaria diretamente a poupança. No entanto, o principal impacto da elevação da taxa de juros para conter a inflação se daria sobre o investimento, para uma dada a eficiência marginal do capital (rentabilidade esperada), provocando queda na demanda. “A política anti-inflacionária de elevação dos juros derruba a inflação. Entretanto, condena a economia a um estado de semi-resfriamento permanente com altas taxas de desemprego e baixas taxas de investimento (em média)” (SICSÚ, 2003, p.129).

Logo, a política monetária, para os autores keynesianos, afetaria as variáveis reais, como os níveis de produto e emprego, tanto no curto como no longo prazo, e a inflação não necessariamente produziria efeitos tão graves quanto os que eram temidos pelos defensores do regime monetário de metas de inflação. No caso da política macroeconômica keynesiana, esta deveria estar voltada para objetivos reais, sendo eles os níveis de emprego e renda da economia e, para isso, deveria ser utilizada de maneira discricionária, podendo assim administrar a demanda agregada, e os instrumentos da política econômica deveriam ser utilizados com coordenação para buscar alcançar os objetivos macroeconômicos reais:

A proposta pós-keynesiana é muito mais que uma política macroeconômica anti-inflacionária. É um programa permanente de combate à inflação que envolve reformas estruturais, a construção de instituições e a utilização de instrumentos específicos de política econômica. (SICSÚ, 2003, p.135)

Um importante ponto a ser observado é o foco dos defensores do RMI na inflação como um fenômeno de natureza monetária, como observado por Friedman. Dessa forma, foca-se na causa da inflação como sendo a inflação de demanda, entretanto, “(o) combate à inflação, levando-se em conta as peculiaridades da economia brasileira, não deve ser apenas associada a um fenômeno de demanda” (CAMPEDELLI; LACERDA, 2014, p.20) que deveria ser combatida segundo as ideias do RMI, pelos instrumentos da política

monetária, porém, deixa-se de lado outros fatores que podem levar a inflação. Sendo esse o problema do erro do foco da política do RMI:

(...) negligencia-se a existência daquilo que ficou conhecido como inflação de custos (cost-push inflation), e omite-se um dos mais antigos debates da história do pensamento econômico: a discussão acerca das causas do processo inflacionário. Ou seja, a tradição monetarista, ao enfatizar a existência de inflação de demanda, reduz a natureza do fenômeno inflacionário – que possui múltiplas causas – a uma só. (MODENESI, 2005, Cap.3, s.4, p. 200)

A teoria pós-keynesiana, diferindo dos monetaristas, que identificam a inflação apenas como um fenômeno monetário e agem para mitigar seus sintomas, identifica sete tipos de inflação com diferentes origens, sendo elas: (i) inflação de salários; (ii) de lucros; (iii) de rendimentos decrescentes; (iv) importada; (v) oriunda de choques de oferta; (vi) de impostos; e (vii) de demanda. Como é dito em Lopes e Rossetti, cap.6 (p.313): “As fontes da inflação diferiram em decorrência dos mais variados fatores: grau de desenvolvimento, organização e poder dos sindicatos dos trabalhadores, estruturas predominantes do mercado e graus de abertura da economia quanto as suas relações com outras nações”, apesar disso, as causas da inflação podem ser divididas em duas grandes classificações retratadas em Lopes e Rossetti, sendo elas: (a) excesso de demanda agregada em relação à oferta agregada e (b) expansão dos custos componentes da oferta agregada.

Os seis primeiros casos de inflação têm como origem do processo inflacionário o lado da oferta, independentemente das condições de demanda e do nível de emprego. A inflação de demanda ocorreria apenas quando a economia estivesse em uma situação de pleno emprego dos fatores de produção.

No caso da inflação de salários, o aumento do nível dos salários leva a um aumento do preço das mercadorias devido ao repasse do aumento salarial para o produto. Esse resultado poderia vir a ser evitado caso acompanhado de um ganho de produtividade e, dessa forma, não haveria impacto inflacionário. “Caso seja acompanhada por uma elevação suficiente do nível de produtividade do trabalho, uma ampliação dos rendimentos dos trabalhadores não terá impacto inflacionário”. (MODENESI, 2005, p.201)

Já no caso da inflação de lucros, essa depende da estrutura ou do grau de concentração do mercado, isso porque, em um cenário de oligopólio, a elasticidade-preço

é menor, possibilitando a prática de preços elevados para os produtores, buscando controlar as margens de lucros e gerando inflação.

A inflação de retornos decrescentes de escala ocorre quando o hiato de emprego é muito baixo, dessa forma, trabalhadores menos eficientes são incorporados ao processo produtivo, aumentando assim os custos em detrimento do aumento da produtividade, o que leva a um processo inflacionário em função do repasse desses custos aos preços. A causa observada é:

(a) partir de um determinado nível de emprego, à medida que se reduz o hiato de emprego, vão sendo incorporados ao processo produtivo trabalhadores menos eficientes, aumentando-se, assim, os custos unitários do trabalho e, portanto, pressionando o nível geral de preços (MODENESI, 2005, p.202).

No caso da inflação importada do exterior, essa depende do grau de abertura da economia: quanto maior o gasto com importações, maior a importação da inflação externa. Quanto maior a dependência do país da importação de produtos do exterior, mais exposto esse estará para variações de preços dos produtos importados, que podem ser afetados pelo comportamento dos preços internacionais e da taxa de câmbio.

A inflação de choques negativos de oferta é causada, principalmente, por choques na produção de bens, ou seja, um choque negativo que levaria à queda da produção de certo produto e à alta dos preços, com destaque para os exemplos de quebras de safra agrícola e racionamento de energia, que impactam o preço de toda a cadeia produtiva. Isso afetará a inflação de acordo com o grau de concentração do mercado, que influencia o repasse dos custos aos preços. Como exemplifica: “...os dois choques de petróleo nos anos 1970 e a crise do setor de energia elétrica no Brasil em 2001”. (MODENESI, 2005, p.202)

Na inflação de impostos, a elevação da alíquota de certo produto irá afetar positivamente o nível geral de preços, visto o repasse desse custo para o consumidor. Quanto menor o hiato de emprego e mais concentrado for o mercado, maior será a magnitude dessa inflação de impostos.

Por fim, a inflação de demanda ocorre quando a economia atingiu o plenoemprego dos fatores produtivos, com isso, com a inelasticidade da oferta agregada seguida por um aumento da demanda, fazem com que os preços aumentem, ou seja, dadaa impossibilidade de aumento da produção das empresas, um aumento da demanda agregada é refletido na elevação do nível geral de preços. Esse tipo de inflação é o único reconhecido pelos pós-keynesianos como tendo efetivamente origem no lado da demanda

e, sendo assim, apenas esse deveria ser controlado, preferencialmente, por meio da adoção de uma política monetária restritiva, aquela que elimina o excesso de demanda agregada desaquecendo a economia.

Para os heterodoxos, portanto, a maior parte das fontes de inflação seria de origem na oferta, sendo um problema de custo, e não de demanda. Com isso, o controle da demanda seria ineficaz, pois não eliminaria o repasse de custos. Para os heterodoxos, o controle por meio das taxas de juros do RMI teria sucesso apenas no combate dos efeitos da inflação e não na causa, visto que esse controle seria eficaz apenas na inflação com origem na demanda, que ocorreria apenas no pleno emprego.

Sobre a política monetária para controle da inflação com origem em custos:

...essa terapia não atua sobre as causas que originam a inflação, mas, sim, sobre os seus efeitos. O uso de política monetária contracionista para conter um processo inflacionário com origem no lado da oferta em nada contribui para eliminar a causa do problema que se está tentando solucionar. No entanto, ao reduzir os níveis de atividade e emprego, a autoridade monetária pode evitar que uma elevação nos custos seja repassada (integralmente) para os preços. (MODENESI, 2005, p. 203)

Os keynesianos identificam que políticas diferentes ou combinadas devem ser utilizadas para combater os diferentes tipos de inflação, podendo dessa forma atacar não apenas os efeitos, mas também suas causas. Nessa combinação de políticas para combater o processo inflacionário, a tarefa de controle do nível de preços não caberia apenas ao Banco Central, podendo ser usada, também, políticas fiscais para colaborar no combate à inflação. Em uma inflação de choque de oferta, por exemplo, pode-se fazer uso, não necessariamente da taxa de juros para reduzir a demanda agregada, o que desaceleraria a economia e aumentaria o desemprego, mas sim de uma política fiscal de redução de impostos sobre a importação do produto. Na visão pós-keynesiana, deve-se fazer um processo minucioso de reconhecimento dos processos originadores da inflação para, então, desenvolver a melhor política para controlá-los, sem que afete outros setores que estão de acordo com a estabilidade de preços.

Como vemos “(o) uso de política monetária contracionista para conter um processo inflacionário com origem no lado da oferta em nada contribui para eliminar a causa do problema que se está tentando solucionar.” (MODENESI, 2005, Cap.3, s.4, p. 200) Dito isso, observa-se que, apesar da eficiência da política monetária em conter os

avanços da inflação mesmo com origem do lado da oferta, essa não solucionará o problema causador da inflação.

Neste sentido, Modenesi, 2005, critica o regime monetário de metas de inflação apontando as seguintes desvantagens:

- (a) O aumento da instabilidade do produto na economia;
- (b) A possível redução do crescimento econômico ao utilizar o aumento da taxa de juros para controlar a alta da inflação, desaquecendo a economia;
- (c) As dificuldades na previsão da inflação e na definição da meta que podem comprometer o desempenho da política monetária;
- (d) A taxa de inflação como sendo um fator a ser alcançado por meio de outros instrumentos e não uma variável a ser definida, em si, pelo Banco Central, ou seja, não é diretamente controlada pelo BC;
- (e) A dominância fiscal não é evitada;
- (f) A possibilidade de uma crise financeira causada pela flexibilidade cambial requerida pelo regime.

As preocupações quanto à volatilidade e ao comprometimento do crescimento do produto são fortes argumentos contrários ao RMI. Em um cenário em que o BC é o “guardião da inflação”, ele se torna responsável por alcançar a meta de inflação por quaisquer meios, podendo deixar de lado objetivos mais importantes para as autoridades políticas, como a estabilidade do produto e emprego da economia. Dessa forma, essas autoridades podem questionar a discricionariedade limitada do Banco Central, podendo tirar a autonomia na busca da meta de inflação e na condução da política monetária, com base na defesa de outros objetivos, como os baixos níveis de desemprego. Um BC realmente independente deveria ter total autonomia para utilizar os instrumentos de política monetária, como a taxa de juros, para atingir seu principal objetivo, a estabilidade de preços e a meta de inflação definida, em detrimento ao nível de produto e emprego, o que é, justamente, um dos principais alvos de crítica.

Nesta mesma linha, critica-se o fato de que o RMI, com o uso apenas da política monetária para combater os efeitos da inflação, pode comprometer o desempenho econômico ao gerar uma elevação excessiva do desemprego e do hiato do produto. Uma política de elevação da taxa de juros tem um efeito geral na economia, não há uma diferenciação entre as firmas e os trabalhadores que estão gerando a inflação e os demais que estão com comportamento compatível com a estabilidade de preços. Uma elevação da taxa de juros pode levar firmas a diversos problemas: com o aumento do custo da

dívida e a queda da demanda, muitas podem ter a necessidade de redução de custos e demissão de funcionários, e outras podem optar por postergar investimentos planejados, causando o resfriamento geral da economia, apesar da queda da inflação. “Em suma, ao privilegiar a utilização da política monetária na busca pela estabilidade de preços, o enfoque monetarista limita as alternativas de combate à inflação”. (MODENESI, 2005, p.203)

Quanto à falta de previsibilidade da inflação, também é vista como uma relevante preocupação que poderia vir a comprometer o sucesso do regime de metas. A não existência de nenhum indicador antecedente que possa se antecipar a inflação para uma previsão satisfatória pode gerar insegurança para os agentes econômicos, além disso, não há uma relação estável e previsível entre os instrumentos de política econômica e sua condução e a inflação, tornando maior a imprevisibilidade da taxa, mesmo com o comprometimento do BC e as políticas voltadas para a tal. O baixo grau de previsibilidade da inflação é a maior desvantagem do regime de metas de inflação, pois, devido à essa incerteza quanto à taxa, torna-se maior a dificuldade do Banco Central de controlá-la, ou seja, é dificultado o monitoramento da autoridade monetária pelos agentes econômicos.

Devido à essa imprevisibilidade e à redução da capacidade do Banco Central de controlar a inflação, o monitoramento pelos agentes econômicos das políticas monetárias do BC se torna mais difícil e menos efetivo, afetando a credibilidade e, então, as expectativas inflacionárias. Sabendo-se que a expectativa dos agentes é de vital importância para a condução e resultado das políticas monetárias do BC, a falta de coordenação da mesma pode vir a comprometer o sucesso do controle da inflação em direção à meta.

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. (MODENESI, 2005, p.197)

Mais um fator de desvantagem do RMI é a falta de consenso acerca do nível de inflação a ser estabelecido como meta final da política monetária. Apesar da ênfase do regime em uma estabilidade de preços, a incerteza quanto à meta a ser alcançada também pode atrapalhar a credibilidade do BC e, então, suas ações para controle da taxa. Apesar dos custos da inflação, existem argumentos que são a favor de uma taxa de variação de preços mais elevada.

Ainda, a dominância fiscal não é inexistente em países que adotam o regime de metas de inflação. Apesar da necessidade de um mínimo nível de independência dos instrumentos, isso não impede que a condução da política monetária seja ditada pela política fiscal.

Na ausência de um mercado doméstico capaz de absorver a dívida pública e de uma arrecadação fiscal suficiente para cobrir seus gastos, o governo irá depender do Banco Central para se financiar inflacionariamente, isto é, por meio da expansão da oferta monetária com o intuito de auferir a chamada receita de *senhoriagem*. Assim, torna-se possível haver uma maior complacência da autoridade monetária com relação à inflação, o que pode comprometer os seus objetivos finais. (MODENESI, 2005, Cap.3, s.4, p. 198)

Por fim, quanto à desvantagem da flexibilidade cambial, quando somada à liberdade de capitais, isso pode tornar a taxa de câmbio muito volátil, o que pode levar a uma instabilidade financeira e impactos sobre a inflação. A elevação da volatilidade da taxa de câmbio dificulta a ação do Banco Central por causa da possível intensidade dos processos de valorização e desvalorização cambial. (MODENESI, 2005, Cap.3, s.4, p. 198)

Resume-se que o regime de metas de inflação, ao privilegiar o uso da política monetária na busca da estabilidade de preços e no combate da inflação, e postar o Banco Central como único responsável pelo controle do nível de preços, limita as alternativas para o combate à inflação. Logo, a depender da causa do fenômeno, o RMI, na visão dos críticos, pode comprometer o desempenho econômico, gerando um aumento do desemprego e do hiato de produto. Caso a maioria dos choques inflacionários que ocorrem na economia sejam derivados do lado da oferta, o regime de metas de inflação torna-se menos eficiente no combate à inflação, atuando por meio de políticas monetárias direcionados para o controle da demanda.

Observamos, pela análise do Regime de Metas de Inflação, que seu principal instrumento é a taxa de juros, havendo uma regra intrínseca na política monetária para o controle inflacionário. Essa dita regra é a elevação ou redução da taxa de juros de acordo com a existência ou não de pressões inflacionárias, como podemos ver:

A regra convencional que deve disciplinar a política monetária que vigora nos dias de hoje é simples: se pressões inflacionárias ou a própria inflação estão presentes, eleva-se a taxa de juros – se a inflação ou as pressões inflacionárias desapareceram, a taxa de juros deve ser reduzida. (SICSÚ, 2003, p.116)

Segundo a regra convencional de controle do nível de preços, faz-se uso da elevação da taxa de juros para resfriar a economia, reduzindo o nível de investimentos privados e reduzindo a demanda agregada de curto prazo. Com o aumento do hiato de emprego, o repasse dos custos aos preços é dificultado, podendo comprometer ainda mais a demanda. Com isso, essa economia não tende a gerar uma inflação de demanda, pois a taxa de desemprego não se aproximará a taxa de pleno emprego, mas a economia estará sempre em um estado de crescimento reprimido.

Em oposição a essa regra convencional, como foi visto, está a alternativa pós-keynesiana de ataque ao foco inflacionário, sem reprimir a economia, que:

(a) alternativa pós-keynesiana de controle da inflação não é o resfriamento de toda a economia, não é a utilização de políticas de contenção da demanda agregada como a elevação da taxa de juros, mas sim políticas que atingem a economia pelo lado oferta, diretamente atacando o foco inflacionário. (SICSÚ, 2003, p.128)

Em contraponto à conclusão do RMI, de uso da taxa de juros como ferramenta para controlar a inflação, a teoria de Keynes e os desenvolvimentos pós-keynesianos não estão de acordo com a essa diretriz para o controle inflacionário. Para os críticos do RMI, essa prática não seria a mais adequada devido ao que causa em primeiro lugar o processo inflacionário, que seria um problema do lado da oferta e não da demanda, onde a taxa de juros incidiria. Além disso, apesar de reconhecerem os efeitos da taxa de juros para controlar a inflação, continuam contra essa prática devido aos seus efeitos sobre o desemprego e a oferta no longo prazo.

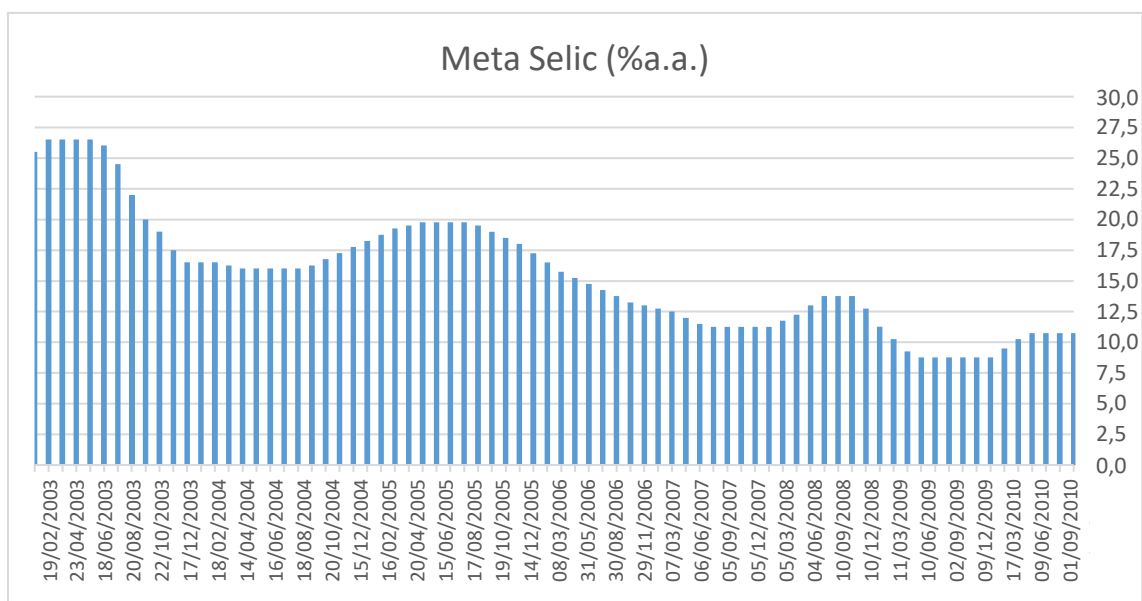
3. A economia brasileira nos governos Lula (2003-2010)

Neste capítulo, a partir da leitura do texto “Inflexão do governo Lula: Política econômica, crescimento e distribuição de renda”, de Nelson Barbosa e José Souza (2010), faz-se uma análise das motivações e dos caminhos da taxa de juros no período entre 2003-2010. O texto foi escolhido por tratar sobre os anos do governo Lula, destacando as políticas que caracterizaram este período, e apontando dados importantes que foram afetadas pela política monetária no período.

Nelson Barbosa e José Souza (2010) classificam esta como uma fase de desenvolvimento social e econômico que combinava crescimento econômico com redução das desigualdades sociais, na qual o Estado assumiu um maior protagonismo no estímulo ao desenvolvimento e no planejamento de longo prazo. Essa nova fase levou ao crescimento do PIB, à queda do número de famílias abaixo da linha da pobreza e ao ingresso de um alto número de famílias na classe média, compondo a economia formal e o mercado de consumo em massa. O país desenvolveu-se social e economicamente com relativa estabilidade econômica, redução da dívida pública e menor vulnerabilidade das contas externas.

Para ilustração e análise, são utilizados os dados levantados pelo BCB referente ao período de 2003-2010, como o gráfico abaixo com a meta da Selic que pode ser vista sempre a níveis próximos a 10% no período.

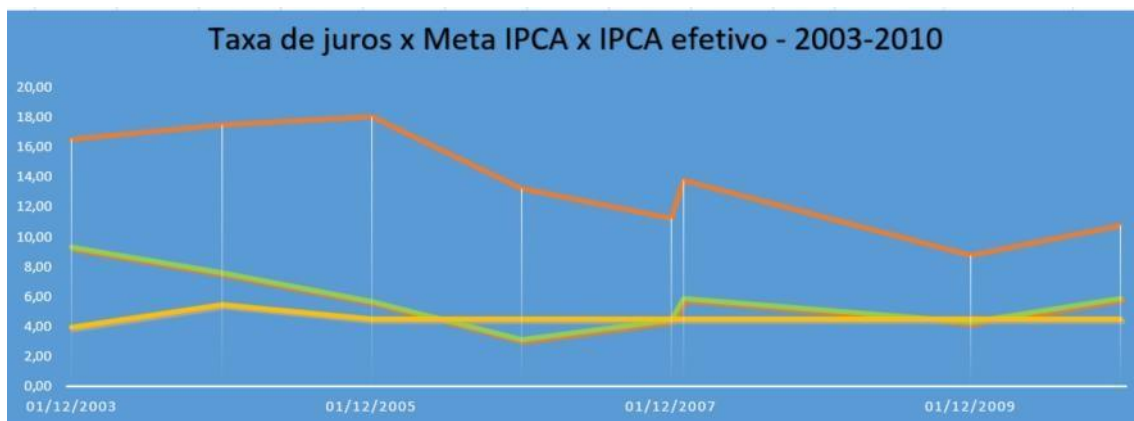
GRÁFICO 1 – Meta selic (2003-2010)



Fonte: BCB (Elaboração própria)

Podemos observar também a relação entre a inflação, a meta de inflação e a taxa de juros durante o período no gráfico abaixo:

GRÁFICO 2 – Taxa de juros x Meta IPCA x IPCA Efetivo (2003-2010)



Fonte: BCB (Elaboração própria)

A taxa de juros é representada pela linha abóbora, a linha verde representa o IPCA efetivo e a linha amarela representa a meta de inflação. Observamos que nos períodos em que o IPCA efetivo supera a meta, a taxa de juros sofre elevações para redirecionar o IPCA a sua meta, como especificado na tabela abaixo:

Tabela 1 – Dados de IPCA Meta e Efetivo e Selic ano a ano (2003-2010)

ANO	IPCA META	IPCA EFETIVO	SELIC
2003	4	9,3	16,5
2004	5,5	7,6	17,5
2005	4,5	5,69	18
2006	4,5	3,14	13,25
2007	4,5	4,46	11,25
2008	4,5	5,9	13,75
2009	4,5	4,31	8,75
2010	4,5	5,91	10,75

Fonte: BCB (Elaboração própria)

A volatilidade da inflação é repassada para taxa de juros que tenta o controle inflacionário e a conversão da taxa para a meta, como exposto: “...preços têm um comportamento acentuadamente volátil e transmitem esta volatilidade à taxa de juros”. (CARNEIRO, 2018)

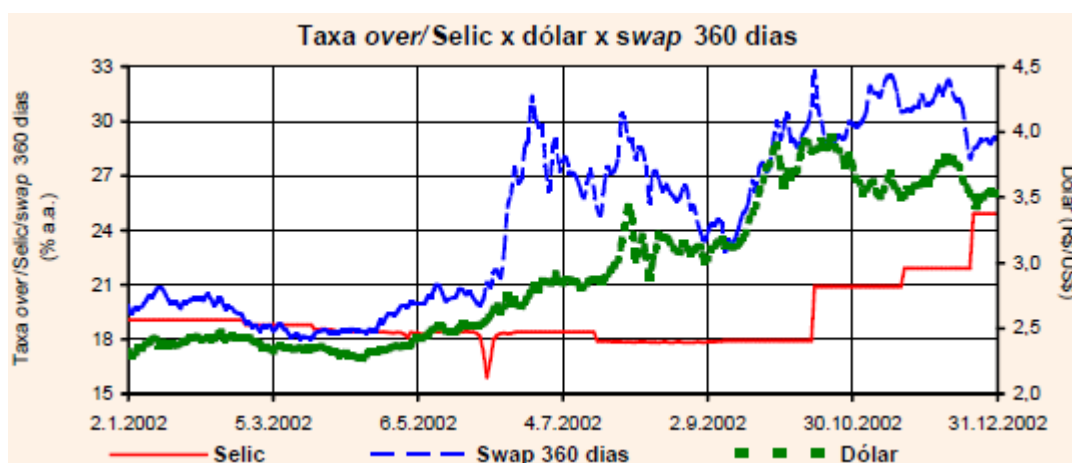
O início do primeiro governo Lula se deu em um cenário de incerteza e desconfiança por parte dos grandes investidores financeiros, o que levou a um ataque especulativo em 2002, com redução nas linhas de financiamento externo para o país e aumento no prêmio de risco dos ativos brasileiros. “O presidente Lula assumiu o governo federal com grande apoio da população, mas em um contexto de incerteza e desconfiança por parte dos grandes investidores financeiros.” (BARBOSA; SOUZA, 2010) Conseqüentemente, houve aceleração da inflação e uma rápida deterioração das finanças públicas. Os autores apontam, nesse contexto, a recuperação das exportações brasileiras decorrente da depreciação cambial e o conseqüente aumento do superávit comercial como pontos positivos, indicando que teria ocorrido uma redução da vulnerabilidade externa do Brasil nos anos subsequentes.

Dada a situação de instabilidade, o governo de Lula teve que conceber um ajuste macroeconômico. “O primeiro passo da política econômica do governo Lula foi estabelecer um ajuste macroeconômico sólido para retomar o controle da situação monetária, fiscal e cambial do país.” (BARBOSA; SOUZA, 2010, p.2) No âmbito da política monetária, o governo elevou as metas de inflação, acomodando o impacto inflacionário da depreciação do câmbio sem comprometer o crescimento econômico. Almejando uma menor inflação nos períodos seguintes, o BC elevou a taxa Selic.

(P)ara garantir o retorno da queda da inflação, o Banco Central do Brasil (BC) aumentou sua taxa básica de juros, a taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), a qual foi elevada de 25,0% ao ano, em dezembro de 2002, para 26,5%, em fevereiro de 2003. (BARBOSA; SOUZA, 2010)

No âmbito da política fiscal, aumentou a meta de resultado primário do setor público, objetivando sinalizar o comprometimento do governo com o equilíbrio fiscal para dissipar preocupações com um aumento explosivo na dívida pública. No âmbito externo, o câmbio foi mantido flutuante e sem intervenções diretas do BC na venda de dólares no mercado doméstico, devido ao baixo nível de reservas internacionais nas contas da autoridade monetária. Com a depreciação de 2002, os ativos brasileiros ficaram relativamente baratos para o investidor externo como pode-se ver no valor do dólar no gráfico abaixo. Somado a isso, as medidas fiscais e monetárias adotadas pelo governo indicavam uma rápida retomada da estabilidade macroeconômica, o que atrairia capital e levaria a uma apreciação da moeda nacional.

GRÁFICO 3 – Taxa Selic x Dólar x Swap 360 dias (2002)



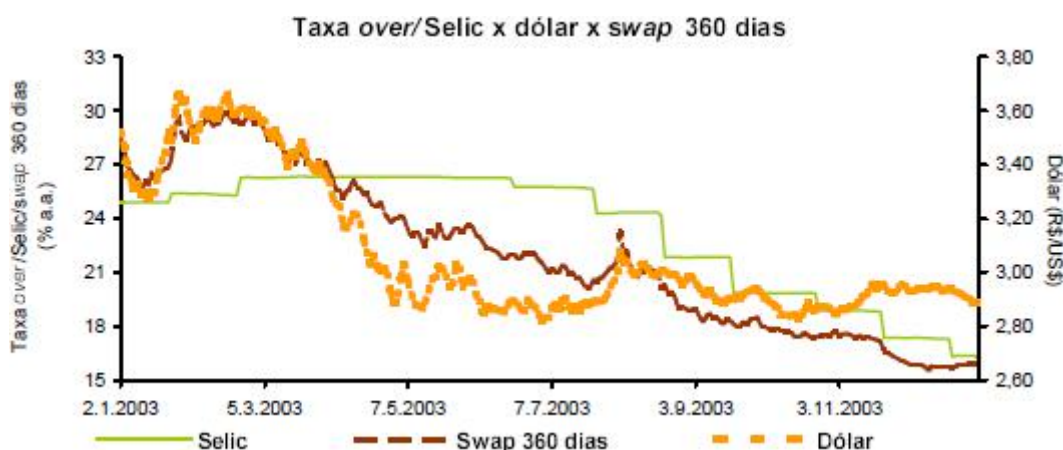
BCB, 2002, p.80

A política macroeconômica do ano de 2003, considerada restritiva, desacelerou o crescimento econômico, levando a dois trimestres de queda do PIB. A economia voltou a crescer apenas no segundo semestre, com o aumento das exportações e queda das importações, sobretudo graças à apreciação cambial, vide gráfico 4, e ao crescimento da economia mundial. Apesar disso, mesmo com o bom desempenho externo, levando a um aumento do PIB, o consumo das famílias e o investimento tiveram queda, desacelerando a inflação no segundo semestre de 2003 e permitindo ao BC reduzir a taxa Selic. “Diante da recessão técnica e da apreciação cambial ocorridas no primeiro semestre de 2003, a

inflação desacelerou e o BC começou a reduzir a taxa Selic ainda no segundo semestre daquele ano.” (BARBOSA; SOUZA, 2010)

O corte na Selic foi bem substancial como vemos na curva decrescente da Selic no gráfico, levando a taxa de 26,5% para 16,5% e tornando o cenário econômico brasileiro mais favorável do que aquele que se apresentava em 2002. Além disso, junto à estabilização econômica, o governo também fez duas importantes reformas no primeiro ano de governo: uma minirreforma tributária, que elevou a receita da União pelo PIS e Cofins; e uma reforma previdenciária, que estabilizou o déficit do regime de previdência dos servidores públicos em relação ao PIB da economia.

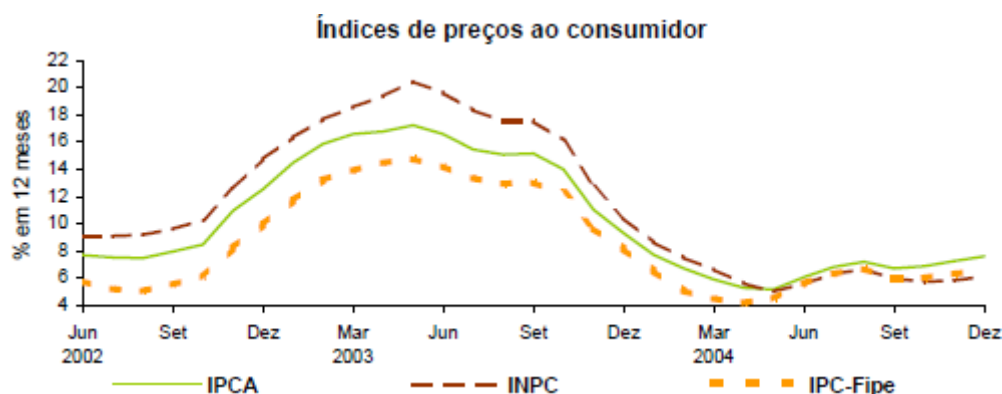
GRÁFICO 4 – Taxa Selic x Dólar x Swap 360 dias (2003)



BCB, 2003, p.80

Já em 2004, o crescimento econômico acelerou. No âmbito interno, os principais motivadores foram: a redução da inflação, como observa-se no gráfico de índice de preços abaixo, e da taxa básica de juros e a apreciação cambial, que gerou um impacto expansionista. “Mais especificamente, em abril daquele ano a taxa Selic foi reduzida para 16,0%, a inflação acumulada em 12 meses caiu para 5,6%, e a taxa de juro real da economia atingiu 9,4% a.a.” (BARBOSA; SOUZA, 2010) No âmbito externo, o crescimento das exportações se manteve, apesar da apreciação cambial, graças ao constante crescimento da economia mundial.

GRÁFICO 5 – Índice de preços ao consumidor (2002-2004)



BCB, 2004, p.40

Com a recuperação do consumo e do investimento, junto à valorização da taxa de câmbio, houve crescimento das importações. Ademais, houve uma elevação no salário-mínimo, nas transferências de renda e na concessão creditícia. Temendo o aumento da inflação com a recuperação econômica, o BC voltou a aumentar a taxa de juros no segundo semestre para esfriar a economia.

O temor da autoridade monetária na época era que o maior crescimento da economia acabasse por elevar novamente a inflação, uma vez que, segundo os modelos utilizados para guiar a política monetária, o potencial de crescimento do PIB brasileiro seria de apenas 3,5% ao ano naquele momento. (BARBOSA; SOUZA, 2010)

A taxa Selic teve aumentos de progressivos, alcançando 17,75% ao final de 2004, como no gráfico abaixo:

GRÁFICO 6 – Taxa Selic (2003-2004)



BCB, 2004, p.67

Uma das causas da aceleração da inflação em 2004 foi a minirreforma tributária, devido aos repasses dos tributos das empresas oneradas para os preços. Apesar disso, a mudança no sistema de arrecadação do Pis-Cofins, somada ao crescimento do PIB, gerou ganho de receita para o setor público, destinada para aumento do resultado primário e ampliação das transferências de renda às famílias mais pobres, principalmente pelo aumento real do salário-mínimo e pela ampliação dos instrumentos de combate à pobreza, visando o combate à desigualdade na distribuição de renda.

No biênio de 2004-2005, também houve aumento do crédito para empresas e pessoas físicas o que é bem relevante visto a questão quanto a concessão de crédito na economia brasileira é levantada por :

A elevada aversão ao risco do sistema bancário privado brasileiro, bem como os altos spreads praticados na concessão de financiamentos, lança luzes sobre uma restrição significativa na ampliação do crédito no Brasil, mesmo aqueles de prazo mais curto. (CARNEIRO, 2018)

Em 2005, especificamente, o campo externo foi marcado pelo crescimento do saldo comercial e do saldo em conta corrente da economia brasileira. Esse fato se deu pelo crescimento das exportações superior ao das importações, sobretudo devido à crescente demanda global, à extensão do PIS-Cofins às importações e à taxa de câmbio que, mesmo se valorizando, continuava historicamente alta. Ainda quanto ao BP, nesse período houve uma retomada gradual das linhas de financiamento externas à economia brasileira. O saldo líquido de investimento estrangeiro e o crédito comercial internacional fornecido ao Brasil aumentaram. Com isso, o país conseguiu manter suas reservas

internacionais e o governo decidiu quitar a dívida junto ao FMI no final de 2005. “O pagamento ao FMI refletiu um momento de acirramento e de decisão no debate sobre os rumos da política econômica do governo Lula” (BARBOSA; SOUZA, 2010).

Como o PIB do ano anterior havia crescido mais que o esperado pelo BC, o medo da inflação levou a autoridade monetária a realizar um novo aperto, elevando a taxa de juros e esfriando a economia, o que impediu um maior crescimento nesse período.

Como o PIB acabou crescendo 5,7% em 2004, o resultado do descompasso entre o crescimento efetivo e o crescimento desejado pelo BC foi um novo ciclo de aperto monetário. Assim, a Selic subiu de 16,00%, em abril de 2004, para 19,75%, em maio de 2005. A taxa real de juro acompanhou a elevação da Selic e atingiu 12,8% ao ano, em agosto de 2005. (BARBOSA; SOUZA, 2010)

A desaceleração econômica no final de 2005 fomentou discussões a respeito da incompatibilidade entre a política econômica e os compromissos sociais do governo. A partir de agosto, a inflação começou a convergir com a meta, o que possibilitou a reversão da trajetória da taxa Selic, fechando 2005 a 18%, como ilustra o gráfico abaixo.

GRÁFICO 7 – Taxa Selic (2004-2005)



BCB, 2005, p.69

Nesse contexto, uma abordagem interessante trazida pelos autores é a de mencionar os debates ideológicos entre neoliberais e desenvolvimentistas para contextualizar os anos do governo de Lula. Uma divisão é sugerida como abaixo para explicação das visões quanto a economia brasileira durante o governo:

Não obstante a diversidade de posições e interpretações, as principais visões sobre economia no governo Lula podem ser divididas, grosso modo, em duas

vertentes: uma mais próxima do chamado consenso neoliberal de política econômica e, outra, defensora de um papel mais ativo do Estado no desenvolvimento econômico e social. (BARBOSA; SOUZA, 2010, p.8)

As medidas adotadas nos três primeiros anos se aproximam mais da primeira corrente, principalmente no que tange à contenção fiscal e à redução das metas de inflação. No entanto, ao final de 2005 houve um esgotamento da política liberal no governo, que foi substituída por não alcançar os resultados prometidos. “O crescimento da economia respondeu negativamente ao aumento da taxa de juro e desacelerou para 3,2% em 2005.” (BARBOSA; SOUZA, 2010, p.5)

A partir de 2006, então, passou a predominar a visão desenvolvimentista, muito pautada em três aspectos principais: adoção de políticas de estímulo fiscal e monetário com o objetivo de acelerar o crescimento; transferência de renda como forma de fomentar o desenvolvimento econômico pelo viés de expansão da demanda agregada e elevação nos salários reais; e aumento do salário mínimo como principal instrumento de atuação do governo, já que este também elevaria o poder de barganha dos trabalhadores e o pagamento aos aposentados. Para que essas medidas se tornassem viáveis do ponto de vista fiscal, acreditava-se na elevação da receita tributária em decorrência do crescimento econômico. Por último, nessa visão, o Estado deveria agir ativamente em função do desenvolvimento econômico, investindo em infraestrutura, energia e transporte como forma de acelerar o crescimento e fomentar a entrada de empresas no mercado nacional, além de regular os mercados em prol dos interesses do Estado e dos consumidores. No entanto, muitas dessas reformas exigiam longa maturação, o que demandaria um planejamento de longo prazo por parte do Estado.

Com a guinada em direção a uma política desenvolvimentista, houve aceleração da economia juntamente a um controle inflacionário e a redução da taxa real de juros. No período de 2003 até 2005, o PIB cresceu em média 3,2%, enquanto, em 2006 até 2008, o crescimento foi de 5,1%, aumentando consideravelmente. Analisando a política fiscal em 2006, ocorreram três medidas importantes.

A primeira diz respeito a um aumento de 16,7% do salário-mínimo, que ajudou não só a fortalecer o novo modelo de desenvolvimento do país como também causou um maior estímulo no mercado interno, como vemos na tabela abaixo com destaque para o ano de 2007, com crescimento do PIB acima de 5,5%, aumento dos consumos e da FBCF e aumento das exportações e importações. Já a segunda foi uma elevação do investimento

do governo na infraestrutura: em 2007 foi adotado o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) que, além de apoiar a formação de capital do setor privado, também investiu em infraestrutura para modernizar a economia através da liberação de investimentos públicos. “Com o PAC, o país recuperou a capacidade de induzir, por meio da iniciativa governamental, o desenvolvimento de amplo espectro de setores fundamentais para a modernização da economia.” (BARBOSA; SOUZA, 2010)

Tabela 2 – Taxas reais de variação do PIB – Ótica da despesa (2008)

Percentual			
Discriminação	2006	2007	2008
PIB	4,0	5,7	5,1
Consumo das famílias	5,2	6,3	5,4
Consumo do governo	2,6	4,7	5,6
Formação Bruta de Capital Fixo	9,8	13,5	13,8
Exportações	5,0	6,7	-0,6
Importações	18,4	20,8	18,5

Fonte: IBGE

BCB, 2008, p.18

Podemos destacar que o PAC foi considerado um sucesso por acelerar o crescimento econômico e elevar a taxa de investimento. Além disso, foi lançado o Plano de Desenvolvimento Produtivo (PDP) em 2008. Nesse conjunto PAC-PDP, houve incentivos tributários para o setor privado e para o fortalecimento do mercado de consumo interno, além de retificar a tabela de imposto de renda de pessoas físicas. A terceira medida, por fim, foi a reestruturação dos salários dos servidores públicos. O intuito foi atrair mão de obra mais qualificada, aumento das contratações para suprir a carência de pessoas e substituir os terceirizados.

Apesar do aumento nos gastos públicos, o resultado primário diminuiu apenas 0,2 pp do PIB no período de 2005 a 2008, visto que ocorreu um aumento das receitas tributárias e financiamento da expansão do gasto primário, como ilustra a tabela abaixo. Essa pequena diminuição não extinguiu a trajetória de redução do endividamento do setor público nos anos 2006-2008 por conta do crescimento que a economia vinha apresentando e da redução no pagamento de juros. Dessa maneira, um crescimento econômico mais

elevado foi consistente com a diminuição da dívida pública/PIB, como os desenvolvimentistas defenderam. “...o próprio crescimento econômico induzido por tal política (desenvolvimentista) ampliou as receitas tributárias e financiou a maior parte da expansão do gasto primário”. (BARBOSA; SOUZA, 2010)

Tabela 3 – Dívida pública externa registrada (2008)

Composição do principal por devedor e avalista					
US\$ milhões					
Discriminação	2004	2005	2006	2007	2008
Governo federal (contratada diretamente)	75 345	75 161	63 942	58 991	54 373
Estados e municípios	6 904	6 474	6 815	7 055	8 199
Direta	-	0	-	41	27
Com aval	6 904	6 474	6 815	7 013	8 172
Autarquias, empresas públicas e sociedades de economia mista	43 041	14 953	14 777	14 700	17 147
Direta	12 280	9 447	9 041	8 619	10 946
Com aval	30 761	5 505	5 735	6 081	6 201
Sector privado (com aval do sector público)	128	98	89	436	450
Total geral	125 418	96 686	85 622	81 182	80 169
Direta	87 625	84 608	72 983	67 652	65 346
Com aval	37 793	12 078	12 640	13 530	14 823
Pelo governo federal	37 604	12 034	12 597	13 454	14 688
Pelos estados e municípios	-	4	3	8	7
Pelas autarquias, empresas públicas e sociedades de economia mista	188	40	40	67	127

BCB, 2008, p.154

No início desse período, 2005 a 2008, houve uma redução da inflação, devido à queda nos preços agrícolas e à apreciação cambial, que permaneceu abaixo da meta inflacionária até metade do ano de 2007. Nesse mesmo ano, ocorreram dois choques de oferta, levando a um aumento da inflação e dos preços internacionais de alimentos e petróleo. Em 2008, o governo tomou algumas medidas para combater a aceleração dos preços: eliminou impostos indiretos sobre alguns preços alimentícios e reduziu a Contribuição sobre Intervenção no Domínio Econômico (Cide), que incidia sobre o óleo, diesel e a gasolina.

No mercado de trabalho, entre 2006 e 2008, criou-se 4,3 milhões de vagas formais de emprego, mantendo o desemprego na faixa de 8%, além disso, no mercado de crédito, houve um desempenho também impressionante, “O volume de crédito livre dobrou entre

dezembro de 2005 e dezembro de 2008.” (BARBOSA; SOUZA, 2010, p.18) Já olhando para o balanço de pagamentos, com um crescimento acelerado e apreciação do câmbio, houve uma queda do superávit na conta corrente.

Na renda líquida enviada ao exterior, o país apresentou um aumento nas remessas de lucros e dividendos enviados em 2008. No mesmo período houve uma grande entrada de capitais estrangeiros no país; dessa forma, a diminuição da conta corrente não levou o Brasil a uma insolvência externa. Também foi observado uma elevação do investimento direto brasileiro no exterior, já que os ativos externos estavam relativamente mais baratos graças à apreciação do real. Nesse sentido, Barbosa e Souza (2010) associam a abundância de reservas internacionais e o superávit nas transações correntes a uma diminuição da vulnerabilidade externa do país, o que foi importante para minimizar o choque que viria logo depois.

Durante esse período de 2006-2008, o crescimento econômico e os movimentos de alinhamento com as políticas desenvolvimentistas foram acompanhados de oscilações na taxa de juros, que acompanhava as variações da inflação durante o período. Logo em 2005, após a taxa Selic alcançar um patamar de 19,75%, associou-se a política monetária restritiva à desaceleração do crescimento econômico e da inflação. Então, o BC começou uma série de cortes que levaria a Selic a 11,25%, como mostram os gráficos abaixo, “(o) corte total promovido pelo BC foi de 850 pb ao longo de dois anos: a Selic caiu de 19,75% em agosto de 2005 para 11,25% em setembro de 2007.” (BARBOSA; SOUZA, 2010, p. 21).

GRÁFICO 8 – Taxa Selic (2005-2006)



BCB, 2006, p.65

GRÁFICO 9 – Taxa Selic (2006-2007)



BCB, 2007, p.67

Em 2008, a crise financeira que se alastrou mundialmente impactou diretamente a economia brasileira. Sob o clima de desconfiança global, houve redução na oferta de crédito doméstica, assim como uma desvalorização na taxa de câmbio, impulsionada, sobretudo, pela queda nos preços internacionais das *commodities*, contração no comércio internacional – o que reduziu a demanda pelas exportações brasileiras – e a grande saída de capital via fluxos financeiros. “A quebra do banco de investimento norte-americano Lehman Brothers naquela data agravou a restrição de liquidez no mercado financeiro internacional e gerou uma onda de desconfiança em torno da solvência do sistema bancário mundial.” (BARBOSA; SOUZA, 2010,p. 21)

Esses fatores derrubaram os índices de confiança dos empresários e consumidores, levando a uma contração na demanda doméstica. Dado este cenário, algumas medidas

anticíclicas foram tomadas pelo governo brasileiro em resposta à crise. Foram elas: o aumento na rede de proteção social; o aumento no salário-mínimo; a expansão do investimento público; as desonerações programadas no PAC e na PDP; e a reestruturação dos salários e do efetivo do serviço público federal, além das medidas temporárias.

A expansão da liquidez, tanto em moeda nacional, quanto em moeda estrangeira, visava amenizar os impactos da contração na oferta de crédito, da saída de capital e da desvalorização cambial. Apesar da importância da ação do BC para evitar o contágio da crise internacional no país, ela não foi suficiente para estimular os bancos a concederem crédito, por conta da incerteza e alta da Selic, que havia aumentado para 13,75% em setembro de 2008, representada pela curva pontilhada do gráfico. Esse estímulo, então, ficou a cargo dos bancos públicos, que foram orientados a aumentar a concessão de crédito e reduzir seus spreads de juros.

GRÁFICO 10 – Taxa Selic (2007-2008)



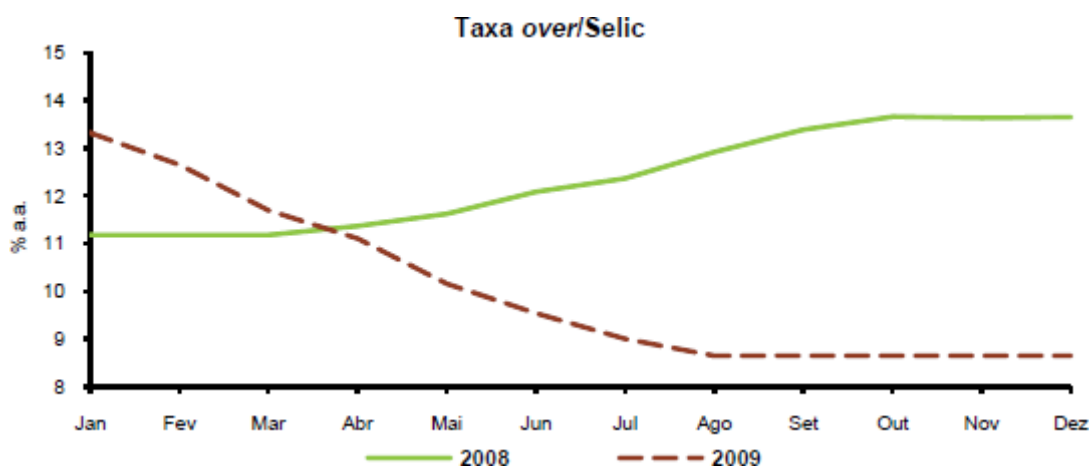
BCB, 2008, p.63

Algumas medidas fiscais para estimular a demanda foram adotadas, como desonerações tributárias temporárias, transferências orçamentárias extraordinárias para os governos estaduais e municipais ao longo de 2009, aumento no período de concessão e no valor do seguro-desemprego, equalização de taxa de juros para investimentos em máquinas e equipamentos contratados em 2009. Além disso, houve antecipação de algumas medidas estruturais no país: revisão nas alíquotas do imposto de renda sobre a pessoa física, que resultou numa desoneração tributária – em especial para a classe média; o lançamento de um novo programa habitacional, o “Minha Casa, Minha Vida”, que levou

à construção de um milhão de novas residências direcionadas aos mais pobres e à classe média baixa; e uma mudança no patamar de taxa real de juro da economia.

Todas as medidas supracitadas foram importantes para que o Brasil fosse capaz de reagir à crise internacional e se recuperar rapidamente, o que melhorou a percepção dos mercados em relação ao país já em 2009. Esses fatores, associados à recuperação dos preços das *commodities*, estimularam a volta da entrada de capital externo que levou à apreciação do real no final deste ano, contribuindo para a desaceleração da inflação. Assim, o BC pôde reduzir a Selic a níveis nunca antes vistos na era pós-Plano Real. O aumento que havia ocorrido em setembro de 2008 devido a temores de especulações contra o real, viu-se como infundado. O aumento dos preços das *commodities* deu força ao real e iniciou-se a redução da taxa Selic, como mostra o gráfico. “O corte total foi de 400 pb, deixando a Selic em 8,75% em meados de 2009.” (BARBOSA; SOUZA, 2010, p. 26) A taxa real de juros da economia brasileira reduziu de um patamar em torno de 7% a 9% ao ano para 5% logo depois da crise.

GRÁFICO 11 – Taxa Selic (2008-2009)



BCB, 2009, p.61

Em suma, durante o mandato do governo de Lula, percebe-se a manutenção do tripé câmbio flutuante, regime de metas de inflação e superávits primários. A consolidação dessas medidas indicava uma persistência em diretrizes econômicas similares àquelas usadas anteriormente, visando, por exemplo, a manutenção do controle da inflação, que declinou 9,4% entre 2002 e 2006, se mantendo em níveis abaixo de 6% até 2009, como discriminado na tabela abaixo. Um outro ponto de destaque foi a

capacidade do governo de implementar uma política de crescimento econômico em consonância com a inclusão social, dada a maior atuação do Estado.

Tabela 4 – Preços ao consumidor e seus núcleos em 2009

Discriminação	2008	2009		
		1º sem	2º sem	No ano
Variação percentual				
IPCA (cheio)	5,90	2,57	1,70	4,31
Exclusão	5,72	2,78	1,89	4,73
Médias aparadas com suavização	4,82	2,24	2,07	4,36
Dupla ponderação	6,07	2,55	2,13	4,74
IPC-Br	6,07	2,66	1,25	3,95
Núcleo IPC-Br	4,07	2,05	1,62	3,70

Fontes: IBGE e FGV

BCB, 2009, p.41

Essa maior atuação do Estado, na visão dos autores, permitiu a ocorrência de um ciclo virtuoso de crescimento econômico, sendo o programa de transferência de renda – o Bolsa-Família – fundamental nesse processo. Além disso, a elevação de 57,62% do salário-mínimo real (2002-2009) contribuiu para estimular a demanda agregada, por conta de uma maior capacidade de consumo das famílias. Ademais, o aumento dos lucros dos salários permitiu uma nova série de investimentos. O PIB brasileiro, nesse período, sofreu uma variação positiva real média de cerca de 3,3% ao ano, aproveitando, além dos fatores internos positivos, um ambiente favorável dos mercados internacionais. Outro aspecto importante foi a redução paulatina da taxa Selic – de 25% (2002) para 8,75% (2009) –, o que viabilizou uma oferta de crédito a custos mais baixos. (BARBOSA; SOUZA, 2010)

Entretanto, a situação não foi mantida e, já no final do segundo semestre de 2010, a taxa alcançava 10,25%, um aumento de 0,5% em relação ao fechamento do ano anterior, devido a deterioração da oferta de diversos produtos agrícolas e a forte demanda internacional que tiveram efeitos inflacionários. Com um cenário internacional favorável e a solidez da demanda interna, o crescimento do PIB brasileiro foi o mais acentuado desde 1986, atingindo 7,53% de alta, vide tabela 6, entretanto, os ritmos de crescimento da oferta e da demanda eram distintos. Com isso, o Banco Central introduziu três aumentos consecutivos e, no ano de 2010, a taxa de juros fechou a 10,75%, tendo mais

um aumento de 0,5% e mantendo seus altos níveis como ao longo de todo o período de 2003 a 2010.

A implementação de um crescimento de caráter mais inclusivo pelo governo Lula significou uma redefinição do padrão brasileiro de política econômica, de modo a elucidar novas possibilidades para a promoção de um desenvolvimento nacional capaz de reduzir as desigualdades econômicas e sociais. Apesar do aumento dos gastos e dos investimentos públicos que promoveram a aceleração do crescimento, pôde ser observada uma tendência decrescente da Dívida Líquida do Setor Público em relação ao PIB, que continuou diminuindo até 2013. Concomitantemente à expansão do PIB, observada no gráfico, o Índice de Gini diminuiu progressivamente de 0,563 para 0,521 entre os anos de 2002 e 2008, o que evidencia uma queda na concentração de renda brasileira. Outro fator que aponta uma maior inclusão social é o percentual de famílias na pobreza, que caiu 11,81% nesse período, segundo os dados do IPEADATA.

Tabela 5 – PIB a preços de mercado

Ano	A preços de 2010 (R\$ milhões)	Variação real (%)	Deflator implícito (%)	A preços correntes ^{1/} (US\$ milhões)	População (milhões)	PIB <i>per capita</i>		
						A preços de 2010 (R\$)	Variação real (%)	A preços correntes ^{1/} (US\$)
2003	2 720 598	1,1	13,7	553 603	178,7	15 221	-0,2	3 097
2004	2 876 007	5,7	8,0	663 782	181,1	15 880	4,3	3 665
2005	2 966 879	3,2	7,2	882 439	183,4	16 179	1,9	4 812
2006	3 084 280	4,0	6,1	1 088 767	185,6	16 621	2,7	5 867
2007	3 272 156	6,1	5,9	1 366 543	187,6	17 438	4,9	7 283
2008	3 441 081	5,2	8,3	1 650 713	189,6	18 148	-2,3	8 706
2009	3 418 896	-0,6	5,7	1 598 397	191,5	17 855	-1,6	8 348
2010	3 674 964	7,5	7,3	2 089 829	193,3	19 016	6,5	10 814

Fonte: IBGE

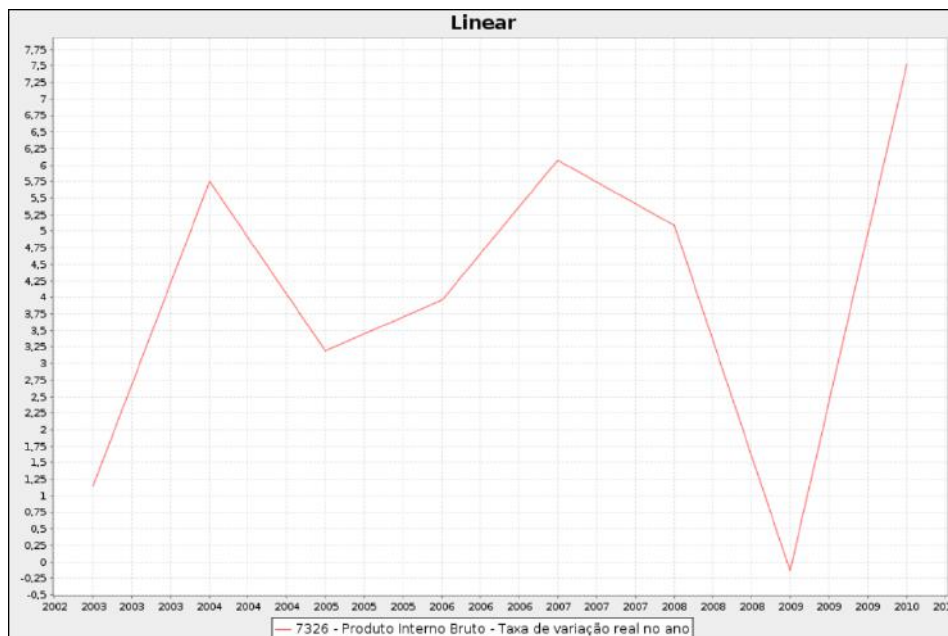
1/ Estimativa do Banco Central do Brasil, obtida pela divisão do PIB a preços correntes pela taxa média anual de câmbio de compra.

BCB, 2010, p. 14

O texto de Nelson Barbosa e José Souza mostra de forma clara o que eles consideram a “recuperação do papel do Estado de modo saudável”, através de incentivo fiscal e monetário, transferências de renda e aumento do investimento público acompanhados de estabilidade econômica. É observado no período um crescimento do

Produto Interno Bruto (PIB), conforme dados na segunda coluna da tabela acima e o gráfico 12 abaixo:

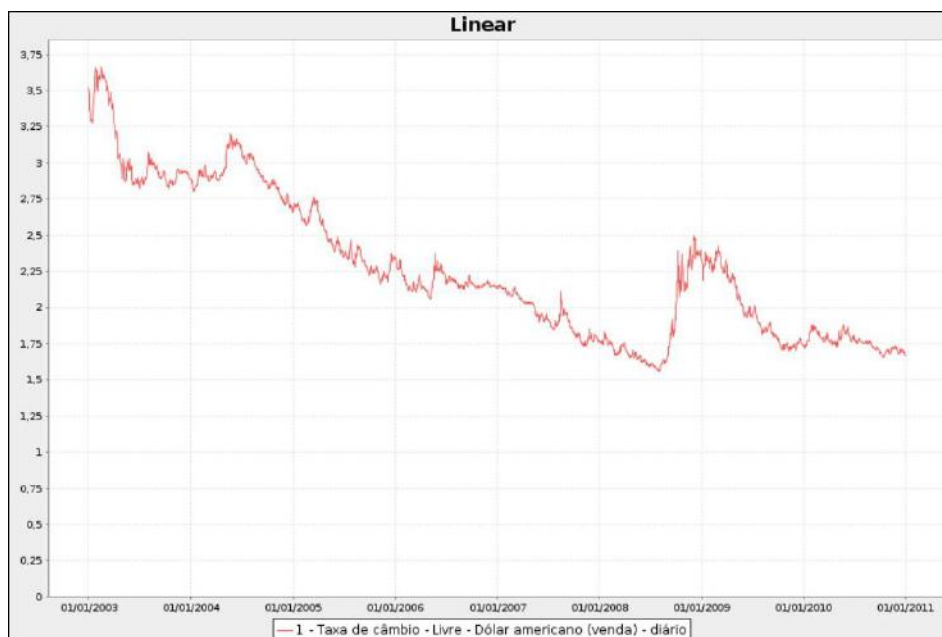
GRÁFICO 12 – Produto Interno Bruto (PIB) – 2003-2010



Fonte: BCB (Elaboração própria)

Observa-se também o regime de juros altos e câmbio baixo durante o período, com uma taxa de câmbio a níveis mais baixo e em linha decrescente como no gráfico que segue:

GRÁFICO 13 – Taxa de Câmbio livre (2003-2010)



Fonte: BCB (Elaboração própria)

Por fim, para resumir os dados do período pode-se observar a tabela abaixo com os dados de crescimento anual do PIB, da taxa de câmbio de fechamento anual, IPCA meta e efetivo e taxa Selic de fechamento anual.

Tabela 6 – Tx de crescimento, Câmbio, IPCA Meta/Efetivo e Selic – 2003-2010

ANO	Taxa de Crescimento Anual - PIB	Câmbio	IPCA Meta	IPCA Efetivo	SELIC
2003	1,14	2,8884	4,00%	9,30%	16,50%
2004	5,76	2,6536	5,50%	7,60%	17,50%
2005	3,2	2,3399	4,50%	5,69%	18,00%
2006	3,96	2,1372	4,50%	3,14%	13,25%
2007	6,07	1,7705	4,50%	4,46%	11,25%
2008	5,09	2,3362	4,50%	5,90%	13,75%
2009	-0,13	1,7404	4,50%	4,31%	8,75%
2010	7,53	1,6654	4,50%	5,91%	10,75%

Fonte: BCB (Elaboração própria)

4. Análise crítica da alta taxa de juros no Brasil entre 2003-2010

Nesta seção, serão apresentadas as visões dos autores Franklin Serrano (2010), Modenesi e Modenesi (2010) e Campedelli e Lacerda (2014) sobre as causas da elevada taxa de juros no período em questão e seus os problemas.

Em Modenesi e Modenesi, 2010, no debate sobre a taxa de juros, ele aborda diversas teses que buscam explicar os problemas da política monetária e da elevada taxa de juros. A primeira tese aponta para a reduzida eficácia da política monetária que é tratada também por Carvalho (2004;2005), Kregel (2004) e Bacha e Oliveira Filho (2005).

Segundo Modenesi e Modenesi, 2010, esse baixo grau de eficácia da política monetária é um dos principais fatores que justificam a elevada Selic no Brasil. Um dos pontos é que “...a inexistência de uma curva de rendimentos para prazos de maturação suficientemente longos seria o principal fator a reduzir a eficácia da PM”.(MODENESI e MODENESI, 2010, p.4) Sem uma curva de rendimentos com um período mais longo, as elevadas taxas de juros levam à redução da eficácia da política monetária, pois a circulação financeira absorve as variações das reservas criadas. Sem a projeção temporal, os estímulos não se transmitem para os segmentos mais longos onde teriam efeitos no investimento real.

O autor vê como anômala a vinculação entre o mercado monetário e o de dívida pública, causado pela oferta das LFT pelo Tesouro Nacional. A oferta de um título pós fixado com alta liquidez e rentabilidade e risco de default desprezível seria a origem do problema por possibilitar a indexação dos instrumentos financeiros ao CDI – Certificado de Depósito Interfinanceiro. “Cria-se anômala vinculação entre o mercado monetário e o de dívida pública via correção das LFT pela Selic – viabilizando a indexação de instrumentos financeiros ao Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI).” (MODENESI E MODENESI, 2010, p.4) Dessa forma, o sistema bancário é possibilitado de ofertar diversos títulos indexados ao CDI e com alta liquidez.

Com essa vinculação entre o sistema monetário e de dívida, a Selic acaba por controlar a oferta de títulos do Tesouro Nacional, surgindo então um problema entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional. Enquanto o BCB tem como principal

objetivo o controle da inflação e a taxa Selic como seu principal instrumento, o Tesouro Nacional depende dela para se financiar, quanto maior a taxa, maior será a demanda por seus títulos.

Outro problema ainda derivado dessa questão, é que a alta participação das LFTs no estoque da dívida forma uma perigosa conexão com a política monetária. Um aumento da taxa de juros pode vir a gerar um aumento da renda dos detentores de LFTs com um “efeito riqueza financeira às avessas”, levando a um aumento da demanda agregada, situação inversa a desejada com o aumento da taxa de juros, levando a um aumento dos preços e a inflação que deveria ser combatida. “Surge potencial descoordenação entre o BCB, que usa a Selic para controlar a inflação, e o TN que dela depende para se financiar”.(MODENESI; MODENESI, 2010, p.5)

Esse efeito expõe também o mercado de crédito como um canal ineficaz para transmissão da política monetária. Os bancos que também são detentores de LFTs veem seus ativos e receitas aumentarem com o aumento da taxa de juros. Com isso, podem ampliar seus empréstimos até um certo ponto crítico da taxa de juros, a partir do qual o risco de inadimplência pode vir a aumentar. Somente a partir desse ponto que os bancos vão racionar seus empréstimos. Logo, a transmissão da política monetária só ocorrerá conforme seu objetivo a partir de uma elevada taxa de juros. Caso contrário, os bancos forneceram mais empréstimos para a economia, aumentando a demanda agregada e, com isso, os preços.

Um outro efeito na economia desse aumento da taxa de juros abaixo do ponto de racionamento de crédito dos bancos é que com a alta taxa de juros e aumento do fornecimento de empréstimos a juros altos, os preços tendem a aumentar devido ao repasse pelo *mark up*, causado pelo aumento dos custos das dívidas. Sendo assim, a política monetária viria a causar inflação pelo *mark up* sobre os custos dos tomadores de empréstimo.

Um ponto adicional levantado em Modenesi e Modenesi, 2010, ainda dentro da tese que sugere a reduzida eficácia da política monetária, é dos preços administrados no IPCA que compõem 30% do índice. Os preços administrados são insensíveis à taxa de juros, muitas vezes superando o crescimento da inflação, sendo assim, os preços livres tem de ser represados para compensar o crescimento dos preços administrados e, com isso, a política monetária se torna ainda menos eficaz, visto que são necessárias elevados

níveis da taxa Selic, acima dos que seriam necessários caso todos os preços fossem livres, para manter a demanda agregada suficientemente reprimida a ponto de segurar os preços livres e, com isso, cumprir a meta da inflação.

A baixa sensibilidade da inflação à taxa de juros, leva a aumentos ainda maiores para que a inflação seja controlada. Os efeitos da elevada Selic no nível de atividade da economia são muito negativos, causando uma desaceleração da economia com a contração da demanda agregada que não se transmite integralmente para os preços. Sendo assim, o desaquecimento da economia é superior à queda da inflação requerida.

Uma segunda tese abordada em Modenesi e Modenesi, 2010, é a dos equilíbrios múltiplos da taxa de juros e a inversão da causalidade entre o risco-país e a taxa de juros, baseada em Bresser-Pereira e Nakano (2002). A relação comum é a de que o risco-país determinaria a taxa de juros, um país com um risco mais alto teria uma taxa de juros mais elevada para atrair capital estrangeiro. Na inversão da causalidade, a alta taxa de juros de um país, a partir de certo patamar, passa a influir no seu risco-país, dado o risco de default da dívida devido aos altos custos da mesma.

Os motivos elencados para essa alta taxa de juros seriam as múltiplas funções que estavam sendo atribuídas a mesma.

Dada essa multiplicidade de objetivos – alguns contraditórios entre si –, a elevação dos juros para realizar determinado objetivo tenderia a aprofundar desequilíbrios em termos de outros objetivos, requerendo recorrentes elevações da Selic. (MODENESI; MODENESI, 2010, p.7)

A Selic tinha a função de restringir a demanda agregada para controlar a inflação, evitar a desvalorização cambial, a fim de conter a inflação de custos, estimular a entrada de capital, para equilibrar o BP, incentivar a compra de títulos do tesouro nacional a fim de financiar o déficit público, e diminuir o déficit comercial, contendo a demanda.

Devido a esses múltiplos objetivos para a taxa de juros, com alguns contraditórios entre si, a elevação da taxa de juros para alcançar um dos objetivos levaria ao desequilíbrio de outro. Sendo assim, seriam necessárias elevações contínuas da taxa Selic visando alcançar esses múltiplos equilíbrios.

Observa-se que ao invés de buscar um equilíbrio estável, a economia brasileira se encontrava em um equilíbrio instável, no qual a alta taxa de juros levaria a um elevado

risco de default e à inversão da teoria da paridade da taxa de juros, com a taxa de juros determinando o risco país, *hipótese Bresser-Nakano*.

A terceira tese apresentada em Modenesi e Modenesi, 2010, é a da convenção pró-conservadorismo na política monetária. Bresser-Pereira e Nakano (2002), Nakano (2006) e Erber (2008a; 2011) inspiram-se nessa tese de Keynes (1936;1937) para justificar os altos níveis da Selic. Observa-se que a autoridade monetária acaba por definir um piso para a taxa de juros, uma taxa de juros normal para a economia. Sendo esse piso uma taxa Selic elevada, é uma das justificativas para os altos níveis da taxa de juros no Brasil. Essa convenção é formada pelos longos períodos de altas taxas de juros que levam à normalização de uma Selic elevada, tornando-se uma convenção. A formação dessa convenção tem como origem também “uma coalizão de interesses enraizada em torno do binômio juros altos-valorização cambial.”(MODENESI; MODENESI, 2010, p.8) Por essa coalizão, os rentistas lucram com os altos juros e o Banco Central mantém uma imagem de conservadorismo.

Em 2005, por exemplo, observa-se que apesar de uma inflação controlada e sem pressão de demanda, o Copom apresentou lentidão e temores para reduzir a Selic. O desemprego era alto, a produção industrial apresentou queda, o superávit primário estava em níveis de 5%, o país tinha saldo em conta corrente, o risco Brasil era dos mais baixos da série histórica e o cenário internacional e as condições de liquidez internacionais eram favoráveis, todos esses fatores deveriam ter levado a quedas mais duras da taxa de juros. A manutenção dos altos níveis da taxa de juros é explicada por Modenesi e Modenesi, 2010, como sendo fruto de uma convenção por parte do BCB de que a taxa de juros de equilíbrio seria de algo próximo a 14% a.a.

A manutenção de altas taxas de juros na economia brasileira não era derivada somente de um cenário macroeconômico, mas sim de uma coalizão de interesses formada em torno de níveis elevados de juros. A coalizão formada em torno do binômio juros altos-valorização cambial é benéfica para os rentistas e o BCB. Os rentistas continuam lucrando com as aplicações financeiras e o BCB mantém uma imagem de conservadorismo.

Com isso, em cenários macroeconômicos favoráveis a quedas da taxa de juros, o BCB apresenta lentidão em seus ajustes, demonstrando um elevado conservadorismo.

Sendo assim, os elevados níveis da taxa de juros se mantêm, apresentando um equilíbrio a um elevado patamar como convenção.

A concepção fiscalista é trazida por Modenesi e Modenesi, 2010, como quarta tese para explicar por outros pontos os altos níveis da taxa de juros. Outros autores como Delfim Netto (2005), Giambiagi (2002), Pinheiro e Giambiagi (2006) e Oreiro e Paula (2010) também tratam dessa tese. Segundo essa concepção, a taxa de juros é um prêmio de risco e deve se manter elevada para estimular que os investidores carreguem títulos públicos. O estoque da dívida pública seria considerado alto de má qualidade, por conter elevado volume de LFT e maturidade média, sendo assim, a taxa de juros não poderia ser reduzida pelo risco de comprometer a demanda por título e, assim o financiamento do déficit orçamentário. Logo, a fragilidade do estoque da dívida pública seria uma explicação para a rigidez da política monetária e a manutenção de uma taxa Selic alta, nessa concepção, “...mesmo resolvidos todos os problemas que comprometeriam a transmissão da PM, a Selic ainda deveria permanecer elevada”. (MODENESI; MODENESI, 2010, p.10)

Uma outra versão da concepção fiscalista aponta que a Selic alta é consequência de um problema de coordenação entre as políticas fiscal e monetária. “A política fiscal é considerada demasiadamente expansionista, o que inflaria a demanda agregada e, assim, pressionaria a inflação” (MODENESI; MODENESI, 2010, p.9) A política fiscal agindo de forma expansionista, leva a um aumento da demanda agregada, o que aumenta os preços e pressiona a inflação. Tendo o BCB um compromisso com as metas de inflação, a política monetária teria o papel de anular os efeitos da política fiscal. Sendo assim, uma expansão dos gastos públicos, política fiscal expansionista, levaria a um aumento da demanda agregada e dos preços que pressionariam a inflação, levando a juros elevados pela política monetária para desestimular o investimento privado e reverter a alta demanda agregada e a alta dos preços.

No caso da concepção fiscalista, a insensibilidade e os problemas de transmissão da política monetária não seriam os fatores responsáveis pela elevada taxa de juros. Mesmo sem essas questões, a taxa de juros permaneceria alta devido à alta dívida pública, à necessidade de financiamento do déficit comercial e de demanda por títulos e à má coordenação das políticas monetária e fiscal. Logo, segundo essa ideia, a inflação seria um problema fiscal.

A última tese apontada por Modenesi e Modenesi, 2010, é a incerteza jurisdicional. Abordada também por Arida et al. (2005) e Bacha (2005), segundo essa justificativa, os agentes evitariam aplicar suas poupanças a longo prazo devido ao risco de descumprimento de contratos sob a jurisdição brasileira, como o congelamento de ativos financeiros. Devido a essa incerteza, não haveria um mercado de crédito de longo prazo, em função da falta de demanda por investimento de longo prazo, “...essa incerteza inviabilizaria a precificação dos ativos financeiros de longo prazo e, conseqüentemente, a formação de um mercado de crédito de longo termo.” (MODENESI; MODENESI, 2010, p.10) Apenas com a eliminação da incerteza jurisdicional seria possível a redução do nível de taxa de juros necessário para cumprir as metas de inflação.

Um outro autor a ser tratado que apresenta suas visões e críticas ao RMI é Franklin Serrano. Segundo Serrano, 2010, o regime de metas de inflação só se sustenta caso sejam reais quatro pressupostos, sendo eles:

- 1) que o hiato do produto (e/ou do emprego) afeta a inflação de forma sistemática; 2) que os choques inflacionários têm persistência total, isto é, os coeficientes de inércia e de expectativas inflacionárias, somados, se igualam à unidade; 3) que o produto potencial é independente da evolução da demanda; 4) que os choques de custo são aleatórios, causados, por exemplo, por safras agrícolas abundantes ou excepcionalmente fracas. (SERRANO, 2010, p.64)

De acordo com o segundo e terceiro pressupostos, o Banco Central deveria se preocupar apenas com a meta de inflação, visto que a política monetária seria neutra e no longo prazo não afetaria nem o produto e nem a capacidade produtiva da economia. Já o primeiro e quarto pressupostos indicam que a meta da inflação poderia ser alcançada pelo controle da demanda agregada e que a inflação de custos não seria e nem deveria ser combatida.

A crítica do Serrano parte da observação de que nenhum desses pressupostos é sustentado na economia brasileira. O primeiro ponto levantado é que não é observada uma relação empírica sistemática entre o hiato do produto e a aceleração da inflação, nem com o nível de inflação, observação sustentada pelo autor com Ferreira & Jayme Júnior, 2005 e citando também estimativas do próprio Banco Central, 2008. O autor levanta três argumentos quanto a esse primeiro ponto, que não há significância clara do hiato do produto na Curva de Philips, que um aumento do desemprego aumentaria a inflação e que

não se observa, mesmo retirando-se os preços administrados do IPCA, uma relação entre a aceleração da inflação e o grau de utilização da capacidade produtiva da indústria.

O segundo ponto levantado, corroborado por Summa, 2007; Maia & Cribari-Neto, 2006, é que os choques inflacionários não têm persistência total sobre a inflação. Isso indica que a inflação passada não influi de forma persistente na inflação futura, a persistência de choques inflacionários é apenas parcial.

Estimativas para a persistência inflacionária no Brasil mostram que esta não pode ser considerada completa, isto é, a soma dos coeficientes da inflação passada (inércia) e futura (expectativas inflacionárias) na curva de Phillips é inferior à unidade. (SERRANO, 2010, p.64)

Sendo assim, vê-se que os agentes de mercado não apresentam expectativas racionais, pois há grande correlação entre a inflação esperada e a inflação efetiva, logo, as expectativas dos agentes seriam adaptativas.

O terceiro ponto levantado é que a ideia de que o produto potencial é independente do produto corrente é uma inverdade, visto que a tendência do produto seria totalmente correlacionada ao produto corrente, histerese no produto, também observada por Braga (2006) e Barbosa-Filho (2008). Logo, o investimento cria capacidade para o setor privado e é induzido pela evolução da demanda final de consumo, investimento residencial, exportações e gastos do governo. O grau de utilização da capacidade produtiva e o desvio da produção industrial em relação a sua média móvel de 12 meses evidencia o efeito da evolução do produto corrente no produto, PIB, da economia. O crescimento da demanda estimula maiores investimentos e maior capacidade produtiva, sendo esse "...o efeito histerese no produto, que significa que qualquer crescimento mais persistente na demanda acaba estimulando aumentos do investimento e da capacidade produtiva." (SERRANO, 2010, p.65)

Por fim, quanto ao quarto pressuposto de aleatoriedade dos choques de custo, Serrano aponta que isso não se aplica na economia brasileira, visto que os preços monitorados crescem acima dos preços livres, sendo esses indexados ao IGP-M, que superou o crescimento do IPCA, levando a maiores margens de lucro das empresas de produtos de preços monitorados. Além disso, os preços internacionais do petróleo e das *commodities* apresentaram um crescimento constante desde 1999 e de 2002, respectivamente. Esse problema é também observado em Modenesi e Modenesi, 2010,

onde analisa-se os preços administrados e sua alta composição no IPCA. Por fim, também o salário-mínimo nominal seguiu tendência de alta superior ao IPCA graças às políticas governamentais de recomposição do poder de compra.

Serrano sugere que, como os pressupostos necessários para o funcionamento do sistema de metas não se concretizam no Brasil, o sistema atua de uma forma distinta da consensualmente descrita. Isto é, na verdade, o principal canal de atuação dos juros sobre a inflação seria por meio do câmbio:

A política de juros elevados, ao valorizar a taxa nominal de câmbio, gera diretamente um choque positivo de custos em moeda local. Assim, dada a ausência do canal de transmissão tradicional da demanda para a inflação e a força do canal de transmissão dos juros para o câmbio e do câmbio para os preços, o efeito dos juros sobre a demanda agregada, na realidade, se torna apenas um efeito colateral da política monetária. (SERRANO, 2010, p.66/67)

O regime de juros altos e câmbio baixo no Brasil (tabela 6) tem grandes desvantagens. No âmbito da dívida pública, os altos juros aumentam os custos de manutenção de um nível elevado de dívida. Outro efeito negativo para a economia é o alto custo de oportunidade que é estabelecido por juros reais elevados, visto que é necessário buscar uma margem de lucro alta para as empresas e uma maior concentração da distribuição funcional da renda. Os juros reais elevados atrapalham o mercado de crédito com um todo pelo aumento do custo das dívidas também no mercado financeiro, logo, diminui o crédito para o consumo e para a construção civil e, com isso, o investimento produtivo induzido e o crescimento do próprio produto potencial diminuem.

No caso do câmbio baixo, câmbio real valorizado, a indústria local sofre com as importações baratas e perde competitividade no mercado, além de ter diminuição de suas exportações de produtos industriais mais sofisticados, gerando um baixo dinamismo tecnológico na posição da economia brasileira no mercado externo graças às nossas vantagens competitivas em *commodities* e recursos naturais em geral. “O câmbio real cada vez mais valorizado desprotege a indústria local contra as importações, diminuindo sua competitividade” (SERRANO, 2010, p.69).

Com isso, ocorre uma deterioração progressiva das contas externas, gerando déficits em conta corrente que podem levar a uma restrição externa ao crescimento, isso devido à tentativa de crescimento em um sistema de juros altos e câmbio baixo, que acarreta uma explosão das importações frente a queda das exportações. Apesar das

vantagens competitivas do Brasil em alguns produtos, o baixo valor agregado em um comércio internacional brasileiro de baixo dinamismo tecnológico não consegue equilibrar a balança comercial, gerando esses déficits que podem levar a um cenário de restrição externa ao crescimento.

Em Campedelli e Lacerda, 2014, vimos críticas ao uso do RMI focadas principalmente no ponto de que o modelo não trata das causas da inflação e sim das consequências, ficando preso em um cenário de alta taxa de juros e recorrentes aumentos. Outro ponto observado é que a inflação não possui apenas uma causa e os fatores a ela relacionados muitas vezes partem do lado da oferta, diferente da visão ortodoxa que culpa o lado da demanda.

Do lado da oferta, os autores abordam “(...) a inflação de salários, a inflação de lucros, inflação de retornos decrescentes, inflação importada, choques de oferta inflacionários e inflação de impostos”, que foram apresentadas no primeiro capítulo deste trabalho (CAMPEDELLI; LACERDA, 2014, p. 9)

Uma explicação central abordada por Campedelli e Lacerda, 2014, em relação à qual há divergência de interpretação entre os economistas ortodoxos e heterodoxos diz respeito ao baixo nível de desemprego da economia brasileira como principal causador da inflação. Essa explicação, na visão ortodoxa, se apoia na ideia de expectativas adaptativas dos agentes, de acordo com a qual existiria uma taxa natural de desemprego na economia, que, quando ultrapassada, levaria à inflação (causada por pressão de demanda). Para os autores heterodoxos, essa seria uma inflação de oferta, por ter como fonte um problema de custo. No caso de um aumento dos salários, por exemplo, os preços seriam elevados, repassando o ajuste salarial. Um controle da demanda não seria eficaz pois o repassa de custos se manteria, logo, não sendo uma inflação de demanda, um aumento nos juros não resolveria a situação, apenas reduziria ainda mais a demanda agregada.

No caso brasileiro, apesar de um nível elevado de emprego no período em questão, o ponto do pleno emprego não teria sido alcançado, mesmo que mais próximo. Sendo assim, o modelo do RMI focado na demanda e no uso da taxa de juros para o controle da mesma e manutenção da inflação aos níveis da meta, tem como consequência apenas o combate aos efeitos da inflação e não das suas causas.

Observa-se, a partir de uma análise da medição da inflação entre 2000-2013, que os fatores que determinam o comportamento do IPCA são muito influenciados pela oferta e não somente pela demanda. Alguns produtos que compõem o índice, como alimentação e bebidas, são diretamente influenciados pelos preços das *commodities* e dos produtos agrícolas, que, por sua vez, são influenciados pelo aumento dos preços internacionais e choque de oferta. Outros fatores observados são os custos de transporte público que segue um aumento recorrente, refletindo a inflação passada (preço indexado), sem relação com a demanda, e os custos de habitação que são influenciados pelo efeito especulativo e reajustados contratualmente segundo o IGP-M. Dessa forma, adiciona-se o problema dos preços administrados abordado também por Modenesi e Modenesi, 2010, que ocupam em torno de 30% do IPCA e variam acima dos preços livres e da inflação, empurrando a inflação para cima e tendo uma quase inexistente sensibilidade a políticas monetárias que tem como foco o controle da demanda, “...para o controle dos outros 70% do volume do IPCA é necessário uma política monetária muito agressiva, com elevadas taxas de juros, para compensar o montante dos preços do IPCA que não são sensíveis a estas políticas”. (CAMPEDELLI; LACERDA, 2014, p.11-12)

Conclui-se então que os principais itens que influenciam no IPCA e são responsáveis pela maior parte de sua variação têm como origem de seus aumentos, principalmente, o lado da oferta ou não tem como causa a influência da demanda, como os preços administrados ou indexados. “Portanto, uma parte expressiva da inflação decorre de mudanças estruturais na economia. Daí a importância de que se adote a estratégia correta para o seu combate, sob pena do sacrifício do crescimento econômico.” (CAMPEDELLI; LACERDA, 2014, p.19) Sendo assim, o uso da taxa de juros como ferramenta de freio e diminuição da demanda agregada para controle da inflação não teria uma real efetividade, possuindo um grande problema de transmissibilidade, como abordado por Modenesi e Modenesi, 2010, e Serrano, 2010.

A preferência por medidas de controle de demanda leva a uma elevação da taxa Selic para o controle da inflação que se origina mais do lado da oferta. Com isso, a elevação tem efeitos no curto prazo, porém, gera um alto custo na economia, como o custo da dívida levantado por Modenesi e Modenesi, 2010. O sucesso dessa prática depende de uma contenção severa da demanda da economia, reduzindo também o nível de investimentos privados junto a alta da taxa de juros e a queda da demanda.

Outro ponto apresentado por Campedelli e Lacerda, 2014, é que o BCB era rígido nas reduções da taxa de juros e mostrava uma imagem pró-conservadorismo, vista também por Modenesi e Modenesi, 2010, com intuito de demonstrar comprometimento com o controle inflacionário. Porém, com essa postura, a taxa de juros se mantinha em elevados níveis mesmo quando esses níveis não se encaixavam no modelo do RMI com uma inflação controlada.

Por fim, Campedelli e Lacerda resumem que os problemas principais do RMI são a composição do IPCA, com muitos preços influenciados por mudanças estruturais na economia, a captação das expectativas do mercado focada nas premissas do mercado financeiro ao invés dos setores produtivos, dos trabalhadores ou da economia, trazendo a questão do conflito de interesses do mercado financeiro, exposto também por Modenesi e Modenesi, 2010, visto que o mercado financeiro que negocia a dívida pública no mercado, que tem uma grande parte corrigida pela evolução da taxa de juros e influenciada fortemente pelas expectativas de inflação, e, por fim, o horizonte do cumprimento da meta de inflação, visto que com um horizonte curto, as políticas monetárias tendem a ser mais agressivas para acomodar possíveis choques de preços. Com esses problemas, o cenário apresentado pela economia brasileira é de juros em patamares elevados buscando o controle de uma inflação de oferta por meio do controle da demanda.

Serrano explica que o Regime de Metas de Inflação no Brasil acaba por praticar taxas de juros mais elevadas do que teoriza devido ao não cumprimento dos princípios básicos necessários para o bom funcionamento do RMI. Modenesi e Modenesi elencam cinco teses para explicar os altos juros que dialogam com a ideia de Serrano, o problema da transmissibilidade da política monetária, por exemplo, vai ao encontro da necessidade de uma taxa superior à requerida devido ao não cumprimento de princípios básicos, como levantado por Serrano. Enfim, Campedelli e Lacerda focam no problema de tratar as consequências de uma inflação elevada classificada como excesso de demanda ao invés de impedir que essa inflação chegue a altos patamares, quando também há o problema da inflação de custos, que tem relação, inclusive, com a própria alta taxa de juros, que pode elevar a taxa de acesso ao crédito na economia, custo esse que é repassado para os preços.

5. CONCLUSÃO

Segundo a visão dos teóricos do Novo Consenso Macroeconômico e o RMI, como foi visto, a baixa inflação é uma condição essencial para o crescimento econômico. Para o controle da inflação, na visão de seus defensores, é necessária a confiança dos agentes econômicos nas decisões do Banco Central e no compromisso deste com as metas definidas. Segue, como consequência, a necessidade de um Banco Central autônomo e independente para que esse possa agir com discricionariedade na política monetária com a taxa de juros como principal instrumento. O BC deve agir com prontidão contra os desvios do nível de preço das metas para assegurar aos agentes seu compromisso e manter a confiança dos agentes.

Quanto à aplicação deste regime no Brasil, entre 2003 e 2010, conforme visão de Barboza e Souza, foi feito um ajuste macroeconômico pelo governo Lula no início do período, devido à instabilidade econômica em que o país se encontrava, com taxa de juros elevada para conter as pressões inflacionárias. No âmbito fiscal, aumentou-se a meta de resultado primário do setor público, para sinalizar o compromisso do governo com o equilíbrio fiscal e reduzir as preocupações com um aumento explosivo na dívida pública e do seu custo com o aumento dos juros. Posteriormente, contudo, teria havido uma flexibilização na condução da política econômica, com prioridade às políticas sociais com redução das desigualdades, permitindo classificar o período como de desenvolvimento social e econômico, com o Estado tendo um maior protagonismo no planejamento de longo prazo e no desenvolvimento do país. Ainda assim, as taxas de juros, apesar da trajetória de baixa, permanecem relativamente elevadas ao longo de todo o período.

Diversas razões, na visão dos críticos, justificam as elevadas taxas de juros no Brasil. Dentre os motivos analisados, Serrano aponta, em linhas gerais, que os princípios necessários para o funcionamento do RMI não são realidade no cenário econômico brasileiro, dessa forma, como consequência, são necessários altos níveis de juros para alcançar os objetivos desse regime, convergindo a inflação para a meta com aumentos da taxa.

Modenesi e Modenesi, 2010, elenca cinco teses que para explicar os altos juros no Brasil, sendo elas a reduzida eficácia da PM, a convenção a favor do conservadorismo na PM, os equilíbrios múltiplos da taxa de juros, a concepção fiscalista e incerteza jurisdicional. A reduzida eficácia da PM é tratada como um problema de

transmissibilidade, os aumentos da taxa de juros precisam ser maiores do que esperado para controlar a inflação. O conservadorismo da PM indica a existência de uma convenção para a taxa de juros que mesmo em cenários favoráveis, não é reduzida abaixo desse patamar. No caso dos equilíbrios múltiplos, observa-se uma multiplicidade de objetivos, alguns contraditórios entre si, que levam a necessidade de aumentos recorrentes. A concepção fiscalista explica a necessidade de uma alta taxa de juros, mesmo em um cenário de preços mais favorável, para manter a atratividade aos títulos nacionais devido aos altos níveis e a má qualidade da dívida pública. A quinta tese apresentada por Modenesi e Modenesi, 2010, é a incerteza jurisdicional na qual os agentes evitariam aplicar suas poupanças a longo prazo devido à incerteza de cumprimento dos contratos, sendo assim, altas taxas de juros se tornam necessárias para atrair o capital.

Campedelli e Lacerda, 2014, observam-se que a política monetária pautada no RMI acaba por tratar as consequências do problema e não o problema em si ao ver a inflação exclusivamente como uma inflação de demanda e não de custos.

Deste modo, segundo os autores críticos da aplicação deste regime no Brasil, os princípios necessários não são satisfeitos, os mecanismos de transmissão são falhos e, de modo geral, o tratamento está voltado para consequências e não para as causas do problema da inflação. Todas essas questões em conjunto justificariam a situação vivida pelo país em que, mesmo em períodos de condições macroeconômicas mais favoráveis, ainda assim as taxas de juros permanecem relativamente elevadas.

As consequências da aplicação deste modelo que sustenta elevadas taxas de juros são diversas. Dentre algumas que foram citadas, temos a questão de que o mercado de crédito, comprometido com elevado custo do serviço da dívida, reduzindo o crédito para o consumo e para a construção civil. O cenário de juros altos e câmbio baixo, além de afetar a indústria nacional com a queda dos empréstimos, também afeta a competitividade do mercado frente às importações mais baratas e exportações mais caras. Com isso, o investimento produtivo induzido e o crescimento do próprio produto potencial diminuem, trazendo um grande problema para o desenvolvimento da economia. Por fim, os juros elevados ainda comprometem a própria saúde financeira do setor público, devido ao elevado custo da dívida do governo. Estas consequências desfavoráveis apontam a necessidade de aprofundar o debate sobre a adequação do RMI ao Brasil e eventual necessidade de ajustes.

Página intencionalmente em branco

REFERÊNCIAS

ARIDA, P. BACHA, E. e RESENDE, A. L. (2005). “**Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil**”. In: F. Giavazzi, I. Goldfajn e S. Herrera (Orgs.). *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience: 1999 to 2003*. Cambridge: MIT Press.

BACHA, E. L. (2003). “**Reflexões pós-cepalinas sobre inflação e crise externa**”. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 3, pp. 143-150. _____ . (2005) “**Incerteza jurisdicional e crédito de longo prazo**”. In: Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho, *Mercado de capitais e crescimento econômico lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa.

BARBOSA, Nelson e SOUZA, José A. P., “**A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda**”, in Sader, E. e Garcia, M. A., *Brasil entre o passado e o futuro*, Ed. Boitempo, 2010.

BARBOSA-FILHO, Nelson (2008) “**Panorama da economia brasileira e estratégia da política econômica, série Seminários de Economia Brasileira em Perspectiva**”, FGV-SP, Março de 2008.

BCB BANCO CENTRAL DO BRASIL, Home Page <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em: 31 julho. 2022.

BRAGA, Julia M. (2006) “**Raiz unitária, histerese e inércia: A controvérsia sobre a NAIRU na economia norte-americana nos anos 1990**”. Tese não publicada.

BRESSER-PEREIRA, L. C. e NAKANO, Y. (2002). “**Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade**”. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 3, pp. 146-180, jul./set.

CARNEIRO, Ricardo (2018), “**Crescimento e inclusão social no Brasil: avanços, obstáculos e propostas**”, Fundação Perseu Abramo, fev, 2018

CARVALHO, F. J. C. (2004), “**Teoria e política monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil**”. *Econômica*, v. 6, n.2. pp. 315-34. _____ . (2005). “**Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil**”. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 4, pp. 323-36, out./dez.

CARVALHO, Fernando J. Cardim. Economia Monetária e Financeira. **“Novo Consenso Macroeconômico e o Regime de Metas de Inflação”**. Cap. 11 Rio de Janeiro, Campus 2015

CAMPEDELLI, A. L.; LACERDA, A. C., **“Uma crítica pós-keynesiana ao regime de metas de inflação (RMI) no Brasil”**. São Paulo, v.25, n.2 jul/dez, 2014

DELFIN NETTO, A. (2005). **“Déficit Nominal Zero”**. Economia & Tecnologia, Ano 01, Vol. 02.

ERBER, F. (2008a), **“Development projects and growth under finance domination – the case of Brazil during the Lula years (2003-2007)”**. Revue Tiers Monde, 194._____. (2008b). **“The Evolution of Development Conventions”**. XII ISS Conference. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Julho._____. (2011). **“As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política”**. Revista de Economia Política, vol. 31(1), pp. 31-55.

FERREIRA, Alexandre B. & JAYME JÚNIOR, Frederico G. (2005) **“Metas de inflação e vulnerabilidade externa no Brasil”**, **Anais do XXXIII Encontro Nacional de economia da ANPEC**, 2005.

FRIEDMAN, M.; FRIEDMAN R. **“Liberdade de Escolher”**. Tradução: Ruy Jungmann. Rio de Janeiro: Record, 1980.

GIAMBIAGI, Fábio, et al. **“Economia brasileira contemporânea”**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

KEYNES, J.M. **“A teoria geral do emprego, do juro e da moeda”**. Tradução: Mário R. da Cruz. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

KREGEL, J. (2004). **“Comment on Fernando Cardim de Carvalho – Monetary policy, monetary theory, and financial structure”**. Econômica, v. 6, n. 2, pp. 341-8.

MAIA, André L. S. & CRIBARI-NETO F. (2006) **“Dinâmica inflacionária brasileira: resultados de auto-regressão quantílica”**. Revista Brasileira de Economia, 60 (2): 153-165.

MEIRELLES, Henrique; FRAGA, Armínio. **“Dez Anos de Metas para A Inflação No Brasil 1999-2009”**, Brasília: Banco Central do Brasil, 2011.

MISSIO, F.J; TEIXEIRA, A.M. **“O ‘novo’ consenso macroeconômico e alguns *insights* da crítica heterodoxa”**, Economia e Sociedade, Campinas, v.20, n.2 ago, 2011.

MODENESI, A.M. **“Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real. O Regime Monetário de metas de inflação e a Independência do Banco Central”**. Cap.3 Barueri: Manole. 2005.

MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L. **“Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa.”** Revista de Economia Política , São Paulo, v. 32, n. 3jul./set. 2010.

NAKANO, Y. (2005). **“O regime monetário, a dívidas pública e a alta taxa de juros”**. Conjuntura Econômica, pp. 10-2, nov._____. (2006). **“Antes que os populistas tomem conta”**. Valor Econômico, 17/01.

NEVES, A. L.; OREIRO, J. L. **“O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica”**. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, jun. 2008.

OREIRO, J.L. e PAULA, L.F. de. (2010). **“Por que a taxa de juros é tão alta?”** Valor, p. A-17, 05 out.

PAULA, L. F.; SARAIVA, P. J.: Regime de Metas de Inflação: Lições a partir da revisão do **“Novo Consenso”**. Revista Política Social e Desenvolvimento. Ano 3, junho de 2015.

PINHEIRO, A. C. e GIAMBIAGI, F. (2006). **“Rompendo o marasmo: a retomada do desenvolvimento no Brasil”**. Rio de Janeiro: Elsevier.

SERRANO, F. **“Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil”**. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 30, n. 1, p. 63-72, jan./mar. 2010.

SICSÚ, J. **“Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana”**. Revista de Análise Econômica, v. 21, n. 39, p.115-136, 2003.

SICSÚ, J. Emprego, Juros e Câmbio: finanças globais e desemprego. Rio de Janeiro, 2007.

SUMMA, Ricardo F. (2007a) **“Resposta a Schwartzman”**. Disponível em www.criticaeconomica.com.br.