



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Gabriel Pereira Neto

REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A DINÂMICA DE PREÇOS NA  
ECONOMIA BRASILEIRA

Rio de Janeiro

2024

Gabriel Pereira Neto

**REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A DINÂMICA DE PREÇOS NA  
ECONOMIA BRASILEIRA**

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.

Orientador: Professor Dr. Carlos  
Pinkusfeld Monteiro Bastos

Rio de Janeiro

2024

## CIP - Catalogação na Publicação

N469r Neto, Gabriel Pereira  
REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A DINÂMICA DE  
PREÇOS NA ECONOMIA BRASILEIRA / Gabriel Pereira  
Neto. -- Rio de Janeiro, 2024.  
61 f.

Orientador: Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto  
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2024.

1. Regime de Metas de Inflação. 2. Dinâmica de  
preços na economia brasileira. 3. Conflito  
distributivo. I. Bastos, Carlos Pinkusfeld Monteiro  
, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos  
pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

GABRIEL PEREIRA NETO

REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A DINÂMICA DE PREÇOS NA ECONOMIA  
BRASILEIRA

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, 19/08/2024.

---

CARLOS PINKUSFELD MONTEIRO BASTOS - Presidente

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

---

NUMA MAZAT

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

---

EDUARDO FIGUEIREDO BASTIAN

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

Para Elisa Paula Rosa Pereira, minha mãe (*in memoriam*).

## AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, ao meu pai e à minha avó por terem me dado o suporte necessário para que eu conseguisse ingressar e concluir o curso de graduação. Sem vocês nada disso teria sido possível.

Agradeço também à minha amada, Fernanda Lucena, pelo acolhimento, cuidado e todo o amor durante os últimos cinco anos que compartilhamos juntos. A pessoa que, mesmo sem perceber, mais me ensina sobre a vida.

Ao meu amigo mais próximo, Waldyr Pereira, que me acompanha desde o início do Ensino Médio. À minha amiga Gabriela Rodrigues, também formanda de Economia, que sempre acreditou na minha capacidade. Tê-los ao meu lado e crescer junto de vocês é um privilégio.

Ao meu orientador, Carlos Pinkusfeld, por todo o acolhimento, conversas e a prestatividade em me auxiliar, seja na elaboração deste trabalho ou fora dele. Infelizmente, só tive a oportunidade de conhecê-lo já no final da graduação na disciplina mais interesse que cursei no IE – a eletiva sobre Política Fiscal.

Agradeço também a todos os professores, técnicos, funcionários e demais responsáveis pelo funcionamento da Universidade Federal do Rio de Janeiro, que sempre fazem o possível para atender a comunidade nas melhores condições. A todos que contribuíram para o funcionamento do sistema de cotas e àqueles que, de maneira geral, auxiliaram na difusão do ensino público de qualidade em nosso país.

Por fim, agradeço aos colegas da Gerência de Investimentos da Fundação Eletros, que desde a minha chegada me proporcionam lugar de fala sobre as discussões da empresa e sobre o mercado financeiro, aumentando meu interesse pela Economia e possibilitando meu crescimento profissional.

“Desenvolvimento é ser dono do seu próprio destino”

Celso Furtado

## RESUMO

O presente trabalho busca analisar a dinâmica de preços na economia brasileira, bem como a fundamentação teórica do Regime de Metas de Inflação (RMI), responsável por guiar a atuação do Banco Central do Brasil desde julho de 1999. Após a discussão acerca das duas abordagens sobre inflação, abordagem de custos e de demanda, realiza-se um breve histórico da inflação brasileira na segunda metade do século XX. Privilegiando a abordagem de custos, conclui-se que a dinâmica de preços no país depende, fortemente, do comportamento da taxa de câmbio. Expõe-se, posteriormente, os elementos fundamentais do Novo Consenso Macroeconômico – cujo maior resultado é a implementação do Regime de Metas de Inflação – e a crítica pós-keynesiana quanto ao modelo. Destaca-se, ainda, o sucesso do Plano Real devido ao apaziguamento do conflito distributivo oriundo da Unidade Real de Valor (URV) e a estabilidade do nível de preços, proporcionada pelo estabelecimento da taxa de câmbio fortemente controlada até janeiro de 1999. Em seguida, resgata-se o contexto histórico da implementação do Regime de Metas de Inflação bem como os principais aspectos de sua adoção no país. Finalmente, conclui-se que a inflação importada, taxa de câmbio e *commodities*, foram as principais variáveis responsáveis por determinar a dinâmica de preços na primeira década após a implementação do modelo do RMI.

**Palavras-chave:** Inflação, Taxa de juros, Banco Central, Política monetária

## ABSTRACT

This study aims to analyze the price dynamics in the Brazilian economy, as well as the theoretical foundation of the Inflation Targeting Regime, which has guided the actions of the Central Bank of Brazil since 1999. After discussing the two approaches to inflation – cost-push and demand-pull – a brief history of Brazilian inflation in the second half of the twentieth century is presented. Focusing on the cost-push approach, it is concluded that the price dynamics in the country are strongly dependent on the behavior of the exchange rate. Subsequently, the fundamental elements of the New Macroeconomic Consensus – whose major outcome is the implementation of the Inflation Targeting Regime – and the post-Keynesian critique of the model are presented. Additionally, the success of the Real Plan is highlighted due to the mitigation of distributive conflict stemming from the Unidade Real de Valor (URV) and the stability of the price level provided by the strongly controlled exchange rate until January 1999. The historical context of the implementation of the Inflation Targeting Regime, as well as the main aspects of its adoption in the country, is then reviewed. Finally, it is concluded that imported inflation, the exchange rate and *commodities*, were the main variables determining the price dynamics in the first decade after the model's implementation.

**Keywords:** Inflation, Interest Rate, Central Bank, Monetary Policy

## **LISTA DE FIGURAS E TABELAS**

Figura 1 – Choques externos e aumento da inflação (1951-64).....	21
Figura 2 – Choques externos e aumento da inflação (1964-74).....	23
Figura 3 – Choques externos e aumento da inflação (1974-85).....	24
Figura 4 – Inflação e taxa básica de juros - EUA (dados trimestrais).....	25
Figura 5 – Curva de Phillips pós-keynesiana.....	41
Figura 6 – Taxa de desocupação, PIB e FBCF na década de 1990.....	46
Figura 7 – Meta de Inflação na década de 2000.....	52
Figura 8. Taxa de câmbio nominal e IGP-DI e IPCA na década de 2000.....	53
Tabela 1 – IPCA durante a década de 2000.....	54

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

BCB – Banco Central do Brasil

COPOM – Comitê de Política Monetária

CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe

FBCF – Formação Bruta de Capital Fixo

FED – *Federal Reserve*

FHC – Fernando Henrique Cardoso

FSE – Fundo Social de Emergência

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

NAIRU – *Non-accelerating inflation rate of unemployment*

NCM – Novo Consenso Macroeconômico

PAEG – Programa de Ação Econômica do Governo

PAI – Programa de Ação Imediata

PIB – Produto Interno Bruto

RMI – Regime de Metas de Inflação

TQM – Teoria Quantitativa da Moeda

URV – Unidade Real de Valor

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
<b>1 ASPECTOS SOBRE INFLAÇÃO.....</b>	<b>13</b>
1.1 Inflação de custos versus inflação de demanda.....	13
1.2 Breve histórico da inflação na economia brasileira na segunda metade do século XX.....	19
<b>2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....</b>	<b>30</b>
2.1 Novo Consenso Macroeconômico.....	30
2.2 Modelo de Três Equações.....	33
2.3 A crítica pós-keynesiana.....	36
<b>3 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA: IMPLEMENTAÇÃO DO REGIME METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....</b>	<b>42</b>
3.1 O Plano Real.....	42
3.2 Década de 90 e a ruptura da âncora cambial.....	46
3.3 Implementação do Regime de Metas de Inflação.....	48
3.4 A inflação na primeira década do RMI.....	52
3.5 Análise da inflação na primeira década do RMI.....	54
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>57</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>59</b>

## INTRODUÇÃO

Em 1994, o Plano Real foi responsável para interromper o principal problema da economia brasileira da época, que persistia desde meados da década de 1980: o substancial e contínuo aumento dos preços. O plano foi implementado seguindo um cronograma de fases, que continham medidas específicas, sendo a última a adoção de uma âncora cambial para a moeda brasileira.

A âncora cambial e, consequentemente, o regime de câmbio fortemente administrado pelo governo perduraram até o final do ano de 1998. Após uma série de crises econômicas em países da América Latina e no sudeste asiático na década de 1990, especialmente a crise russa de 1998, o financiamento externo para equilibrar os déficits no balanço de pagamentos sofreu um abalo significativo. Essas crises geraram efeitos de contágio e episódios de fuga de capitais em países em desenvolvimento, incluindo o Brasil, no final de 1998.

Esse ataque especulativo acarretou uma perda muito grande de reservas em um intervalo de tempo muito curto, à medida que o governo procurava manter uma administração muito restritiva sobre o câmbio. Assim, em janeiro de 1999 tal regime é abandonado com o câmbio se desvalorizando violentamente. A partir de então, o banco Central não perseguiria nenhuma política de meta explícita para valores cambiais, passando a adotar um regime de flutuação suja.

Dessa forma, preocupado com o recrudescimento inflacionário, a partir de julho de 1999 a política monetária do país é regida pelo Regime de Metas de Inflação, devendo a política monetária estar subordinada ao alcance da estabilidade de preços ao longo do tempo. Para tal, a taxa básica de juros deverá ser o principal instrumento para convergir o nível de inflação para a meta de inflação estabelecida pela autoridade monetária. A principal âncora nominal<sup>1</sup> capaz de balizar os preços deixa de ser a taxa de câmbio e passa a ser a própria meta de inflação.

Dividido em três capítulos, a presente monografia pretende realizar uma revisão bibliográfica sobre a dinâmica de preços na economia brasileira, o

---

<sup>1</sup> O papel da âncora nominal é servir de valor de referência para os agentes econômicos na determinação de preço de bens e serviços no mercado.

arcabouço teórico do Regime de Metas de Inflação bem como sua implementação no Brasil. O primeiro capítulo contém, na primeira seção, o debate acerca das duas abordagens sobre a inflação: abordagem das variáveis de custos, fruto do conflito distributivo; e de demanda, fruto do aquecimento da demanda acima das condições de oferta. A primeira abordagem será utilizada ao longo de todo o trabalho sempre que analisada a inflação na economia brasileira. Já a segunda seção tratará sobre a dinâmica de preços no país desde a década de 1950 até início da década de 1990 – cuja principal variável de influência é a taxa de câmbio nominal.

O segundo capítulo, por sua vez, trata especificamente do Regime de Metas de Inflação e do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) que lhe deu origem. Na última seção, resume-se a crítica pós-keynesiana de Lavoie (2004) sobre os preceitos teóricos do NCM. Argumenta-se, especialmente, por meio de uma ‘Curva de Phillips’ horizontal, que aumentos na produção (demanda) não causam, necessariamente, aumento no nível de preços – a não ser que a economia esteja perto da capacidade máxima de utilização dos fatores.

O terceiro e último capítulo analisa a estabilização da inflação promovida pelo Plano Real, sobretudo do papel da URV em apaziguar o conflito distributivo inflamado pelo alto grau de indexação em que se encontrava a economia brasileira. Ademais, discorre-se da importância da administração da taxa de câmbio na manutenção do controle da inflação até janeiro de 1999. Posteriormente, resgatam-se as sucessivas crises da década de 1990, em especial a crise da Rússia (98), para a erosão do regime de taxa de câmbio administrada e, consequentemente, a implementação do Regime de Metas de Inflação em julho de 1999. Por fim, analisa-se a dinâmica de preços na primeira década após a implementação do RMI na economia brasileira, buscando determinar, sob a ótica do conflito distributivo, quais foram as variáveis fundamentais para explicar o comportamento dos preços.

## ASPECTOS SOBRE INFLAÇÃO

### 1.1 INFLAÇÃO DE CUSTOS VERSUS INFLAÇÃO DE DEMANDA

A discussão sobre as interpretações para variações no nível de preço ao longo do tempo pode ser dividida, por um aspecto bem geral, em duas abordagens: a inflação causada pela dinâmica de custos (heterodoxa) e inflação causada pela demanda (ortodoxa). Enquanto a primeira preocupa-se com o conflito distributivo presente na remuneração dos fatores produtivos – por exemplo, salários nominais, lucros, aluguéis e câmbio –, a segunda se concentra na condição de equilíbrio entre oferta e demanda.

Apesar da amplitude de interpretações de cunho ortodoxo acerca do processo inflacionário, tais visões encontram na Teoria Quantitativa da Moeda (TQM)<sup>2</sup> seu alicerce teórico inicial. Importante frisar que nesta visão a moeda seria consequência ‘natural’ da realização das trocas efetuadas no mercado – à medida que as trocas fossem sendo realizadas. Desta forma, a moeda não possui um fim em si mesma, sendo criação do próprio mercado e um facilitador deste.

Tal moeda como simplesmente meio de troca, teria uma neutralidade em relação à determinação das variáveis reais, ou seja, variações no estoque de moeda não são capazes de influenciar o nível do produto. Logo, aumento no estoque de moeda seria responsável por aumentar a demanda dos bens e serviços sem a contrapartida necessária para igual aumento na oferta, ocasionado aumento no nível geral de preços.

Já na visão heterodoxa, a dinâmica dos custos básicos é que define a trajetória da inflação. Especificamente a questão monetária, ou um eventual excesso de oferta monetária não seria capaz de causar necessariamente aumento do nível de preços. Como veremos mais à frente, mesmo considerando

<sup>2</sup> Além da teoria quantitativista, outro pressuposto crucial na visão ortodoxa é a chamada Lei de Say. O principal postulado de Jean-Baptiste Say é o do mecanismo de equilíbrio entre os fluxos de oferta e de demanda. O processo produtivo (oferta) é responsável por gerar fluxos de rendas – pois no decorrer da produção ocorre o pagamento de salários, de lucros, entre outros – que cria a capacidade da compra de produtos (demanda). Entretanto, tal mecanismo só se torna verdadeiro quando a moeda é retida unicamente como meio de troca. Caso os indivíduos retenham moeda por qualquer outro motivo além de facilitar suas trocas, os fluxos de renda não estarão em equilíbrio. É por isto que as duas equações, TQM e Lei de Say, são basilares na concepção econômica ortodoxa.

a moeda como uma variável endógena e o governo tendo controle sobre a taxa de juros como instrumento de política monetária, a existência de um persistente excesso de demanda não é consistente com a visão do produto como determinado, ou se ajustando, a variação da demanda efetiva. Assim, a teoria heterodoxa da inflação é extremamente crítica à TQM:

In post-Keynesian theory, the level of the money supply does not determine the level of prices; nor does the rate of growth of the money supply determine the rate of inflation. Excess money or monetized government deficits are not a proximate cause of inflation (...)The major justification for this rejection of the quantity theory of money, as we have seen in Chapter 4, is that the supply of money is endogenous in the post-Keynesian framework. (LAVOIE 2022, p. 592).

Mesmo em relação a um instrumental mais moderno relacionando demanda e inflação, especificamente a curva de Phillips, os autores pós-keynesianos rejeitam a concepção ortodoxa sobre a taxa natural de desemprego (NAIRU<sup>3</sup>) – comumente utilizada como métrica para evidenciar o aquecimento econômico em um determinado momento. Novamente, se criticam os chamados valores naturais que estariam associados ao equilíbrio de pleno emprego determinado pela oferta de fatores e o princípio de substituição marginalista e não a determinação do produto e emprego pela demanda efetiva.

Já na visão dos autores marginalistas do Novo Consenso Macroeconômico<sup>4</sup>(NCM), de forma resumida, há um nível de taxa salarial capaz de equilibrar o mercado de trabalho. Nesta condição de equilíbrio, sob um determinado nível de preços, não há excesso da demanda (oferta) por trabalho causando aumento (diminuição) na taxa de inflação.

De acordo com o economista britânico Wynne Godley (1983), além da ausência da evidência empírica sobre a taxa de desemprego natural, não há fundamentos para acreditar em um necessário aumento da inflação em função de um mercado de trabalho sobreaquecido. Além disso, caso exista um *trade-off* entre inflação e desemprego, o mesmo argumenta de que é aceitável um nível de preços crescendo moderadamente em troca de uma taxa de desemprego

<sup>3</sup> “Non-accelerating inflation rate of unemployment” é a taxa de desemprego consistente com uma inflação estacionária, não impactando-a para cima e tampouco para baixo.

<sup>4</sup> Tal arcabouço teórico será detalhado no capítulo 2, quando se trabalhará os aspectos teóricos do RMI.

mais baixa – priorizando o lado da demanda agregada no funcionamento econômico.

Indeed if it is true that there is a unique NAIRU, that really is the end of discussion of macroeconomic policy. At present I happen not to believe it and there is no evidence of it. And I am prepared to express the value judgment that moderately higher inflation rates are an acceptable price to pay for lower unemployment. But I do not accept that it is a foregone conclusion that inflation will be higher if unemployment is lower. (Godley, 1983, p. 170)

Na abordagem de custos, tomam a centralidade da discussão acerca da inflação, variáveis como os salários nominais<sup>5</sup>, taxa de juros nominais, taxa de câmbio e rendas/*commodities*. Dada a importância destes elementos, detalhar-se-á cada um individualmente.

Primeiramente, o nível de salário nominal, cuja determinação, já mencionada nos parágrafos anteriores, não resulta automaticamente de algum nível natural a partir do qual a inflação subirá. Ainda que fatores estritamente econômicos como o nível de atividade econômica e do desemprego, possam afetar a dinâmica dos salários nominais, esta determinação é complexa dependendo do poder de barganha dos trabalhadores, o qual, por sua vez, depende de uma série de fatores sócio-políticos.

Como exemplo de fatores políticos e institucionais podemos citar a decisão política de reajuste do salário-mínimo anual, maior ou menor organização dos sindicatos, bem como da estrutura organizacional do mercado de trabalho e estrutura produtiva. Uma estrutura de mercado monopolista pode dificultar o poder de barganha dos trabalhadores, em comparação ao mercado mais concorrencial, em função da unicidade da demanda por trabalho naquele setor.

Além das condições supracitadas, a determinação salarial possui relações direta com a dinâmica de algumas variáveis econômicas. De acordo com BRAGA (2010), há uma significância estatística na determinação de salários para variáveis como nível de utilização da capacidade instalada<sup>6</sup>, taxa de

<sup>5</sup> Os trabalhadores apenas possuem influência sob a taxa de salário nominal, reclamando sempre por aumentos nestes.

<sup>6</sup> (...) quando o nível de utilização da capacidade sobe 1 p.p. acima do nível médio, a variação dos salários nominais aumenta em cerca de 0,20 p.p." BRAGA (2010, p. 13)

desemprego<sup>7</sup>, taxa de câmbio e produtividade do trabalho. Sob o aspecto deste último, Pinkusfeld (2010) acrescenta:

Entretanto, em um contexto dinâmico, entra em cena uma variável importantíssima para tornar possível uma eventual compatibilização entre demandas decorrentes de conflito distributivo latente: o crescimento da produtividade do trabalho. Tal crescimento permite que os trabalhadores tenham ganhos reais de salário, em consequência de elevações dos salários nominais, sem pressionar diretamente a taxa de lucro dos empresários. O mesmo fato vale para a variável câmbio: a combinação de ganhos de produtividade e elevação dos salários nominais são compatíveis com a manutenção de uma taxa de câmbio nominal estável. (PINKUSFELD, 2010, p. 18).

O autor destaca ainda a relevância do aspecto do aumento da produtividade durante a fase de Estado de bem-estar social vivenciado nos anos seguintes à segunda guerra mundial até meados da década de 1970. Este período foi marcado pelo aumento dos salários nominais sem ocasionar aumento do nível de preços – em função de um aumento da produtividade do trabalho. A relação produtividade do trabalho e nível de salário é tema amplamente utilizado nos debates teóricos<sup>8</sup> para se referir às pressões inflacionárias.

A segunda variável-chave na abordagem de custos é a taxa de juros nominais. Partindo do pressuposto de que a taxa de juros apresenta o custo de oportunidade para o capital – quanto maior a taxa básica de juros (livre de risco), maior terá de ser o *mark up*, afinal ao menos em princípio, essa seria a remuneração básica sobre a qual os capitalistas somariam uma margem de risco de empreendimento do capital. Assim haveria uma correlação positiva entre taxa de juros e *mark up/taxa de lucro*; quanto maior for a taxa de juros, maior será o *mark up* nominal aplicado sobre os custos, supondo que o risco do empreendimento se mantém estável.

Adiante com a abordagem heterodoxa, a taxa de câmbio é outra variável de suma importância na determinação do nível de preços. Uma taxa de câmbio

<sup>7</sup> “O impacto da taxa de desemprego sobre os salários também foi testado no lugar do indicador de atividade econômica. Tudo o mais constante, quando a taxa de desemprego aumenta em 1 p.p. os salários diminuem em 0,23 p.p. e os salários no setor privado formalizado diminuem em 0,33 p.p.” BRAGA (2010, p. 13)

<sup>8</sup> No caso brasileiro, autores mais ortodoxos utilizam o argumento do aumento do salário-mínimo acima da produtividade, principalmente a partir de 2003, para auxiliar a explicação sobre a crescente taxa de informalização e alto desemprego vivenciado na economia brasileira nos últimos anos.

mais alta<sup>9</sup> ocasiona um aumento com os custos de importação de insumos necessários nos diferentes processos produtivos e, consequentemente, os bens produzidos internamente sofrem com o repasse dos custos. Além disso, uma parcela do consumo interno de um país é atendida por bens comercializáveis como *commodities* agrícolas e minerais que são precificadas nos mercados internacionais e por esta razão suscetíveis à variação cambial.

A determinação da taxa de câmbio no curto prazo é dada majoritariamente pelas condições de fluxo de capital financeiro. Este fluxo é influenciado pelo diferencial de juros entre os países – quanto relativamente maior for os juros internos, maior tende a ser a entrada de capital estrangeiro, valorizando a moeda nacional – e a percepção sobre o nível de risco – quanto maior for o nível de risco, *ceteris paribus*, maior será a desvalorização da moeda nacional. Já no longo prazo, por sua vez, a taxa de câmbio será determinada pelo diferencial de custos de produção dos diferentes países inseridos na economia internacional.

Seguindo uma abordagem heterodoxa, é razoável afirmar que, a longo prazo, a taxa de câmbio vai representar o diferencial de custos de produção dos distintos países. Entretanto, para o objetivo deste trabalho, ou seja, a relação entre câmbio e inflação, deve-se considerar que a determinação da primeira variável a curto prazo é fortemente afetada pelas condições de fluxo financeiro. A condição das contas externas e a inserção do país na economia internacional serão tomadas como dadas neste trabalho. Porém, testar-se-á como a parte dos fluxos que se destina à renda fixa interferem na flutuação da taxa de câmbio, por meio das alterações na taxa básica de juros. (BASTOS, 2010, p. 15).

Por fim, a última variável a ser destacada na formação de preços na abordagem do conflito distributivo são as *commodities*. Por definição, a determinação dos preços das *commodities* é definida em mercado internacional e não há uma formulação teórica capaz de ser razoável para explicar tais preços. Entretanto, as *commodities* são bens normais, isto é, quanto maior a renda disponível, maior a demanda por tais produtos. Logo, quando o nível de atividade mundial está crescendo de maneira significativa, os preços das *commodities* tendem a aumentar, especialmente naquelas em que a resposta da oferta à expansão da demanda é mais lenta.

---

<sup>9</sup> No Brasil é adotado a cotação cambial direta, expressando o valor de uma unidade de moeda estrangeira em termos da quantia em unidades de moeda nacional (real).

Se, em geral, os choques de *commodities* têm efeito de elevar a inflação, no caso brasileiro pode correr um efeito ambíguo sobre o nível de preços. Tal aumento causa, imediatamente, o aumento da inflação – visto que no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mensurado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), há componentes como a gasolina (subproduto do barril de petróleo). Além disso, as *commodities* são insumos de vários outros produtos mensurados pelo IPCA, tendo também impacto indireto. No entanto, como o Brasil é exportador líquido de *commodities*, o aumento do preço destes faz com que a entrada líquida de divisas ocasione uma pressão para a valorização da taxa de câmbio – e, como mencionado acima, a taxa de câmbio corrente depende fortemente dos fluxos financeiros. Desta forma, aumentos no preço de *commodities* (não distinguindo aqui os tipos de *commodities*, como as metálicas, agropecuárias, dentre outras) tende a aumentar o nível de preços em função do efeito positivo que tal movimento produz na cadeia produtiva, mas tende a diminuir o preço dos bens em função de uma valorização da taxa de câmbio.

Dessa maneira, as teorias acerca do processo inflacionário podem ser divididas em dois grandes grupos: inflação de demanda e inflação de custos. Enquanto o primeiro grupo entende a inflação como resultado de excesso de demanda sobre a oferta, com foco maior no funcionamento do mercado de trabalho no caso de modelos de curva de Phillips com adoção de taxas naturais de desemprego ou NAIRU, o segundo entende a inflação como conflito distributivo sobre a renda. Tal distinção se torna crucial para compreender os diferentes mecanismos propostos para conter a inflação. Por exemplo, o Regime de Metas de Inflação adotado no Brasil desde 1999 utiliza a taxa de juros nominais de curto prazo (taxa SELIC) para frear o ímpeto inflacionário, pois entende o aumento do nível de preços como consequência de excesso de demanda sobre as condições de oferta<sup>10</sup>.

Logo, assim que o colegiado do Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil (BCB) decide reduzir o nível de preços, utiliza-se da taxa SELIC para, através dos canais de transmissão da política

---

<sup>10</sup> Entretanto, como veremos mais a frente, esse mesmo instrumento pode ter um canal de transmissão de custos via impacto dos juros sobre o câmbio.

monetária sobre investimento e consumo, reduzir o nível de demanda agregada. Atualmente, dependendo do entendimento sobre o fator responsável pelo aumento dos preços, o BCB pode utilizar uma política monetária menos restritiva, mas sempre buscará levar a inflação para o centro da meta através de variações na taxa básica de juros.

Na próxima seção, o trabalho fará um breve histórico da inflação na economia brasileira. Seguindo a abordagem da inflação de custos, analisar-se-á as últimas décadas de inflação com enfoque especial para os eventos de choques externos e seus desdobramentos na taxa de câmbio.

## **1.2 BREVE HISTÓRICO DA INFLAÇÃO NA ECONOMIA BRASILEIRA NA SEGUNDA METADE DO SÉCULO XX**

A primeira análise sobre a trajetória da inflação brasileira utilizará o texto do Bastos, Bastian e Bielschowsky (2022) para analisar o período de 1951 a 1985. Este recorte temporal marca a retomada (e último governo) de Getúlio Vargas até o processo de redemocratização para a sexta república brasileira. O trabalho utiliza a abordagem da dinâmica de custos – principalmente a variável da taxa de câmbio, a partir de evidência empírica – ao invés da abordagem convencional de desequilíbrios entre oferta e demanda para se estudar a inflação no período.

A Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) foi o principal centro de desenvolvimento desta visão da abordagem de custos para explicar a dinâmica inflacionária. O estruturalismo latino-americano enxergava a inflação como um fenômeno particular associado com as instituições presentes naquele país e o seu processo histórico de formação<sup>11</sup>. Em resumo, os fatores estruturais (típicos de economias em desenvolvimento da América Latina) eram os responsáveis por pressionar as variáveis relacionadas com a formação de custos de produção.

Nesta linha, dois eram os principais fatores: o desequilíbrio setorial oriundo do rápido (desordenado) crescimento econômico e, o mais importante para a análise deste trabalho, a relação entre as condições externas e a inflação.

---

<sup>11</sup> Ambos os fatores resultando em diferentes combinações de forças neste conflito distributivo responsável por gerar o aumento do nível de preços.

A baixa diversificação produtiva da economia brasileira e a concentração da exportação em produtos com baixo valor agregado, comumente produtos agrícolas, resultaram em uma alta elasticidade renda da demanda para as importações e um baixo crescimento das exportações.

Isto gerou a tendência de persistentes déficits em transações correntes que causavam uma vulnerabilidade estrutural para a moeda brasileira. Esta condição comum entre os países da América Latina foi contrabalanceada pelo financiamento externo oriundo dos países desenvolvidos nas décadas que se seguiram ao término da Segunda Guerra Mundial. Entretanto, tal financiamento oriundo basicamente de investimento direto e créditos comerciais não eram nem constantes nem suficientes para financiar de forma confortável e sistemática os déficits em transações correntes o que exacerbou a fragilidade dos países latino-americanos quanto às condições externas.

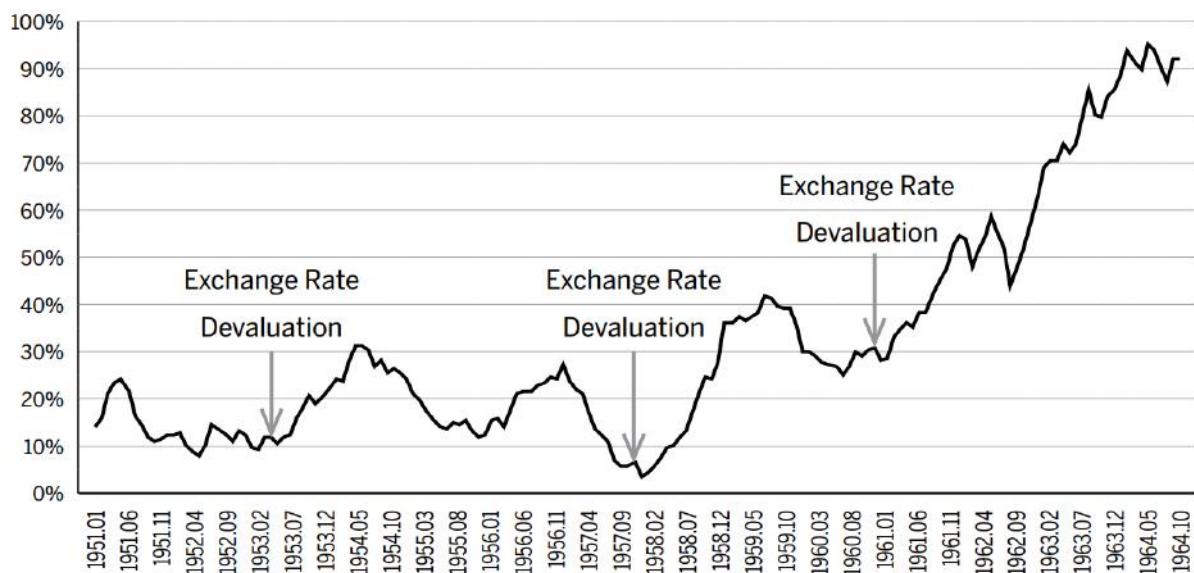
Esta vulnerabilidade e as recorrentes crises externas ajudaram a desencadear espirais inflacionárias através da desvalorização da taxa de câmbio e aumentos dos salários nominais.

The combination of exchange rate devaluations and some degree of distribution conflict explains the recurrence and persistence of inflationary episodes in the continent. (BASTOS; BASTIAN; BIELSCHOWSKY; 2022, p.6)

Essa será a tônica desta seção, buscar analisar a inflação dando enfoque nas variáveis da abordagem de custos, sobretudo a taxa de câmbio.

Durante o período de 1951 a 1985, ocorreram oito períodos de aceleração inflacionária – quando a inflação acumulada em 12 meses apresenta aumento contínuo em seis meses ou mais culminando em um nível de, no mínimo, 50% acima do acumulado antes do início do aumento. Destes oitos episódios, sete foram precedidas por algum tipo de choque externo – corroborando a hipótese de que a inflação na economia brasileira está fortemente entrelaçada com fatores externos.

Figura 1. Choques externos e aumento da inflação (1951-64)



Fonte: (Bastos; Bastian; Bielschowsky, 2022)

Durante os anos de 1951-64, houve quatro períodos de aceleração inflacionária (conforme a definição feita acima) e em três destes ocorreram pressões na taxa de câmbio oriunda de choques externos. O primeiro episódio de alta da inflação ocorreu entre meados de julho de 1953 a maio de 1954, com o aumento dos preços variando entre 12% e 32%. Este movimento foi causado pela maxidesvalorização do câmbio em 103% em fevereiro de 1953 e pelo estabelecimento de um sistema de taxas de câmbio múltiplas em outubro do mesmo ano.

Essa desvalorização foi resultado de um longo período em que o governo de Eurico Dutra (1946-51) manteve a taxa de câmbio fixa e sobrevalorizada. Getúlio Vargas em seu segundo mandato (1951-54) buscou reduzir as taxas de inflação através da flexibilização do até então vigente sistema de licenças de importação sem incorrer na desvalorização da taxa de câmbio. A combinação de um sistema menos protecionista e uma taxa de câmbio real apreciada resultou em um forte aumento nas importações, de modo que as reservas internacionais do Brasil em moeda conversível caíram drasticamente – a desvalorização da taxa de câmbio nominal tornou-se inevitável no início de 1953.

O único episódio deste recorte temporal (1951-85) de aceleração inflacionária sem relação com choque externo foi durante o período de abril de 1956 a janeiro de 1957. Já o terceiro caso, de fevereiro de 1958 a agosto de

1959, foi precedido por uma série de desvalorizações significativas da taxa de câmbio devido a mudanças no sistema de taxa de câmbio pela Lei 3244. Isso resultou em uma desvalorização total de 83% entre julho de 1957 e maio de 1958. Essa desvalorização coincidiu com dificuldades crescentes no balanço de pagamentos, principalmente devido à queda no preço internacional do café. Apesar dos investimentos estrangeiros, o rápido crescimento das importações contribuiu para aumento dos déficits na conta corrente – fator determinante para a desvalorização da taxa de câmbio.

No episódio seguinte, de fevereiro de 1961 a abril de 1964, a inflação variou entre 28% até 94%. A inflação foi causada inicialmente por uma desvalorização de 51% da taxa de câmbio nominal entre dezembro de 1960 a abril de 1961 e agravada pela redução dos subsídios de importação de petróleo e trigo nos primeiros meses de 1961. Após o período de certa estabilidade, a nova desvalorização cambial de 30% entre julho e outubro de 1962 fez com que a inflação voltasse a acelerar em novembro do mesmo ano.

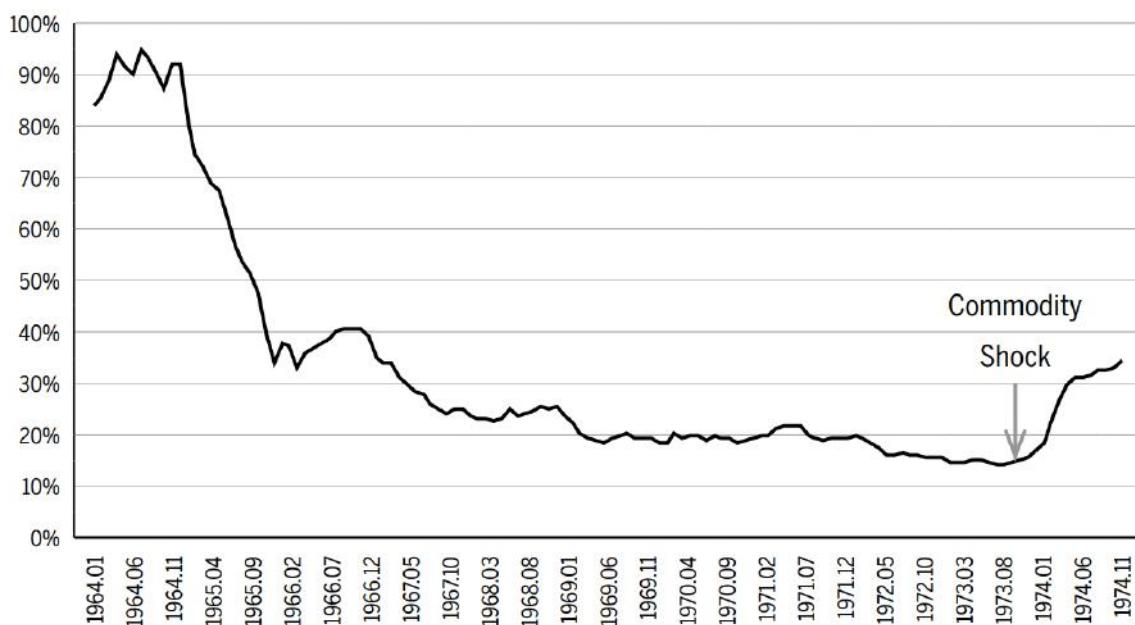
Neste momento, a inflação anual situava em torno de 50% e o Brasil vivia um conturbado período político. O presidente João Goulart não tinha o apoio dos Estados Unidos (EUA) para angariar recursos capazes de financiar o pagamento da dívida de curto prazo<sup>12</sup> - em função de sua maior proximidade com os movimentos trabalhistas. E é justamente esta proximidade que o impede de impor medidas restritivas na política salarial, criando uma espiral salários nominais-preços até o golpe militar de 1964.

A ditadura militar brasileira contou com o apogeu da época de ouro do capitalismo e com alinhamento político e financeiro dos Estados Unidos. Estes dois fatores resultaram, respectivamente, em aumento das exportações e maior captação de financiamento externo. Dessa forma, as condições externas proporcionaram um ambiente favorável para o ajuste feito pelo Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG) e a inflação brasileira seguiu trajetória descendente até o primeiro choque do petróleo (Figura 2), em 1973.

---

<sup>12</sup> Como descrito acima, o financiamento externo era fundamental nas economias da América Latina para financiar os déficits no Balanço de Pagamentos e evitar a deterioração dos termos de trocas dos países emergentes.

Figura 2. Choques externos e aumento da inflação (1964-74)



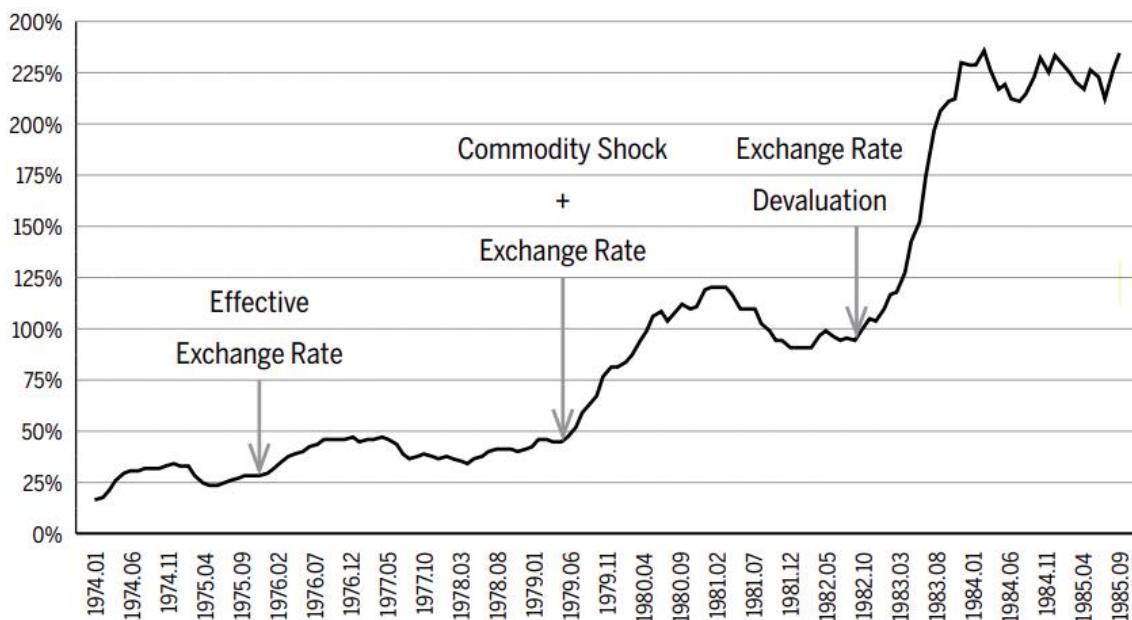
Fonte: (Bastos; Bastian; Bielschowsky, 2022)

O primeiro choque do petróleo, em 1973, representou um significativo choque externo para a economia brasileira – que, à época, importava a maior parte do seu consumo de petróleo. Como pode ser visto no gráfico acima, não tardou muito para que a inflação começasse a subir já em 1974. Este foi estopim do quinto episódio de aceleração inflacionária entre 1951 e 1985. Além do preço das *commodities*, a mudança da regra de reajuste salarial – a indexação deixou de ser com base nos últimos dois anos e passou a ser apenas no ano anterior – ajudou a impulsionar os custos internos de produção. Logo, a inflação acumulada em 12 meses, que em novembro de 1973 era de 15%, saltou para 35% em dezembro de 1974.

Já no final de 1975, a implantação de uma taxa compulsória de 100% durante 360 dias para efetuar importações foi novamente um gatilho para a alta inflacionária. Isto porque a obrigatoriedade do depósito tem efeito similar a uma desvalorização da taxa de câmbio – sem a contrapartida do impacto negativo para o fluxo de capitais. Conforme pode ser observado na figura abaixo, a taxa de inflação acumulada em 12 meses alcançou o patamar de 50% no final de 1976 contra algo em torno de 25% a 30% no fechamento do ano anterior. A partir deste ponto, o país sofreu uma mudança na dinâmica inflacionária, mecanismos

de indexação foram responsáveis por “estabilizar” a inflação em um patamar mais elevado.

**Figura 3. Choques externos e aumento da inflação (1974-85)**

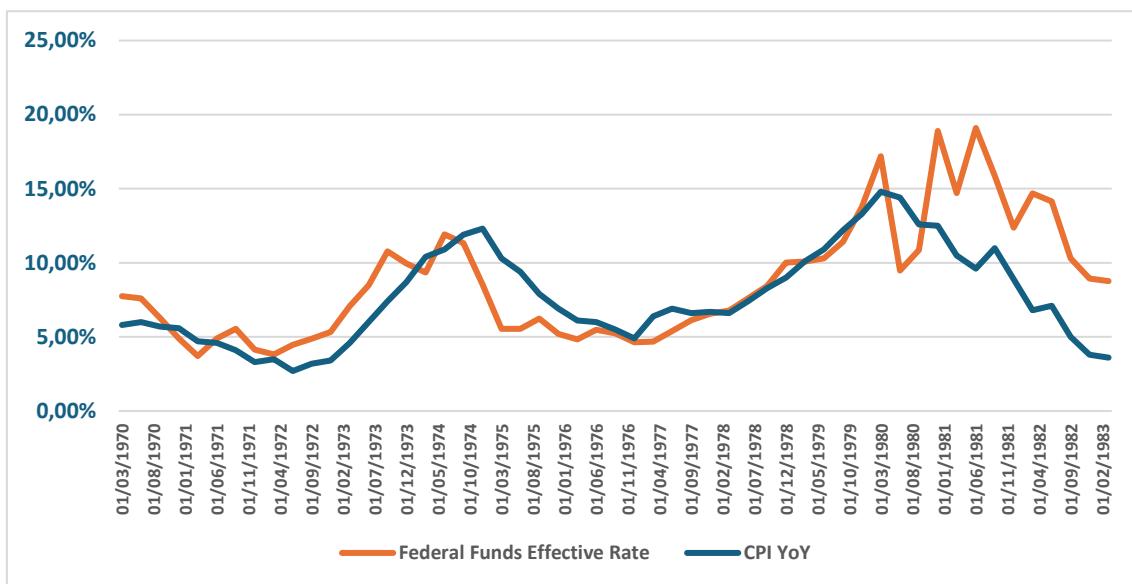


Fonte: (Bastos; Bastian; Bielschowsky, 2022)

O ano de 1979 foi marcado por importantes choques negativos para a economia brasileira, em especial: o segundo choque do petróleo, a desvalorização da taxa de câmbio e o encurtamento dos reajustes salariais. O preço internacional do petróleo sofreu aumento de 110% entre junho de 1979 e fevereiro de 1980 e, internamente, o impacto foi de elevação de 160,1% no preço do gás e 110% para óleos de motor. Em consequência, a inflação acumulada em 12 meses que em junho de 1979 situava-se por volta de 45% saltou para 121% em março de 1981. Entretanto, este não foi o efeito mais adverso para o país.

O aumento do preço internacional do petróleo causou um aumento da inflação dos EUA e, consequentemente, o Federal Reserve (FED) – banco central dos Estados Unidos – aumentou significativamente as taxas de juros para conter a subida de preços. Essa política monetária restritiva estadunidense criou uma forte restrição externa para os países da América Latina, visto que o nível de endividamento externo era alto e que estes países enfrentavam novos problemas de transações correntes. Essa restrição ocasionou um aumento dos ‘spreads’ dos empréstimos e uma redução de seus prazos, gerando, gradativamente, uma piora da dívida externa brasileira.

Figura 4. Inflação e taxa básica de juros - EUA (dados trimestrais)



Fonte: Elaboração própria com base na Plataforma Bloomberg

Concomitantemente, houve em 28 de dezembro a desvalorização da taxa de câmbio em 28% para se tentar enfrentar a crise externa, acarretando-se uma pressão de custos adicionais (sobre o choque de petróleo) e, em decorrência, uma maior pressão sobre a inflação. Por fim, ocorreram duas mudanças no mecanismo de reajuste salarial: a periodicidade passou de anual para semestral e a recomposição passou a ter caráter distributivo – quanto maior o salário, menor a correção.

Na análise da inflação sob a perspectiva dos custos, ocorreram quatro diferentes pressões sob o nível de preços em 1979: choque do petróleo, maior taxa de juros<sup>13</sup>, encurtamento de reajuste salarial e desvalorização da taxa de câmbio. Uma nova escalada inflacionária era apenas questão de tempo, conforme Bastos, Bastian e Bielschowsky (2002),

For instance, the average monthly inflation rate in the second semester of 1979 was 3.8%, whereas the monthly average of the first semester of 1980 was 6%. Consequently, the inflation rate accumulated in 12 months evolved from 41% in December 1978 to 77% in December 1979 and then moved upward to 110% in December 1980. It kept increasing until March 1981 when it reached 121%. (BASTOS; BASTIAN; BIELSCHOWSKY, 2022, p.17).

<sup>13</sup> Em virtude da paridade da taxa de juros, o aumento das taxas de juros dos Estados Unidos faz com que ocorra uma pressão altista para a taxa de juros brasileira – supondo-se que não ocorra mudança no diferencial de risco entre os países.

A conturbada condução da economia brasileira na transição da década de 1970 para 1980 minou os efeitos da desvalorização cambial em 1979 e o déficit na balança comercial registrado em 1980 foi similar ao do ano anterior. Enquanto isso, o déficit na conta corrente ia aumentando<sup>14</sup> em função da já mencionada mudança na rolagem da dívida – maiores ‘spreads’ a serem pagos e em menor prazo de tempo. Essa restrição externa levou à adoção de uma nova desvalorização cambial em fevereiro de 1983.

Tentando evitar a alimentação da inflação via espiral preços-salários, autoridades tentaram romper com a fórmula de reajuste salarial vigente, mas esbarraram no Congresso Nacional – que estabeleceu reajuste salarial automático para aqueles que ganhavam de três a quinze salários-mínimos. Entretanto, não foi possível evitar uma queda do poder de compra tampouco conter a inflação. O poder de compra dos trabalhadores caiu 15% em 1983<sup>15</sup> e a inflação mostrou seu aumento mais vertiginoso, caracterizando uma guinada no nível de preços, passando a ser o principal problema da economia brasileira.

À época o déficit público era tido, dentro da leitura convencional que foi se tornando paulatina, como a principal fonte de pressão altista sob o nível de preços, sendo o equilíbrio fiscal um compromisso público<sup>16</sup> do então presidente eleito indiretamente, Tancredo Neves. Um bom exemplo desse tipo de abordagem mais ortodoxa pode ser visto em Bresser-Pereira e Nakano (1991), que associam uma piora da nova restrição com a deterioração das contas públicas,

Com a interrupção dos empréstimos externos, o financiamento do déficit passou a depender cada vez mais do endividamento interno e da senhoriação. Como consequência, gerou-se uma crise fiscal: o déficit orçamentário continuou elevado (v. Tabela 1), a dívida pública interna aumentou para aproximadamente 50% do PIB e os prazos de vencimento da dívida interna tornaram-se incrivelmente curtos (a maior parte da dívida interna passou a ser financiada no overnight). Esta última característica é a mais importante na definição da crise fiscal, uma vez que ela mostra que o Estado havia perdido completamente sua credibilidade. (BRESSER-PEREIRA, NAKANO, p. 566, 1991)

---

<sup>14</sup> O déficit na conta corrente era de US\$10 bilhões em 1979 e saltou para, aproximadamente, US\$16 bilhões em 1982. (BASTOS et al, 2022, p.18).

<sup>15</sup> Para maiores informações, ver (BASTOS et al, 2022, p.19).

<sup>16</sup>[https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/440735/PS%20jan\\_mar85%20-%2000015.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/440735/PS%20jan_mar85%20-%2000015.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

É neste contexto, de impedir a inflação e a consequente perda de salário real dos trabalhadores, que o governo Sarney implementa em 1986 o Plano Cruzado. As principais medidas do plano eram: a criação de uma nova moeda (o Cruzado)<sup>17</sup> e a tentativa de neutralizar o fator inercial de inflação por meio de um congelamento por tempo indeterminado de preços e salários. Vale salientar que o componente inercial da inflação em 1986 já era uma questão central, teorizado por autores como Francisco Lopes, Pérsio Arida e Lara Resende.

Assim, os preços foram congelados no nível vigente em 27 de fevereiro de 1986, enquanto os salários receberam um aumento correspondente à preservação de seu valor médio real dos últimos seis meses, com acréscimo de 8% e elevou-se o salário-mínimo para Cz\$ 804,00 – representado um acréscimo de 16% em relação ao poder de compra dos últimos seis meses.

Além do Plano Cruzado, o Brasil implementou outros planos de estabilização na década de 1980 – Plano Bresser (1987) e Plano Verão (1989) – não logrando êxito em conter o ímpeto inflacionário no país. Como destaca Modiano (2014), os Planos Cruzado, Bresser e Verão apenas represaram temporariamente a inflação, uma vez que não foram solucionados quaisquer dos conflitos distributivos da renda ou atacados os desequilíbrios estruturais da economia, que poderiam ser considerados focos de pressão inflacionária a médio prazo.

Entende-se, portanto, que a hiperinflação vivenciada na economia brasileira durante a década de 1980 não era em função de um desequilíbrio fiscal que pressionava a demanda frente as condições de oferta, conforme opinião pública à época. Mas sim fruto de uma forte crise externa associada a um conflito distributivo que os planos de estabilização não eram capazes de resolver. À cada novo plano, aumentava a desconfiança de um aumento no nível de preços e novos choques de estabilização. Com isso, acontecia uma corrida dos agentes para não perder suas participações na renda.

Sobre o conflito distributivo no período mencionado, Ferraz (2017) elenca alguns fatores,

---

<sup>17</sup> A taxa de conversão foi fixada em mil cruzeiros (Cr\$) por cruzado (Cz\$). (MODIANO, 2014).

(...) o processo inflacionário brasileiro na década de 1980 apresentava como fundamento uma inflação por conflito distributivo, na qual os choques e o encurtamento dos intervalos entre reajustes jogaram papel relevante. De forma mais objetiva, naquele período a espiral ascendente de preços teria refletido a interação entre as variações da taxa de câmbio nominal, dos salários nominais e dos juros nominais, variações usualmente deflagradas pela desvalorização da taxa de câmbio (BASTOS, 2002). (FERRAZ, 2017, p. 40)

Deve-se anotar que após o Plano Cruzado a dinâmica inflacionária acabou ganhando uma tendência aceleracionista endógena, ou seja, o risco de implementação de um novo programa de estabilização que incluisse o congelamento de preços levava a empresas, e depois, reativamente trabalhadores, a elevarem rapidamente seus preços,

(...) um componente de curtíssimo prazo ganhou importância como fator explicativo da dinâmica inflacionária observada do período. Trata-se de um processo de curta duração, aqui caracterizado como a “dinâmica da transição”, no qual os formadores de preços, com base em informações políticas concretas, aceleram suas práticas de precificação. Este comportamento tende a deflagrar movimentos reativos de defesa dos salários mediante o encurtamento de prazos de reajustes e uma realimentação da inflação pelo lado do câmbio que, em todo o período já obedecia a períodos de indexação mais curtos. Aliás, o fato de o câmbio requerer, por razões estruturais (limitações de financiamento externo), indexação mais frequente, faz do mesmo uma variável central na explicação da dinâmica inflacionária do período, dada a pressão sistemática que exerce sobre os custos de produção. (FERRAZ, 2017, p. 115)

Antes da estabilização promovida pelo Plano Real (1994), houve ainda o Plano Collor implementado em março de 1990. Entretanto, este último tinha algumas peculiaridades frente aos seus antecessores. Em especial, a visão dos autores do plano de que agregados monetários como poupança e depósitos a prazo exerciam pressão para aceleração inflacionária. Com isso, buscou-se reduzir a liquidez das aplicações financeiras para se desindexar a economia e prosseguir com a estabilização de preços. Sobre este ponto central o Plano Collor não logrou êxito, ou seja, não conseguiu controlar a expansão dos meios de pagamentos.

Entretanto, Ferraz (2017) não atribui a ‘remonetização’ da economia como a origem de fracasso do Plano Collor em conter o aumento do nível de preços. Neste sentido, elenca alguns fatos estilizados para detalhar o ímpeto inflacionário no ano de 1990,

(i) aceleração no primeiro trimestre, decorrente da dinâmica de transição e do tarifaço ocorrido no mês de março; (ii) queda brusca da inflação decorrente do congelamento e do bloqueio de liquidez que, em nosso entendimento, tem um impacto brutal sobre a economia principalmente pela desorganização do sistema e; (iii) a partir deste ponto, logo no começo de abril, parece ter início uma fase de acirramento do conflito distributivo. Esta hipótese é corroborada pelo aumento das atividades sindicais e movimentos grevistas em maio, a despeito da recessão. Outro indicador deste processo está na própria dinâmica da disputa da lei salarial entre executivo e legislativo. A partir de agosto, apesar da recessão e da política monetária contracionista, uma sucessão de choques de preços administrados reforça a tendência de aceleração inflacionária e, por fim, a aceleração da desvalorização cambial em setembro parece jogar papel central na definição da trajetória inflacionária ascendente. (FERRAZ, 2017, p. 203)

Por meio da análise histórica da década de 1950 até meados da década de 1990, buscou-se apresentar uma análise da inflação segundo uma abordagem de custos, ou que põe como vetor central das pressões inflacionárias a dinâmica dos custos sem relação direta com um suposto generalizado excesso de demanda. Entre as variáveis de custos, a taxa de câmbio toma a centralidade na discussão, evidenciando uma vulnerabilidade da economia brasileira em conter o nível de preços quando há choques externos.

Essa experiência histórica é relevante para termos uma visão alternativa daquela dominante na economia brasileira nas primeiras décadas do século XXI que associa o funcionamento de um modelo de metas de inflação a existência de um processo de excesso de demanda e/ou de forte inércia inflacionária.

No próximo capítulo, apresentar-se-á nas primeiras seções o arcabouço teórico do Regime de Metas de Inflação e como é realizada a sua operacionalização – sintetizada pelo funcionamento do Modelo de Três Equações. Na última seção, será abordada a crítica pós-keynesiana utilizando o artigo de Kriesler e Lavoie (2004), onde o argumento central é a rejeição da curva de Phillips tradicional.

## REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

### 2.1 NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

O Regime de Metas de Inflação tem como pano de fundo o chamado 'Novo Consenso Macroeconômico', que estabelece a centralidade da política econômica na garantia de uma inflação baixa e estável no longo prazo – segundo a teoria convencional, condição essencial para assegurar um crescimento econômico virtuoso ao longo do tempo<sup>18</sup>. Entretanto, para tal é necessário partir de algumas premissas,

Sua fundamentação teórica está relacionada à junção de diversos elementos teóricos e empíricos oriundos de diversas escolas neoclássicas (monetarista, novo-clássica, ciclo real de negócios e novo-keynesiana): hipótese de expectativas racionais, da existência de uma taxa natural de desemprego (e suas variantes) e de neutralidade da moeda no longo prazo, e ainda de inconsistência temporal da política monetária; contudo, assume-se (a partir de ampla pesquisa empírica) a existência de rigidez de preços e salários suficientemente significativa para fazer com que a manipulação da demanda agregada tenha relevância na condução da atividade econômica de curto prazo. (DE PAULA, SARAIVA, 2015, p. 21)

Entre os conceitos incorporados de outras abordagens (que não o Keynesianismo tradicional) para a análise inflacionária, destaca-se o de expectativas racionais, desenvolvido pela escola novo-clássica. Modificando a hipótese das expectativas adaptativas – de que os indivíduos tomam suas decisões com base apenas nos acontecimentos passados –, na visão novo-clássica os agentes econômicos tomam suas decisões munidos da maior quantidade de informações disponíveis, desde os acontecimentos passados até analisando projeções futuras. Dessa forma, como veremos adiante, o modelo admite que a formação de preços no presente depende parte da inflação passada e outra parte das expectativas sobre a inflação futura – sendo, respectivamente, um misto de expectativas adaptativas e racionais.

---

<sup>18</sup> A ideia é que sem eventuais distorções de preços relativos o funcionamento do mecanismo de mercado levaria eficiência estática e dinâmica da economia. Como já dito anteriormente, para uma interpretação de demanda efetiva são os componentes de demanda autônoma associados com um processo de mudança estrutural e avanço produtivo/tecnológico que determinam tal crescimento no longo prazo. Decerto que uma instabilidade muito grande dos preços traria limitações à dinâmica econômica. Entretanto, como já explicitado nos exemplos históricos anteriores, inflações altas e persistentes são consequências de crises externas, as quais significam um acirramento da restrição externa ao próprio crescimento.

Outro pressuposto importante é a do autor monetarista Milton Friedman, acerca da taxa natural de desemprego. Segundo o autor, a taxa natural de desemprego é determinada por fatores reais (condições de oferta) e, na ausência de política monetária, a taxa de desemprego da economia tende a convergir, no longo prazo, para essa taxa natural de desemprego. Para que tal mecanismo seja verdadeiro, pressupõe-se a existência de flexibilidade dos salários nominais.

Caso haja tal flexibilidade, em eventual desemprego acima da taxa natural, os salários sofrem uma redução de valor nominal/real aumentando a demanda por trabalho. O contrário também é verdadeiro. Logo, caso exista total flexibilidade de preços e salários, o mercado de trabalho garantirá que a taxa de desemprego corrente alcance a taxa de desemprego natural.

Entretanto, os monetaristas admitem que políticas econômicas podem, no curto prazo, causar desequilíbrios entre a taxa de desemprego corrente e sua taxa natural. Neste sentido, após um reajuste de curto prazo, as implicações de uma política monetária ativa sobre a economia real seria o aumento do nível de preços e uma queda no desemprego abaixo da taxa natural. Tal situação não se sustenta no longo prazo, ou seja, os trabalhadores veriam que sofreram de ilusão monetária elevando seus salários nominal a um valor real consistente com a taxa natural. Isto caracteriza justamente a hipótese monetarista de neutralidade moeda no longo prazo. Neste arcabouço, como mencionado no primeiro capítulo, variações no estoque de moeda não são capazes de influenciar as variáveis reais no longo prazo<sup>19</sup>, ocasionando apenas um aumento do nível de preço.

A última hipótese relevante é a de inconsistência temporal. Conforme De Paula e Saraiva (2015),

O problema da inconsistência temporal da política monetária é que os “policy-makers” mesmo sabendo que tentativas de introduzir surpresas com políticas expansionistas não terão efeitos sobre produto e emprego no longo prazo, são tentados a implementá-las (por razões políticas) para obter ganhos de curto prazo, ainda que efêmeros. (DE PAULA, SARAIVA, 2015, p. 21)

---

<sup>19</sup> Nesta visão, como as condições de oferta são os responsáveis por determinar o nível do produto, as variáveis reais são impactadas por fatores como produtividade do trabalho e capital.

Em outras palavras, os responsáveis pela condução da política monetária poderiam usar esse instrumento para atingir objetivos políticos de curto prazo, como reduzir as taxas de juros meses antes de uma eleição e aumentá-las logo após o período eleitoral. De forma mais abrangente, o economista Frederic Mishkin sintetiza os princípios do NCM,

1) inflation is always and everywhere a monetary phenomenon; 2) price stability has important benefits; 3) there is no long-run tradeoff between unemployment and inflation; 4) expectations play a crucial role in the determination of inflation and in the transmission of monetary policy to the macroeconomy; 5) real interest rates need to rise with higher inflation, i.e., the Taylor Principle; 6) monetary policy is subject to the time inconsistency problem; 7) central bank independence helps improve the efficiency of Monetary policy; 8) commitment to a strong nominal anchor<sup>20</sup> is central to producing good Monetary policy outcomes; and 9) financial frictions play an important role in business cycles. (MISHKIN, 2011, p. 2)

Nesta concepção, segundo Carlin e Soskice (2005), os instrumentos de política econômica — fiscal, financeira, cambial e, principalmente, monetária — são utilizados para garantir a estabilidade do nível de atividade econômica e controlar a inflação. A autoridade monetária tem, então, o papel de estabelecer uma meta de inflação de médio-prazo capaz de ser uma âncora nominal dentro da economia – as expectativas dos agentes econômicos devem ser próximas da meta<sup>21</sup> estabelecida. Ademais, e mais importante, o Banco Central deve ter uma orientação para mitigar os possíveis impactos dos choques que a economia possa enfrentar, ao mesmo tempo em que busca minimizar as oscilações no nível do produto.

Uma vez exposto os princípios teóricos do Novo Consenso Macroeconômico, detalhar-se-á na próxima seção as três equações fundamentais que regem a operacionalização do Regime de Metas de Inflação.

---

<sup>20</sup> A própria meta de inflação adotada pelo Banco Central.

<sup>21</sup> A meta de inflação e sua flexibilidade, como os intervalos de tolerância utilizados no Brasil, serão mais bem detalhados a seguir.

## 2.2 MODELO DE TRÊS EQUAÇÕES

Primeiramente, será detalhada a função responsável por determinar qual será a inflação corrente dado variáveis como o aquecimento da atividade econômica – medido pelo mercado de trabalho. Tal equação, conhecida como curva de Phillips, é dada por:

$$\pi_t = a_1 y^*_{t-1} + a_2 \pi_{t-1} + a_3 E(\pi_{t+1}) + Z_t \quad (1)$$

Os parâmetros da equação são os seguintes:  $y^*_{t-1}$  é o hiato do produto defasado ( $y_t - \bar{y}$ )<sup>22</sup>,  $\pi_{t-1}$  é a inflação passada,  $E(\pi_{t+1})$  é a expectativa da inflação no período futuro e  $Z_t$  são possíveis choques de oferta. Ou seja, a inflação no presente é influenciada pelo nível de atividade econômica (mercado de trabalho), a inflação no período passado, a expectativas dos agentes econômicos sobre qual será a inflação<sup>23</sup> no período seguinte e possíveis choques de ofertas que podem elevar os custos de produção.

A segunda equação fundamental é a IS, responsável por determinar o nível do produto corrente com um viés “forward looking”, da seguinte forma:

$$Y_t = b_1 y_{t-1} + b_2 E_t y_{t+1} - b_3 (i_t - E_t \pi_{t+1}) + g_t \quad (2)$$

Ou seja, o nível de produto corrente é determinado pelo nível de atividade no período passado, pela expectativa atual que os agentes possuem sobre o nível de atividade futura e pela taxa de juros reais de curto prazo. Enquanto as duas primeiras afetam o produto positivamente, a última trata de diminuir o nível do produto. Há ainda uma variável  $g_t$  representando possíveis choques de demanda capazes de elevar o produto.

A última equação é a Regra de Taylor, responsável por conduzir a mencionada função de reação da política monetária, através da determinação da taxa de juros. Vale pontuar que a regra de Taylor ‘substitui’ a curva de oferta monetária (LM) no modelo da síntese neoclássica. No modelo IS-LM, o Banco

<sup>22</sup> Produto no período anterior menos o produto potencial da economia.

<sup>23</sup> “A inflação passada é uma proxy para a rigidez de preço no curto prazo, permitindo um espaço para movimentos do produto e da inflação no curto prazo, sendo, contudo, plenamente flexível no longo prazo”. De Paula e Saraiva (2015). Neste caso,  $a_1 + a_2 = 1$ .

Central definia a oferta de moeda e os agentes, dada sua preferência pela liquidez, demandavam moeda. A taxa de juros da economia seria, então, uma consequência deste equilíbrio monetário. A regra de Taylor inverte esta lógica, a taxa de juros seria exógena ao modelo enquanto a moeda seria variável endógena<sup>24</sup>. Uma possível equação que expressa a Regra de Taylor é dada por:

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

Na equação acima,  $r^*$  é a taxa natural de juros real (taxa de equilíbrio),  $y_{t-1}^*$  é o hiato do produto defasado,  $E_t(\pi_{t+1})$  é a expectativa atual da inflação no período seguinte e  $(\pi_{t-1} - \bar{\pi})$  é o desvio da inflação passada em relação a meta de inflação estabelecida. Percebe-se que, se o hiato do produto e o desvio da inflação passada em relação a meta forem positivos, quanto maior forem os parâmetros da equação, maior deverá ser a taxa de juros de curto prazo.

Para o bom funcionamento da regra de política monetária há uma condição importante,

Uma segunda hipótese da regra de política monetária tem como implicação que a taxa de juros de curto prazo, definida pelas operações de mercado aberto, é a principal referência para os preços da economia, de modo que a taxa de juros de longo prazo<sup>25</sup>, os preços dos ativos e da taxa de câmbio deverão se mover de forma estável e previsível em resposta às variações nas taxas de política monetária. Essa premissa representa um entrave do NCM, além de apresentar problemas para a condução da política monetária, quando a taxa de juros de curto prazo encontra-se próxima do limite inferior igual a zero (ou em uma situação de armadilha de liquidez, como observado na crise americana de 2007-2008). (DE PAULA, SARAIVA, 2015, p. 24).

A credibilidade do Banco Central é de suma importância para a ancoragem das expectativas dos agentes econômicos. Como citado acima, a meta de inflação é a principal âncora nominal para a formação de expectativas sobre os preços. Cada vez que a inflação se situa acima da meta ( $\pi_{t-1} - \bar{\pi}$ ) isto reduz a credibilidade do Banco Central de que a autoridade monetária conseguirá convergir os preços no momento seguinte. Caso isto ocorra de maneira sistemática, ocorrerá uma ‘desancoragem’ de expectativas e a meta de

<sup>24</sup> “No entanto, essa hipótese depende da estabilidade da demanda por moeda para que a relação entre esta e a inflação seja estável no longo prazo.” De Paula e Saraiva (2015).

<sup>25</sup> Sobre este aspecto, o atual presidente do Banco Central do Brasil deu a seguinte declaração: “Banco Central não tem nada a ver com juro longo; é a credibilidade do governo”. Estadão, 8 de junho de 2024, <https://www.estadao.com.br/economia/banco-central-juro-longo-credibilidade-governo-campos-neto/>.

inflação não mais conseguirá servir como um balizador de preços no médio prazo.

Portanto, as três equações do modelo, curva IS (*'forward looking'*), a curva de Phillips expectacional e a Regra de Taylor interagem entre si, funcionando sempre em equilíbrio dinâmico. Por exemplo, caso o relatório FOCUS<sup>26</sup> evidencie um aumento significativo na expectativa de inflação futura ( $E_t(\pi_{t+1})$ ), o Banco Central deverá aumentar a taxa de juros de curto prazo ( $i_t$ ) – dado a Regra de Taylor. Consequentemente, haverá elevação da taxa de juros reais de curto prazo ( $i_t - E_t\pi_{t+1}$ ), o que ocasionará uma redução no nível do produto ( $Y_t$ ) – curva IS. Com o nível do produto corrente menor, no período seguinte o hiato do produto ( $a_1y^*_{t-1}$ ) será menor e, consequentemente, menor o nível de inflação ( $\pi_t$ ) – curva de Phillips expectacional.

Recuperando a discussão sobre teorias de inflação, feita no capítulo I, percebe-se que, no mecanismo do Regime de Metas de Inflação, a inflação pode ser compreendida como um desequilíbrio entre oferta e demanda, causado por esta última. Por isso, o modelo prevê a necessidade de redução do nível do produto ( $Y_t$ ) – por meio de uma taxa de desemprego acima da taxa de equilíbrio – para que haja uma queda da demanda e, posteriormente, queda da inflação.

Entretanto, como visto no capítulo anterior, a economia brasileira possui elevada vulnerabilidade quanto a choques externos, sendo a taxa de câmbio a principal variável capaz de determinar o nível de preços. Dessa forma, salienta-se que recorrentes prejuízos às condições de demanda – por meio de aumentos na taxa básica de juros, almejando a convergência de preços através do canal do câmbio – compromete a expectativa de consumo futuro e aumenta o nível de incerteza, reduzindo a taxa de investimento e, consequentemente, a própria capacidade de crescimento da economia.

Após a exposição do arcabouço teórico do Regime de Metas de Inflação, a próxima seção abordará a crítica pós-keynesiana ao modelo. Será questionado, especial, a hipótese da curva de Phillips convencional – de que

---

<sup>26</sup> “Focus – Relatório de Mercado: divulgado toda segunda-feira, entre 8h25 e 8h30, com o resumo das estatísticas calculadas considerando as expectativas de mercado coletadas nos 30 dias corridos até a data de referência do relatório.” BCB, 06 de julho de 2024, <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/relatoriofocus>

aumentos na produção ocasionam, necessariamente, aumentos na taxa de inflação.

### 2.3 A CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA

Utilizando-se da abordagem pós-keynesiana, Kriesler e Lavoie (2004) apresentam uma análise do modelo do Novo Consenso com ênfases na crítica quanto a curva de Phillips vertical de longo prazo. Na visão do autor, as variáveis de custos e a estrutura institucional são fatores decisivos no processo de formação de preços e salários. A crítica de Lavoie começa resgatando alguns fundamentos teóricos do NCM e expressando-os em termos da utilização da capacidade instalada.

A primeira é a curva de Phillips com inclinação ascendente no curto prazo, mas totalmente vertical no longo prazo. Isto significa que no longo prazo, a política monetária não é capaz de afetar as variáveis reais, apenas os níveis de inflação. Logo, o que determinará a taxa de inflação será a diferença entre a taxa de desemprego corrente e a NAIRU – se a taxa de desemprego estiver menor que a NAIRU, ocorrerá pressão ascendente para a inflação; o contrário é verdadeiro.

Dessa forma, expressando a taxa de inflação em função da utilização da capacidade instalada, tem-se a seguinte equação:

$$\Delta\pi = \beta_1(u-u_n) + \varepsilon_1 \quad (1)$$

onde,  $\pi$  é a taxa de inflação,  
 $u$  é a taxa realizada utilização da capacidade,  
 $u_n$  é a taxa ótima de utilização da capacidade e  
 $\varepsilon_1$  é um possível choque de inflação não recorrente.

Ademais, autores do Novo Consenso Macroeconômico assumem que a taxa de investimentos e, consequentemente, o nível capacidade utilizada, é inversamente proporcional com a taxa de juros. Logo,

$$u = u_0 - \beta_2 r \quad (2)$$

onde,  $u$  é a taxa real de utilização da capacidade (ou alguma medida semelhante do hiato do produto),  $u_0$  é a representação componentes autônomos da demanda agregada e  $r$  é a taxa de juros real.

Aqui há uma (já mencionada) diferença importante entre os autores do Novo Consenso e Friedman. Enquanto o Friedman argumentava que a variável de ajuste se dava pela quantidade ótima de oferta monetária, autores do Novo Consenso utilizam a taxa de juros para fazer tal ajuste. A equação da regra de Taylor, em função da utilização da capacidade, é dada por:

$$i = \pi + \beta_3(\pi - \bar{\pi}) + \beta_4(u - u_n) + r_n \quad (3)$$

onde,  $i$  é a taxa nominal de juros e  $r_n$  é a taxa de juros real estimada pelo Banco Central. Utilizando-se de uma simples manipulação algébrica, pode-se extrair a taxa de juros real corrente, de modo que  $r = i - \pi$ . Dessa forma, a equação (3) pode ser expressa por:

$$r - r_n = \beta_3(\pi - \bar{\pi}) + \beta_5(u - u_n) \quad (3.1)$$

Dado que no longo prazo, para os autores do Novo Consenso,  $\pi = \bar{\pi}$  e  $u = u_n$ , a taxa de juros real corrente será igual a taxa de juros real de equilíbrio. Entretanto, como aponta Kriesler e Lavoie (2004), não há garantia de que a atuação do Banco Central conseguirá convergir a inflação para a meta estabelecida.

This is recognized by Taylor (1999, p. 51) himself, when he says that if the central bank acts on an incorrect estimate of the natural rate of interest, "then the steady state inflation rate will not equal the target inflation rate". The rate of capacity utilization can converge to its normal level without the steady state inflation rate converging to the target rate set by the central bank. For instance, if the implicit real interest rate estimate is too high, the actual steady state rate of inflation will be too low relative to the target, and hence the central bank will need to revise downwards its estimate of the 'natural' rate of interest. (KRIESLER, LAVOIE, 2004, p. 4)

Percebe-se que as equações (1), (2) e (3.1) são as mesmas do Modelo de Três Equações, mas expressas em função da utilização da capacidade instalada. Conforme antes, as três equações funcionam em um equilíbrio simultâneo e convergem para a utilização ótima da capacidade quando a taxa de inflação está na meta estabelecida. Entretanto,  $(u - u_n)$  se caracteriza como fator crucial para a estabilidade de tal modelo. Rearranjando a equação (1) e substituindo  $(u - u_n)$  na equação (3.1), é dada a seguinte expressão:

$$\Delta r = \beta_3(\pi - \bar{\pi}) + (\beta_5/\beta_4)(\Delta\pi) \quad (3.2)$$

A equação (3.2) mostra que o Banco Central deve atuar, por meio de alterações da taxa de juros de curto prazo, em função do nível e da taxa de crescimento da inflação. Mais precisamente, um mesmo país, ao enfrentar a mesma taxa de aceleração inflacionária, deverá adotar uma política monetária mais restritiva à medida que maior for o nível da taxa de inflação.

Uma vez feita a exposição sobre as equações do Modelo de Três Equações, será enunciado alguns pontos cruciais da crítica dos autores pós-keynesianos sobre o modelo mencionado. Com base em Kriesler e Lavoie (2004), destacam-se os seguintes pontos:

- (1) A rejeição da relação linear (simples) entre taxa de juros e investimentos – presente na equação (2). Ainda mais importante é a negação de alguns autores pós-keynesianos de que a taxa de juros de curto prazo determinará as taxas de juros de longo prazo ou as taxas dos empréstimos bancários – sendo o crédito importante componente na demanda agregada. Nesse sentido, Kalecki argumenta que não é o preço do crédito que influencia as taxas de investimentos, mas sim sua quantidade<sup>27</sup>.
- (2) Autores pós-keynesianos (assim como parte dos monetaristas) acreditam que a defasagem da política monetária é elevada, ou seja, necessita de demasiada passagem de tempo para que a política monetária tenha algum efeito na taxa de inflação. Além disto, mencionam a interpretação de alguns autores pós-keynesianos de como o aumento da taxa de juros nominais influenciam positivamente a taxa de inflação – por meio de um aumento das variáveis de custos, tal relação foi mais bem trabalhada no capítulo 1.
- (3) Autores pós-keynesianos rejeitam a proposição de neutralidade da moeda, tanto no longo quanto no curto prazo.

---

<sup>27</sup> “Empirically, evidence suggests that the interest elasticity of investment is non-linear and asymmetric (Taylor 1999). While an increase in interest rates is likely to reduce investment in times of economic booms ( $u > u_n$ ), the reverse is not true, as is well illustrated by the case of Japan in the 1990s. Reductions in interest rates are unlikely to stimulate investment in times of recession. In the words of the old adage: you can lead a horse to water but you can't make it drink.” (KRIESLER, LAVOIE, 2004, p. 6, grifo nosso)

- (4) Argumentam que não há uma necessidade lógica de que, a longo prazo, a taxa real de utilização da capacidade deva se aproximar de uma taxa normal pré-determinada de utilização da capacidade.
- (5) Rejeitam que as condições de oferta sejam responsáveis por determinar uma taxa de crescimento natural.
- (6) Rejeitam a curva de Phillips vertical de longo prazo. Ademais, muitos são até céticos sobre o ‘*trade-off*’ de curto prazo entre PIB/capacidade instalada e inflação.

A negação da curva de Phillips é ponto central na análise pós-keynesiana e será detalhada nas linhas seguintes. Kriesler e Lavoie (2004) argumentam dois fatores para tal interpretação,

First, there is a large range of capacity utilization rates which are consistent with an absence of demand-led pressures, for reasons tied to the absence of decreasing returns over a large range of production levels (Lavoie 2004, p. 24). Second, it is believed that with “co-ordinated wage bargaining a constant inflation rate becomes compatible with a range of employment levels, and the NAIRU as the short run limit to employment is no longer unique” (Hein 2002, p. 314).

Lavoie questiona a preferência por uma inflação baixa, visto que não há no modelo nenhuma taxa de inflação que seja preferível sobre qualquer outra. Implicitamente nesta visão há o pressuposto da existência de uma única taxa ótima de inflação que maximize a taxa de crescimento da economia. Lavoie sugere uma modificação pós-keynesiana em que, em vez da taxa de crescimento natural depender da diferença entre a inflação real e a ideal, ela será determinada pela trajetória da taxa de crescimento real.

Tal afirmação está baseada na suposição de que aumentos da demanda efetiva levarão a aumentos na taxa de crescimento natural da economia e vice-versa. Por isso, o modelo do Novo Consenso com a modificação pós-keynesiana dependerá de uma forte dependência da trajetória de crescimento, “with the possibility of multiple equilibria, that make long-run supply forces dependent on short-run disequilibrium adjustment paths induced by effective demand” (Lavoie 2004, p. 26).

Ademais, Setterfield (2004, apud Kriesler e Lavoie, 2004, p. 9) concentra suas críticas no funcionamento teórico da curva de Phillips. Para o autor, as pressões da demanda não são a única fonte de influência sobre a inflação; as

variáveis de custo e as instituições também desempenham um papel decisivo no processo de formação de preços e salários. Dessa forma, propõe a troca da curva de Phillips por outra equação capaz de incluir as variáveis mencionadas que também afetam o nível de preços.

$$\pi = \beta_6 \pi_{t-1} + \beta_7 u + \pi_c \quad (1.1)$$

onde,  $\pi_c$  é um vetor de variáveis institucionais que afetam o comportamento agregado de formação de salários e preços.

Com isso, o autor obtém uma multiplicidade de taxas de crescimento e utilização da capacidade possíveis para atingir o equilíbrio de longo prazo caso a inflação passada seja igual a inflação corrente e esta, por sua vez, igual a meta de inflação de equilíbrio. No longo prazo, quanto maior a meta de inflação estabelecida maior será a taxa de utilização da capacidade e, consequentemente, maior a taxa de crescimento.

Entretanto, muitos autores pós-keynesianos discordam da hipótese de que aumentos na utilização da capacidade necessariamente causariam aumentos no nível de preços. Isto porque em economias desenvolvidas, a formação de preços na maioria dos setores se dá por uma margem em cima dos custos – o mark-up.

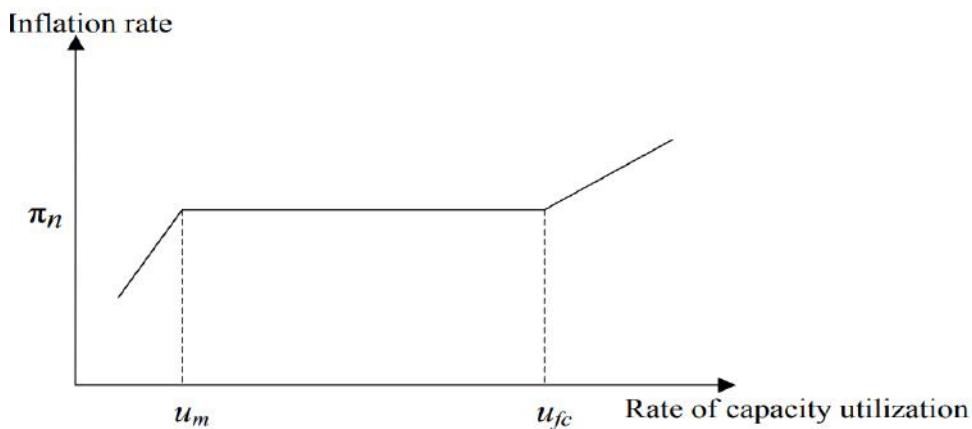
Regardless of which notion of cost is used, prime, variable, normal or full, cost pressures will remain constant over a large range of capacity utilization, as long as commodity prices can be held down (as Kalecki and Kaldor would argue). So with labour productivity constant, and with mark-ups also tending to remain constant, there need not be any increased pressure on prices with expansions of capacity over that range. In other words, changes in capacity utilization need only be inflationary at levels of capacity near full utilization. Similarly, only at very low levels of capacity would we expect some reduction of the inflation rate. (KRIESLER, LAVOIE, 2004, p. 9)

Ou seja, mudanças no nível da utilização só causariam impacto no nível de preços se estivessem em um nível de utilização muita baixa ou muito elevada. Caso contrário, há uma série intermediária possível onde mudanças no nível de utilização da capacidade, por si só, não ocasionaram mudanças na taxa de inflação. Portanto, a curva de Phillips deveria ser substituída por uma equação da seguinte forma:

$$\pi = \beta_8 (u - u_m) + \beta_9 (u - u_{fc}) + \pi_n \quad (1.2)$$

onde,  $u_{fc}$  é o nível máximo de utilização da capacidade,  $u_m$  é o nível mínimo de utilização da capacidade para não cair a taxa de inflação e  $\pi_n$  representa a taxa de inflação associada à faixa normal de produção, sujeita a choques do lado da oferta. Conforme equação (1.2), a curva de Phillips pós-keynesiana teria o seguinte formato:

**Figura 5. Curva de Phillips pós-keynesiana**



Fonte: KRIESLER e LAVOIE (2004)

Em suma, o processo pelo qual uma curva de Phillips de curto prazo ascendente se transforma em uma curva de Phillips de longo prazo vertical não é válido para uma curva de Phillips horizontal, pois um aumento na produção não causa inflação no curto prazo – a não ser que a produção esteja perto da capacidade máxima. Se, por exemplo, a taxa de inflação está em seu nível de equilíbrio, o Banco Central deverá conduzir a taxa de juros para a taxa de equilíbrio – com base nas distribuições de renda, particularmente entre devedores e credores.

Nesse cenário, a curva de Phillips de longo prazo também será horizontal dentro da faixa relevante. Nesses casos, o fator crucial é a inflação que se explica pela dinâmica dos custos num contexto de economias abertas, expostas a choques exógenos e variações das condições financeiras internacionais e tomando como característica inerente das economias capitalistas o conflito das classes pelo excedente social.

## A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA: IMPLEMENTAÇÃO DO REGIME METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Após a breve discussão sobre a dinâmica de preços na economia brasileira e a síntese do Regime de Metas de Inflação, esse capítulo abordará a experiência brasileira na estabilização da hiperinflação e os acontecimentos que culminaram na adoção do RMI em julho de 1999. Por fim, analisar-se-á as principais variáveis de custos na determinação da inflação brasileira na primeira década de 2000.

### **3.1 O PLANO REAL**

Como abordado na última seção do Capítulo I, a partir dos anos iniciais da década de 1980 a aceleração inflacionária passou a ser o principal problema a ser resolvido pelos gestores da política econômica brasileira. Após sucessivas reformas monetárias malsucedidas para o controle da inflação, o governo Itamar Franco começa a implementação, em maio de 1993, das primeiras medidas do plano que seria o responsável por conter o nível de preços no segundo semestre de 1994 – o Plano Real.

A concepção original do Plano Real consistia em três fases gradativas: em primeiro lugar, um rigoroso plano de ajuste das contas públicas – dado que o déficit fiscal, à época, era tido como o principal causador da inflação no país. Posteriormente, a introdução da Unidade Real de Valor (URV) com objetivo de exercer a função de unidade de conta. A URV teria o papel de realizar a desindexação da economia, em contraste com o congelamento de preços realizados nas tentativas anteriores. Finalmente, a reforma monetária para a criação da moeda Real e as medidas necessárias para garantia de todas suas funções – meio de troca, unidade de conta e reserva de valor.

Segundo os formuladores do plano, o primeiro ponto a ser trabalhado seria o de um ajuste fiscal tido como necessário para se alcançar a estabilidade de preços. Ocorria no Brasil, segundo interpretação do economista Edmar Bacha, algo que ficou conhecido como “Efeito Tanzi às avessas<sup>28</sup>”. Este processo se caracterizava por dois motivos principais: dado a velocidade da aceleração

---

<sup>28</sup> Às avessas se justifica pois na concepção original do economista Vito Tanzi, conforme maior fosse a inflação menor seria a arrecadação do governo.

inflacionária, a inflação prevista no orçamento público era bem menor daquilo observado no final do período. Ou seja, a diferença entre a inflação real e a estimada, corroía, em termos reais, os dispêndios do governo. Por outro lado, como as receitas estavam indexadas ao nível de inflação observado, o resultado era um pequeno déficit orçamentário em termos reais.

Portanto, conforme análise de Bacha, quando a ‘maré’ da inflação alta baixasse, um grande déficit primário seria observado. Para atuar neste sentido, o governo Itamar lançou o Programa de Ação Imediata (PAI) e Fundo Social de Emergência (FSE), respectivamente, em maio de 1993 e fevereiro de 1994. O primeiro tinha o objetivo de redefinir as relações da União com os Estados e do Banco Central com os vigente Bancos Estaduais e Municipais além de tentar aumentar a arrecadação via combate à sonegação de impostos. Ademais, o FSE teria o papel de desvinculação de algumas receitas do governo federal, visando atenuar a excessiva rigidez dos gastos da União ditada pela Constituição de 1988, resolvendo o problema do financiamento dos programas sociais existentes.

Conforme Giambiagi *et al.* (2011), os programas PAI e FSE não lograram êxito em assegurar o equilíbrio fiscal, tendo o ano de 1995 uma piora significativa de superávit primário. Ademais, a partir de 1996, a elevada taxa básica de juros (para manter a estabilidade do Real) passou a ser o principal fator para a piora do déficit operacional – responsável por reunir, além das contas primárias, as despesas de juros. Embora o autor faça uma discussão da verificação ou não do Efeito Tanzi no período subsequente ao controle inflacionário, o mais importante é a conclusão de que mesmo com a piora do quadro fiscal, foi possível alcançar a estabilidade de preços.

(...) Mais importante — e ao contrário do que previa toda a teoria —, a falta de um ajuste fiscal não implicou o retorno da inflação, como pressupunha o modelo de Bacha. A inflação, na realidade, foi reduzida continuamente no período que sucedeu à introdução da moeda, até 1999, quando ocorreu a desvalorização cambial. O ajuste fiscal proposto pelo Plano Real, em suma, não foi eficaz e sua ausência não impediu a queda da inflação no período. (...) O que se está aqui ressaltando é, sobretudo, que o ajuste fiscal não se comprovou, na prática, precondição para a estabilidade. Em contrapartida, a desindexação promovida pela URV (Unidade Real de Valor) teve papel fundamental para o combate à inflação (segunda fase do Plano Real). (GIAMBIAGI *et al.*, 2011, p. 146)

A segunda fase do plano consistia na implementação da URV para realizar a desindexação da economia, removendo o componente inercial da inflação. A URV era uma ‘quase-moeda’ que seria utilizado para realizar a função de unidade de conta enquanto o cruzeiro real ainda exercia a função de meio de troca. Ou seja, a URV era um indexador para os contratos, enquanto a moeda de pagamentos continuava sendo o cruzeiro real – e o Banco Central fixava diariamente a paridade entre elas.

Esta necessidade de estancar a memória inflacionária se dava em razão do forte componente inercial do processo de alta de preços vivenciado no país. Em um processo contínuo de alta inflacionária, a moeda oficial não consegue mais desempenhar uma âncora para os reajustes contratuais. Logo os agentes econômicos adotam, por si próprios, prazos e novas unidade de conta para o reajuste de contratos – buscando sempre reestabelecer o valor de pico vivenciado anteriormente, no momento de reajuste de seus rendimentos. Ou seja, tinha-se o constante desalinhamento no sistema de preços relativos e permanentes reivindicações para a reposição da renda real.

Na hiperinflação os preços não mais acompanham a inflação passada, mas passam a refletir diariamente o preço de outra moeda, geralmente o dólar. A partir deste momento, os indivíduos não mais buscam retornar para um período de maior rendimento real no passado, mas manter o resultado do conflito distributivo até aquele ponto. Nas palavras de Sicsú (1996),

Na fase mais avançada das hiperinflações, as estratégias defensivas são tão aprimoradas que qualquer tentativa de mudança de posição relativa toma-se ineficaz (Cardim de Carvalho, 1990). Somente é possível permanecer na posição que os resultados do conflito determinaram. As remunerações permanecerão em algum ponto entre as antigas posições de pico e vale. O poder de mercado de cada agente determinará se sua remuneração ficará mais próxima de um ponto ou de outro. (SICSÚ, 1996, p. 238)

Neste sentido, a URV tinha o papel de evitar a divergência entre preços relativos entre os agentes, reorganizando suas demandas por reajustes de preços – compatibilizando-as e unificando-as em uma única unidade monetária.

A URV foi criada com o objetivo de cumprir o mesmo papel que o dólar cumpre nas hiperinflações. A URV foi criada para diarizar a economia, para organizar a demanda pela renda real. A soma de todas as remunerações em URV deveria ser exatamente igual ao valor do produto medido na mesma unidade. (SICSÚ, 1996, p. 239)

Por fim, a última etapa do Plano Real era a adoção da âncora cambial. Optou-se pela implementação e manutenção de uma taxa de câmbio sobrevalorizada, na paridade de R\$1 (Real) para US\$1 (dólar estadunidense) – sendo o tamanho da oferta monetária determinado pelo tamanho das reservas cambiais. Na década de 1990, os países da América Latina contavam com maior liquidez das economias desenvolvidas enquanto a globalização financeira avançava rapidamente. Essa conjunção de fatores possibilitou um maior fluxo cambial, necessário para a manutenção da taxa de câmbio, mas propiciou nos anos seguintes maior vulnerabilidade da economia brasileira.

Giambiagi *et al* (2011) destaca duas características da estabilização brasileira: os juros extremamente altos e o aumento do déficit público. Sobre as elevadas taxas de juros durante a vigência da âncora cambial vale um maior detalhamento.

A expectativa era de que houvesse uma convergência da taxa de juros interna com o patamar externo no longo prazo – mantendo sempre um nível distinto em função do diferente risco estrutural. Entretanto, embora seja argumentado que o aumento de taxa de juros foi em consequência das sucessivas crises ao longo da segunda metade da década de 1990 (Crise do México, Crise da Ásia e Crise da Rússia), o fato é que as taxas de juros brasileiras foram extremamente altas durante a vigência da âncora nominal. Inclusive, argumenta-se que a taxa de juros foi gradativamente se tornando o principal balizador de preços na economia brasileira.

Assim, ao contrário da experiência internacional, os juros aqui não convergiram, em grande medida, porque sempre foram usados como uma arma contra a inflação e, a partir de determinado ponto, mudou-se, por opção de política econômica, a principal âncora, do câmbio para os juros. (GIAMBIAGI *et al.*, 2011, p. 154)

O Plano Real, portanto, foi capaz de através da âncora cambial reduzir drasticamente a variação do nível de preços. A utilização de taxas de juros extremamente elevadas para tal manutenção, entretanto, cobrou seu preço. A combinação de taxa de câmbio apreciada com juros elevados contribuiu para significativos déficits em transações correntes – aumentando a vulnerabilidade externa –, queda da taxa de investimentos, aumento da taxa de desemprego, dificuldades para expansão do crédito e, por fim, uma redução na taxa de

crescimento do produto *vis-à-vis* os anos que precederam diretamente a aplicação do plano.

Além da estabilidade de preços ter sido alcançada sem a obtenção de um equilíbrio das contas públicas, ocorreu outro ponto divergente ao esperado pelo *mainstream* econômico: a estabilidade de preços não foi capaz de propiciar, por si só, crescimento econômico. Pelo contrário, como mencionado, os índices de atividade econômica, como taxa de investimentos em relação ao PIB e mercado de trabalho, tiveram piora no período.

**Figura 6. Taxa de desocupação, PIB e FBCF na década de 1990.**



Fonte: Elaboração própria com base no IBGE e Ipeadata.

O forte controle na taxa de câmbio (essencial para a estabilização alcançada pelo Plano Real), vigorou até janeiro de 1999 – quando após uma série de crises externas, o Banco Central não conseguia mais manter a divisa dentro das bandas cambiais pretendidas. O processo que levou a flexibilização cambial será o tema a ser tratado na próxima seção.

### 3.2 DÉCADA DE 90 E A RUPTURA DA ÂNCORA CAMBIAL

A opção pela tentativa de estabilização monetária por meio da adoção de uma âncora cambial<sup>29</sup> foi comum à diferentes países em desenvolvimento que

<sup>29</sup> Embora cada país tivesse suas especificidades, como a Lei de Conversibilidade argentina e o regime de bandas cambiais brasileira.

sofreram com a hiperinflação no final dos anos de 1980 e 90. Nesse sentido, a política econômica do governo FHC consistia em arcabouço institucional formado pelo tripé de privatizações, abertura comercial e abertura financeira (ARAUJO; GENTIL, 2021). Esse arranjo, entretanto, conduziu a economia brasileira para grande vulnerabilidade externa, à medida que persistentes déficits comerciais e em transações correntes demandavam entrada de capital estrangeiro para se manter a estabilidade da taxa cambial sobrevalorizada.

A manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada era a questão central da estabilidade alcançada pelo Plano Real. A experiência da escassez de reservas internacionais<sup>30</sup> da crise do México, em 1994 – culminando na forte desvalorização da divisa mexicana – e uma década de planos de estabilização fracassados faziam com que os *policy makers* adotassem medidas para frear a redução de reservas internacionais já no ano de 1995. Duas foram as medidas tomadas em março de 1995 para manutenção da política cambial: aumento da taxa de juros nominais (de 3,3% mensal em fevereiro para 4,3% em março) e desvalorização de 6% da taxa de câmbio e adoção do sistema de metas cambiais<sup>31</sup>. Segundo Giambiagi *et al* (2011),

Logo ficou claro — fato facilitado pela rápida recomposição da liquidez internacional poucos meses depois da crise mexicana — que o governo estava firmemente empenhado em defender a nova política cambial e que não contemplava novas desvalorizações. Assim, atraídos pela rentabilidade elevada das aplicações em moeda local, os investidores retornaram ao país e as reservas internacionais fecharam 1995 em US\$52 bilhões. Ao mesmo tempo, a inflação começou a ceder e daí em diante a taxa anual caiu ao longo de quatro anos consecutivos. (GIAMBIAGI *et al.*, 2011, p. 167).

Portanto, a estabilidade de uma taxa de câmbio sobrevalorizada foi preservada por meio da manutenção de taxas de juros reais em níveis bastante elevados, oferecendo ao capital externo uma opção atraente de alocação e evitando a diminuição das reservas internacionais do país. Isto só era possível dado a situação de liquidez externa, que se encontrava favorável após a crise do México (1994), mas que piorou drasticamente com a crise dos Tigres Asiáticos em 1997 e, decisivamente, com a crise da Rússia em 1998.

<sup>30</sup> A situação de persistentes déficits no Balanço de Pagamentos do México se agravou quando no segundo semestre de 1994 a taxa básica de juros norte-americana passou por um reajuste no ritmo de queda iniciado em 1990, sinalizando uma possível reversão da liquidez internacional.

<sup>31</sup> Para maiores informações sobre o funcionamento da banda cambial, ver Silva (2002).

Com a difusão dos efeitos deletérios da crise da Rússia, o governo brasileiro recorreu ao Fundo Monetário Internacional (FMI) ainda em 1998 para contornar o problema do esgotamento das reservas internacionais. O financiamento de déficits de transações correntes estava ficando mais difícil devido a redução da disposição das economias mundiais em financiar déficits estruturais no Balanço de Pagamentos de economias emergentes. A essa altura, a manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada começava a ser enxergada com desconfiança pelo mercado financeiro, começando um processo de fuga de capitais.

Vale destacar que a abertura financeira tida como um dos pilares da gestão de Fernando Henrique, ao integrar o mercado financeiro brasileiro com os mercados globais, aumentou a vulnerabilidade externa da divisa brasileira – tornando-a mais suscetível aos ataques especulativos.

Finalmente, após tentativa frustrada de realizar uma desvalorização controlada em torno de 10% em janeiro, o governo de FHC (recém-reeleito) libera a flutuação da taxa de câmbio – em menos de 45 dias, a taxa de câmbio passou de R\$ 1,20 para R\$ 2,00 (GIAMBIAGI *et al*, 2011). Evitando repetir o caso mexicano – de surto inflacionário após desvalorização cambial – o recém nomeado para presidir o Banco Central, Armínio Fraga, decide elevar as taxas de juros e implementar, em julho de 1999, o Regime de Metas de Inflação. Estava definido o novo tripé macroeconômico que perdura até os dias atuais, definido pela combinação de superávits primários, metas de inflação e taxa de câmbio flutuante.

### **3.3 IMPLEMENTAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Nesta seção será analisado a implementação do Regime de Metas de Inflação sob a ótica do corpo técnico responsável do Banco Central<sup>32</sup>, por meio da análise do Trabalho para Discussão 001 da própria instituição, de julho de 2000. A análise do trabalho dará enfoque especial ao tratamento que o Banco Central deu ao desempenho da taxa de câmbio na determinação do nível de preços.

---

<sup>32</sup> Joel Bogdanski, Alexandre Antonio Tombini e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang são os autores do trabalho.

Logo no início, segundo o texto oficial, ao retomar a estabilização alcançada pelo Plano Real a falta de um ajuste fiscal robusto teria suscitado nos investidores uma crise de confiança que encontrou terreno fértil com as sucessivas crises da década de 1990, em especial a crise da Rússia em 98, culminando na crise de escassez de reservas internacionais e a consequente flexibilização da taxa de câmbio brasileira. Entretanto, o próprio mecanismo de estabilização criava as bases para sua vulnerabilidade externa quando, ao mesmo tempo, conduzia a economia para persistentes déficits no Balanço de Pagamentos e possibilitava maior movimentos de entrada/saída de capital com a abertura financeira.

Após a flexibilização cambial (ocorrida em janeiro de 99), a moeda brasileira sofreu uma forte desvalorização, seguida de rápido aumento de preços.

In the absence of a well-defined guidance for monetary policy, the exchange rate averaged R\$1.52/US\$1 in January and R\$1.91/US\$1 in February, compared with R\$1.21/US\$1 prior to the change in regime. Inflation rose sharply: the wholesale price index increased 7.0% in February, while the consumer price index rose 1.4%. This led private analysts to foresee a huge deterioration of all macroeconomic fundamentals. (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000, p. 7)

Tem-se novamente a dinâmica de surtos inflacionários devido a choques externos impactando a taxa de câmbio nominal, conforme discutido no primeiro capítulo deste trabalho. Dessa forma, a implementação do Regime de Metas de Inflação ocorre com a taxa de câmbio como principal variável de custos impactando o nível de preços<sup>33</sup>. Isto pode ser verificado na própria ata da primeira reunião do COPOM,

Its initial words were “maintaining price stability is the primary objective of the Central Bank”. And it went on to say that: “(1) in a floating exchange rate regime, sustained fiscal austerity together with a compatible monetary austerity support price stability; (2) as fiscal policy is given in the short run, the control over inflationary pressures should be exerted by the interest rate; (3) observed inflation is due to the currency depreciation, and markets expect a further rise in the price level this month; (4) the basic interest rate should be sufficiently high to offset exchange-based inflationary pressures; and (5) so, we decided to raise the basic interest rate to 45% p.a., but with a downward bias, for if the exchange rate returns to more

---

<sup>33</sup> Vale notar que nos modelos de conflito distributivo choques exógenos cambiais podem disparar um mecanismo de conflito com as demandas por salário real dos trabalhadores transformando um “choque inicial” num processo de dinâmica inflacionária persistente.

**realistic levels, keeping the nominal interest rate that high would be unjustified.”** (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000, p. 8, grifo nosso)

Prosseguindo, há uma distinção entre um aumento do nível de preços em função de um processo inflacionário – quando ocorre um aumento contínuo dos preços ao longo do tempo – e um choque exógeno impactando a taxa de câmbio nominal. O entendimento dessa distinção é de suma importância para direcionar a função de reação do Banco Central.

The rationale behind the adoption of decreasing targets<sup>34</sup> between 1999 and 2001 had to do with the nature of the recent inflation in Brazil. It is important to distinguish between an inflationary process and a temporary inflation rise due to a shock. In the first case, there is a continuous acceleration in the price level. In the second, there may be only a once-and-for-all change in the price level, with no further upward pressure. The Brazilian case belongs to the second category: the currency devaluation that started in mid-January 1999 was a shock that forced a realignment of relative prices. (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000, p. 12)

Ou seja, a compreensão de que o aumento do nível de preços é causado por um choque exógeno oferece maior liberdade para a reação do Banco Central para convergir a inflação para a meta estabelecida. Há um ponto crucial sobre a referência para a meta: a escolha pela inflação ‘cheia’ ao invés de uma medida de núcleo de inflação<sup>35</sup>. A discussão feita acima, sobre aumento contínuo dos preços e choques exógenos, possibilita inferir de que a opção pelo núcleo de inflação seja a mais correta – dado que elimina distorções nos preços que não são decorrentes de um processo estrutural.

Apesar de ter essa compreensão, de que o núcleo de inflação fosse uma métrica mais precisa para diagnosticar os processos inflacionários na economia brasileira, pelo anseio de angariar credibilidade dos agentes de mercado, optou-se por utilizar a inflação cheia. Essa escolha, na prática, reduz o manejo de acomodação da política monetária, fazendo com que a taxa de juros torne as condições mais contracionistas mesmo que em função de choques temporários.

Perhaps, the best technical procedure would have been to purge some items from the full index, exempting it from temporary and once-and-for-all shocks. Nevertheless, adopting a headline index was essential for credibility reasons, at least in the beginning of IT implementation.

---

<sup>34</sup> As metas de inflação (IPCA) eram de 8% em 1999, 6% em 2000 e 4% para 2001. O intervalo de tolerância era de ±2% p.p. por ano.

<sup>35</sup> Para saber mais sobre a discussão do núcleo de inflação à época, ver Relatório Trimestral de Inflação de junho de 2002.

Unfortunately, Brazilian society has experienced several price index manipulations in a not so distant past, and so would be suspicious about any change related to suppressing items from the target index. (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000, p. 12)

Outra discussão de suma importância é o de canais de transmissão da política monetária. Estimar a defasagem que os mecanismos possuem para impactar no nível de preços é ponto central na condução da taxa de juros. O canal da taxa de câmbio nominal mostrava ter efeito quase imediato, enquanto o canal da demanda agregada possuía uma defasagem total de 6 a 9 meses. Já o canal do crédito não tinha relevância à época, em função da política monetária extremamente contracionista durante a fase do câmbio fortemente administrado reduzir a alavancagem das empresas.

Given the macroeconomic characteristics of the Brazilian economy, the main conclusions are the following: (i) interest rate affects consumer durables and investment in a period between 3 to 6 months. Moreover, the output gap takes additional 3 months to have a significant impact on inflation. In sum, the monetary policy transmission through the aggregate demand channel takes between 6 to 9 months to fully operate; and (ii) through a direct channel: changes in nominal interest rate affects contemporaneously nominal exchange rate, and the later affects, also contemporaneously, the inflation rate through "imported" inflation; (iii) given historical low leverage of the Brazilian corporate sector along with the very strict credit and monetary policies implemented with the Real plan, the credit mechanism has not operated and its importance in terms of channeling interest rate impacts on inflation has been negligible (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000, p. 14)

Percebe-se que a taxa de câmbio possui papel de destaque no artigo que tratou de fundamentar a implementação do Regime de Metas de Inflação no país. Como a cotação cambial no curto prazo depende essencialmente do fluxo de capital, as condições externas são determinantes em sua formação. A próxima seção trará uma análise da inflação na primeira década<sup>36</sup> de funcionamento do Regime de Metas de Inflação (2000 a 2010) através da estatística descritiva do IPCA e seus componentes.

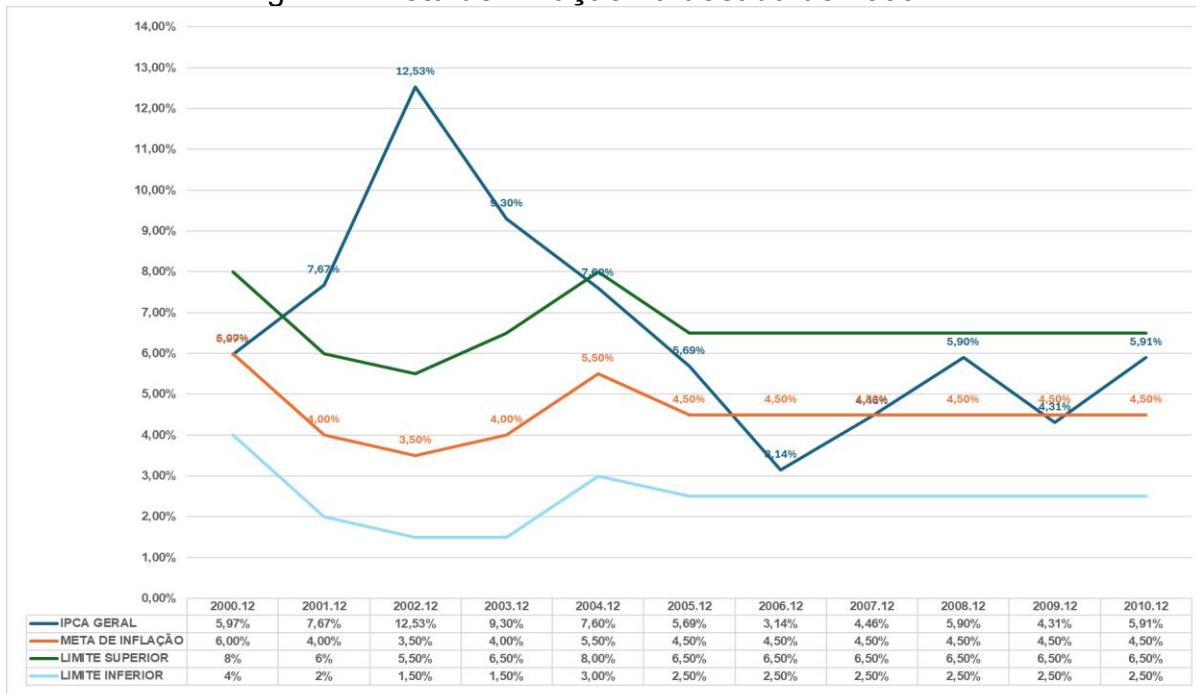
---

<sup>36</sup> Considera-se primeira década, pois o ano de 2000 foi o primeiro ano completo a ter meta de inflação estabelecida.

### 3.4 A INFLAÇÃO NA PRIMEIRA DÉCADA DO RMI

Durante os anos da década de 2000, a meta de inflação, medida pelo IPCA ‘cheio’, situou-se próxima do alvo de 4% a.a., com intervalo de tolerância de  $\pm 2\%$  na maior parte dos anos. Nestes onze anos de Regime de Metas de Inflação, em três anos a inflação se situou acima do intervalo de tolerância (2001, 2002 e 2003), em quatro anos se situou entre o centro da meta e o limite superior (2004, 2005, 2008 e 2010), em três anos se situou próxima do centro da meta (2000, 2007 e 2009) e em um ano a inflação se situou consideravelmente abaixo do centro da meta (2006), conforme figura abaixo.

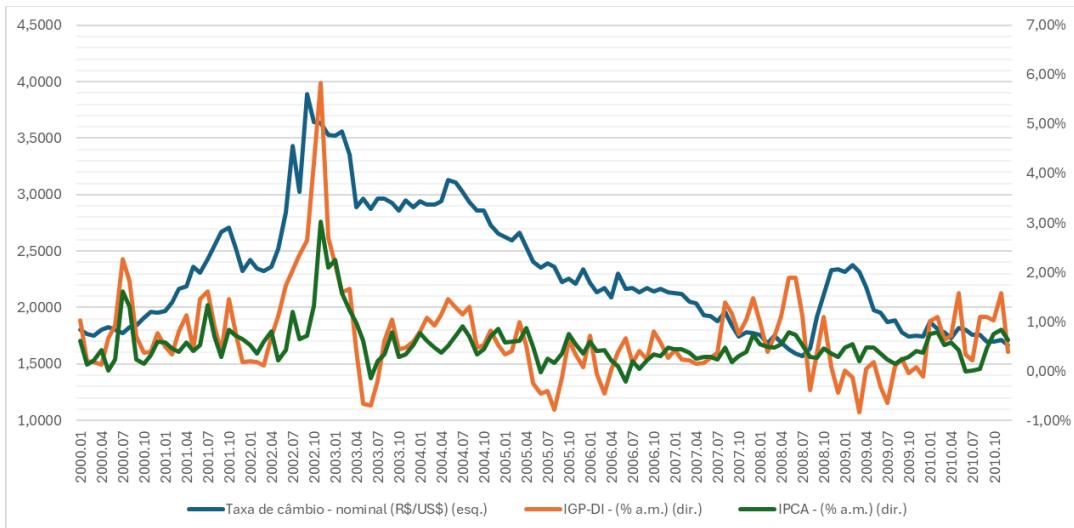
**Figura 7. Meta de Inflação na década de 2000.**



Fonte: Elaboração própria com base no Banco Central do Brasil

Destaca-se que, na primeira metade da década de 2000, somente em 2000 houve a convergência do IPCA com o centro da meta. A partir de meados de 2004 até 2010 a inflação brasileira passa a ter maior convergência com a meta de inflação em função da valorização da taxa de câmbio em um contexto de aumento de preços (boom) das *commodities* – liderado pelo forte crescimento da economia chinesa no período.

**Figura 8. Taxa de câmbio nominal e IGP-DI e IPCA na década de 2000.**



Fonte: Elaboração própria com base no Ipeadata.

Percebe-se a correlação entre a taxa de câmbio nominal e os índices de inflação IPCA e, especialmente, o IGP-DI na primeira década de 2000. A trajetória decrescente da taxa de câmbio foi responsável por estabilizar a inflação brasileira, enquanto o país crescia rapidamente em função do forte crescimento da demanda externa no período.

Analizando o IPCA agregado neste período, observa-se que a inflação média anual medida pelo IPCA no período entre 2000 e 2010 foi de 6,59% a.a. enquanto o centro da meta de inflação obteve média de 4,55% a.a. Na tabela abaixo de desagregação do IPCA é possível visualizar que as maiores variações de preços vieram dos grupos de alimentação e bebidas e despesas pessoais. Já os grupos de artigos de residência e saúde e cuidados pessoais foram os que menos acumularam alta em seus preços durante o período.

**Tabela 1. IPCA durante a década de 2000.**

	2000.12	2001.12	2002.12	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	Variação acumulada (2000-10)
<b>IPCA GERAL</b>	<b>5,97%</b>	<b>7,67%</b>	<b>12,53%</b>	<b>9,30%</b>	<b>7,60%</b>	<b>5,69%</b>	<b>3,14%</b>	<b>4,46%</b>	<b>5,90%</b>	<b>4,31%</b>	<b>5,91%</b>	<b>101,18%</b>
IPCA - ALIMENTAÇÃO	3,20%	9,63%	19,46%	7,48%	3,87%	1,99%	1,23%	10,77%	11,12%	3,17%	10,39%	118,36%
IPCA - ARTIGOS DE RESIDÊNCIA	5,21%	5,11%	12,98%	6,89%	5,43%	2,71%	-2,71%	-2,48%	1,99%	3,05%	3,51%	49,29%
IPCA - DESPESAS PESSOAIS	5,65%	6,92%	8,37%	9,58%	6,85%	6,98%	7,26%	6,54%	7,35%	8,03%	7,37%	118,16%
IPCA - COMUNICAÇÃO	12,89%	7,60%	11,27%	18,69%	13,91%	6,45%	-0,24%	0,69%	1,79%	1,07%	0,86%	102,75%
IPCA - EDUCAÇÃO	4,77%	7,32%	8,43%	10,24%	10,43%	7,17%	6,24%	4,16%	4,58%	6,11%	6,21%	107,48%
IPCA - HABITAÇÃO	4,47%	9,40%	12,99%	12,31%	7,14%	6,44%	3,07%	1,76%	5,09%	5,68%	4,98%	102,23%
IPCA - SAÚDE E CUIDADOS PESSOAIS	2,65%	4,20%	10,19%	10,04%	6,87%	6,20%	6,01%	4,47%	5,72%	5,37%	5,06%	90,80%
IPCA - TRANSPORTES	12,08%	8,00%	9,96%	7,28%	11,00%	8,07%	3,02%	2,08%	2,32%	2,37%	2,41%	93,24%
IPCA - VESTUÁRIO	4,13%	4,89%	8,82%	10,21%	9,96%	7,10%	5,07%	3,78%	7,30%	6,11%	7,51%	105,91%

Fonte: Elaboração própria com base no Ipeadata

A próxima e última seção tratará das principais variáveis que influenciaram a taxa de inflação na primeira década do regime: a taxa de câmbio e os preços das *commodities*.

### 3.5 ANÁLISE DA INFLAÇÃO NA PRIMEIRA DÉCADA DO RMI

Nessa seção, utilizar-se-á o artigo de Braga (2013) sobre o processo inflacionário brasileiro nessa primeira década de funcionamento do Regime de Metas, entre os anos 2000 e 2010. A abordagem teórica do trabalho é baseada no modelo de inflação por meio da dinâmica das variáveis de custos – oriundo de um processo de conflito distributivo entre as diferentes estruturas dentro da economia. O referencial teórico do estudo<sup>37</sup>, a estruturação econômétrica do modelo e a discussão sobre políticas não monetárias no controle da inflação não serão abordados aqui, pois extrapolam a discussão pretendida nesta seção.

Os resultados serão analisados segundo a tipologia do arcabouço teórico pós-keynesiano. A primeira a ser discutida é a inflação de demanda, causada por uma expansão da demanda frente as condições de oferta da economia. Neste caso, a economia se ajustaria com os produtores aumentando seu preço e restaurando o equilíbrio. Não há, entretanto, no período analisado, evidências econômétricas de que excessos de demanda foram responsáveis por aumentar o nível de preço. Conforme Braga (2013), “nenhum dos indicadores de excesso de demanda se mostrou estatisticamente significativo na equação de inflação ao consumidor”.

Já sob a perspectiva dos lucros (inflação de grau de monopólio ou de preços monitorados), os preços administrados – especialmente, gasolina,

<sup>37</sup> O mesmo foi detalhado no primeiro capítulo deste trabalho.

energia elétrica e telefonia – exerceram forte pressão sobre a inflação até o ano de 2005. Prática comum no processo de privatização ocorrida na década de 1990 era atrelar os preços de seus serviços à variação cambial, este foi o caso de algumas empresas de telefonia. Como a taxa de câmbio se desvalorizou acima da média da inflação no período, os reajustes no preço de telefonia exerceram pressão para o aumento dos preços.

A energia elétrica gerada pela usina de Itaipu era até meados da década precificada em dólar, impactando o preço pago pelas distribuidoras e, consequentemente, o custo de energia ao consumidor final. Por fim, a gasolina encareceu devido ao aumento da cotação do barril de petróleo no mercado externo. A partir da metade da década de 2000, a valorização cambial, mudanças regulatórias e crescimento da produtividade controlaram a inflação brasileira.

A variável dos salários nominais, cujo crescimento apresentou forte valorização real a partir de 2005<sup>38</sup>, apresentou influência sobre a formação de preços, principalmente sobre serviços e bens de consumo não duráveis. A expansão da massa salarial é interpretada como consequência de um período de maior crescimento econômico – cujo nível começou acelerar a partir de 2004. Este, por sua vez, reduz o desemprego e aumenta o poder de barganha dos trabalhadores, exercendo pressão altista sobre os salários nominais.

Ademais, a produtividade é variável de suma importância para acomodar o conflito distributivo, pois o aumento da produtividade permite os trabalhadores ganharem aumentos salariais sem pressionar a taxa de lucro dos empresários. O aumento da produtividade na economia brasileira durante a década de 2000 cumpriu esse papel de acomodação,

Ao longo da década de 2000 houve aumento da produtividade total da economia (crescimento de 1,7% da produtividade total dos fatores de 2003 a 2007) e uma redução da defasagem tecnológica em relação aos países desenvolvidos (...). Esse crescimento da produtividade foi naturalmente maior no setor industrial, sujeito a se beneficiar de ganhos de escala e da tecnologia incorporada nas máquinas e equipamentos importados, e parece ter influenciado os preços dos bens de consumo duráveis. (BRAGA, 2013, p. 719).

---

<sup>38</sup> Em especial, a política de reajustes do salário-mínimo acima da taxa de inflação promovida durante os primeiros dois mandatos do governo Lula.

Entretanto, os ganhos de produtividade não cresceram uniformemente entre os setores da economia, criando distorções entre estes. Este conflito, por sua vez, ocasionou aumento do nível de preços,

Porém, apesar de, na média, os salários serem compensados pelo crescimento médio da produtividade da economia, as diferenças setoriais podem significar pressões inflacionárias. O setor dos serviços não monitorados pelo governo é sujeito a menor crescimento da produtividade relativamente aos outros setores pela sua própria natureza. Ao mesmo tempo, é aquele em que incidiu maiores variações salariais, devido à política de reajuste do SM. Assim, o aumento do preço relativo desses serviços na década de 2000 foi reflexo: i) da desejada redistribuição de renda decorrente da política de recuperação do poder de compra do SM e de um ambiente mais favorável ao crescimento dos salários médios, já que é um setor fortemente intensivo em trabalho; e ii) do menor crescimento da produtividade no setor de serviços vis-à-vis ao setor industrial. (BRAGA, 2013, p. 720).

Por fim, e mais importante, foram as variáveis da ‘inflação importada’, notadamente a taxa de câmbio nominal e os preços das *commodities*. As pressões externas foram a principal causa da inflação na primeira década do Regime de Metas de Inflação.

As estimativas apontam que a inflação importada foi o principal tipo verificado de inflação na economia brasileira na década de 2000, seja por causa das pressões cambiais (ocorridas, grosso modo, na primeira metade da década) seja por causa das pressões dos preços das *commodities* (relevante principalmente na segunda metade da década) (BRAGA, 2013, p. 713)

O único setor da economia não suscetível aos choques externos foi o de serviços não monitorados, não tendo impacto pela desvalorização da taxa de câmbio nominal tampouco aumento do preço das *commodities*. Tanto na inflação cheia quanto nos componentes desagregados de preços ao consumidor, a inflação importada apresentou forte significância estatística. Isto corrobora a relação causal defendida ao longo deste trabalho, de que os processos repentinos de aumento do nível de preços da economia brasileira são, em sua maioria, reflexos de um choque exógeno que desvaloriza a moeda nacional e encarece insumos de produção amplamente utilizados – as *commodities*.

Como a inflação de demanda não apresentou relação direta com o comportamento inflacionário, apenas indiretamente através da criação de condições de melhor poder de barganha no mercado de trabalho, políticas de contenção de demanda são capazes de mitigar o conflito distributivo, mas às

custas de prejudicar a remuneração dos trabalhadores, reduzindo seus salários, e tendo como consequência o estancamento do próprio dinamismo econômico. Salienta-se, ainda, de que os aumentos salariais foram consequência do próprio crescimento econômico vivenciada na primeira década da economia brasileira a partir do ano de 2004.

## CONCLUSÃO

O presente trabalho teve o intuito de realizar uma revisão bibliográfica capaz de analisar as abordagens do *mainstream* e pós-keynesiana sobre a dinâmica da inflação, da condução da política monetária sob o Regime de Metas de Inflação e a dinâmica de comportamento dos preços na economia brasileira. Procurou-se privilegiar a abordagem pós-keynesiana onde as variáveis resultantes do conflito distributivo, como os salários nominais, taxa de juros nominais, taxa de câmbio e rendas/commodities são os determinantes da dinâmica de preços.

Essa interpretação se torna crucial para se analisar as diretrizes do Novo Consenso Macroeconômico e seu principal instrumento, o Regime de Metas de Inflação. Isto porque, na visão do *mainstream*, qualquer disparidade entre a inflação observada – até mesmo esperada – e a meta de inflação estabelecida deverá ser compensada, essencialmente, por um aumento da taxa de juros por parte do Banco Central. A concepção de inflação causada por discrepâncias entre valores correntes e supostas taxas naturais (de juros, produto ou desemprego), faz com que juros altos e recessão sejam um ‘mal necessário’ que trariam a estabilidade dos preços, ou uma redução da inflação – prioridade da política econômica.

Entretanto, a discussão feita no capítulo 1 e 3 evidencia que a economia brasileira é estruturalmente vulnerável frente a choques externos, ocasionando volatilidade na taxa de câmbio. Como a taxa de câmbio nominal é a principal determinante do nível de preços, essas oscilações ocasionam movimentos

abruptos nas taxas de inflação – dificultando o objetivo do Banco Central de se manter a estabilidade da moeda.

A experiência do Plano Real suscita o debate acerca do pressuposto de que a estabilidade do nível de preços, por si só, é capaz de levar o país para o caminho do desenvolvimento. O controle da inflação ocorreu por meio da taxa de câmbio fortemente administrada e esta, por sua vez, só foi possível por meio de elevadas taxas de juros reais. A persistência de um alto nível de juros reais acabou tendo um efeito sobre a demanda, consumo e investimento, da economia brasileira. Giambiagi *et al* (2011) estima 7,2% de taxa de desemprego em dezembro de 2002 contra 5,1% em dezembro de 1994.

Dessa forma, salienta-se que recorrentes prejuízos às condições de demanda – por meio de aumentos na taxa básica de juros, almejando a convergência de preços através do canal do câmbio – compromete a expectativa de consumo futuro e aumenta o nível de incerteza, reduzindo a taxa de investimento e, consequentemente, a própria capacidade de crescimento da economia.

A crítica feita neste trabalho não significa, entretanto, argumento para a substituição do Regime de Metas de Inflação, mas sim para o aprimoramento do mesmo. Alterações institucionais, como a mudança de ano-calendário para horizonte contínuo, feito pelo atual ministro da Fazenda, Fernando Haddad, contribui para aperfeiçoar o regime – pois diminui a disparidade de atuação do Banco Central do Brasil em relação à outras autoridades monetárias mundo afora e fornece maior ‘grau de liberdade’ para a política monetária convergir a inflação ao longo do tempo.

Assegurar a estabilidade de preços ao mesmo tempo em que se preocupa com o nível de emprego é condição *sine qua non* para se alcançar a missão institucional do Banco Central, de garantia da estabilidade do poder de compra da moeda, do zelo por um sistema financeiro sólido, eficiente e competitivo, e do fomento para o bem-estar econômico da sociedade.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARAUJO, Victor Leonardo de; MATTOS, Fernando Augusto Mansor de. **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações.** 2020.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Transmissão da Política Monetária. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/transmissaopoliticamonetaria>>. Acesso em: 4 jul. 2024.
- BASTOS, Carlos Pinckusfeld; BASTIAN, Eduardo F.; BIELSCHOWSKY, Ricardo. Some stylized facts on external shocks and inflation upsurge in Brazil, 1951-1985. **Nova Economia**, v. 32, n. 03, p. 719-742, 2022.
- BRAGA, Julia de Medeiros. **O atual regime de política econômica favorece o desenvolvimento?** 2010.
- BRAGA, Julia de Medeiros. A inflação brasileira na década de 2000 e a importância das políticas não monetárias de controle. **Economia e Sociedade**, v. 22, p. 697-727, 2013.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Hiperinflação e estabilização no Brasil: o primeiro Plano Collor. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 11, n. 4, p. 565-591, 1991.
- BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre A.; WERLANG, Sergio R. da C. Implementing inflation targeting in Brazil. **Werlang, Sergio R., Implementing Inflation Targeting in Brazil (July 2000). Banco Central do Brasil Working Paper**, n. 1, 2000.
- CARLIN, Wendy; SOSKICE, David. Macroeconomics: imperfections, institutions, and policies. **OUP Catalogue**, 2005.
- DE PAULA, Luiz Fernando Rodrigues; SARAIVA, Paulo José. Novo consenso macroeconômico e regime de metas de inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, v. 36, n. 128, p. 19-32, 2015.
- FERRAZ, F. Três ensaios sobre a economia brasileira nos anos 86-91: uma reavaliação clássica do período Cruzado–Collor; aspectos teóricos do Plano Collor e uma reavaliação clássica do Plano Collor (Plano Brasil Novo). **Rio de Janeiro: Tese de Doutorado-IE/UFRJ**, 2017.

GIAMBIAGI, Fabio et al. **Economia brasileira contemporânea (2<sup>a</sup> ed.).** Elsevier Brasil, 2011.

GODLEY, Wynne. **Money, finance and national income determination: An integrated approach.** Working paper, 1996.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. Metas para a taxa de câmbio, agregados monetários e inflação. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 22, n. 1, p. 36-54, 2002.

MISHKIN, Frederic S. **Monetary policy strategy: lessons from the crisis.** National Bureau of Economic Research, 2011.

KRIESLER, Peter; LAVOIE, Marc. **The New View On Monetary Policy: The New Consensus And Its Post-Keynesian Critique.** Working paper, 2004.

MODIANO, E. M. A ópera dos três cruzados, 1985 - 1990. In: **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil.** [Nova edição revista e atualizada], 3a tiragem ed. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Elsevier Editora, 2014.

LAVOIE, Marc. **Post-Keynesian economics: new foundations.** Edward Elgar Publishing, 2022.

PINKUSFELD, Carlos. **Conflito distributivo e inflação.** Texto para Discussão, 2010.

SERRANO, Franklin Leon Peres; DE FIGUEIREDO SUMMA, Ricardo. Uma sugestão para simplificar a teoria da taxa de juros exógena. **Ensaios FEE**, v. 34, n. 2, 2013.

SICSÚ, João. A URV e sua função de alinhar preços relativos. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 16, n. 2, p. 236-251, 1996.

SILVA, Maria Luiza Falcão. Plano Real e âncora cambial. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 22, p. 387-407, 2020.