



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA**

GABRIEL HENRIQUES ALVES BRAULE PINTO

**A EFICÁCIA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO ENQUANTO POLÍTICA
ANTI-INFLACIONÁRIA NO BRASIL**

**Rio de Janeiro
2019**

GABRIEL HENRIQUES ALVES BRAULE PINTO

**A EFICÁCIA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO ENQUANTO POLÍTICA
ANTI-INFLACIONÁRIA NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Ana Cristina Reif

**Rio de Janeiro
2019**

GABRIEL HENRIQUES ALVES BRAULE PINTO

**A EFICÁCIA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO ENQUANTO POLÍTICA
ANTI-INFLACIONÁRIA NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em

Prof^a. Ana Cristina Reif

Prof^a. Maria Isabel Busato

Prof. Antonio Luis Licha

“Let us be enraged about injustice, but let us not be destroyed by it.”

Bayard Rustin

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente aos meus avós, Eva e José, por todo o carinho, amor e atenção dedicados ao longo de suas vidas e a certeza de que sempre me acompanharão, esteja eu onde estiver. Aos meus pais, Elizabeth e Carlos Eduardo, pela vida, pela paciência e boa-vontade em me compreender, aceitar e apoiar. Também aos meus padrinhos, Mônica e Luís Claudio, por atinarem minha curiosidade desde cedo e possibilitarem minha expansão enquanto indivíduo.

Ao meu irmão Eduardo, fonte de orgulho pela pessoa que se tornou, por ser quem mais me entende, me defender e estar ao meu lado em todos os momentos. À minha amiga, irmã de alma, Tatiana, por me acompanhar nessa caminhada há tanto tempo, por me compartilhar de maneira tão generosa sua família – em especial, seus pais Ângela e Cesar – e ser meu porto seguro nas horas mais incertas.

Também agradeço a todos meus outros amigos, em especial aos da Tijuca e de Recife – meus dois lares; vocês são muito queridos e me inspiram a ser uma pessoa melhor a cada dia. Gostaria de agradecer em especial, a Beatriz Maciel, minha companheira nessa batalha homérica que foi chegar até o fim do curso; a Maria por me suportar cotidianamente e na construção de um lar; e a Laís, pela ajuda nesse trabalho.

Aos meus primos queridos, em especial a Carol, Mayra e Hanna: três mulheres que me influenciam por perfis completamente distintos, mas que se unem pela fibra, coragem e vontade de realizarem seus sonhos.

Ao BNDES e aos meus colegas de trabalho pelo seu auxílio e sua flexibilidade durante todos os anos da graduação. Sobretudo à equipe de Eventos e Espaço Cultural por tornarem meu ofício mais leve e possibilitarem novos horizontes.

Por fim, à Anna Lúcia por todos os sermões dispensados e o incentivo e a grande ajuda à conclusão do curso. E, principalmente, à minha orientadora, Ana Cristina Reif, por todo apoio, pelo embasamento acadêmico, as conversas e, principalmente, à paciência durante, não somente o trabalho, mas toda a graduação.

RESUMO

O presente trabalho busca analisar a eficácia do Regime de Metas de Inflação no contexto brasileiro a partir de uma análise histórica, teórica e do debate com a literatura existente acerca do assunto. Compila também um breve resumo da inflação brasileira no período entre 2000 e 2015 a partir de um levantamento de dados, além de reunir propostas anti-inflacionárias alternativas ao modelo. Por fim, a partir da avaliação feita busca soluções e novos caminhos para a manutenção do controle da inflação obtida a partir da implementação do plano Real.

PALAVRAS-CHAVE: Metas de Inflação; Inflação; Plano Real; Políticas Anti-Inflacionárias

ABSTRACT

This study seeks to analyze the efficiency of the Inflation Targeting Regime in Brazil from a historical and theoretical investigation, in addition to review the existing literature on the subject. It also compiles a brief summary of Brazilian inflation rate between the years 2000 and 2015, based on a data survey, along with an anti-inflationary policies assembly which are alternative to the model. Finally, from the assessment, it seeks solutions and new paths for the price stability obtained from adopting Plano Real.

KEY-WORDS: Inflation Targeting (IT); Inflation; Plano Real; Anti-inflationary policies

LISTA DE ILUSTRAÇÕES E TABELAS

Figura 1 - Gráfico metas para a Inflação, Intervalos de Tolerância e IPCA efetivo ...43

Tabela 1 - Histórico das metas para a inflação (Fonte: Banco Central do Brasil)43

Tabela 2 - Variação anual dos seguintes dados.....66

SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas
BCB	Banco Central do Brasil
BCB-Depec	Departamento Econômico do Banco Central do Brasil
BCB-Dstat	Departamento de Estatística do Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IE	Instituto de Economia
IC-Br	Índice de Commodities - Brasil
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
MTb	Ministério do Trabalho
NCM	Novo Consenso Macroeconômico
RIT	Relatório de Inflação Trimestral
RMI	Regime de Metas de Inflação
UFRJ	Universidade Federal do Rio de Janeiro

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1. INFLAÇÃO, SUAS CAUSAS E A SITUAÇÃO BRASILEIRA	12
1.1. CONCEITO DE INFLAÇÃO E SUAS CAUSAS.....	12
1.2. INFLAÇÃO BRASILEIRA DE 2000 A 2015.....	19
2. POLÍTICAS ANTI-INFLACIONÁRIAS (PAI) E O CASO BRASILEIRO	29
2.1. BREVE HISTÓRICO DO DEBATE SOBRE A INFLAÇÃO NO BRASIL	29
2.1.1. <i>Hiperinflação e planos de estabilização</i>	29
2.1.2. <i>Plano Real e estabilização de preços</i>	32
2.2. REGIMES DE META DE INFLAÇÃO (RMI)	35
2.2.1. <i>Novo Consenso Macroeconômico</i>	35
2.2.2. <i>Regime de Meta de Inflação no Brasil</i>	41
2.3. POLÍTICAS ANTI-INFLACIONÁRIAS NÃO CONVENCIONAIS.	44
3. A EFICÁCIA DO RMI: ANÁLISES E ALTERNATIVAS	49
3.1. A EFICÁCIA DO RMI NO CASO BRASILEIRO	49
3.1.1. <i>Defesa do RMI</i>	49
3.1.2. <i>Crítica ao RMI</i>	54
3.2. ANÁLISE E ALTERNATIVAS	56
4. CONCLUSÃO	64
5. ANEXOS	66
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	67

INTRODUÇÃO

O Regime de Metas de Inflação é o modelo de política anti-inflacionária desenvolvida dentro do contexto teórico do Novo Consenso Macroeconômico que visa à estabilidade de preços a partir da priorização da política monetária e a instrumentalização da taxa básica de juros de curto prazo. Tal sistema se disseminou entre as economias na década de 90, sendo adotado no Brasil em 1999 e em vigor até os dias atuais. O protagonismo de sua execução dentre as políticas promovidas pelo governo, bem como seus desdobramentos, são fomentadores de um intenso debate entre as escolas de pensamento econômico no país. O objetivo geral do presente trabalho, portanto, é discutir e analisar o Regime de Metas de Inflação enquanto política anti-inflacionária no contexto brasileiro.

O primeiro capítulo tem por objetivo compreender o conceito de inflação e suas causas, para então detalhar o processo inflacionário num recorte da economia brasileira recente. Para isso, busca-se, com base na literatura existente, definir um conceito para inflação e elencar quais são seus principais motivadores sob a ótica dicotômica de custo e demanda, mas não se limitando a esses dois grupos. Após, é feito um copilado do histórico inflacionário ano a ano desde 2000 até 2015 a partir, principalmente, da análise trimestral feita pela autoridade monetária dos seus principais componentes seguida de uma breve categorização.

O segundo capítulo, por sua vez, tem por objetivo compreender a implementação do Regime de Metas de Inflação no país, tendo em vista sua base teórica e o processo inflacionário brasileiro, além de apresentar propostas de políticas anti-inflacionárias não convencionais. Assim, inicia-se com uma retrospectiva do período hiperinflacionário brasileiro, passando pela estabilização dos preços advinda da adoção do plano Real.

Na sequência, uma vez discriminados o pano de fundo histórico do país e o contexto do Novo Consenso Macroeconômico, no qual surge a base teórica para o desenvolvimento do sistema, ainda no segundo capítulo, há a análise da adoção e execução do Regime de Metas de Inflação no Brasil, seus mecanismos de funcionamento e peculiaridades. Encerrando a seção, em contraste com o que foi visto imediatamente antes, são apresentadas políticas anti-inflacionárias não

convencionais para o controle de preços a partir de uma literatura heterodoxa, majoritariamente pós-keynesiana.

O terceiro e último capítulo reúne o debate existente na literatura e no cenário econômico sobre o Regime de Metas de Inflação e uma avaliação a partir do que foi abordado ao longo do trabalho. Segue com argumentos favoráveis e contrários ao modelo monetário a partir de análises teóricas e empíricas. Conclui com uma avaliação do regime, dado o caso brasileiro e o que foi observado no decorrer do trabalho, buscando sugerir eventuais soluções para dilemas encontrados com a adoção do modelo.

1. INFLAÇÃO, SUAS CAUSAS E A SITUAÇÃO BRASILEIRA

1.1. Conceito de inflação e suas causas

Apesar das diversas divergências entre as correntes e escolas de pensamento econômico, pode-se dizer que há certo consenso sobre o conceito de inflação. Ele se caracteriza por um aumento generalizado e contínuo no nível de preços em uma determinada economia. Entretanto, por mais que conceitualmente sua definição seja consonante, informações complementares acerca da natureza e outros fatores observáveis do evento são passíveis de debates na academia e geram diferentes teorias que buscam explicar processos inflacionários.

A justificativa para a existência dessas inúmeras teorias para Shapiro (1973) se encontra no fato de que esses acontecimentos são originados por diferentes fatores a depender da economia analisada, sem contar o caráter dinâmico do processo. Para o autor isso resulta em uma sobreposição e inter-relação entre as numerosas teorias, uma vez que não há uma única que seja capaz de explicar todos os tipos de inflação. Entretanto, um fator fundamental para a sua compreensão é distinguir seus agentes motivadores.

Como aponta Sicsú (2003), na segunda metade do século passado, o debate acerca das causas originárias de processos inflacionários cresceu em duas vertentes concomitantes, cada uma sendo elaborada a partir da observação do seu próprio ambiente. Na América Latina, o debate cepalino tendia para o desenvolvimento de uma teoria estruturalista, na qual a inflação decorria de imperfeições estruturais. Seu método analítico buscava compreender as causas que

tornavam a inflação, assim como o déficit externo nessas economias, consequências do seu crescimento econômico.

Enquanto isso, nas economias centrais, o método analítico de busca pelas causas da inflação também dominava o debate econômico, por mais que os resultados divergissem dos encontrados pelos cepalinos. Um exemplo seria o artigo norte-americano que determina a busca pelas causas como uma questão essencial para elaboração de políticas anti-inflacionárias,

One key issue is the identification of the fundamental source or sources of inflationary pressure. Does inflation arise from the demand side of the goods, factor, and asset markets, from the supply side, or from some combination of the two-the so-called mixed inflation? [...] Answers to such questions are not only academic but have important policy implications. Thus, if an inflation is due to excess demand, it is generally considered controllable by demand-reducing fiscal and monetary policies. If it is due largely to forces of cost and supply, it may not yield to such easy therapy. (BROFENBRENNER; HOLZMAN, 1965, p.47)

Contudo, ainda que tal conclusão vá ao encontro do mesmo método analítico utilizado nos ensaios estruturalistas, suas conclusões divergem. Surge então, no debate norte-americano da época, a conclusão de que as causas para a inflação possam ser divididas em de demanda (*demand-pull*) ou de custos (*cost-push*). A partir do desenvolvimento dessa visão, torna-se amplamente aceito que as causas inflacionárias possam ser predominantemente analisadas sob essas óticas, uma vez que a análise sob essa perspectiva se sobrepõe embarcando amplamente outras, como é o caso da estruturalista. Dessa maneira, nessa primeira seção, o trabalho buscará debater as causas da inflação surgidas, não somente, a partir da discussão norte-americana da década de 60 entre demanda e oferta (custos), bem como outras existentes e relevantes no cenário brasileiro.

Pelo lado da oferta, ou dos custos, encontra-se a mais variada gama de fatores que tendem a causar pressões inflacionárias. Como qualquer variável, o impacto desses fatores sobre a inflação final depende também das situações econômicas em que elas ocorrem, como por exemplo: qual o hiato de emprego, definido como a diferença entre o potencial para o pleno emprego e a taxa de emprego corrente; qual o grau de concentração da economia, sendo ela próxima a concorrência atomizadas ou ao monopólio; e qual o grau de abertura da economia, analisando a partir da definição de Davidson (1994) como a razão entre os gastos domésticos com importação e os gastos domésticos totais com bens e serviços.

Também é importante definir quanto tal economia transaciona com o mundo e como os preços externos compõem suas cestas de preços e seus produtos. A partir da leitura de Sicsú (2003), pode-se definir que alguns dos possíveis fatores sob essa ótica são:

Inflação de salários: é o aumento da inflação gerada por um aumento nominal nos salários dos trabalhadores, levando ao aumento nos custos de produção de uma firma. Vale observar que se esse aumento à margem for compensado por um aumento de igual tamanho na produtividade, o aumento dos seus custos é anulado.¹ A situação econômica principal para que ocorra inflação de salários é a de baixo hiato de emprego, isso porque, em tal situação, a capacidade de barganha de trabalhadores e sindicatos junto aos empregadores aumenta. Não só pela ótica do trabalhador, mas quanto menor o hiato de emprego, mais fácil se torna para o empregador realizar o repasse desse custo para o preço², anulando, eventualmente, os ganhos reais dos trabalhadores.

Outro fator importante para análise é a concentração econômica, fundamentalmente, do setor no qual estão ocorrendo as pressões salariais. Quanto maior for o monopólio no setor, menor a necessidade de um baixo hiato de emprego para viabilizar o repasse dos aumentos salariais aos preços. Isso porque, nos setores onde há uma maior concorrência entre as firmas, um aumento de preços leva a uma perda de mercado, fazendo com que a própria empresa prefira no fim não repassar esse aumento do custo, mas absorvê-lo a partir da redução de sua massa de lucro³. Vale notar também, como aponta Tobin (1972), a maior importância de sindicatos em mercados monopolizados, do que de concorrência perfeita, uma vez que neles as reivindicações precisam de maior pressão.

Inflação importada: é o aumento da inflação gerado por algum fator advindo do exterior. Nem toda economia está sujeita aos impactos desse tipo de inflação, sendo as mais suscetíveis as que possuem um maior grau de abertura econômica, uma vez que, como importados têm uma maior participação na cesta de consumo, uma flutuação de preços externos rapidamente é passada para o preço final do consumidor doméstico. Essa flutuação pode se dar tanto em relação ao aumento de preços no mercado externo, como também por variações na taxa de câmbio. A taxa de composição de importados nos insumos de produção também é um fator

¹SICSÚ (2003, p. 122)

²SICSÚ (2003, p. 122)

³ROSSETTI; LOPES (2009, p.325)

importante propagador desse tipo de inflação. Assim como na cesta de consumo, quanto maior for a participação de importados no processo produtivo, maior é o potencial desse tipo de inflação por meio de custos repassados pelas firmas⁴. Como na situação anterior, por mais que não sejam as razões motivadoras do aumento de preços na origem, um baixo hiato de emprego e/ou um alto grau de concentração econômica favorecem esse tipo de inflação, ao facilitar o repasse da alta do custo dos importados das firmas para os consumidores.

Inflação de commodity/imposto: é o aumento da inflação gerado por maiores custos de produção decorrentes de algum choque de oferta inflacionário/alíquota de imposto. A alta de preços de insumos decorrentes do choque de oferta impacta diretamente os custos de matéria-prima de uma firma, e conseqüentemente seus custos de produção. Exemplos de choque de oferta são a quebra de uma safra agrícola, o embargo à compra de algum produto, ou seu racionamento/escassez. Outro fator que pode impactar diretamente a produção e os insumos é um aumento nas alíquotas de impostos. Tal aumento, assim como um choque de oferta, também entra como um dos componentes de custo da firma. Como nos casos anteriores, um baixo desemprego potencial e um mercado altamente imperfeito facilitam o repasse desses custos para o consumidor final. O choque de oferta de um insumo específico ou o aumento setorial de um imposto, por mais que não seja generalizado, pode ter reflexos na inflação caso atinja um setor que seja monopolista, facilitando assim o repasse desse custo da firma para o consumidor.

Inflação de lucros: é o aumento da inflação gerado por um crescimento nas margens de lucro, dada a elasticidade da demanda, típica de economias monopolistas. Tal tipo de inflação independe do hiato de emprego, dependendo totalmente do grau de imperfeição do mercado e era uma das mais populares para explicar o viés inflacionário quando foi desenvolvido o debate de *cost-push inflation*:

Probably the most popular explanation of the inflationary bias of the economy is concentration of economic power in large corporations and unions. These powerful monopolies and oligopolies, it is argued, are immune from competition in setting wages and prices. (TOBIN, 1972, p. 128)

Quanto mais monopolizado for um mercado e favorável for a elasticidade da demanda a um aumento de preços, maior é o potencial dessa inflação em

⁴ SICSÚ (2003, p. 124)

determinada economia. Também não há consenso quanto ao comportamento das margens de lucro em situações de crescimento econômico.

Uma vez elencadas as diferentes vertentes das inflações de custos, a partir do que foi apresentado por Sicsú (2003), percebe-se que uma necessidade comum para o repasse do aumento de custos para o consumidor final é o grau de monopólio da economia ou do setor afetado. Da mesma forma, outra condição fundamental para que haja esse tipo de repasse inflacionário é a existência de um baixo hiato de emprego, justificando assim a alta de preços por parte das firmas. A identificação de tais elementos é relevante para um futuro diálogo com as condições existentes no caso de inflação de demanda que será apresentado a seguir.

Pelo lado da demanda, os casos são mais simples e mais facilmente agrupados. Generalizando, ocorre que, numa situação de pleno emprego, ou próxima a ele, um aumento na demanda agregada não consegue ser correspondido na mesma proporção pelo lado da oferta dada as limitações de trabalhadores. Por mais que se espere que esse aumento faça com que o sistema busque operar o mais próximo de sua fronteira de produção, a resposta dada pela oferta não apresenta retornos constantes.

Inflação de retornos decrescentes: é o aumento da inflação gerado por maiores custos de produção uma vez que se utilizam recursos cada vez menos eficientes, sendo o principal deles, o trabalho. Como aponta Sicsú (2003), para a escola keynesiana clássica, esse é o tipo de inflação que provoca aumento de custos e de preços dado qualquer diminuição no hiato de emprego⁵. No debate contemporâneo, admite-se que as firmas operem com retornos constantes para um intervalo considerável do hiato de emprego, só operando com retornos decrescentes muito próximas ao pleno emprego. As firmas tendem a se proteger dessa situação estocando insumos, capitais e mão-de-obra qualificada, mantendo assim seus retornos constantes. Entretanto, numa situação limite de proximidade ao pleno emprego, dada a oferta escassa de mão-de-obra qualificada, são contratados trabalhadores menos qualificados que produzem de maneira menos eficiente com o capital disponível, dessa forma, aumentando os custos marginais de produção. Como se encontram numa situação de baixíssimo hiato de emprego, esses custos são facilmente repassados ao consumidor final.

⁵ SICSÚ (2003, p. 124)

O aumento da oferta, portanto, é mitigado pelos retornos decrescentes do trabalho até não haver mais hiato de emprego – a economia se encontra no pleno emprego. A partir desse ponto, a oferta não encontra mais espaço para expansão, fazendo com que desse modo, por exemplo, um estímulo de demanda provoque o aumento de preços, por isso sua origem é de demanda e não de custos⁶. Dessa forma, também se percebe que o fator norteador da inflação sob a ótica da demanda é a necessidade da economia estar operando em pleno emprego ou próxima a ele.

Por mais que tenham sido analisadas de maneira tão bivalente as inflações de demanda e oferta, deve-se lembrar de que a análise foi feita sobre as causas de processos inflacionários, suas origens. Portanto,

Embora esta dicotomia agora faça parte da linguagem da Economia, alguns economistas contestam sua implicação de que uma inflação seja *ou* provocada pela demanda, *ou* impulsionada pelo custo. Argumentam que qualquer processo inflacionário real contém algum elemento de ambas. (SHAPIRO 1972, p.660).

Ademais, mesmo que as denominações tenham sido apresentadas de maneira tão dicotômica é importante realçar a existência de outros três tipos de inflação, que não se enquadram especificamente na divisão demanda/custo. Além disso, também têm uma relevância literária e serão muito importantes no decorrer da próxima seção em especial ao se fazer o detalhamento empírico dos dados inflacionários entre os anos de 2000 e 2015. Seus conceitos também serão abordados nos próximos dois capítulos

Inflação Inercial: é o aumento de preços presente justificado por um aumento de preços passado; a tendência de aumento de preços independente de fatores reais ou monetários. Ademais, apesar de não ser uma condição, está fortemente ligada à indexação⁷, formal ou informal, dos preços e rendimentos na economia. No caso brasileiro em particular está muito vinculada a reajustes salariais –

⁶ Vale destacar que o presente trabalho se distancia da análise de Sicsú (2003) ao entender a inflação de retornos decrescentes como um componente de demanda e não de custos, como é feito pelo autor. Isso porque ela se dá por um movimento de aumento da demanda que não consegue ser correspondido pela oferta, enquanto os outros casos analisados anteriormente - vinculados a custo – independem de variações na demanda para ocorrer..

⁷ A indexação consiste em um sistema de reajuste de preços e rendimentos de acordo com algum índice. Geralmente é praticado em economias com forte teor inflacionário como um mecanismo por parte dos agentes de defesa. Por mais que faça sentido a partir de uma perspectiva individual acaba gerando esse efeito inercial no agregado, como aponta Modenesi (2005).

principalmente nos últimos anos com a regra de reajuste do salário mínimo dado o IPCA – e a preços administrados via contratos – principalmente nos setores de energia e telefonia. Um caso particular de inflação inercial, muito relevante no cenário brasileiro, será visto logo abaixo e se refere ao aumento de preços tão somente por expectativas, i.e., pela crença que isso continuará persistindo.

Inflação de expectativa: é o aumento de preço resultado das expectativas dos agentes em relação a uma inflação. Segundo a hipótese de expectativas adaptativas, os agentes projetam uma taxa de inflação futura baseada numa taxa de inflação passada (*backward looking*). A inflação inercial tratada acima é uma especificidade de uma inflação de expectativa baseada na crença de manutenção das taxas passadas. Esse tipo de aumento de preços também pode ser explicado através da hipótese de expectativas racionais, segundo a qual o agente projeta uma taxa de inflação (*forward looking*) baseada em todas as informações que tem disponível. Nesse caso em particular, a simetria e a disponibilidade de informação são fundamentais para a convergência das expectativas com a taxa de inflação de fato da economia – esta questão será de suma importância quando for analisado adiante, o regime de meta de inflação.

Inflação estrutural: é o aumento de preços derivado de deficiências em fatores estruturais de certa economia. Esse conceito se desenvolve dentro do contexto da teoria estruturalista devolvido pela CEPAL na metade do século XX e entende a inflação como um sintoma de uma cadeia estrutural subdesenvolvida concebida historicamente da relação centro/periferia que condena economias emergentes a processos inflacionários crônicos segundo Modenesi (2005).

Dentre os fatores típicos que justificam esse tipo de inflação podem ser citados: os conflitos distributivos derivados da desigualdade de renda impactando os salários e lucros; a inelasticidade da oferta de produtos agrícola e suas consequências sobre os preços de alimento; balança de pagamentos cronicamente deficitárias resultando em uma desvalorização constante do câmbio e um aumento na inflação importada; e a rigidez do orçamento público e a dificuldade na expansão de investimentos que possibilitem uma ampliação da oferta e/ou resolução de gargalos logísticos. Percebe-se, logo, que a inflação estrutural nada mais é do que uma compilação de diversos tipos de inflação de custo característicos a uma economia por fatores históricos e que surgem em situações de crescimento econômico.

Na próxima seção o trabalho buscará copilar os diferentes fatores componentes do preço entre os anos 2000 e 2015, a partir de relatórios de inflação emitidos pelo Banco Central e avaliar os principais componentes inflacionários para podermos, assim, derivar a efetividade da política anti-inflacionária brasileira.

1.2. Inflação brasileira de 2000 a 2015

A partir de três documentos – Boletim do Banco Central do Brasil (Relatório Anual de 2000 a 2015), Relatório de Inflação do Banco Central do Brasil (trimestral de 2000 a 2015) e Carta de Conjuntura do IPEA (2007 a 2015) – foi feita uma análise das variáveis de inflação⁸ no período entre os anos 2000 e 2015, classificando-as em de demanda ou de oferta, para dessa maneira poder inferir sobre a potencial efetividade do Regime de Metas de Inflação no país. A escolha dessa janela temporal se dá por conta da adoção do regime em 1999, o que permite um breve intervalo para pequenos ajustes de adaptação ao regime por parte da autoridade monetária, bem como algum distanciamento do presente para uma melhor análise.

Cada ano tem um resumo de suas características inflacionárias seguida por uma breve análise desses componentes sumarizados a partir do que foi descrito na seção anterior.

2000: o primeiro ano da série analisada começa com uma inflação que já vinha em declínio do ano anterior contida especialmente por uma excelente safra agrícola. No segundo trimestre, a despeito de aumentos nos preços administrados (combustíveis) e de 11% no salário mínimo, a inflação se mantém contida graças à safra recorde de grãos e, como diz o Banco Central no seu Relatório de Inflação Trimestral (RIT), apontam uma ausência de inflação de demanda. O segundo semestre começa, contudo, com uma reversão nesse cenário, impactado principalmente por uma entressafra agrícola e o reajuste em preço administrados que acaba se resfriando no fim do ano dado a antecipação de chuvas no campo e a não propagação dos preços administrados nos meses seguintes.

⁸ O índice adotado pelo Banco Central do Brasil é o IPCA, como será visto no próximo capítulo.

Pode-se concluir, portanto, assim como é apontado no 3º RIT do Banco Central do ano⁹, que mesmo com o crescimento econômico os fatores inflacionários desse ano são majoritariamente choque de oferta na safra agrícola; aumento de preços administrados; aumento no salário mínimo. Os índices de preços ficaram abaixo do que era esperado para o período, sendo segurados principalmente pelos bons resultados no setor primário.

2001: o segundo ano, começa com um significativo aumento de preços principalmente por fatores sazonais como reajuste de preços escolares, transporte públicos nas grandes cidades, além de resultado agrícola não tão favorável quanto do ano anterior. No segundo semestre, houve certa estabilidade de preços dado o equilíbrio entre a depreciação cambial e o arrefecimento de produtos agrícolas e gasolina. O segundo semestre começa com forte pressão inflacionária vinda de preços administrados – combustíveis; transporte urbano; e energia elétrica – somados às pressões cambiais. Finalmente, embora o final semestre tenha mostrado o esgotamento do impacto dos preços administrados, o aumento dos preços livres, a recomposição das margens e aumentos dos custos de alimentação, todos decorrentes da depreciação cambial impactaram fortemente o aumento dos preços.

Dessa forma, como aponta o primeiro RIT de 2002¹⁰, o grande fator inflacionário do ano foi a depreciação cambial, refletindo pressões do custo de produção. Ela impediu o esfriamento de preços generalizado da economia, mesmo quando outros setores mostravam trégua. Aliado a ele, houve aumento nos preços administrados. Os índices de preço ficaram acima do esperado.

2002: começa com dois aumentos sazonais típicos do período, educação e alimentação, aliados a um aumento nos preços administrados de energia e combustíveis. No segundo trimestre, o preço dos alimentos resfriou as pressões inflacionárias, enquanto combustíveis e seus derivados pressionaram, refletindo a alta internacional. O segundo semestre começa com aumento de preços focalizados, destacando-se os influenciados pela depreciação cambial que começou em maio como *commodities*, preços monitorados e de alimentação, dada a entressafra

⁹RELATÓRIO DE INFLAÇÃO. Brasília: BCB, v. 4. set. 2000, p. 74. Trimestral.

¹⁰RELATÓRIO DE INFLAÇÃO. Brasília: BCB, v. 10. mar. 2002, p. 33. Trimestral.

agrícola. O fim do ano, contudo apresentou o maior aumento de preços desde a criação do Plano Real, tendo como principal fator de pressão a forte depreciação cambial. As restrições de oferta no setor primário aliada a um aumento nos preços monitorados ajudaram a criar esse cenário.

Mais ainda do que no ano anterior, o componente inflacionário mais importante foi a depreciação cambial. Outros dois fatores também ampliaram o cenário inflacionário - preços monitorados e restrição no setor primário - ambos reconhecidos pelo RIT como choques de oferta, que no segundo trimestre tiveram efeitos contrários, mas caminharam para o impacto inflacionário no decorrer do ano. Pode-se citar também, dada a amplitude do aumento de preços na cesta de produtos, principalmente nos preços administrados, o caráter inercialista que tal pressão apresentou¹¹. Os índices de preço ficaram bem acima das expectativas e apresentaram as maiores taxas desde a implementação do plano Real.

2003: começa com os dois tradicionais aumentos sazonais – alimentação e gastos com educação – além dos reajustes em alguns preços monitorados – combustíveis; energia elétrica; e transporte público. Nos segundo e terceiro trimestres, os preços mantêm tendência declinante inferindo um esgotamento dos impactos cambiais, favorecidos pelos preços de alimentos e monitorados, além de um esfriamento na demanda. Mostram também provavelmente o fim de incertezas decorrentes do processo políticos que agiam para instabilidade de preços. O fim do ano acaba com a manutenção do cenário anual e um aquecimento da economia, com um leve aumento dos preços das *commodities*.

Dessa forma, 2003 foi o primeiro ano da série onde dois componentes de demanda foram importantes fatores na composição da inflação. Primeiramente, pelo lado da oferta de moeda monetária, enquanto a autoridade monetária adotou medidas para evitar que o aumento de preços em setores específicos transbordasse para outros setores da economia, também, pelo lado real da economia, houve resfriamento da demanda. Apesar de não terem protagonismo, vale notar a participação relevante de fatores de custo na composição da inflação. Os índices de preço ficaram um pouco acima da meta.

¹¹RELATÓRIO DE INFLAÇÃO. Brasília: BCB, v. 14. mar. 2003, p. 37. Trimestral.

2004: começa mantendo o aumento já apresentado no fim do ano anterior das *commodities*, além dos aumentos sazonais em alimentação e educação. O segundo trimestre, apesar da crescente atividade econômica, mantém uma inflação menor do que no ano anterior, ainda impactada pelas *commodities*, altamente influenciadas pelos preços no cenário externo, que acabam direcionando os preços no atacado. Houve pressão de demanda via preços livres saúde, remédios e vestuário. O terceiro semestre mantém um cenário de inflação acelerando, com influências de alimentação, preços monitorados e varejo – compelidos pelos preços no atacado via *commodities*. Elas continuam a pressionar a inflação no último trimestre, principalmente nos custos do setor secundário da economia, repassados nos preços a varejo. Preços monitorados e alimentos, por sua vez, resfriam a inflação, mesmo com uma alta na demanda característica do período de fim de ano.

Pode-se concluir então que 2004 foi o ano mais equilibrado até então de acordo com fatores de demanda e oferta. Percebe-se que, por mais que haja uma pressão de demanda, fatores de custo, em especial, *commodities*, são os principais responsáveis pelas pressões inflacionárias do ano. O RIT do 4º trimestre ainda denota o fator inercial ao destacar alguma persistência no movimento inflacionário¹². Os principais índices de preços ficaram acima das expectativas.

2005: começa o ano com os aumentos sazonais em alimentação e educação, mas apresentam um aumento de preços mais generalizado na cesta de produtos, influenciados pelo aquecimento da economia e o crescimento da renda. O segundo semestre mantém uma trajetória inflacionária generalizada com persistência dos núcleos de inflação em níveis altos, indicando uma inflação de demanda por conta do setor real da economia e sinais de inércia. No terceiro semestre, tal cenário cessa e apesar de fatores favoráveis vinculados à oferta, principalmente sobre alimentos, pode-se encarar, dado o caráter generalizado do resfriamento de preços, a responsabilidade da autoridade monetária em conter a demanda via política monetária. O ano acaba com um aumento de inflação, dessa vez não vinculada à demanda, mas a fatores de oferta – alimentação e *commodities* – uma vez que há a manutenção da restrição nos núcleos de inflação.

Primeiro ano da análise em que o fator de demanda foi o principal responsável pelas pressões inflacionárias. O crescimento econômico proporcionou

¹²RELATÓRIO DE INFLAÇÃO. Brasília: BCB, v. 21. dez. 2004, p. 45. Trimestral.

um aumento na demanda, dado o aumento da renda, que parece ter sido parcialmente neutralizado pela ação da autoridade monetária. Como resultado, o IPCA ficou acima da meta de inflação.

2006: começa com uma desaceleração nos preços, mostrando o caráter sazonal do aumento de preços do último semestre de 2005. O segundo semestre apresenta uma diminuição de preços se comparado com o do ano anterior, revelando uma contenção das pressões inflacionárias de demanda através da política monetária implementada. Os focos inflacionários não contidos são originados nos preços monitorados. O último semestre mantém a trajetória de queda de preços, mas, perto do fim do ano, há aumento nos preços decorrente da alta no preço das *commodities*, que, diferente de outros tipos de fatores de custo, tem um impacto mais difundido na inflação como um todo.

Assim, este foi um ano com uma relativa estabilidade de preços, uma vez que foram neutralizadas as pressões de demanda por parte da autoridade monetária, aliado a um arrefecimento das variáveis de custo, com apenas alguns fracos focos inflacionários. A autoridade monetária sinaliza no 3º RIT ainda a convergência das expectativas de inflação em relação ao comportamento dos preços, bem como a vantagem de tal acontecimento¹³. Os índices de preço se mantiveram ligeiramente abaixo das expectativas.

2007: A despeito do aumento no preço das *commodities*, o ano começa com preços estáveis nos setores primário e secundários e suas contrapartidas no varejo. Educação e transporte são os principais componentes inflacionários do primeiro trimestre. O segundo semestre mostra leve aceleração nos preços com arrefecimento dos preços alimentares e alta nos preços industriais, refletindo uma boa saúde da economia brasileira. O segundo semestre começa com uma aceleração ainda maior dos preços dividida entre os setores agrícola e industrial. Por mais que ainda não a trate como responsável, o terceiro RIT do Banco Central aponta a demanda interna como um potencial fator inflacionário. O semestre encerra

¹³RELATÓRIO DE INFLAÇÃO. Brasília: BCB, v. 28. set. 2006, p. 48. Trimestral.

mantendo uma alta nos preços dos mesmos fatores, mas principalmente no atacado. Há o alerta sobre o aumento nos núcleos de inflação¹⁴ também.

Nota-se que os principais componentes de inflação esse ano são de custo, principalmente vinculados às *commodities* e seus impactos nos setores primário e secundário da economia. Por mais que a autoridade monetária não veja razões para considerar os impactos da demanda sobre a inflação, ela sinaliza sua potencialidade. Os índices de preço se mantiveram, em geral, próximo às expectativas.

2008: O primeiro semestre de 2008 apresenta um aumento nos preços difundido, mesmo que tenha havido pressões no setor agrícola e de *commodities*, como aponta o IPEA. Vale ressaltar a atuação do governo na contenção da crise, com políticas anticíclicas com expansão da demanda, o que reforçam o caráter de demanda da pressão inflacionária deste semestre. O segundo semestre apresenta durante quase todo seu período um momento de acomodação da inflação dado a queda no preço das *commodities* devido ao cenário de crise global. Pressões de demanda interna impediram, porém, uma queda mais acentuada de preços.

Mais um ano bem equilibrado de fatores de demanda e oferta, mas, principalmente em relação ao último, atípico quanto aos seus vetores de impacto. Enquanto geralmente fatores de oferta tendem a impactar os preços para cima, esse ano foi visto o contrário. O preço das *commodities*, que vinha sendo um importante componente da pressão inflacionária nos últimos anos, foi seu principal agente arrefecedor. Já o sucesso das políticas anticíclicas mantinha o impacto da demanda sobre a inflação. Os índices de preço ficaram acima da meta..

2009: começa tradicionalmente com os aumentos em educação e alimentação, mas também impacto positivo do preço das *commodities* nos setores industrial e agrícola. Já no segundo e terceiro trimestres há uma desaceleração desse componente o que contém a inflação a despeito de um contínuo aumento nos preços do setor de serviços e bens monitorados. Nesse período alimentação e produtos industriais impactam negativamente a inflação, dado, a reversão do quadro

¹⁴ O núcleo de inflação consiste em uma medida para capturar a tendência de preços sem que sejam levadas em conta a volatilidade gerada por choques temporários.

e o preço em queda das *commodities*. O ano se encerra, com uma aceleração da inflação decorrente de um aumento da demanda interna.

Apesar de encerrar o ano com uma aceleração dos preços dado um aumento da demanda doméstica, 2009, como apontado pelos Relatórios Trimestrais de Inflação do Banco Central do Brasil, foi um ano no qual as pressões inflacionárias foram de oferta, principalmente relacionadas aos preços das *commodities* e outros sazonais. Os índices de preço ficaram acima da meta, mas próximos às expectativas¹⁵.

2010: começa com fortes pressões inflacionárias: os tradicionais reajustes sazonais em educação e alimentação; aumento no preço das *commodities*; e aumento da demanda doméstica. O segundo trimestre mantém as pressões de *commodities* e se somam à alta no setor terciário, principalmente decorrente do aumento nos custos de mão-de-obra. O segundo semestre, apesar de começar relativamente estável, acaba com uma aceleração nos preços decorrente mais uma vez do aumento das *commodities*, aumento no preço de serviços, além de um choque de oferta agrícola por conta de problemas sazonais.

Os preços esse ano foram fortemente impactados por pressões de custo, por mais que a demanda tenha tido sua parte. Mais uma vez, as *commodities* ganham um papel central nas pressões inflacionárias, uma vez que compõem custos e são pauta de exportação do país, impactando diretamente o preço da oferta de bens no mercado doméstico. Vale ressaltar também o crescente impacto dos salários dentre as variáveis inflacionárias e o caráter inercial crescente derivado do setor de serviços¹⁶. Os índices de preços ficaram acima das expectativas.

2011: começa como o ano anterior, com diversas pressões inflacionárias fortes: educação, alimentação, preços administrados em transporte, *commodities* e serviços, impactados pela mão-de-obra. O segundo trimestre apresentou estabilidade, mesmo com a queda no preço dos produtos alimentares, uma vez que houve pressão no setor de construção civil, altamente influenciado pelo custo dos salários. O segundo semestre começa com resfriamento no nível de preços,

¹⁵ Por mais que tenham um papel relevante dentro do RMI como será visto no próximo capítulo, o principal objetivo da autoridade monetária é convergir com a meta e não com as expectativas. Estas que devem ser balizadas pelas metas anunciadas.

¹⁶RELATÓRIO DE INFLAÇÃO. Brasília: BCB, v. 50. mar. 2011, p. 27. Trimestral.

principalmente no setor de alimentos e vestuário, mas volta a crescer no final devido a preços monitorados e do setor de alimentos.

Mais um ano no qual as pressões inflacionárias advêm principalmente de fatores de custo. Apesar da queda da importância das *commodities*, pressões da sazonalidade do setor primário e o impacto dos salários principalmente no setor terciário são componentes importantes na composição dos preços. Os índices de preço ficaram acima da meta

2012: o primeiro semestre do ano começa com um resfriamento dos preços ao consumidor, principalmente devido à diminuição nos preços livres, enquanto há uma leve aceleração dos preços gerais, com uma elevação dos produtos agrícolas no atacado e bens industriais, dada a desvalorização cambial. O terceiro trimestre mantém a tendência, com preços ao consumidor caindo, principalmente devido ao transporte e à redução na alíquota do IPI, enquanto os preços gerais subiam devido a fatores sazonais no campo. O último trimestre reverte esse comportamento, uma vez que diminuem os custos de produção, mas os preços do varejo aumentam com os repasses das altas anteriores ao consumidor.

As principais variáveis de impacto nos preços, portanto, são de custo esse ano – depreciação cambial, choque de oferta agrícola e deflação de impostos. A demanda não é fundamentalmente responsável por nenhum dos elementos de inflação esse ano. Os índices de preço estão acima das expectativas.

2013: o primeiro trimestre do ano começa com as pressões sazonais tradicionais, de alimentação e educação e, apesar da diminuição dos preços administrados de energia elétrica, os preços industriais aumentaram. O segundo e terceiro trimestre apresentam certa estabilidade na aceleração de preços, principalmente ao consumidor, com os impactos de alimentação e vestuário. O ano acaba com uma aceleração na inflação decorrente em especial de um cenário de depreciação cambial, com altas nos custos industriais e agrícolas, além dos preços aos consumidores.

Um ano sem grandes choques inflacionários, mas com um crescimento estável e acelerado dos preços decorrentes principalmente de fatores de custo e revela a existência de um caráter inercial. Para o consumidor, há um maior equilíbrio

entre fatores de oferta e demanda, com uma pressão de demanda sobre os preços livres. Os índices de preços ficaram acima das expectativas.

2014: começa o ano com aumento nos custos sazonais de alimentação e educação, além do custo, em especial ao consumidor, de combustíveis e outros preços administrados. Os segundo e terceiro trimestres mantêm a tendência de aceleração constante dos preços, administrados e livres, mostrando um potencial altista de preço, mesmo com baixo crescimento econômico. O ano se encerra com aceleração nos diversos núcleos de inflação e nenhum fator focalizado de custo.

Tirando o repasse de preços administrados e uma leve depreciação cambial, não há grandes fatores de custo que levem a justificar essa taxa de inflação. Pelo lado da demanda, também não há fatores de crescimento econômico ou expansão monetária que apontem por fatores pressionadores de demanda. Pode-se, com isso, concluir um caráter inercial de aumento nos preços esse ano. Os índices de preço foram acima da expectativa.

2015: o último ano da série começa com pressões inflacionárias decorrentes do câmbio, além das tradicionais elevações sazonais em educação e alimentação, mantendo-se assim pelo segundo semestre com um leve resfriamento das pressões alimentares. Já o segundo semestre manteve forte pressão inflacionária durante todo o seu período, principalmente para o produtor industrial e agrícola, por mais que mais que muitas vezes não fossem repassados ao preço do consumidor, dado resfriamento da economia e a dificuldade de repasse de tais custos. O final do ano termina com um aumento dos preços ao consumidor, dado o ajuste entre os preços relativos, domésticos em relação aos internacionais, e livres em relação aos monitorados.

Por fim, o último ano de análise mostra que, além do caráter inercial herdado do ano anterior, pressões cambiais impactaram fortemente o aumento de preços, principalmente para o produtor, que não teve como repassar seus aumentos dado o cenário econômico desfavorável. Dessa forma, pode-se destacar um fator de custo como principal responsável pela inflação no ano de 2015 e a demanda como um fator desfavorável para o repasse desses custos do produtor para o consumidor. O

Banco Central reconhece os riscos na depreciação cambial e na inércia inflacionária¹⁷. Os índices de preços ficaram bem acima da expectativa.

Dessa maneira, pode-se concluir, a partir da análise desse período entre 2000 e 2015, que de fato diversos fatores estiveram pressionando os preços. Contudo, é notável, a presença quase que majoritária de componentes de custo na composição do aumento de preços. Ademais, mesmo nos anos em que não foram as variáveis mais relevantes na composição da inflação, os custos sempre estiveram presentes influenciando de maneira relevante os processos inflacionários no país. Outro fator passível de destaque é a inércia inflacionária, presente pontualmente em alguns momentos do período, mas se destacando ao final.

A partir dessa constatação, pretende-se analisar no próximo capítulo diferentes tipos de políticas anti-inflacionárias inclusive a adotada no país na década de 90, o Regime de Metas de Inflação. A partir dessa análise pode-se então discutir se ela é condizente com uma economia na qual as pressões inflacionárias se dão majoritariamente pelo lado da oferta e caso não seja qual seria outra solução adequada para o país.

¹⁷RELATÓRIO DE INFLAÇÃO. Brasília: BCB, v. 68. dez. 2015, p. 26. Trimestral.

2. POLÍTICAS ANTI-INFLACIONÁRIAS (PAI) E O CASO BRASILEIRO

O primeiro capítulo se debruçou sobre o conceito de inflação e suas causas. Buscou-se, então, revisar a inflação brasileira no período entre os anos 2000 e 2015 sob essa ótica, com o objetivo de compreender quais eram os principais componentes motivadores dos processos inflacionários no país para poder derivar análises sobre as políticas anti-inflacionárias no Brasil.

Uma vez identificadas as causas, o presente capítulo tem por objetivo discutir diferentes políticas anti-inflacionárias existentes e em quais focos elas são mais efetivas. Primeiramente, será feita uma breve retrospectiva do debate histórico sobre inflação no Brasil, dividindo-se entre o período hiperinflacionário e a estabilização da moeda com o plano Real. A segunda seção se debruçará sobre o Regime de Metas de Inflação, também separando-se entre o seu arcabouço teórico inserido no debate do Novo Consenso Macroeconômico e a sua implementação no Brasil. Por fim, serão apresentadas outras políticas existentes na literatura, derivadas de teorias alternativas, para o controle de inflação.

2.1. Breve histórico do debate sobre a inflação no Brasil

2.1.1. Hiperinflação e planos de estabilização

Por mais que sempre tenha apresentado um caráter inflacionário¹⁸ ao longo de sua história, a década de 1970 pode ser considerada o verdadeiro começo do processo hiperinflacionário no Brasil. A persistência do aumento de preços e sua generalização na economia começa na metade dessa década e faz com que no começo dos anos 1980 medidas anti-inflacionárias ganhem centralidade no debate econômico brasileiro. Ademais, o quadro recessivo com altas taxas de inflação – a estagflação – desse período contradizia o receituário ortodoxo adotado até então de contenção da inflação via um corte nos gastos do governo, uma vez que a inflação era vista como resultado do déficit público e da expansão monetária.

Nesse contexto, é desenvolvido por Francisco Lopes em 1984 o conceito de inflação inercial, discutido no capítulo anterior. De enorme relevância no histórico brasileiro, é fundamental para a compreensão do processo hiperinflacionário vivido no país. A característica desse processo inflacionário é que a situação crônica de

¹⁸ Explicado pela teoria estruturalista e entendida como um produto de uma estrutura histórica da relação centro x periferia característica da formação econômica dos países latino-americanos, como aponta Modenesi (2005).

inflação fazia com que ela se retroalimentasse através de movimentos indexadores que buscavam defender a renda dos próprios agentes econômicos. Concluir que o processo inflacionário não tinha mais uma origem definida fazia com que políticas clássicas de contenção de inflação por si só, como restrição monetária e ajuste fiscal, não obtivessem resultados.

Dessa maneira, dois planos de contenção dessa inércia inflacionária surgem no debate econômico da época, que encontram nela a raiz do problema inflacionário do país, mas buscam em diferentes remédios sua cura. O primeiro foi desenvolvido pelo próprio Francisco Lopes e consistia de um choque heterodoxo, no qual um forte e geral congelamento de preço seria o responsável pela desindexação da economia. Já o plano Larida, desenvolvido por André Lara Resende e Pêrsio Arida, via na criação de uma moeda indexada a partir de uma reforma monetária a solução para o caos hiperinflacionário.

Como é apontado em Modenesi (2005), a primeira proposta, o choque heterodoxo, tinha por objetivo estancar a inércia do aumento de preços a partir do seu congelamento, bem como dos rendimentos. Ao dividir os processos inflacionários crônicos entre choques – nos quais os agentes tentam generalizadamente aumentar sua participação na renda nacional através do aumento de preços – e tendência – componente responsável pelo o aumento da inflação sem a existência de choques – Lopes reconhece no segundo o caso brasileiro e vê no congelamento de preços a única medida de combate a esse viés, uma vez que outras políticas se mostrariam ineficazes.

A primeira efetivação de um plano baseado no “choque heterodoxo” se deu no plano Cruzado do governo Sarney. Dentre as medidas mais relevantes, pode-se destacar a criação de uma nova moeda – o Cruzado; o congelamento de preços por tempo indeterminado; e uma busca pela desindexação de contratos – não sendo, porém muito eficiente. Vale notar que apesar de terem uma proposição diferente Lara Resende e Pêrsio Arida também participaram da idealização e implementação do plano. A falta de um ajuste fiscal, o descontentamento social com o congelamento de preços, aliados a um aquecimento da demanda doméstica e uma deterioração das contas externas levaram ao fracasso do plano Cruzado culminado na moratória anunciada em 1987. Outros quatro planos¹⁹ que se seguiram antes do plano Real mantiveram o receituário do choque heterodoxo de congelamento de

¹⁹ Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991).

preços para conter o avanço da inércia inflacionária. Assim como seu semelhante, esses planos não foram bem-sucedidos em controlar a inflação.

A outra proposta desenvolvida para o combate à inflação inercial foi o plano Larida, o qual se baseava na criação de uma moeda indexada para a solução do problema. Modenesi (2005) aponta que esse plano não reconhece o “choque heterodoxo” como um bom mecanismo para resolver a questão, pelo fato de ser politicamente inviável, desestabilizador e incapaz de sincronizar o reajuste de preços numa economia, na qual a indexação não se dava de maneira conjunta. A experiência concreta no plano Cruzado, assim como nos seguintes, acabou por mostrar que ambos tinham razão. O choque heterodoxo também provocaria, na visão deles, conflitos distributivos, dada a dispersão de preços relativos, o que buscava ser mitigado pela adoção da moeda indexada.

Essa solução, inclusive, nasce a partir da análise da experiência hiperinflacionária alemã e a criação do *Rentenmark*, uma moeda indexada ao dólar. Da mesma forma, ao formular o plano Larida, os autores acreditavam na criação de uma moeda que corresse paralelamente à moeda corrente provocando um esquecimento inflacionário gradual²⁰. Isso porque, mesmo sendo garantida a conversibilidade entre as duas moedas, a inflação continuaria a se refletir nominalmente na moeda velha, enquanto a nova seria blindada por uma conversibilidade diária determinada por uma âncora externa. Dada a insegurança da situação hiperinflacionária, a busca pela confiança na moeda por parte dos agentes faria com que cada vez mais a memória inflacionária na moeda antiga se encurtasse, com uma migração para a nova moeda em um dia predeterminado assim que ficasse constatado a estabilidade da economia na nova moeda.

Após de dez anos da descoberta da importância do caráter inercial da economia brasileira e seis planos frustrados de estabilização monetária, o plano Larida encontrou espaço para sua efetivação. A vontade social para resolução do problema através de um novo método proporcionou ao plano a necessária adesão política para sua realização, mesmo que em um primeiro momento encontrasse resistência por parte de setores já estabelecidos na sociedade. A próxima seção, portanto, se debruçará mais atentamente sobre como se deu a implementação do plano Real e sua estabilização de preços.

²⁰ Vale notar que no plano Real, como será visto, o URV não foi utilizado como moeda paralelamente ao Cruzeiro Real. Seu caráter era simplesmente de unidade de conta.

2.1.2. Plano Real e estabilização de preços

Como visto na seção anterior, depois de inúmeros planos fracassados de combate à inflação²¹, o plano Real foi bem-sucedido em trazer a almejada estabilidade de preços que há muitos anos não era vista no país. A estabilidade e o controle inflacionário seriam derivados de três pilares fundamentais: dois seriam implementados em um primeiro momento, um ajuste fiscal nas contas do governo e uma reforma monetária com forte caráter desindexador; após a estabilidade, o terceiro pilar, a âncora cambial, agiria como âncora nominal da economia²².

O primeiro de todos os movimentos para a estabilização de preços pretendida com o plano Real foi um forte ajuste fiscal das contas do governo. Resumidamente, a alta inflação no país gerava uma diminuição dos gastos públicos reais, enquanto não impactava da mesma maneira as receitas, uma vez que estas eram indexadas; com isso, havia uma relação inversa entre o déficit público e a inflação. Dessa forma, como é visto em Modenesi (2005), qualquer plano que buscasse estabilizar os preços deveria incorporar o fato de que uma diminuição bruta na inflação geraria um desequilíbrio fiscal advindo dessa situação particular. Assim, um ajuste nas contas públicas deveria ser realizado *ex-ante* a qualquer plano de estabilização para garantir a saúde fiscal da economia brasileira e a manutenção da estabilidade de preços uma vez que fosse implementado.

Um segundo movimento foi adotado nessa mesma fase do plano, uma reforma monetária que tinha por objetivo estancar o cunho inercial da inflação brasileira. Como visto no capítulo anterior, a inflação inercial, em situações crônicas e generalizadas de inflação, vem a ser a principal responsável pelo seu próprio crescimento, uma vez que a indexação de preços se torna recurso básico para que os agentes defendam sua renda real. Além disso, vale destacar que, além de generalizado na economia, o processo de indexação tinha outro problema, sua assincronia, o que gerava um desalinhamento nos preços relativos. Identificado então como o principal componente do processo inflacionário no país, fica claro que a estabilidade de preços só seria possível uma vez que houvesse a desindexação da economia.

Esse modelo de controle da inflação inercial foi baseado na proposta Larida, explicada na seção anterior. Nela uma unidade de valor indexada ao dólar foi criada – a Unidade Real de Valor (URV) – que não circulava junto à moeda corrente da

²¹ Mais especificamente onze, segundo Bresser-Pereira (1992), entre 1979 e 1991.

²² (MODENESI; MODENESI, 2012)

época, o cruzeiro real. Sua adoção era somente como unidade de conta e não de troca e funcionaria de certo modo com uma dolarização da economia, alinhando os preços relativos e coordenando as expectativas e formação de preço. No dia 1º de julho de 1994, a URV substitui o cruzeiro real enquanto moeda e assume o nome de Real. Tal reforma possibilitou o estancamento da inflação inercial, mas carecia de uma âncora nominal permanente responsável pela manutenção da estabilidade dos preços.

Nesse cenário, seguindo a efetivação do Real²³, é adotado o terceiro pilar do plano, a âncora cambial – regime monetário de estabilização de preços a partir da manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada²⁴ – por reduzir os custos dos importados, aumentar a pressão da concorrência externa e desaquecer a economia via balança comercial.

Por mais que o câmbio tenha uma grande importância enquanto componente da inflação de custos – inflação importada principalmente – o *modus operandi* desse mecanismo se dá no longo prazo principalmente dentro de um contexto de expectativas de preço, alinhando as expectativas dos agentes que, ao saberem que a taxa de câmbio se manteria sobrevalorizada, esperariam uma baixa inflação no futuro²⁵. Como será visto mais a frente, as expectativas de preço também têm um papel central no próximo regime monetário a ser adotado após o fim da âncora cambial.

A manutenção da taxa de câmbio dentro das bandas pré-estabelecidas, como é de se esperar num modelo de âncora cambial, se deu de maneira artificial e por duas vias concomitantes dentro da política monetária. Uma delas era através das reservas internacionais, na qual a autoridade monetária se desfazia de dólares à medida que ocorriam movimentos deficitários na balança de pagamentos mantendo, assim, o real sobrevalorizado. Conjuntamente, como apontam Modenesi e Modenesi (2012), uma vez que a apreciação do câmbio estimulava recorrentes déficits na balança comercial ao desestimular exportações e incentivar importações, a autoridade monetária praticava altas taxas de juros para atrair divisas e assegurar o movimento anterior e a valorização artificial do câmbio.

²³ Há um breve período de adoção de uma âncora monetária, desprezível nesse trabalho. Ver mais em Modenesi (2005, p.308)

²⁴ Durante o período de adoção do modelo de âncora cambial houve quatro sistemas distintos de controle cambial. Ver mais em Modenesi (2005, p.313)

²⁵ A liberdade comercial é uma condição muito importante para a concretização de um sistema de âncora cambial eficaz, uma vez que quanto mais aberto for um mercado a bens e serviços externos, mais eficaz será o mecanismo de transmissão via custo de importação e mais alinhadas estarão as expectativas dos agentes.

Essa política se deu desde o estabelecimento do plano Real em 1994 até o ano de 1999 e, por mais que tenha sido bem-sucedida em manter a estabilidade de preços, é passível de duas grandes críticas. A primeira, não exclusiva desse modelo de política monetária, é sua rigidez e as elevadas taxas de juros praticadas²⁶. A segunda seria a perda de independência na condução da política monetária característica desse modelo, como apontado por Neves e Oreiro (2008), tornando o país extremamente vulnerável a ataques especulativos, tal como foi o caso brasileiro.

As sucessivas crises cambiais da década de 90 – México (94), Ásia (97), Rússia (98) – enfraqueceram fortemente os mercados emergentes, gerando diversas incertezas sobre suas economias e abrindo espaço para o aumento de ataques especulativos²⁷. O Brasil, que já atuava com certa rigidez na condução de sua política monetária e enfrentava dificuldades no balanço de pagamentos, com forte esgotamento de suas reservas internacionais, ao sofrer ataques especulativos, não teve outra alternativa que não abandonar as bandas cambiais e migrar para o câmbio flutuante em 1999, com a conseqüente explosão da taxa de câmbio. Como é apontado em,

Diante desse quadro, as Autoridades Monetárias, receosas da possibilidade de haver uma explosão inflacionária, implementaram em junho de 1999, o regime de IT, objetivando, assim, manter a inflação sob controle. Ao mesmo tempo, o Banco Central do Brasil (BCB) elevou a taxa de juros de curto prazo para acomodar o choque da desvalorização cambial. (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009, p. 9)

Dessa maneira, se fazia necessário a adoção de outro modelo para controle de preços em um país cuja memória inflacionária ainda era muito penosa. O caminho natural, dado o debate contemporâneo e a equipe que conduzia economicamente o país à época, foi a adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI), modelo adotado até hoje para o controle de preços e que será o centro da discussão, como política anti-inflacionária, nesse trabalho.

²⁶ De acordo com Modenesi e Modenesi (2012), a taxa Selic real para o período ficou na média, acima de 20%. Tal patamar é extremamente elevado se comparado com outras economias.

²⁷ Ver mais em Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009, p. 7).

2.2. Regimes de Meta de Inflação (RMI)

2.2.1. Novo Consenso Macroeconômico

Primeiramente, para compreender o RMI, se faz necessário entender brevemente o contexto teórico no qual ele se encontra - o Novo Consenso Macroeconômico (NCM). Como diz Carvalho (2015), tal escola é fundamentada nas mais diversas escolas convencionais de pensamento econômico – monetarista, novo-clássica, ciclo real e novo-keynesiana– trabalhando, portanto com hipótese de expectativas racionais, taxa natural de desemprego e neutralidade da moeda no longo prazo, na qual a política monetária é o principal instrumento de política econômica e todas as outras políticas que busquem afetar o lado real da economia são apenas desestabilizadoras.

Dentre os conceitos adquiridos das outras escolas, para a análise inflacionária, pode-se destacar o de expectativas racionais incorporado pela teoria novo-clássica. Essa hipótese altera a de expectativas adaptativas – na qual, informações do passado são incluídas nas decisões do presente – considerando o fato de que os agentes se utilizam, na realidade, de toda a informação disponível, não só sobre o passado, mas também sobre o presente e futuro, ao formarem suas expectativas. Dessa maneira, ao terem acesso ao máximo de informação disponível, são capazes de alinhar suas expectativas sem cometer erros sistemáticos vinculados ao passado, como seria o caso da hipótese de expectativas adaptativas.

Outras ideias importantes dentro do NCM são a não existência de um trade-off entre desemprego e a inflação no longo prazo; a consistência da Lei de Say, sendo o equilíbrio determinado pela oferta e não sendo a demanda efetiva um fator relevante na determinação do equilíbrio no longo prazo; e, por fim, a busca por uma taxa de inflação baixa e estável, através de uma política monetária técnica e independente, permitindo assim um crescimento econômico estável e perene. Um dos seus principais economistas, Frederic Mishkin, faz um sumário desses princípios do modelo:

- 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 is central to

producing good monetary policy outcomes; and 9) financial frictions play an important role in business cycles. (MISHKIN, 2010, p.2)

A partir dessa enumeração, percebe-se primeiramente que tal modelo se enquadra completamente dentro do *mainstream* teórico, como é de se esperar dadas as escolas nas quais é fundamentado. Segundo, e talvez mais importante, uma vez conhecido o escopo do presente trabalho, é a importância da estabilidade de preços dentro da teoria. Dessa maneira, é de se esperar que nesse contexto seja desenvolvido um mecanismo para a concretização de uma âncora nominal, permitindo assim que possa haver um crescimento estável da economia. Nessa conjuntura, é desenvolvido o RMI, um modelo de metas de inflação na qual a autoridade monetária se compromete a garantir a âncora nominal, consonante com o princípio apresentado no item cinco listado por Mishkin, o princípio de Taylor, o qual estabelece relações inversas entre taxa de juros e inflação, sendo a primeira, instrumento para controle da segunda.

Entretanto, como ressalta Carvalho (2015), para se compreender plenamente o funcionamento da regra de Taylor (3) e seus mecanismos de transmissão em uma dada economia se faz necessário a compreensão de outras duas funções: uma de demanda agregada intertemporal, semelhante à curva IS, mas incorporando decisões intertemporais (1); e uma curva de Phillips expectacional (2). Juntas, essas três funções fundamentam o NCM e, a partir de sua análise formal, fica mais fácil compreender os mecanismos de transmissão responsáveis pelo controle da inflação via taxa de juros nominal de curto prazo e, portanto, a importância da política monetária no modelo.

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

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

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

Nas equações acima, sinteticamente, y_t é o produto real – estando ele defasado (y_{t-1}) ou esperado ($E_t y_{t+1}$); i_t , a taxa de juros nominal da economia e o instrumento da política monetária; π_t , a taxa de inflação corrente da economia – assim como em y_t podendo ser passada (π_{t-1}) ou esperada ($E_t \pi_{t+1}$); g_t , um choque de demanda provocado, por exemplo, por gastos do governo; y_t^* o hiato do produto,

sendo a diferença entre o produto real (y_t) e taxa natural do produto (y); z_t , um choque de oferta que possam gerar inflação de custos; e r^* , a taxa natural de juros real, ou de equilíbrio²⁸.

Vale ressaltar que, a partir de uma comparação com o modelo IS-LM original, tem-se que a curva determinante de estoque de moeda, a curva LM, é substituída pela regra de Taylor e sua norma para política monetária. Sendo assim, como aponta Carvalho (2015), “a equação de equilíbrio no mercado monetário não é necessária para a determinação da produção, dos preços e da taxa juros, tornando a oferta de moeda uma variável endógena e residual”. Sendo, portanto, o equilíbrio no mercado de moeda uma das hipóteses que fundamentam o funcionamento desse modelo.

Com isso, a dinâmica se dá a partir da interação entre essas três funções. Por conseguinte, no caso de uma inflação acima da meta, a autoridade monetária, para manter o equilíbrio da regra de Taylor (3), se valerá da sua única variável de combate, a taxa de juros nominal da economia, e a elevará. Ao aumentar i_t , a autoridade monetária estará impactando diretamente a taxa de juros de curto prazo ($i_t - E_t\pi_{t+1}$) e, conseqüentemente, negativamente a demanda agregada (y_t) como pode ser visto na equação (1). Ao impactar o produto real, a autoridade monetária também estará impactando negativamente o hiato do produto (y_t^*), uma vez que ele é a diferença ($y_t - y$). Finalmente, o hiato do produto por sua, também impactará negativamente a inflação corrente (π_t), dada a curva de Phillips expectacional (3).

Outro mecanismo de transmissão importante, que também é destacado em Neves e Oreiro (2008), é através do reajuste das expectativas inflacionárias dos agentes. Por mais que não haja um encadeamento formal segundo as equações apresentadas, a adoção teórica de hipótese de expectativas racionais faz com que, caso a autoridade monetária disponha de credibilidade entre os agentes, numa situação de uma inflação acima da meta, o comprometimento esperado do Banco Central com o centro da meta e os ajustes nos juros nominais impactem negativamente as expectativas de inflação dos agentes ($E_t\pi_{t+1}$), além do impacto via reajuste do hiato do produto (y_t^*). Dessa forma, de acordo com o modelo, quanto maior for a credibilidade do Banco Central, maior é a possibilidade de se trazer a inflação de volta para a meta com menor sacrifício do produto real (y_t).

A partir desse arcabouço teórico do NCM, surge então, na década de 90, o sistema de Meta de Inflação como a consolidação da regra de Taylor enquanto

²⁸ Para maiores informações, ver Carvalho (2015).

política anti-inflacionária e principal política macroeconômica em uma economia. Em linhas gerais, o RMI consiste de um regime monetário onde a meta oficial de inflação é comunicada aos agentes pelo Banco Central, que, através dos seus instrumentos de política monetária - sendo o principal a taxa nominal de juros de curto prazo -, deve alcançá-la. Apesar do aspecto genérico, o sistema deve se moldar visto as necessidades particulares de cada país, podendo apresentar diferentes características individuais a um sistema econômico. A partir do que explicita Carvalho (2015), os principais elementos da estrutura operacional de um RMI devem ser:

(i). Os objetivos do Banco Central

Dado o arcabouço do NCM, a autoridade monetária tem por objetivo principal a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável, mas pode, por sua vez, ter outros objetivos ao conduzir a política monetária. Um exemplo poderia ser o compromisso em manter um baixo hiato do produto ou outro parâmetro de bem-estar social, desde que por sua vez estivesse garantida a estabilidade de preços.

(ii). O anúncio público da meta quantitativa para inflação, com definição do índice a ser usado (cheio ou núcleo) e do tipo de meta (pontual ou banda)

A irrestrita publicidade da meta de inflação é um dos princípios norteadores do modelo, uma vez que ele fundamenta a construção das expectativas inflacionárias dos agentes baseado na hipótese de expectativas racionais. Dentre os índices a serem utilizados, há duas modalidades - índices cheios ou núcleo de inflação. O primeiro é o mais geral e abrangente, como os índices de preço ao consumidor, IPCA por exemplo. Por mais que acabe abarcando diversas flutuações que fogem do controle do RMI, é o índice que encontra maior aderência com a percepção dos agentes sobre o comportamento dos preços. O de núcleo de inflação (*core inflation*) retira fatores inflacionários transitórios que dependem de fatores sazonais como alimentos e energia. Pode ser calculado de diversas maneiras dependendo do seu objetivo, mas tem como principal propósito reduzir a volatilidade da variação dos preços, possibilitando a compreensão do comportamento dos preços no longo prazo, como aponta Detmeister (2011),

swings caused by large movements in a few items. Up and down swings in the prices of a handful of items leads to substantial short-term volatility in the inflation index. Over the past few decades a large number of different core inflation measures have been advanced to reduce this transitory volatility while still maintaining the signal of longer-run inflation movements. (DETMEISTER, 2011, p. 5)

Dada sua perspectiva de longo prazo e mais geral, sua adoção torna a atuação da autoridade monetária mais estável, mas pode pôr em xeque sua credibilidade, uma vez que não é consonante ao sentido pelos agentes por se distanciar de índices mais próximos ao consumo. Sua escolha afeta, dessa maneira, um dos principais canais de transmissão do sistema – as expectativas inflacionárias. No geral, o primeiro índice é o mais utilizado.

Já em relação ao tipo de meta, ela pode ser adotada pontualmente ou em bandas. As metas pontuais consideram uma determinada meta de inflação a ser seguida. Tem por vantagem sinalizarem mais claramente ao mercado o objetivo da autoridade monetária, assim como promover uma melhor compreensão por parte dos agentes. A clara desvantagem dessa espécie de meta é a rigidez derivada de um alvo tão preciso. As bandas podem ter ou não ter uma meta central e, por mais que não demonstrem uma clareza tão grande como as metas pontuais, possibilitam ao Banco Central acomodar choques inflacionários com maior facilidade sem comprometer a credibilidade, i.e. diminui a rigidez característica dessa política monetária.

(iii). Definição do horizonte da meta

Seguindo o item anterior, o horizonte da meta, ou o período no qual o Banco Central tem por objetivo alcançar sua meta de inflação confere um caráter mais ou menos rígido ao RMI. Um período mais curto, por mais que seja mais rígido, confere um ar de maior compromisso da autoridade monetária, além de facilitar a compreensão do público, podendo aumentar assim sua credibilidade. Períodos mais longos, por sua vez, possibilitam a diluição de potenciais choques inflacionários num espaço de tempo maior, refletindo com maior aderência seu respectivo núcleo de inflação. Esse período também pode ser analisado dentro de uma janela fixa ou móvel (*rolling window*). Nesse último, o cumprimento da meta é avaliado todo mês sendo considerada a inflação acumulada em um determinado período – normalmente um ano – enquanto o sistema de janela fixa considera um período sistematicamente – como um ano calendário.

(iv). Grau de independência do Banco Central

A independência da autoridade monetária entra no modelo como forma de criar credibilidade, uma vez que garantiria a preocupação do Banco Central com resultados no longo prazo, ao invés de potenciais medidas que pudessem ter reações benéficas no curto prazo, em prol de um ganho de capital político para o grupo então no poder, mas com potenciais resultados deletérios no longo prazo. Em geral, além de independência operacional para executar o RMI, os Bancos Centrais também podem ter independência estatutária.

(v). Procedimentos de prestação de contas e de transparência

Como já dito anteriormente, num modelo onde a construção de credibilidade é um dos seus fundamentos, a comunicação também se torna fundamental. Quanto mais transparente e coerente for a atuação do Banco Central, maior sua credibilidade e, portanto, mais alinhada estarão as expectativas dos agentes diante de sua atuação e suas tomadas de decisão intertemporais. Comunicados constantes e completos – como os relatórios de inflação utilizados no capítulo anterior – são um exemplo de comunicação direta entre a autoridade monetária e os agentes. A existência de um mecanismo de prestação de contas, caso a meta de inflação não seja cumprida, também é fundamental para manter a credibilidade do Banco Central. Nele, deve haver não apenas a justificativa para o descumprimento da meta, mas também o comprometimento com sua retomada.

(vi). Utilização de instrumentos complementares à política monetária

Por mais que, mais uma vez, dado o arcabouço teórico do NCM já apresentado, o instrumento para controle da política monetária seja a taxa de juros de curto prazo, outras medidas consecutivas podem ser utilizadas para acomodar pressões inflacionárias. Em mercados emergentes, por exemplo, a influência do câmbio em agregados como produto e emprego, além do impacto inflacionário, pode justificar uma intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio para o seu controle. Ademais, a busca por uma estabilidade financeira, faz com que instrumentos regulatórios e macroprudenciais sejam utilizados pelos Bancos Centrais.

Uma vez delineado o modelo operacional no qual pode se configurar o RMI, a seguinte seção descreverá o caso brasileiro a partir desse esqueleto de seis fatores.

Além disso, haverá um breve histórico de como o modelo foi implementado no país desde o cenário de saída do regime de âncora cambial no final da década de 1990.

2.2.2. Regime de Meta de Inflação no Brasil

Como visto no primeiro subcapítulo, diversas crises cambiais existentes no final dos anos 90 em diferentes mercados emergentes favoreceram ao crescimento de ataques especulativos no Brasil, minando o regime de metas cambiais adotado desde a implementação do plano Real. A insustentabilidade do regime de âncora cambial nesse cenário fez com que seu abandono não se tratasse de uma nova escolha de política econômica, como aponta Modenesi (2005), mas sim uma atitude pragmática de preservação da economia. Entretanto, a certeza de seu abandono caminhava junto à de que se fazia necessária a adoção de uma nova âncora nominal para sinalizar a tendência de preços e coordenar as expectativas dos agentes.

Dessa forma, ao assumir a presidência do Banco Central do Brasil em 4 de março de 1999, Armínio Fraga Neto, implementa, mesmo que informalmente, o RMI como norte da política monetária para a manutenção da estabilidade de preços. Tal fato é exposto pelo aumento da taxa Selic para 45% – dada a expectativa de aumento da inflação haja vista a desvalorização cambial – sinalizando claramente que a meta de inflação havia se tornado então a âncora nominal da economia brasileira. Em junho do mesmo ano, o RMI é formalizado através do Decreto Presidencial nº 3088, de 21 de junho de 1999.

O modelo de meta de inflação brasileiro será definido e caracterizado a partir dos fatores elencados na seção anterior. Primeiramente, o RMI brasileiro tem como único objetivo a estabilidade de preços, não abarcando nenhuma outra meta que não o preço²⁹. Ele adota um sistema de meta central com bandas; a meta vem sendo anunciada, ultimamente, com uma antecedência maior do que um ano e tanto o valor central quanto a variação das bandas vêm sendo alterados nos últimos anos – o ano corrente de 2019, por exemplo, tem como meta uma taxa de inflação de 4,25% com margem de 1,50%. É utilizado o IPCA – Índice Nacional de Preços ao

²⁹“No regime de metas para a inflação, a ação do banco central se baseia no controle de apenas um instrumento, a taxa de juros de curto-prazo. Portanto, não se pode atribuir à política monetária meta adicional para o câmbio ou o crescimento econômico.” (REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL, 2016, p. 6)

Consumidor Amplo – um índice cheio, como referência devido à sua abrangência³⁰. A utilização do índice cheio pelo Banco Central brasileiro corroborou que foi dito no item (ii), como se pode ver em,

O segundo, e talvez o mais importante, é questão de transparência e credibilidade. No momento da implantação do regime de metas para a inflação, além da necessidade de explicar à população o que significava o regime de metas, a introdução de novo conceito de inflação (núcleo), que não reflete a inflação efetivamente ocorrida junto ao consumidor, poderia gerar ainda mais dúvidas. Ademais, o índice cheio está mais próximo do conceito de bem-estar, pois é mais representativo para mensurar o verdadeiro poder de compra do consumidor. As pessoas não estão interessadas nos preços de parte de sua cesta de consumo, e sim em sua totalidade.(REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL, 2016, p. 10)

O horizonte de tempo adotado no sistema brasileiro é o anual, seguindo o ano-calendário – de janeiro a dezembro. Já em relação à independência do Banco Central, por mais que ela seja garantida operacionalmente, não há independência estatutária da instituição. A comunicação e transparência são encontradas nos relatórios anuais e trimestrais de inflação, além do Banco Central se comprometer a entregar uma carta aberta do seu presidente ao então ministro da Fazenda, elucidando as razões para o não cumprimento da meta, caso isso ocorra. Por fim, de acordo com o próprio Banco Central brasileiro, não se utiliza outro instrumento para controle de inflação que não a taxa de juros de curto prazo, Selic, para o controle inflacionário.

Já em relação aos resultados obtidos pelo RMI em vinte anos desde sua implementação no Brasil, como pode ser visto abaixo na tabela 2, tem-se: em três anos (2000, 2007 e 2009) se aproximou fortemente da meta central (intervalo menor do que 0,20%); em dez anos (1999, 2004, 2005, 2008, 2010 a 2014 e 2016) esteve acima da meta central em mais de 0,20% mas dentro da banda; em dois anos (2006 e 2018) esteve abaixo da meta central em mais de 0,20% mas dentro da banda; em um ano (2017) esteve abaixo da banda; e, finalmente, em quatro anos (2001, 2002, 2003 e 2015) esteve acima da banda³¹. A análise desses resultados será feita posteriormente, no próximo capítulo, junto à discussão sobre a eficácia do modelo. Abaixo, para ilustrar, além da tabela também é apresentado um gráfico.

³⁰ “Dentro do conjunto de índices de preços ao consumidor, o IPCA foi escolhido por ser o de maior abrangência: mede a inflação para domicílios com renda entre 1 e 40 salários mínimos em 13 cidades ou regiões metropolitanas.” (REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL, 2016, p. 9)

³¹ Vale a ressalva que no ano de 2003 a meta de inflação não adotou bandas e foi pontual. Caso fosse adotado o modelo convencional de bandas, a situação se enquadraria no segundo caso – acima da média, mas dentro das bandas.

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
2000	6	2	4-8	5,97	4-8	5,97
2001	4	2	2-6	7,67	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003*	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	9,3
	Resolução 2.972	27/06/2002	4	2,5	1,5-6,5	
2004*	Resolução 2.972	27/06/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	7,6
	Resolução 3.108	25/06/2003	5,5	2,5	3-8	
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/06/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,9
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	01/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	6,5
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5	5,84
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2014	Resolução 4.095	28/6/2012	4,5	2	2,5-6,5	6,41
2015	Resolução 4.237	28/6/2013	4,5	2	2,5-6,5	10,67

Tabela 1 - Histórico das metas para a inflação (Fonte: Banco Central do Brasil)

*A Carta Aberta, de 21/1/2013, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004

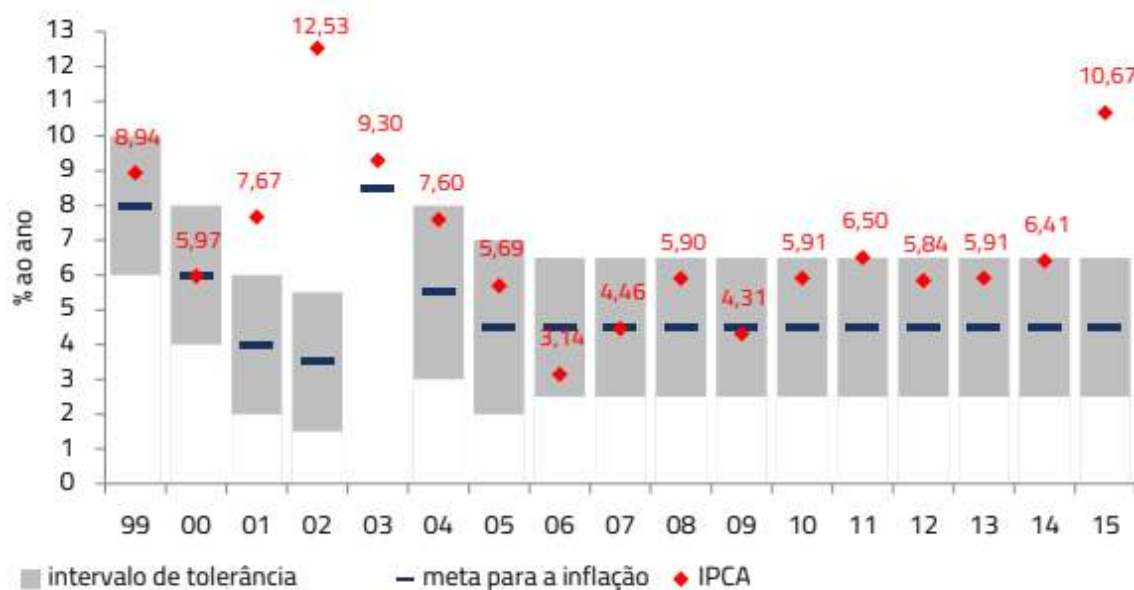


Figura 1 - Gráfico metas para a Inflação, Intervalos de Tolerância e IPCA efetivo

(Fonte: Banco Central do Brasil). Retirado de Regime de Metas para Inflação no Brasil (2016, p.13)

Dessa maneira, buscou-se sintetizar a política anti-inflacionária vigente há vinte anos no país e compreender como se dá a transmissão do seu principal instrumento, a taxa de juros nominal de curto prazo, até a inflação. Constata-se, a partir dos seus desdobramentos formais, que esse mecanismo age através da demanda agregada. O equilíbrio no mercado de moeda e a não existência de uma curva LM (a oferta de moeda é endógena e residual) só corrobora a convergência da correção do processo inflacionário via a contenção de demanda dada no setor real da economia, por mais que seja aceita a influência de choques de oferta.

O RMI atua, dentro do contexto do NCM e, portanto, representa a única forma ativa da política monetária dentro da política econômica de um país, tendo como seu objetivo a estabilidade e equilíbrio do preço, para permitir, assim, um crescimento perene e compassado da economia. Na próxima seção, serão analisadas outras políticas e métodos de controle de inflação, em geral, não convencionais e que abarcam os outros tipos de inflação já analisados no presente trabalho.

2.3. Políticas Anti-inflacionárias não convencionais.

A seção anterior se debruçou quase que unicamente sobre a análise do RMI, seu arcabouço teórico, bem como seus aspectos operacionais, uma vez que tal política é o centro da discussão apresentada nesse trabalho. Essa seção, por ora, apresentará outras políticas anti-inflacionárias abordadas na literatura, em geral, não convencionais e não necessariamente presentes no dito *mainstream*, para que possam servir de base para discussão do próximo capítulo, que buscará debater não só a eficácia do RMI no caso brasileiro, quanto potenciais alternativas.

Importante notar que, uma vez que todas as políticas apresentadas nessa seção visam combater uma potencial inflação de custo (*cost-push inflation*), o arcabouço teórico seguirá as tradições pós-keynesiana e estruturalista, já que elas compreendem fatores estruturais e institucionais como formadores de potenciais processos inflacionários característicos de cada país em particular.

Para discutir potenciais políticas de combate à inflação de salários e lucros, a primeira política abordada será a TIP (*tax-based on incomes policy*). Ela consiste na existência de uma regulamentação de um sistema de taxaço de grandes empresas que concedam aumentos salariais ou aumentem suas margens de lucro acima dos seus respectivos aumentos de produtividade. É análogo a um modelo de taxaço de empresas que ao produzir gerem externalidades negativas, como poluição; à medida

que mais se produz e mais se gera esse tipo de externalidade, maior deve ser o retorno em impostos como forma de desincentivo a essas firmas.

Dessa maneira, a TIP trata aumentos de salários e/ou lucros acima da produtividade como uma externalidade negativa gerada pelas empresas à sociedade na forma de inflação, gerando malefícios para a sociedade como um todo. Ela vê na taxação uma possibilidade de desincentivo a tal prática por parte das firmas. Dado suas especificidades, é focalizada nesses dois tipos de inflações de custo apresentadas: a de salário e a de lucros³².

Não tão focalizada quanto a TIP, a política tributária como um todo pode ser um instrumento anti-inflacionário por alguns motivos. Primeiramente, e o mais óbvio, seria por atacar diretamente a inflação de impostos. Uma vez que é o governo o principal responsável por balancear os benefícios fiscais entre arrecadação *versus* o potencial distúrbio nos preços, a política tributária assume um papel importante em potenciais processos inflacionários. O governo como agente tributador, deve estar comprometido, com isso, não somente com a arrecadação, mas também com a estabilidade da moeda.

Entretanto, ao se extrapolar a compreensão acerca da abrangência dos impostos, podem-se obter resultados através de uma reformulação da política tributária³³. Em um país como o Brasil, no qual a carga tributária é consideravelmente regressiva, torná-la progressiva, com a transferência da carga de impostos indiretos (consumo) para diretos (renda), poderia significar um alívio ao consumidor e aos índices de preços amplos, sem prejudicar o resultado fiscal. A política tributária também pode ser eficaz com o reajuste de tarifas à importação, como aponta Braga (2013), bem como a revisão de subsídios à exportação combatendo processos inflacionários ao redirecionar a oferta de bens do mercado internacional para o doméstico.

Seguindo a divisão dos tipos de inflação de custo feita no primeiro capítulo, junto com a inflação de impostos se encontra a inflação de *commodities*. Ela pode ser combatida caso alguma instituição, que não siga as regras do livre-mercado, mantenha um estoque de proteção (*buffer stock*) para precaver o mercado de potenciais flutuações de preços. A disponibilidade desse estoque de certa

³² Ver mais em Sicsú (2003).

³³ "(...) é possível, eu não diria conter, mas mitigar as pressões inflacionárias através de uma política fiscal muito progressiva, (...) e esses recursos da política econômica são uma alternativa infinitamente preferível à política monetária, que só começa a ser eficaz no momento em que estrangula o desenvolvimento econômico." (VASQUEZ, 1957, p. 306)

commodity possibilitaria a oferta ou a retirada do mercado à vista daquele específico bem a fim de evitar flutuações bruscas no seu preço.

Ainda em relação a esse tipo de inflação, faz-se necessário a compreensão moderna de *commodities* enquanto mais que um bem que responde as leis tradicionais de oferta e demanda, mas enquanto a um ativo financeiro passível de ataques especulativos. Esse entendimento também pode atuar na proteção dos preços que sejam atingidos pela sua flutuação dada essa situação. Isso porque, ao se compreender uma commodity como um bem passível de especulação, urge a criação de mecanismos que impeçam tais movimentos em prol do equilíbrio dos seus preços internacionais como é apontado em,

Em suma, é preciso adotar medidas que coíbam movimentos especulativos nos mercados de *commodities*. Isso contribuiria largamente para uma maior estabilidade do sistema monetário internacional, reduzindo-se a volatilidade cambial e as pressões inflacionárias globais. Atuar na raiz do problema seria a melhor forma de lidar com o atual choque de oferta. (MODENESI; FERRARI FILHO, 2011, p. 3).

Outra abordagem importante para o controle de preços derivada de fatores externos, ainda mais em economias emergentes, é relacionada à inflação importada. O mecanismo indicado de atuação é a política cambial, que não se restringe a esse gênero específico de inflação, mas acaba por reverberar em outros tipos de inflação também. Em relação à inflação importada, o receituário é simples: caso haja um processo inflacionário decorrente de um aumento nos custos de bens importados, deve-se proceder com uma valorização cambial, tornando tais custos menores relativos à moeda nacional. Sicsú (2003) alerta, contudo, que esse receituário é paliativo e deve ser combatido estruturalmente, com efeitos de longo prazo³⁴.

Por mais que tenha sido apresentada na seção anterior dentro do contexto da regra de Taylor, a taxa de juros também se mostra eficaz no combate à inflação, por dar suporte à valorização da moeda nacional, uma vez que atrai divisas,, tornando o produto importado mais barato. Dessa forma, atinge diretamente a inflação, como foi visto quando se detalhou o modelo de âncora cambial adotado no Brasil, por reduzir os custos dos importados, aumentar a pressão da concorrência externa no mercado doméstico e reduzir as exportações.

Por fim, outro importante tipo de inflação de custo é a inflação de preços administrados e a alta indexação da inflação brasileira. Enquanto a indexação se desenvolve enquanto um mecanismo de proteção contra as altas taxas de inflação,

³⁴ SICSÚ (2003, p. 130).

a inflação de preços administrados – geralmente indexada – se deve, em regra, ao aumento de preços vinculado a um contrato reajustado muitas vezes por fatores que não são ligados aos custos de produção daquele bem. Como aponta Modenesi e Ferrari Filho (2011), apesar do plano Real ter tido um papel fundamental na desindexação da economia, ela ainda assim se deu de forma parcial, havendo diversos bens e serviços vinculados a seus preços no passado, dentre eles,

Quanto aos preços, destacam-se os aluguéis (indexados ao IGP-M), as tarifas de energia elétrica (parcialmente atrelada ao IGP-M) e de telefonia (indexada a um índice setorial, IST, também composto pelo IGP-M) e o salário mínimo (que passou a ser indexado ao IPCA e ao crescimento do PIB³⁵). São preços chaves da economia, insumos de larga utilização, cuja indexação amplia o componente inercial da inflação. (MODENESI; FERRARI FILHO, 2011, p. 7).

Um exemplo claro de preços administrados indexados a índices que não representam seus custos é o caso de empresas subsidiárias no país que reajustam seus contratos ao câmbio com o objetivo de manter a remuneração das sedes estável independente da volatilidade da taxa de câmbio no Brasil. Esse alto grau de indexação é extremamente prejudicial, provocando processos inflacionários inertes e autônomos³⁶. A política a se adotar contra esse tipo de inflação é simples operacionalmente, apesar de ter suas dificuldades políticas; como aponta Sicsú (2003),

Portanto, todo e qualquer contrato legal desse gênero deve ser eliminado (após seu período de vigência) e novos contratos dessa natureza devem ser proibidos. Se existem instrumentos jurídico-legais (os contratos) que estimulam a inflação, outros instrumentos de mesmo tipo devem ser utilizados (por exemplo, leis que proíbem esse tipo de contrato) para desestimulá-la. (SICSÚ, 2003, p. 132).

Por fim, relacionado a diversos tipos de inflação supracitados e, talvez, a mais importante de todas as políticas anti-inflacionárias abordada nessa seção é o investimento. A partir da teoria estruturalista, voltar aos ensinamentos cepalinos e compreender que todos esses tipos de inflação derivam de gargalos estruturais da oferta agregada faz com que o investimento, tanto em capital fixo, quanto em capital humano, seja a melhor política anti-inflacionária no longo prazo para os diversos tipos de inflação de custo.

³⁵ Vale notar que apesar de valer até 2023, tal regra está no momento sob aprovação.

³⁶ (MODENESI; FERRARI FILHO, 2011, p. 6).

O investimento possibilita aumentos salariais e de lucros ao elevar a demanda e o produto acompanhados de aumento na produtividade. Também impede inflações de custo do tipo de retornos decrescente ao ampliar a capacidade produtiva geral da economia. Substitui importações, ao mesmo tempo em que amplia a capacidade de exportação do país, favorecendo a balança de pagamentos e a valorização cambial, combatendo a inflação importada. Age, portanto em várias frentes, atuando sobre diferentes processos inflacionários, sem deprimir nenhuma variável agregada da economia.

Desse modo, a segunda seção mostra que são encontradas na literatura possibilidades de combate a processos inflacionários além do receituário clássico adotado pelo RMI de aumento da taxa de juros e, consecutivamente, depressão da demanda agregada. Diversos gêneros de inflação de custo (*cost push inflation*) são abordados, como o que foi discutido no primeiro capítulo.

Sintetizando, portanto, tem-se: a TIP, para o combate à inflação de lucros e salários; a criação de estoques de proteção contra inflação de *commodities*, bem como a regulamentação de movimentos especulativos no setor; tornar a tributação menos regressiva, aliviando o impacto dos impostos nos bens de consumo; políticas de valorização cambial para combate da inflação importada; revisão e fim de contratos reajustados por fatores que não se relacionem aos custos de produção para combater a indexação de preços administrados; bem como o aumento o receituário estruturalista de constantes investimentos possibilitando um relaxamento dos gargalos de produção que atingem a oferta agregada.

A partir do entendimento de como se dá o combate à inflação no Brasil pelo RMI, bem como do histórico da inflação entre 2000 e 2015, o próximo capítulo tem por objetivo analisar a eficácia do RMI enquanto política anti-inflacionária no país. Não somente, baseado também na existência de outros vastos instrumentos de combate à inflação (generalizados ou focais) aqui apresentados, assim como numa revisão literária sobre o tema, se propõe a buscar alternativas mais eficazes, se for o caso, ao modelo vigente atualmente no país.

3. A EFICÁCIA DO RMI: ANÁLISES E ALTERNATIVAS

Ao longo dos dois primeiros capítulos o trabalho buscou compreender como se dão os processos inflacionários e as principais políticas disponíveis, de acordo com a literatura, para contê-los. Ademais, fez um recorte específico do caso brasileiro recente, a partir do plano Real, com um foco central no Regime de Metas de Inflação, política usada desde 1999 para o controle de preços.

Nesse terceiro e último capítulo, será feita uma discussão mais profunda acerca do RMI enquanto política anti-inflacionária no Brasil. Para isso, na primeira seção, será feito o debate dos argumentos favoráveis e contrários ao funcionamento do regime. Por fim, a segunda seção buscará analisar o que foi discutido durante todo o trabalho para que se possa debater a eficácia do RMI à luz do que foi apresentado.

3.1. A eficácia do RMI no caso brasileiro

3.1.1. Defesa do RMI

Prestes a completar vinte anos em junho de 2019, o RMI mostra nessa durabilidade a sua credibilidade junto aos principais agentes institucionais, bem como a setores mais ortodoxos dentro da economia, como será visto ao longo desta subseção. Seus defensores creditam a ele não somente sua eficácia quanto ao controle da inflação num país com um histórico fortemente inflacionário, mas principalmente o controle da sua volatilidade. Mesmo assim, conseguem reconhecer que sua implementação em países emergentes como o Brasil pode encontrar desafios, que, dadas as vantagens do modelo, no fim, valem a pena ser superados.

É notória, na literatura favorável ao regime, a conclusão que nenhuma política anti-inflacionária no país tenha trazido uma estabilidade de preços tão duradoura à economia brasileira mesmo em momentos de instabilidade. Uma das vozes apoiadoras dessa justificativa é a de Armínio Fraga Neto, presidente do Banco Central do Brasil, responsável pela implementação do RMI,

Em geral, em momentos de crise, o sistema de metas tem se mostrado bastante eficaz. Podemos dizer que, até estes dias, a experiência brasileira representa o maior teste de estresse de um sistema de metas para a inflação já registrado. Em diversos momentos difíceis, o Banco Central tem podido agir de acordo com a prática hoje universalmente aceita de acomodar desvios temporários da meta, com o objetivo de suavizar as flutuações no nível de atividade da economia. [...] Atrevo-me, portanto, a

concluir, espero não muito influenciado pela emoção da paternidade, que o sistema de metas de inflação merece uma avaliação positiva ao completar seu décimo aniversário. (FRAGA, 2011, p. 29)

A defesa do regime, em geral, também não vem desacompanhada de um enaltecimento do Banco Central, responsável pela construção da credibilidade e alinhamento das expectativas por parte dos agentes. Alinhado com a hipótese de expectativas racionais, aqueles que vêm no RMI um modelo de sucesso afiançam à instituição uma grande transparência capaz de sustentar essa credibilidade. De acordo com o ex-presidente do Banco Central do Brasil, Henrique Meirelles, as ações da autoridade monetária possibilitam a convergência do que é anunciado e do que é esperado pelos agentes econômicos, ancorando suas expectativas.

E, apesar de enaltecerem todos os benefícios proporcionados pelo RMI, ambos fazem uma ressalva interessante quanto às supostas falhas apontadas pelos críticos. Eles reconhecem os problemas decorrentes da efetivação do regime, bem como seus limitadores, os quais serão vistos a seguir; entretanto, eles também reconhecem no RMI o modelo mais próximo do que é adequado ao combate à inflação no país e questionam a eficácia de outras políticas existentes. Como dito pelo próprio Meirelles (2011, p.21), enquanto presidente do BCB, “A experiência desses últimos dez anos tem demonstrado que criticar o regime de metas é muito mais fácil e conveniente do que apresentar alternativas consistentes e críveis de políticas”.

Com isso, dentre aqueles que defendem o regime, situações são apresentadas e utilizadas como possíveis variáveis para explicar o que críticos apontam como insucesso do modelo. Alguns desses pontos são: os desafios para construção de credibilidade com os agentes; a necessidade de se reduzir, e não manter, os índices de inflação; a ocorrência de dominância fiscal; e a existência de crédito direcionado. Dessa maneira, na concepção de seus defensores, a resolução desses gargalos poderia tornar o RMI mais eficiente e menos propenso a falhas.

O primeiro ponto aborda a dificuldade em se construir a credibilidade necessária ao modelo junto aos agentes econômicos, principalmente quando se trata de um mercado emergente como o Brasil. Essencialmente, esses países tendem a ter instituições e processos mais frágeis que os encontrados em países desenvolvidos e, com isso, é de se esperar que o Banco Central não fuja a essa desconfiança institucional. Além disso, situações econômicas adversas, como moratórias ou confisco de aplicações – como o do governo Collor – diminuem a

percepção de segurança financeira. Os agentes, nesses casos – como foi visto no Brasil, no início da adoção do RMI – tendem a exigir atitudes mais enérgicas por parte da autoridade monetária para que confiem no seu comprometimento com a meta estabelecida.

Como consequência, o Banco Central não só tem mais dificuldade para atingir a meta como tem de ser mais rigoroso ao tomar suas decisões de taxa de juros. Isso porque, a falta de credibilidade por parte dos agentes impacta positivamente a expectativa em relação à inflação, fazendo com que a autoridade monetária reaja preventivamente a essa expectativa aumentando os juros, mostrando assim estar determinada a buscar seu objetivo. Da mesma maneira, deve agir no caso de um choque inflacionário; um simples deslize pode sinalizar aos agentes a falta de compromisso do Banco Central com o RMI. Vale ressaltar também que o processo de construção dessa credibilidade é demorado, como lembram Fraga, Goldfajn e Minella (2003), entretanto para sua quebra não se faz necessário muito tempo.

Outro fator que pode influenciar negativamente a eficácia do RMI é a elevada inflação característica da economia brasileira e a busca por metas no longo prazo que são distantes dos seus patamares históricos. Para atingir essas metas, o Banco Central acaba encontrando dois desafios, a falta de credibilidade citada anteriormente e componentes inflacionários mais persistentes ao modelo, como os de caráter inercial típico de preços indexados e a existência de expectativas adaptativas. Para obter sucesso nesses casos, a autoridade monetária, da mesma forma, tem de ser extremamente rígida na condução da política monetária, sinalizando aos agentes o objetivo de trazer essa alta inflação para patamares mais baixos independente do seu custo. Por mais que chegue à convergência, pode ser que a economia experimente nesse período uma alta volatilidade, além de um potencial custo fiscal, decorrente do aumento da taxa de juros.

Outra razão que é apontada como uma das principais responsáveis pela não completa eficácia do RMI no Brasil é a dominância fiscal. Se trata, resumidamente, de um ativismo fiscal influenciando negativamente o regime monetário e, portanto, a estabilidade de preços. Como visto no capítulo anterior, o RMI, teorizado a partir do arcabouço do NCM, entende a política monetária como única política econômica relevante, uma vez que ela permite o controle dos preços através dos mecanismos apresentados pela Regra de Taylor. Qualquer outra política – i.e. fiscal e cambial – deve se submeter, com isso, à monetária para que seja possível um crescimento perene com estabilidade de preços.

Numa situação de dominância fiscal, o setor fiscal acaba influenciando negativamente o controle de preços. No caso brasileiro especificamente, ele se dá, segundo o desenvolvimento de Blanchard (2004), a partir dos impactos fiscais no setor financeiro. Em economias nas quais possa haver preocupações em relação a dívida pública, um aumento de juros para combater a inflação repercutirá também no setor fiscal ao aumentar o serviço da dívida. Há um aumento das expectativas de moratória, o que pode levar a uma fuga de capitais internacionais e uma desvalorização cambial, que, por sua vez, impactaria positivamente os preços. O Banco Central ao constatar esse processo inflacionário, não teria outra opção, a princípio dentro da lógica do RMI, que não aumentar a taxa de juros, voltando ao começo do processo e dando continuidade a um círculo vicioso.

Nesse caso em particular, no qual a política fiscal toma o protagonismo da situação, chega-se então a uma conclusão diferente da convencional de como se deve agir. A autoridade monetária se encontra presa no círculo vicioso citado anteriormente e sua atuação só favorecerá um processo inflacionário. Portanto, o próprio Blanchard, assim como outros autores reconhecem que, numa ocorrência de dominância fiscal, o controle inflacionário deve se dar através de uma política fiscal que promova um ajuste e dissolva o temor de *default* por parte dos agentes. Uma vez resolvido o problema, o regime monetário deve retomar seu protagonismo para manutenção do controle de preços, como aponta,

Em um regime de meta para a inflação, um Banco Central só tem capacidade de estabilizá-la se a política fiscal der sustentação para que isto ocorra. Adicionalmente, a autoridade monetária sozinha não é capaz de garantir a estabilidade de preços, mesmo quando se preocupa com a dinâmica da dívida pública, incluindo essa variável na sua regra de taxa de juros. (FURTADO 2017, p.44)

Ademais, Fraga, Goldfajn e Minella (2003) apontam outro tipo de dominância interessante para se compreender as limitações do RMI, a externa. De acordo com os autores, economias emergentes são mais suscetíveis a esse tipo de dominância uma vez que são mais influenciadas pela volatilidade dos fluxos de capitais internacionais. Com isso paradas bruscas (*sudden stops*) nesses fluxos podem elevar a taxa de câmbio e, consecutivamente, provocar um aumento de preços que não pode ser previsto dentro do modelo. Essa dependência de fluxos externos na volatilidade dos preços seria então a dominância externa. Vale ressaltar que, na época em que o texto foi escrito, o país ainda não acumulava reservas internacionais como nos patamares de hoje. Esse entesouramento, sem dúvida, possibilitou uma

proteção contra esse tipo de movimento, evitando uma alta volatilidade da taxa de câmbio, por mais que sua utilização não fosse alinhada para metas cambiais.

O crédito direcionado³⁷, principalmente a partir do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), também é alvo de críticas por parte dos defensores do RMI uma vez que distorce o principal mecanismo de transmissão da política monetária. A regra de Taylor mostra que o aumento da taxa de juros suprime a demanda agregada, principalmente, via investimento – componente da demanda mais influenciado pela taxa de juros. Por mais que possa haver uma discussão sobre o papel do crédito no Brasil, é notória a forte expansão que ocorreu nos anos 2000. Enquanto na primeira metade se destaca o crédito livre³⁸, a segunda metade da década tem uma forte expansão do crédito direcionado, principalmente após a crise de 2007 e dentro de um contexto de adoção de políticas anticíclicas para a retomada do crescimento.

Apesar de ser feito através de diferentes bancos públicos como a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil, a principal instituição de concessão dessa modalidade de crédito foi o BNDES. Ele era voltado ao financiamento de bens de capital e desenvolvimento industrial, se dava majoritariamente a taxas subsidiadas e continuou se expandindo mesmo com movimentos de alta da taxa Selic, como mostra Paes(2014). Dessa forma, defensores do RMI apontam que essa política não permitiu que a taxa de juros impactasse o investimento, uma vez que há a oferta de crédito direcionado não só para suprir a demanda como incentivá-la, retirando assim parte da eficácia do modelo. Muitos autores, contudo, são contra essa conclusão e estudos, como o de Daniel (2015), apontam que o RMI não foi prejudicado com a expansão de crédito subsidiado pelo BNDES. Além disso, deve-se analisar também a partir da perspectiva de que tal política traz benefícios ao combate da inflação no longo prazo, como apontam Modenesi e Modenesi (2012).

“Ademais, suprimindo a inexistência de um mercado de crédito de longo prazo, as eventuais externalidades negativas oriundas desses financiamentos – que comprometeriam a transmissão da PM – devem ser confrontadas com as externalidades positivas geradas pelos investimentos financiados. Além disso, em termos teóricos, a TJLP³⁹ pode até potencializar a PM. Ao se praticar uma taxa de juros subsidiada para os investimentos, estimula-se, em detrimento do consumo, a FBCF – que no futuro se traduzirá em

³⁷ Consiste em crédito orientado a um determinado setor ou atividade, regulado por alguma norma ou lei e, normalmente, subsidiado.

³⁸ Como o próprio nome sugere, é o crédito oferecido livremente no mercado.

³⁹ A TJLP é a taxa de juros de longo prazo determinada pelo Conselho Monetário Nacional trimestralmente e praticada a patamares mais baixos que a Selic. Era a taxa adotada majoritariamente nas operações do BNDES. Foi substituída pela TLP, taxa de longo prazo, a partir de janeiro de 2018, sendo justificada dentre outras razões pela influência do crédito direcionado na política monetária.

expansão do produto potencial. Neste sentido, faz-se discriminação de preços a favor do investimento que, ao ampliar a oferta agregada futura, pode favorecer a estabilidade de preços, numa perspectiva dinâmica de longo prazo.” (MODENESI; MODENESI, 2012, p. 397).

3.1.2. Crítica ao RMI

Por mais que, como visto na seção anterior, diversos autores elogiem e acreditem na eficácia do modelo de metas de inflação adotado no Brasil há vinte anos, não faltam críticas ao RMI. Geralmente originadas na literatura heterodoxa, a reprovação ao regime pode ser integral em relação a sua execução ou se dar pontualmente. Vale observar, não obstante, que, mesmo quando se dá de maneira focalizada, o caráter crítico não se assemelha ao visto anteriormente, no qual se buscam culpados para a não eficácia do RMI. Para os críticos, quando gargalos comprometem seu êxito, compreende-se que seu mérito extrapola à política monetária e soluções alternativas são pensadas para resolvê-los.

Dentre as inúmeras críticas feitas ao modelo, serão destacadas: a eficácia do RMI em atingir as metas de inflação; a rigidez da política monetária e suas altas taxas de juros; a sua utilização para atingir múltiplos equilíbrios na economia; sua capacidade de reação a situações de inflação que não de demanda; e, por fim, seu impacto na demanda agregada e na política fiscal.

A primeira crítica a ser analisada é a eficácia do RMI em cumprir o seu objetivo principal, atingir as metas de inflação e garantir a estabilidade de preços. Os defensores do modelo dirão que, dado o histórico brasileiro, o RMI cumpre muito bem esse papel por manter a inflação relativamente estável e com uma volatilidade nunca acompanhada na história econômica recente do país. Contudo seus críticos contestam ao afirmar que, dada a rigidez praticada pela política monetária e seus altos juros, a flutuação de preços, mesmo no período de maior estabilidade do regime – entre 2005 e 2015 –, ainda é muito elevada, principalmente se comparada a outros países que adotam o regime, como pode ser visto em Campedelli e Lacerda (2014). Nesse período de dez anos de estabilidade, apenas em dois anos – 2007 e 2009 – os preços ficaram próximos às metas estabelecidas e não necessariamente por mérito da autoridade monetária, como é possível ver na segunda seção do primeiro capítulo.

Alinhada a essa crítica também há o questionamento se o próprio fato da alta rigidez monetária, demonstrada pela sistemática elevada taxa de juros, não seria por si só um fator de questionamento de sua eficácia. Isso porque, mesmo que seja

considerado o argumento de que nunca uma estabilidade de preços assim tenha sido vista no país, as altas taxas de juros poderiam ser um indicativo de falhas no regime. Para seus críticos, uma vez que após sua adoção enquanto âncora nominal e referência para o alinhamento das expectativas dos agentes, a direção em condições normais seria a de estabilidade de preços com uma tendência de queda da taxa de juros.

Autores que creem nessa linha admitem diferentes fatores como potenciais causadores dessa ineficácia, sendo alguns também citados pelos defensores do modelo. São exemplos: a alta participação de preços administrados no IPCA, não passíveis diretamente dos mecanismos de transmissão via Selic; a existência de um canal de custos, no qual o aumento da taxa de juros geraria um aumento de custo por parte das firmas, que por sua vez seriam repassados aos preços; bem como a, já vista, existência de créditos direcionados, enfraquecendo os mecanismos de transmissão da política monetária⁴⁰. Em comum a todos é o reconhecimento da prática de elevadas taxas de juros como sintoma de uma ineficácia em algum ponto do regime.

Outra crítica à manutenção de altas taxas de juros a partir da adoção do RMI se dá pela crença de que, na realidade, as autoridades econômicas utilizam a Selic como um instrumento de múltiplas finalidades, sendo elas: sua função básica de reprimir a demanda para controle de inflação segundo a regra de Taylor; equilibrar a balança de pagamentos ao incentivar a entrada de fluxos de capitais; assegurar a compra de títulos e, portanto, o financiamento do déficit público; bem como diminuir o déficit comercial uma vez que há depressão da demanda⁴¹. Adotando diversas finalidades, a autoridade monetária acaba por praticar uma taxa de juros muito alta para atender a esses diversos interesses, se distanciando assim do RMI e da concepção de como a taxa de juros age enquanto mecanismo de ação primordialmente direcionado para conter a inflação.

Por agir via demanda, outra crítica também recorrente ao RMI são seus malefícios para combater inflações que não sejam desse tipo. Isso porque, ao atuar generalizadamente sobre a demanda agregada da economia, para conter a inflação, o RMI deprime o setor real por completo da economia, enquanto diversos autores apontam que remédios focalizados podem ser adotados para resolver esses problemas pontuais. Muitas vezes inclusive seus críticos não sugerem o abandono

⁴⁰ Ver mais em Modenesi e Modenesi (2012)

⁴¹ À época foi incluída a finalidade de manter valorizado o real, fato que não foi incluído dada à tendência recente de desvalorização do câmbio. Ver mais em Modenesi e Modenesi (2012)

do regime, mas uma melhor adaptação à realidade brasileira, como pode ser visto em,

Quanto ao regime de metas de inflação, sua utilização é importante, no sentido de sinalizar aos agentes econômicos a intenção de manter a estabilidade de preços na economia brasileira, dando maior confiabilidade e estabilidade macroeconômica. Porém, uma flexibilização na governança da política monetária é necessária para compatibilizar crescimento da renda acelerado, financiamento externo e público estável, estabilidade de preços e queda na vulnerabilidade externa. (ABRITA 2013, p.76).

Por fim, o impacto fiscal da adoção de elevadas taxas de juros com o objetivo de manter a estabilidade de preços é fortemente discutida na literatura contemporânea, principalmente dado o movimento crescente da dívida pública brasileira. Dessa forma qualquer pressão inflacionária, independente da sua origem é tratada a partir da utilização do único mecanismo disponível pelo Banco Central, que não só deprime a demanda agregada com um todo, mas gera um forte impacto fiscal como é apontado em,

A consequência é que qualquer pressão inflacionária, mesmo que essencialmente de oferta, tende a ser combatida com uma única arma que é a elevação das taxas de juros – essa mais adequada para combater uma demanda excessivamente aquecida. Essa evidentemente não é uma medida neutra, assim como não há decisão de política econômica que não represente custos. Ao elevar a taxa real de juros e mantê-la elevada por muito tempo, há uma transferência de renda de toda a sociedade, via pagamento de impostos, para os credores da dívida pública. Algo que tem consumido em média cerca de 6% do PIB (Produto Interno Bruto) ao ano. (CAMPEDELLI; LACERDA, 2014, p.21)

A próxima seção buscará inferir a partir do que foi descrito e analisado ao longo do trabalho a eficácia do RMI, não somente enquanto política anti-inflacionária, mas econômica. Não somente a literatura compilada será utilizada como base, mas todo o trabalho de reunião de dados relativos ao período de 2000 a 2015. Enfim, buscar-se-á uma avaliação da efetividade do RMI e potenciais ações que o tornem mais eficaz.

3.2. Análise e alternativas

A partir do que foi apresentado no decorrer de todo o trabalho, infere-se que o RMI necessite de, no mínimo, uma revisão enquanto uma política econômica mesmo que seja passível de apreço. A seção corrente buscará fazer uma avaliação do

sistema e da sua eficácia enquanto política monetária no Brasil e também ousará em propor sugestões de adequação ao regime.

A partir da divisão binária no primeiro capítulo entre inflação de custo (*cost-push inflation*) e de demanda (*demand-pull inflation*) pode-se compreender mais como se dão os processos inflacionários. Do que foi visto, pode se inferir que, em geral, as inflações de custo estão mais relacionadas a choques que levam à volatilidade de preços, enquanto as de demanda são mais abrangentes e pressionam o que foi chamado de núcleo de inflação. Ademais, à parte desses dois tipos de categorização, foram destacados ainda, componentes que não se enquadram dentro dessa divisão, sendo o mais relevante, o fator inercial da inflação – muito relevante no histórico nacional.

Uma vez reconhecidos os fatores motivadores de inflação, foi feita uma compilação de dados dos componentes inflacionários a partir de uma base de dados trimestral fornecida pelo Banco Central do Brasil e dentro de um recorte abrangente de execução do RMI. Constatou-se que os fatores de custo tiveram uma participação relevante enquanto agentes pressionadores dos índices de preços e foram os principais responsáveis por sua volatilidade. A inércia inflacionária presente no reajuste dos preços administrados também vale ser destacada enquanto motivador da elevação sistemática de preços.

O segundo capítulo introduz por sua vez duas informações relevantes para prosseguir o debate acerca do RMI. Primeiramente, seu arcabouço teórico firmado nas bases do NCM – destacam-se a hipótese de expectativas racionais e a consistência da Lei de Say – e, a partir dele, a importância da Regra de Taylor e da política monetária enquanto única política econômica possível para a estabilidade de preços e, assim, diminuir a volatilidade no nível produto, como aponta Carvalho (2015). Compreende-se que o mecanismo de transmissão de contenção da inflação pela manipulação da taxa de juros se dá por duas vias: supressão de demanda agregada, principalmente via investimento, e alinhamento das expectativas dos agentes racionais pela sinalização da autoridade monetária.

Ademais, foram apresentadas, a partir de literatura existente, outras possibilidades de controle inflacionário que não o RMI e mais alinhadas com fatores observados no primeiro capítulo. Essas políticas, baseadas em escolas de tradição heterodoxa, buscam identificar as razões que provocam o processo inflacionário e resolvê-las de maneira focalizada através de instrumentos precisos e que não gerem

consequências que afetem fortemente outros agregados econômicos, como o produto.

Fundamentado nessa breve retrospectiva, nos dados compilados e na concepção de eficácia enquanto uma política anti-inflacionária que possibilite a estabilidade de preços com o mínimo de impacto negativo no nível de atividade e emprego, pode-se inferir que o RMI no desenho institucional que se encontra em vigor atualmente não é o instrumento mais eficaz para o combate à inflação. Conclui-se tal fato a partir de duas premissas que puderam ser derivadas da análise anterior: o RMI é eficaz enquanto política de combate à inflação de demanda, enquanto os dois principais componentes da inflação brasileira são inércia e custo.

Dessa forma, quando tenta combater inflações que não de demanda a partir do RMI e o aumento da taxa básica de juros de curto prazo o Banco Central do Brasil ocorre em duas situações: a causa original da inflação não é combatida, bem como, seu potencial de pressão inflacionário; ao mesmo tempo em que contrai a demanda agregada, esfriando toda a economia, sendo ainda mais austero em situações em que já pode haver um hiato do produto negativo por agravar ainda mais a distância entre o nível de produção e seu potencial.

Além disso, mesmo considerando que em geral durante a execução do RMI o nível de preços se manteve dentro das bandas determinadas, como argumentam seus defensores, ainda assim se encontram duas ponderações relevantes a serem feitas: mesmo dentro das bandas, geralmente os índices tenderam às margens – principalmente superiores – e não ao centro; e, como já dito anteriormente nesse capítulo, tal controle foi feito a partir da prática de elevadas taxas de juros e contração da demanda e do nível de atividade.

Desmembrando, tem-se que o primeiro ponto revela a persistente volatilidade da inflação brasileira, o que condiz com um forte componente de custo dentro do índice cheio de preços, além do componente inercial.

Já a segunda ponderação leva a causas que tendem a ser consequências mais graves para uma economia emergente, como é o caso do Brasil. Primeiramente, há a diminuição dos investimentos na economia – afinal, é assim que se espera a maior redução da demanda agregada –, o que impossibilita o crescimento sustentável da economia no longo prazo, além de impedir a resolução de gargalos estruturais, que somente seriam superados através da expansão do investimento. Segundo, e também já apontado pelos críticos, é o custo fiscal que se gera, uma vez os gastos com o serviço da dívida representam uma parcela cada vez

maior do orçamento público e esta tem uma relação direta com a taxa básica de juros.

Com isso, mesmo reconhecendo o seu papel enquanto instrumento para a manutenção da tão difícil estabilidade de preços possibilitada pelo plano Real, há de se repensar o RMI para adequá-lo ao protagonismo de outros agregados tão importantes à sociedade quanto a inflação. A primeira e mais clara alternativa a partir da leitura do trabalho é construir o mesmo processo metodológico que foi feito no plano Real: primeiro se identifica as causas da inflação para depois se prescrever o remédio adequado ao seu combate.

Para identificar as causas, será utilizado apanhado de dados dentro do recorte dos anos 2000 a 2015, no qual se destacam três componentes inflacionários mais relevantes na economia brasileira: o de importados; o de *commodities*; e o de preços administrados/inercial. Tendo sido realçadas as causas, a partir do que foi levantado no segundo capítulo, podem ser sugeridas políticas de controle de preço que sejam direcionadas especificamente ao que se busca combater.

Para a inflação importada, como visto, um dos caminhos que pode ser adotado aponta para uma convergência na política monetária proposta pelo RMI e uma política cambial que combata esse tipo de elevação de preços. Isso porque, uma inflação desse tipo pode ser combatida através da valorização do câmbio, dentro da lógica explorada na âncora cambial de aumento da taxa básica de juros para atrair capital estrangeiro e equilibrar a balança de pagamento. Contudo essa política ainda oferece diversas consequências negativas como é apontado em,

Em termos fiscais, aumenta a carga de juros da dívida pública. Em termos distributivos, os juros reais elevados estabelecem um alto custo de oportunidade para o capital, o que eleva o piso aceitável das margens de lucros das empresas e concentra a distribuição funcional da renda. Os juros reais elevados atrapalham o crescimento do crédito para o consumo e para a construção civil e, a partir daí, desestimulam o investimento produtivo induzido e o crescimento do próprio produto potencial. O câmbio real cada vez mais valorizado desprotege a indústria local contra as importações, diminuindo sua competitividade, e atrapalha as exportações de produtos industriais mais sofisticados, solidificando uma inserção externa de pouco dinamismo tecnológico, baseada apenas em nossas vantagens absolutas em alguns recursos naturais. (SERRANO 2010, p.69)

Pode-se pensar então em algo que vá de encontro ao RMI como outro mecanismo de resolução da questão da inflação importada no longo prazo: o aumento de investimentos em infraestrutura e no sistema produtivo. Isso porque, expandindo a ideia de que a inflação importada nada mais é do que uma inflação

estrutural decorrente de gargalos produtivos, ao se investir, esses empecilhos tendem a ser resolvidos, tanto barateando os custos de produção no país, bem como gerando uma independência da cesta de bens em relação ao câmbio – já que haveria uma progressiva substituição de importações aumentando a porcentagem dessa que fosse doméstica.

Vale o destaque que tal resolução, em particular, suscita um debate recorrente no Brasil, o qual se trata de quem deve ser o papel em promover esses investimentos: o setor público, atuando diretamente na ampliação da infraestrutura e nos setores produtivos estratégicos – como energia e transporte; ou o setor privado, através de uma política de apoio a investimento com menores taxas de juros e mais subsídios e desonerações fiscais. Historicamente, o Estado brasileiro sempre teve um papel muito importante no desenvolvimento da economia e, como dizem Biasoto Jr e Afonso (2017), fundamentou as bases para o capitalismo no país. Ademais, há diversas críticas às políticas de incentivo ao investimento privado por parte do governo, como é o caso das desonerações fiscais concedidas fortemente no final do período analisado no trabalho, como em,

Mas, apesar de todas as benesses que visaram recuperar margens de lucro em diversos setores da economia, o investimento privado não cresceu no período. Contrariando as expectativas, na falta de fontes de demanda interna ou externa e diante do maior grau de ociosidade, ele sofreu uma forte desaceleração: o crescimento de 17,9% em 2010 caiu a 6,8% em 2011, chegando a apenas 0,8% em 2012. O investimento em máquinas e equipamentos, em particular, passou de 1,5% de crescimento em 2010 para 1,3% em 2011 e apenas 0,2% em 2012. (CARVALHO, 2018, p. 72)

Portanto, por mais que não seja o papel da presente obra, presume-se que uma política de investimento liderada ativamente pelo setor público pode vir a ser mais eficaz no cenário brasileiro. Finalmente, ainda dentro do tópico e mais ligada ao objeto dessa produção, também é importante notar que tal política, seja ela pública ou privada, tem impacto inflacionário no curto e médio prazo. Isso porque, o aumento dos investimentos levaria a um aumento de demanda, que por sua vez pressionaria os preços ao encontrar os gargalos estruturais presentes na economia brasileira. Entra então o papel da autoridade monetária em ponderar os riscos dessa inflação, considerando os ganhos estruturais e, conseqüentemente, resolução de processos inflacionários estruturais no longo prazo. A liderança dos investimentos por parte do setor público nesse caso é ainda mais benéfica ao possibilitar uma coordenação entre ambas às partes, viabilizando, com isso transformações

estruturais capazes de manter crescimento econômico e baixa inflação no longo prazo.

O segundo tipo apontado, o de *commodities*, também tem forte influência cambial e foi fundamentalmente importante para compreender a pressão inflacionária presente na primeira década dos anos 2000. A alta apresentada nesse período foi constante e em grande parte derivada do aumento da demanda em mercados emergentes, de todos os tipos de *commodities* fossem elas, agrícolas, minerais ou energéticas. Esse movimento, por se tratar de um movimento decorrente de uma alta de demanda internacional, não é passível de controle, que não por uma política de repressão da demanda doméstica como é o caso do RMI.

Entretanto, como foi visto, esse tipo de inflação apresenta um alto grau de volatilidade que pode e deve ser combatido a partir da criação de instituições que ajam fora das regras do mercado, mantendo um estoque de proteção contra possíveis flutuações – *buffer stocks*. Caso a situação brasileira tenha sido de alinhamento de preços nacionais a internacionais, tal solução não seria tão eficaz e, portanto o redirecionamento da produção doméstica, do mercado internacional para o interno através de aumento de impostos ou retirada de subsídios sobre a exportação de alguns produtos, poderia ser eficaz como aponta Braga (2015).

Por fim, tem-se o tipo de inflação mais característico do sistema econômico brasileiro: o inercial. Mesmo que, como apresentado, o plano Real tenha sido altamente bem-sucedido em interromper a inércia inflacionária do período, é quase que um consenso na bibliografia utilizada no trabalho, independente da corrente teórica até pelo seu caráter factual, que ela ainda é um dos principais componentes inflacionários da economia.

O seu combate, numa economia que não está sofrendo de hiperinflação, é muito mais simples do que o que foi necessário durante a implementação do plano Real. O caráter inercial atualmente se dá basicamente pela indexação de preços administrados – sendo os mais relevantes, telefonia e luz – além da regra de reajuste do salário mínimo – atualmente reajustado pelo INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor) e pela taxa de crescimento do PIB de dois anos antes – refletindo numa inflação de serviço com forte caráter inercial⁴². Há também a indexação de contratos de empresas com matrizes no exterior à taxa de câmbio e não à variação de seus custos⁴³.

⁴²(BRAGA; SUMMA, 2016, P.423)

⁴³(SICSÚ, 2003, p. 132)

Com isso, como aponta Sicsú (2003), o RMI não tem nenhuma gerência no combate a esse tipo em particular de inflação, já que uma contração da demanda não afetará o mercado, geralmente monopolístico. Sua resolução consiste simplesmente na não renovação desse modelo de contrato a não ser que seu reajuste se dê de fato por fatores de custo. Se possível eles devem ser eliminados e instrumentos legais devem ser desenvolvidos para impedir que eles voltem a ser estabelecidos. O governo, na sua busca pela estabilidade de preços também deve evitar ser um agente indexador, como ocorre no caso do salário mínimo. Esse caso em particular, porém, se enquadra num debate mais amplo sobre a importância de tais mecanismos para garantir o poder de compra das parcelas mais pobres da população e de justiça social.

Portanto fica claro que há outros mecanismos de confronto à inflação que podem ser adotados para o combate dos principais núcleos inflacionários que compõem o IPCA. Isso não quer dizer que o RMI deve ser abandonado. Como foi visto, houve benefícios na adoção dessa política anti-inflacionária, apesar das críticas. Contudo, o modelo atual extremamente rígido de condução da política monetária cria um cenário muito contracionista para o nível de produto e, conseqüentemente, para o emprego.

A adoção de políticas anti-inflacionárias não convencionais paralelas ao RMI possibilitaria a redução do impacto de fatores mais voláteis da inflação aproximando o regime ao núcleo de inflação (*core inflation*) e uma queda nas expectativas de inflação. Dentro da Regra de Taylor e segundo a base teórica do NCM, esse resultado seria muito benéfico para auxiliar a autoridade monetária a alcançar as metas de inflação desejadas.

Isso porque, a influência de um choque de custos é tratada à parte, como um fator de instabilidade, dentro da curva de Phillips expectacional e, portanto, um elemento à parte que não influencia o mecanismo de transmissão da taxa de juros. Já uma queda nas expectativas de inflação, dada a hipótese de expectativas racionais, impactaria o mecanismo de transmissão tornando-o mais eficiente e demandando uma menor rigidez na condução da política econômica por parte do Banco Central.

Conclui-se, com isso, que a adoção de políticas anti-inflacionárias não convencionais, mesmo que paralelas ao RMI, traria um enorme ganho de eficiência na condução da política monetária reverberando em ganhos fiscais e na possível melhora de outros indicadores macroeconômicos, como nível de atividade e

emprego, uma vez que possibilitaria uma redução mais significativa nas taxas de juros praticadas no país. Sendo assim, por mais que a busca pela estabilidade de preços seja um objetivo importante a ser perseguido, deve-se repactuar sua priorização enquanto objetivo central de políticas econômicas em detrimento de outros indicadores econômicos tão importantes na economia.

Tal mudança não parte somente de uma clara demanda social, bem como do cenário econômico atual extremamente apático – com crescimento do produto previsto abaixo de 2% este ano de 2019⁴⁴ e taxa de desemprego rondando os 12%⁴⁵ – mas principalmente baseado na ideia de que o RMI, no modelo em execução atualmente, não maximiza o bem-estar econômico-social ao focar apenas no combate à inflação. Sua flexibilização, com a adoção de políticas paralelas, ao que tudo indica, tornaria o regime mais eficiente não só na estabilização de preços, mas para assegurar um desempenho econômico favorável de modo geral.

⁴⁴ FRISCH, Felipe. Pela 6ª vez seguida, mercado revê projeção de crescimento do PIB. **Valor Econômico**, São Paulo, 8 abril 2019. Caderno Brasil. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/6201817/pela-6-vez-seguida-mercado-reve-projecao-de-crescimento-do-pib>. Acesso em: 10 abr. 2019.

⁴⁵ Taxa de desemprego tem leve recuo, mas mercado de trabalho ainda é desanimador. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 9 abril 2019. Caderno Brasil. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/por-que-economistas-em-bom-portugues/2019/04/taxa-de-desemprego-tem-leve-recuo-mas-mercado-de-trabalho-ainda-e-desanimador.shtml>. Acesso em: 10 abr. 2019.

4. CONCLUSÃO

Pode-se concluir, portanto, que, mesmo com todos os argumentos de benefícios providos pela adoção do Regime de Metas de Inflação no Brasil, o modelo demanda algum tipo de reforma ou flexibilização. Isso porque, ao longo do trabalho, diversos elementos apontam para um esgotamento ou dificuldade na manutenção do regime assim como funciona atualmente, seja pelo seu mecanismo de ação – elevada taxa de juros–, seja pelo alvo a combater – inflação–, ficando recorrentemente distante da meta, ainda que dentro da banda, mesmo com baixo crescimento.

Como foi possível observar no primeiro capítulo, a partir da recapitulação do histórico inflacionário no começo da execução do RMI, a inflação brasileira teve fatores de custo e inércia como seus principais componentes. A partir da análise teórica realizada, percebe-se que tal modelo não é eficiente no combate a esses tipos particulares, uma vez que age contendo a inflação através da supressão da demanda agregada. O histórico inflacionário brasileiro levantado – hiperinflação e forte indexação – só reforça essa análise dentro do recorte temporal recente.

A apresentação de diversos tipos de políticas anti-inflacionárias não convencionais e não alinhadas com o Novo Consenso Macroeconômico também possibilita a inserção de novas perspectivas dentro de uma dinâmica monetária considerada como consolidada dentro do *mainstream* e do debate feito junto à opinião pública. A ação mais rápida e focalizada de muitas dessas políticas deveria ser levada em conta por parte da autoridade monetária ao se considerar a eficácia de combate do aumento de preços e principalmente as elevações relacionadas a choques de custo que possam provocar volatilidade nos índices.

Ademais, mesmo para os defensores do modelo, é perceptível que há anomalias aos resultados do regime que é adotado no Brasil– e em outras economias emergentes – se comparado ao que se tem ao redor do mundo. As altas taxa de juros praticadas pelo Banco Central do Brasil desde a implementação do regime, a persistência de uma alta taxa de inflação e o agravamento da situação fiscal em parte como decorrência da política monetária deveriam, por si só, promover um debate sobre a necessidade de flexibilização e reposicionamento dentre aqueles que apoiam o sistema.

Finalmente, como foi visto na análise feita ao fim do terceiro capítulo, o trabalho não sugere que o modelo atual deva ser compulsoriamente substituído;

contudo, é fundamental que ele seja repensado de maneira que seja mais eficaz no que se propõe a fazer: combater a inflação. A revisão de seu desenho institucional nos moldes do que foi visto no segundo capítulo por parte da autoridade monetária pode ser uma opção. Vale a revisão de seus objetivos ou a definição do horizonte da meta, mas principalmente, a adoção de instrumentos complementares, como as política anti-inflacionárias alternativas citadas neste trabalho para o combate a um setor focalizado.

Assim como se deu na construção do plano Real, então, há de se interpretar plenamente as causas do processo inflacionário para que se busquem soluções coerentes e condizentes com o que urge a situação. Enquanto à época, a hiperinflação fazia com que a estabilidade fosse a finalidade máxima, hoje, não se pode restringir apenas a esse objetivo. Deve-se compreender que a necessidade de conter a inflação, ainda que corretamente justificada pelo histórico brasileiro, não pode agir como um agente repressor de outros indicadores fundamentais à da economia como o nível do produto ou o emprego, principalmente, em situações tão críticas como a que vive o país atualmente – o cenário exige uma repactuação de prioridades.

5. ANEXOS

Índice	PIB	Meta IPCA	IPCA	Câmbio	IPCA Monitorado	IPCA livre	IPCA Serviço	Salário Mínimo	Rendimento	Commodities
2000	4,39%	6,00%	5,97%	0,75%	12,90%	3,68%	3,12%	11,85%		17,00%
2001	1,39%	4,00%	7,67%	28,58%	10,78%	6,57%	4,86%	19,21%		-1,95%
2002	3,05%	3,50%	12,53%	24,61%	15,32%	11,49%	5,54%	11,11%	73,31%	75,14%
2003	1,14%	4,00%	9,30%	4,80%	13,20%	7,79%	7,32%	20,00%	-9,16%	-6,95%
2004	5,76%	5,50%	7,60%	-4,75%	10,20%	6,54%	6,66%	8,33%	3,84%	4,26%
2005	3,20%	4,50%	5,69%	-16,81%	8,98%	4,32%	6,77%	15,38%	2,05%	-1,41%
2006	3,96%	4,50%	3,14%	-10,56%	4,28%	2,58%	5,49%	16,67%	7,67%	0,81%
2007	6,07%	4,50%	4,46%	-10,51%	1,65%	5,73%	5,17%	8,57%	6,77%	-6,93%
2008	5,09%	4,50%	5,90%	-5,69%	3,28%	7,05%	6,38%	9,21%	4,80%	4,43%
2009	-0,13%	4,50%	4,31%	8,49%	4,74%	4,16%	6,37%	12,05%	-0,84%	-6,34%
2010	7,53%	4,50%	5,91%	-11,75%	3,13%	7,09%	7,62%	9,68%	5,82%	24,28%
2011	3,97%	4,50%	6,50%	-4,81%	6,20%	6,63%	9,01%	6,86%	2,72%	-0,38%
2012	1,92%	4,50%	5,84%	16,76%	3,65%	6,56%	8,75%	14,13%	5,27%	13,32%
2013	3,00%	4,50%	5,91%	10,51%	1,54%	7,29%	8,75%	9,00%	-0,71%	3,18%
2014	0,50%	4,50%	6,41%	8,99%	5,32%	6,72%	8,33%	6,78%	2,12%	8,80%
2015	-3,55%	4,50%	10,67%	41,80%	18,07%	8,51%	8,09%	8,84%	-6,70%	23,25%
Fonte	IBGE	BCB-Depec	IBGE	BCB-DSTAT	IBGE	IBGE	IBGE	MTb	IBGE	BCB-Depec

Tabela 2 - Variação anual dos seguintes dados

- PIB: Taxa de variação real no ano
- Meta IPCA: Meta para a inflação definida pelo BCB
- IPCA: Índice nacional de preços ao consumidor-amplio
- Câmbio: Taxa de variação no ano da taxa de câmbio livre para compra de dólar (média de período).
- IPCA Monitorado: Índice nacional de preços ao consumidor – amplo – preços monitorados
- IPCA Livre: Índice nacional de preços ao consumidor – amplo – preços livres
- IPCA Serviço: Índice nacional de preços ao consumidor – amplo – preços no setor de serviços
- Salário Mínimo: Taxa de variação no ano para o salário mínimo nominal
- Rendimento: Taxa de variação no ano do rendimento médio real efetivo das pessoas ocupadas - total
- Commodities: Taxa de variação no ano do Índice de Commodities - Brasil

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL: Relatório Anual. Brasília: Banco Central do Brasil, v. 36, 2000. Anual.

CARTA DE CONJUNTURA IPEA. Rio de Janeiro: IPEA, dez. 2007. Trimestral.

REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL. Brasília: BCB, v. 11. 2016. (Série Perguntas Mais Frequentes)

RELATÓRIO DE INFLAÇÃO. Brasília: Banco Central do Brasil, v. 2, n. 1, mar. 2000. Trimestral.

ABRITA, Mateus Boldrine. Políticas alternativas de controle de inflação e estratégias de desenvolvimento. **Revista Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 28, n. 2, p.67-78, jul. 2013. Semestral.

ARESTIS, Philip; PAULA, Luiz Fernando de; FERRARI-FILHO, Fernando. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 35, p.1-30, abr. 2009. Quadrimestral. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/01.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2019.

BIASOTO JUNIOR, Geraldo; AFONSO, José Roberto. Estado e novo arranjo para o financiamento do investimento público no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 59, p.189-213, abr. 2017. Quadrimestral. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v26n1/1982-3533-ecos-26-01-00189.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2019.

BLANCHARD, Olivier. **Fiscal Dominance and Inflation Targeting: lessons from Brazil.** Cambridge: National Bureau Of Economic Research, 2004. 35 p. (NBER Working Paper Series).

BRAGA, Julia de Medeiros. A inflação brasileira na década de 2000 e a importância das políticas não monetárias de controle. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 22, n. 49, p.697-727, dez. 2013. Quadrimestral. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v22n3/05.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2019.

BRAGA, Julia de Medeiros; SUMMA, Ricardo. Estimção de um modelo desagregado de inflação de custo para o Brasil. **Ensaios Fee**, Porto Alegre, v. 37, n. 2, p.399-430, set. 2016. Disponível em: <https://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/3482/3766>. Acesso em: 04 abr. 2019.

BRASIL. Decreto nº 3088, de 21 de junho de 1999. Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Brasília, DF, Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm. Acesso em: 04 abr. 2019.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. O décimo-primeiro plano de estabilização. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (comp.). **Combate à inflação e Reforma Fiscal.** Rio de Janeiro: José Olympio, 1992. p. 132-150. Disponível em:

<http://www.bresserpereira.org.br/papers/1991/88.DecimoPrimeiroPlanoMarcilio.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2019.

BRONFENBRENNER, Martin; HOLZMAN, Franklyn D. A Survey of Inflation Theory. In: AMERICAN ECONOMIC ASSOCIATION ROYAL ECONOMIC SOCIETY (comp.). **Surveys of Economic Theory**. Londres: PalgraveMacmillan, 1965. p. 46-107.

CAMPEDELLI, André Luis; LACERDA, Antonio Corrêa de. Uma crítica Pós-Keynesiana ao Regime de Metas de Inflação (RMI) no Brasil. **Pesquisa & Debate**, São Paulo, v. 25, n. 2, p.01-22, jul. 2014. Semestral.

CARVALHO, Fernando José Cardim de *et al.* Novo Consenso Macroeconômico e o Regime de Metas de Inflação. In: CARVALHO, Fernando José Cardim de *et al.* **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015. Cap. 11.

CARVALHO, Laura. **Valsa Brasileira: do boom ao caos econômico**. São Paulo: Todavia, 2018. 192 p.

DANIEL, Henrique Lorenzi. **As políticas de crédito direcionado do BNDES: o calcanhar de Aquiles da Política Monetária do Banco Central do Brasil**. 2015. 13 f. Monografia (Especialização) - Curso de Economia, Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2015.

DAVIDSON, Paul. **Post Keynesian Macroeconomic Theory**. Cheltenham: Edward Elgar, 1994.

DETMEISTER, Alan. **The Usefulness of Core PCE Inflation Measures**. Washington D.c: Federal Reserve Board, 2011. (Finance and Economics Discussion Series). v. 56. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2011/201156/201156pap.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2019.

FRAGA, Armínio. Dez Anos de Metas para a Inflação. **Dez Anos de Metas para a Inflação – 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, p. 15-22, 2011.

FRAGA, Arminio; GOLDFAJN, Ilan; MINELLA, André. **Inflation Targeting in Emerging Market Economies**. Cambridge: National Bureau Of Economic Research, 2003. 51 p. (NBER Working Paper Series).

FURTADO, Mauricio Busnello. **Metas para a Inflação sob Dominância Fiscal: Possíveis Implicações para o Caso Brasileiro**. 2017. 73 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Econômicas, Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017.

MEIRELLES, Henrique de Campos Meirelles. Pronunciamento no encerramento do XI Seminário Anual de Metas para a Inflação. **Dez Anos de Metas para a Inflação – 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, p. 23-34, 2011.

MISHKIN, Frederic. **Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis**. Cambridge: National Bureau Of Economic Research, 2011. 62 p. (NBER Working

Paper Series). Disponível em: <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res2/pdf/fm.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2019.

MODENESI, André de Melo. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

MODENESI, André de Melo; FERRARI FILHO, Fernando. Choque de oferta, indexação e política monetária: breves considerações sobre a aceleração inflacionária recente. **Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 7, n. 26, p.1-9, jul. 2011. Trimestral. Disponível em: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/revista/26%20Capa/Andre%20de%20Melo%20Modenesi%20-%20Fernando%20Ferrari%20Filho.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2019.

MODENESI, André de Melo; MODENESI, Rui Lyrio. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 32, n. 128, p.389-411, jul. 2012. Trimestral. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rep/v32n3/03.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2019.

NEVES, André Lúcio; OREIRO, José Luís. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio Fee**, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p.101-132, jun. 2008. Trimestral.

PAES, Tânia Aparecida Gomes. **Análise da eficácia da política monetária brasileira sob o regime de metas para inflação**. 2014. 98 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Econômicas, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

ROSSETTI, José Paschoal; LOPES, João do Carmo. **Economia Monetária**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SERRANO, Franklin. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 30, n. 117, p.63-72, jan. 2010. Trimestral.

SHAPIRO, Edward. **Análise Macroeconômica**. São Paulo: Atlas, 1973. 2 v. Tradução de: Luiz Aparecido Caruso.

SICSÚ, João. Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 21, n. 39, p.115-136, mar. 2003. Semestral.

TOBIN, James. Inflation and Unemployment. *In*: LIPSEY, Richard G; SCARTH, William (ed.). **Inflation and Unemployment: The Evolution of the Phillips Curve**. Cheltenham: Edward Elgar, 1972. Cap. 6. p. 116-133. 2 v.

VÁSQUEZ, Juan Francisco Noyola. Inflação e desenvolvimento econômico no Chile e no México. *In*: BIELSCHOWSKY, Ricardo (org.). **Cinquenta anos de pensamento na CEPAL**. Rio de Janeiro: Record, 2000. Cap. 7. p. 293-306. Tradução de: Vera Ribeiro. Disponível em: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/1618/S33098N962Av1_pt.pdf?squence=1&isAllowed=y. Acesso em: 04 abr. 2019.

FRISCH, Felipe. Pela 6ª vez seguida, mercado revê projeção de crescimento do PIB. Valor Econômico, São Paulo, 8 abril 2019. Caderno Brasil. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/6201817/pela-6-vez-seguida-mercado-reve-projecao-de-crescimento-do-pib>. Acesso em: 10 abr. 2019.

Taxa de desemprego tem leve recuo, mas mercado de trabalho ainda é desanimador. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 9 abril 2019. Caderno Brasil. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/por-que-economistas-em-bom-portugues/2019/04/taxa-de-desemprego-tem-leve-recuo-mas-mercado-de-trabalho-ainda-e-desanimador.shtml>. Acesso em: 10 abr. 2019.