

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP
PROGRAMA DE ESTUDOS PÓS-GRADUADOS EM
ECONOMIA POLÍTICA**

André Luis Campedelli

**O regime de metas de inflação: O debate entre ortodoxos
e heterodoxos**

Mestrado em Economia Política

**São Paulo
2014**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP
PROGRAMA DE ESTUDOS PÓS-GRADUADOS EM
ECONOMIA POLÍTICA**

André Luis Campedelli

**O regime de metas de inflação: O debate entre ortodoxos
e heterodoxos**

Mestrado em Economia Política

**Dissertação apresentada à Banca
Examinadora do Programa de Pós-
Graduação em Economia Política PUC/SP,
para obtenção do título de MESTRE EM
ECONOMIA, sob orientação do Prof. Dr.
Julio Manoel Pires**

**São Paulo
2014**

Banca Examinadora

Autorizo exclusivamente para fins acadêmicos e científicos a reprodução total ou parcial desta Dissertação por processos fotocopiadores ou eletrônicos, para consulta pública e utilização como referência bibliográfica desde que citada com referência de autoria, respeitados os termos da legislação vigente sobre direitos autorais.

São Paulo, ____ de _____ de ____ .

Assinatura: _____

“Os métodos pseudo matemáticos, que dão a figuração simbólica de um sistema de análise econômica,..., tem o grave defeito de supor expressamente a independência rigorosa dos fatores que utilizam, e de perder sua coesão lógica e autoridade quando esta hipótese é rejeitada; já no raciocínio comum, onde não avançamos de olhos fechados, mas onde a todo momento sabemos o que estamos fazendo e o que significam as palavras, podemos conservar “no fundo da mente” as necessárias reservas e limitações, bem como as correções que teremos que fazer depois, de uma maneira pela qual não seria igualmente possível reter complicadas diferenciais parciais “no verso” de algumas paginas de álgebra que supõem a nulidade de todas elas. Grande parte da recente economia “matemática” não passa de um emaranhamento, tão impreciso quanto suas hipóteses iniciais, levando os autores a perder de vista, num labirinto de símbolos pretensiosos e inúteis, as complexidades e interdependências do mundo real.”

John Maynard Keynes, A teoria geral do emprego, do juro e da moeda.

À Sophia

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer primeiramente aos meus pais, Angela Aparecida Campedelli e Luis Antonio Campedelli, por todo o apoio dado durante estes dois anos em que este trabalho foi realizado. Sem a ajuda deles, seria impossível finalizar este trabalho. Gostaria também de agradecer a minha irmã, Juliana de Lima Campedelli e aos demais membros da minha família, também pelo apoio dado nestes dois anos do meu mestrado.

Gostaria de agradecer especialmente a minha namorada, Tais Leite de Moura, que me ajudou muito durante todo o processo do meu trabalho, me apoiando nos momentos difíceis, ouvindo sobre as dúvidas e as conclusões que surgiam durante o andamento do trabalho, me ajudando em meus pontos fracos e principalmente me ajudando em minhas dúvidas em inglês. A sua contribuição foi enorme neste processo.

Gostaria também de agradecer a todos os professores que passaram por mim durante estes dois anos. Os professores que me deram aula no mestrado e aqueles que somente pude ter contato nos grupos de pesquisa ou nas reuniões do colegiado. Todos estes fazem parte do conhecimento adquirido que obtive dentro do mestrado. Todos são responsáveis por minha formação dentro deste programa.

Também preciso agradecer a todos os meus colegas de mestrado que tive dentro destes dois anos. Tanto aqueles da turma anterior à minha, como aos da turma posterior à minha, e principalmente aos colegas da minha turma, os ingressos do ano de 2013. Todos vocês fazem uma imensa parte na minha formação, e garanto que foi um prazer passar estes dois anos com vocês.

Agradeço aos meus amigos, Felipe Cordeiro e Tayara Calina por me auxiliarem na correção ortográfica e na redação do meu trabalho. Vocês dois tem parcela significativa na produção deste trabalho. Preciso agradecer também a todos os meus outros amigos, tanto aqueles que moram em minha cidade, São Bernardo do Campo, quanto aos que estão em São Paulo. Sempre me apoiando e me ajudando a

relaxar quando precisava. Sem a amizade de vocês, o caminho até o final deste trabalho seria muito mais difícil.

Gostaria de agradecer aos membros de todos os grupos de pesquisa que faço parte dentro da PUC/SP, o DEPE, do Prof. Antônio Corrêa de Lacerda, o EITT, da Prof^a. Anita Kon, e o PDH, da Prof^a. Rosa Maria Marques, pelas ricas discussões durante estes dois anos, que fazem parte hoje da minha formação como economista.

Gostaria de agradecer a todos os membros da minha banca de qualificação, Prof. Rubens Sawaya e Prof. Antônio Corrêa de Lacerda, que fizeram ótimas observações e contribuíram muito para o resultado final do meu trabalho. Também gostaria de agradecer ao Prof. Lacerda por todo o apoio que tive desde antes mesmo entrar no mestrado. Sempre foi uma pessoa que me ajudou dentro do mestrado e auxilia muito minha pesquisa com os artigos que tentamos escrever em conjunto.

Também gostaria de agradecer à Sonia, nossa querida assistente de coordenação, que é o motor do programa de economia. A vida sem a Sonia seria muito mais difícil na PUC/SP. Ela sempre ajudou em tudo o que podia, e até mesmo no que não podia às vezes. Com certeza uma pessoa muito importante pra mim nestes dois anos.

Finalmente, gostaria de agradecer muito ao meu orientador, o Prof. Julio Manuel Pires, pela excelente orientação que ele me proporcionou nestes dois anos. Não existe uma única reclamação que posso fazer da orientação que recebi neste mestrado. Uma parte significativa deste trabalho é resultado da orientação do Prof. Julio, que foi essencial para minha formação como mestre em economia política, e a pessoa mais importante nesta minha formação como mestre.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é realizar uma análise sobre o atual debate em torno do regime de metas de inflação no caso brasileiro. A justificativa para este trabalho é ressaltar a importância que a política monetária possui no crescimento econômico de um país. Entretanto, no caso brasileiro, é utilizada somente para o controle inflacionário. Após a introdução, que pontua os principais pontos do trabalho, inicia-se um levantamento teórico sobre a discussão em relação à política monetária que houve durante o século XX, cujo resultado final foi a elaboração do regime de metas de inflação. É feita posteriormente uma análise histórico-analítica do caso brasileiro a partir da adoção do regime de metas de inflação até o ano de 2013, refletindo sobre os resultados obtidos e as medidas tomadas para a obtenção destes, além de uma análise sobre as consequências das medidas tomadas durante o período. A última parte do trabalho discute a atual situação desta política no Brasil, levantando os principais pontos observados por economistas ortodoxos e heterodoxos. É realizado um balanço sobre todas as ideias analisadas, e na conclusão deste trabalho são colocados e discutidos os pontos considerados relevantes para o atual debate sobre o regime de metas de inflação no Brasil.

PALAVRAS – CHAVE

Regime de meta de inflação – Selic – política monetária

ABSTRACT

The objective of this work is to conduct an analysis about the current debate around the inflation target in the Brazilian case. The justification for this work is to highlight the importance the monetary policy has in the economic growth of a country. Nevertheless, it is little used for this purpose in the Brazilian case, being used only for the inflation control. After an introduction, which punctuates the main work points, a theoretical survey about the monetary policy discussion that happened in the XX century is carried out, whose final result is the development of inflation target. A historical-analytical analysis for the Brazilian case since the adoption of the inflation target until 2013 is performed next, reflecting upon the results obtained and the measures for the acquisition of these, in addition to an analysis about the consequences of the measures during this period. The last part of this work puts into discussion the current situation of this policy in Brazil, bringing up the main points observed by orthodox and heterodox economists. A balance of all the analyzed ideas is done, and in the conclusion the main points considered relevant for the current debate about the inflation target in Brazil are posed and covered.

KEYWORDS

Inflation target – Selic – monetary policy

CAMPEDELLI, A.L. O regime de metas de inflação no Brasil: Um debate entre ortodoxos e heterodoxos. São Paulo, 2014, 163 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

SUMÁRIO

Introdução	1
 Capítulo 1 - Base teórica e retrospecto internacional do regime de metas de inflação	7
1.1 – Milton Friedman e a volta ao modelo monetarista	8
1.1.1 – A nova teoria quantitativa da moeda	8
1.1.2 – As expectativas adaptativas e o papel do Estado na economia	10
1.2 – Os novo-clássicos e as expectativas racionais	14
1.2.1 – As expectativas racionais	14
1.2.2 – A ineficiência da política monetária	15
1.3 – A necessidade de independência do Banco Central	17
1.3.1 – A credibilidade do Banco Central	17
1.3.2 – A tese de independência do Banco Central	18
1.4 – O regime de metas de inflação	22
1.4.1 – O funcionamento do regime de metas de inflação	23
1.4.2 – Pressupostos econômicos que justificam o regime de metas de inflação	24
1.4.3 – O debate sobre o regime de metas de inflação no mundo	28
1.5 – Os primeiros países a adotar o regime de metas de inflação	30
1.5.1 – O regime de metas de inflação nos países desenvolvidos	30
1.5.2 – O regime de metas de inflação em países em desenvolvimento	33
 Capítulo 2 – O regime de metas de inflação no Brasil	42
2.1 – Antecedentes do regime de metas de inflação: A crise dos anos 1980 e a âncora cambial	42
2.1.1 – A crise inflacionária	43
2.1.2 – Plano Real e a âncora cambial	45

2.2 – O regime de metas de inflação durante o governo FHC	55
2.2.1 – O cenário econômico da época em que foi adotado o regime de metas de inflação	56
2.2.2 – A atuação da política monetária baseada no regime de metas de inflação	57
2.2.3 – Resultados do regime de metas de inflação durante o governo FHC.....	63
2.3 – O regime de metas de inflação durante o primeiro governo Lula	67
2.3.1 – O cenário econômico da posse do primeiro governo Lula	67
2.3.2 – A atuação da política monetária durante o primeiro governo Lula.....	70
2.3.3 – Resultados da política monetária durante o primeiro governo Lula	72
2.4 – O regime de metas de inflação durante o segundo governo Lula	76
2.4.1 – O cenário econômico do segundo governo Lula.....	76
2.4.2 – A atuação da política monetária durante o segundo governo Lula	78
2.4.3 – Resultados da política monetária durante o segundo governo Lula.....	81
2.5 – O regime de metas de inflação durante o governo Dilma (2011-2013).....	83
2.5.1 – O cenário econômico do governo Dilma	84
2.5.2 – A atuação da política monetária no governo Dilma até 2013.....	86
2.5.3 – Resultados da política monetária durante o governo Dilma (2011-2013).....	88
 Capítulo 3 – O debate atual sobre o regime de metas de inflação	 93
3.1 – Principais pontos do debate sobre o regime de metas de inflação	93
3.1.1 – Pontos levantados pelos economistas ortodoxos.....	94
3.1.2 – Pontos levantados pelos economistas heterodoxos	99
3.2 – A visão ortodoxa sobre o debate	105
3.2.1 – O papel do Banco Central: A sua autonomia, sua credibilidade e sua transparência.....	105
3.2.2 – Melhoras na eficiência do regime: formação de expectativas, o horizonte da meta, o método de medição e o nível de desemprego abaixo da sua taxa natural.....	111

3.3 – A visão heterodoxa sobre o debate.....	114
3.3.1 – Os problemas estruturais do regime de metas de inflação.....	115
3.3.2 – Os efeitos do regime de metas de inflação na economia	123
3.4 – Um balanço entre as visões do debate	131
3.4.1 – Sobre os pontos levantados pelos economistas ortodoxos	131
3.4.2 – Sobre os pontos levantados pelos economistas heterodoxos	136
 Conclusão	 142
 Bibliografia.....	 155
I - Documentos	155
1 – Documentos impressos	155
2 – Documentos em internet	155
 II – Dissertações e teses.....	 155
 III – Livros e artigos em coletâneas.....	 156
 IV – Artigos em anais e periódicos	 158
1 – Artigos em revistas indexadas.....	158
2 – Artigos em anais de congresso	162
3 – Artigos em jornais e revistas não indexados	163
4 – Artigos em revistas e periódicos eletrônicos e internet	165
 V – Textos.....	 165
 VI – Bases de dado eletrônicas	 166

Tabelas, gráficos e figuras

1 - Tabelas

Tabela 1.1 – Inflação e PIB em países desenvolvidos: 1990-1998.....	33
Tabela 1.2 – Média das taxas de inflação e crescimento do produto em países em desenvolvimento selecionados: 1996-2004 (em %).	34
Tabela 1.3 – Taxa média de inflação e taxa média de crescimento do produto em países em desenvolvimento: 2000-2012 (em %).	35
Tabela 1.4 – Taxa média de inflação e taxa média de crescimento do produto em países da América Latina: 2000-2012 (em %).	39
Tabela 2.1 – Indicadores macroeconômicos selecionados: 1994-1998.....	50
Tabela 2.2 – Variação do IPA-DI e do IPCA: 1999 (em %).	59
Tabela 2.3 – Indicadores macroeconômicos selecionados: 1999-2002.....	65
Tabela 2.4 – Principais metas macroeconômicas: 2003-2006.....	70
Tabela 2.5 – Indicadores macroeconômicos selecionados: 2003-2006.....	73
Tabela 2.6 – Principais metas macroeconômicas: 2007-2010.....	79
Tabela 2.7 – Indicadores macroeconômicos selecionados: 2007-2010.....	82
Tabela 2.8 – Principais metas macroeconômicas: 2011-2013.....	87
Tabela 2.9 – Indicadores macroeconômicos selecionados: 2011-2013.....	90
Tabela 3.1 – Média anual da participação percentual do impacto de cada subgrupo no índice geral, IPCA: 2007-2013.....	116
Tabela 3.2 – Comparação entre o nível de inflação em países selecionados em média antes, durante o regime de metas de inflação e durante o período 2008-2013	120

2 – Gráficos

Gráfico 1.1 – Curva de Phillips	11
Gráfico 1.2 – A curva aceleracionista de Friedman-Phelps	13

Gráfico 1.3 – Inflação média comparada aos índices de independência do Banco Central: 1993.....	19
Gráfico 1.4 – Inflação média comparada aos índices de independência do Banco Central: 2000.....	20
Gráfico 1.5 – Trajetória da inflação no Reino Unido: 1986-1997 (em %).	31
Gráfico 1.6 – Trajetória da inflação no Canadá: 1986-1998 (em%).	31
Gráfico 1.7 – Taxa média de crescimento econômico em países em desenvolvimento: 2000-2012 (em %).	36
Gráfico 1.8 – Taxa média da inflação em países em desenvolvimento: 2000-2012 (em %).	37
Gráfico 1.9 – Taxa média de crescimento econômico em países da América Latina: 2000-2012 (em %).	40
Gráfico 1.10 – Taxa média da inflação em países da América Latina: 2000-2012 (em %).	40
Gráfico 2.1 – Inflação brasileira medida pelo INPC: 1980-1994 (em %).	44
Gráfico 2.2 – IPCA mensal: 1994 (em%).	52
Gráfico 2.3 – Taxa básica de juros diária nominal e real: 1995-2002 (em % ao ano).	60
Gráfico 2.4 – Evolução da taxa Selic: 1999 (em % ao ano).	61
Gráfico 2.5 – IPCA comparado à meta: 1999-2002 (em %)	64
Gráfico 2.6 – IPCA mensal comparado à taxa média de câmbio mensal: 1999-2002.	65
Gráfico 2.7 – Evolução da taxa Selic e da taxa de juros real: 1999-2002 (em % ao ano).	66
Gráfico 2.8 – IPCA mensal comparado à taxa média de câmbio mensal: 2003-2006	74
Gráfico 2.9 – Evolução da taxa Selic e da taxa de juros real: 2002-2006 (em % ao ano).	75

Gráfico 2.10 – Evolução da taxa Selic e da taxa de juros real: 2007-2010 (em % ao ano).	83
Gráfico 2.11 – Evolução da taxa Selic e da taxa de juros real: 2007-2010 (em % ao ano).	89
Gráfico 2.12 – IPCA mensal comparado à taxa média de câmbio mensal: 1999-2013.	91
Gráfico 3.1 – Credibilidade do Banco Central: 2009-2013.....	108
Gráfico 3.2 – IPCA e Selic: 1999-2013 (em % ao ano).....	118
Gráfico 3.3 – Preços administrados em relação ao IPCA: Jan/2000-Fev/2013.....	122
Gráfico 3.4 – Nível de investimento no Brasil: 1995-2013 (em % do PIB).....	124
Gráfico 3.5 – Nível de desemprego no Brasil: 1999-2013 (em %).	125

3 – Figuras

Figura 3.1 – Mecanismo de transmissão da política monetária	129
Figura 3.2 – Modelo alternativo de transmissão da política monetária	130

INTRODUÇÃO

O regime de metas de inflação é o método de estabilização monetária e controle inflacionário mais utilizado pelas economias mundiais atualmente, incluindo o Brasil a partir de 1999. O regime é fruto do longo debate ortodoxo sobre política monetária a partir da metade do século XX e tem sua consolidação na década de 1980. A discussão se inicia com Friedman, que retoma a ideia de neutralidade da moeda a partir de um retorno à teoria quantitativa da moeda ao formular o monetarismo tipo II. Outra contribuição de Friedman foi a teoria das expectativas adaptativas, que junto à retomada da teoria monetarista, leva à conclusão de que a política monetária é ineficaz para a alteração de qualquer outra variável econômica no longo prazo que não seja a inflação. Portanto, a política monetária deve se restringir ao controle inflacionário.

Surgem, a partir do trabalho de Friedman, os economistas da escola dos novos-clássicos, que evoluem as teorias do monetarismo tipo II e das expectativas adaptativas para um modelo econométrico mais sofisticado, a teoria das expectativas racionais. Nesta teoria, todos os agentes econômicos possuem uma percepção perfeita do cenário econômico no qual vivem, o que torna impossível enganá-los. Segundo tal ideia, o melhor caminho para a economia é que ela seja pouco regulada, permitindo que os agentes atuem de maneira ótima. A atuação da política monetária, como concluído por Friedman, deve ser exclusivamente voltada ao controle inflacionário, pois sua atuação em outras variáveis econômicas, como redução do desemprego e melhoria do cenário econômico visando o crescimento econômico, não surtiriam efeito no longo prazo. Os agentes econômicos, segundo a teoria das expectativas racionais, possuem conhecimento pleno da economia, conseguindo prever as medidas que serão adotadas pela autoridade monetária e se precavendo delas, tornando-as ineficazes, inclusive no curto prazo. O único efeito da política monetária para melhorar as demais variáveis econômicas seria a elevação dos preços, portanto, o controle inflacionário é a única variável que deve ser manipulada via política monetária na visão desta escola econômica.

A partir da consolidação destes conceitos no meio ortodoxo, todas as teorias tomaram como pressuposto a ideia do agente racional, que prevê perfeitamente todo o cenário econômico vigente. A partir disto, o papel da política monetária se restringe ao controle inflacionário. Surgem, entre os economistas ortodoxos, teorias que buscam aperfeiçoar o controle inflacionário e o papel do Banco Central na adoção destas políticas monetárias. A preocupação se torna a eliminação do viés inflacionário que políticas monetárias podem causar na economia e a melhoria da credibilidade do Banco Central.

A independência do Banco Central passa a ser um ponto essencial para a eliminação destes problemas, o que possibilitaria um melhor controle inflacionário na ótica ortodoxa. Um Banco Central independente atuaria de maneira mais técnica, sem ser influenciado pelos ciclos eleitorais ou sem promover mudanças na política monetária visando uma redução artificial da taxa de desemprego para um nível abaixo do seu nível natural. Sua atuação teria como único objetivo o controle inflacionário, o que melhoraria sua credibilidade e reduziria a possibilidade de surgir um viés inflacionário na economia.

Toda lógica por trás do regime de metas de inflação se encontra dentro de alguns conceitos básicos que norteiam toda a teoria neoclássica, que é o conceito de equilíbrio geral e de produto potencial. No equilíbrio geral, todos os agentes são produtores independentes e buscam a maximização de sua utilidade realizando trocas ótimas entre si. A moeda, neste caso, torna-se apenas um facilitador de trocas, assim como na teoria monetarista clássica ou na teoria monetarista de Friedman. O excesso de moeda, no equilíbrio geral, apenas ocasionaria aumento dos preços, ou seja, a origem inflacionária é toda oriunda da demanda, visão condizente com o teorizado nas bases do regime de metas de inflação. O produto potencial é o que delimitaria até onde um possível aumento da demanda poderia ocorrer antes do surgimento de pressões inflacionárias. Segundo este conceito, existe certo limite de crescimento da demanda, sendo a oferta considerada rígida no curto prazo e, assim, o crescimento da economia, ou da demanda, para além deste limite geraria pressões inflacionárias. Ambas as teorias são passíveis de crítica por parte de economistas heterodoxos, principalmente em

relação ao papel da moeda, da suposição de uma oferta fixa a curto prazo e da visão de que há somente uma origem da inflação.

O regime de metas de inflação é resultado deste extenso debate teórico de viés ortodoxo, contemplando a maior parte dos pontos considerados ideais para o controle inflacionário e para o bom funcionamento da política monetária. Em sua construção teórica, estão os conceitos de equilíbrio geral, produto potencial, expectativas racionais e a proposta de um Banco Central independente com maior credibilidade. O primeiro país a adotar o regime de metas de inflação foi a Nova Zelândia em 1990, seguido por diversos outros países ao longo dos anos 1990.

Ao fazer uma análise mais criteriosa sobre o regime de metas de inflação, conseguimos observar que ele nem sempre é um mecanismo de redução dos níveis inflacionários, principalmente no caso dos países desenvolvidos, funcionando muitas vezes mais como um mecanismo de estabilização monetária do que propriamente um mecanismo de redução do nível de inflação de uma economia. Outra característica do regime de metas de inflação é não gerar uma melhor condição para o crescimento econômico, como apontam alguns economistas. Em comparação com países desenvolvidos que adotam o regime, os que não o adotam possuem números muito semelhantes, tanto no caso do crescimento econômico quanto no caso do nível inflacionário destas economias. Esta característica por muito tempo não foi observada nos países em desenvolvimento, os quais num primeiro momento, conseguiram reduzir seu nível inflacionário, mas mostrou uma correlação negativa com o nível de crescimento econômico. Países que optaram pelo regime cresciam menos que os países que não fizeram o mesmo. Esta característica parece estar mudando com o tempo, sendo que hoje os resultados obtidos são muito semelhantes ao dos países desenvolvidos nesta questão.

O principal foco deste trabalho é o caso brasileiro, que adotou o regime de metas de inflação em 1999. O regime surgiu como substituto do antigo método de estabilização monetária de âncora cambial, na tentativa de se utilizar um método de estabilização que trouxesse uma menor vulnerabilidade externa e que permitisse uma redução da taxa Selic, que se encontrava em patamares muito elevados durante a adoção da âncora cambial.

O resultado obtido foi de uma redução do nível de vulnerabilidade externa, mas a redução da Selic foi mais lenta do que se imaginava. O nível da taxa Selic ainda se manteve bastante elevado se comparado aos padrões internacionais e mesmo apresentando redução do seu nível, ela aconteceu de maneira lenta e gradual durante o período do regime de metas de inflação, oscilando com alguns períodos de elevação. Em relação ao papel de controle e redução do nível inflacionário no início de sua adoção, o regime teve sucesso durante os dois primeiros anos, 1999 e 2000, atingindo a meta e reduzindo-a durante estes dois anos. Mas a partir de 2001, a meta inflacionária deixou de ser atingida diversas vezes, sendo que durante o governo FHC o resultado final do regime de metas de inflação pode ser considerado negativo.

O regime de metas tornou a ser efetivo no seu papel de estabilizador monetário e na redução inflacionária a partir do governo Lula, quando a meta voltou a se estabilizar e a inflação foi reduzida. Existem dois períodos distintos durante o governo Lula em relação a sua política monetária. O primeiro período, entre 2003 e 2005, apresentou uma política monetária mais ortodoxa, com a taxa Selic mantendo-se em patamar elevado e o Banco Central atuando de maneira rígida em qualquer momento em que se apresentasse qualquer pressão inflacionária. No segundo momento do governo Lula, entre 2006 e 2010, ocorreu uma política monetária mais flexível e menos ortodoxa, com redução da taxa Selic e adoção de uma postura que visava maior crescimento econômico. Neste período ocorreram os melhores níveis de crescimento econômico e de redução do nível de desemprego.

No governo Dilma é possível observar uma tentativa de redução ainda maior da ortodoxia da política monetária, quando existiu um forte movimento para a redução da taxa Selic, que chegou a 7,25% ao ano em 2012. Esta menor ortodoxia da política monetária não veio acompanhada de um ritmo de crescimento econômico consistente e elevado e nem de uma redução do nível inflacionário, que se mantém estável desde 2005, em níveis próximos de 6% ou um pouco mais elevado. Tal cenário econômico tornou insustentável para o governo uma taxa Selic reduzida, sendo que em 2013 voltou a ocorrer uma série de elevações da Selic, chegando a 10% ao ano.

A atuação do regime de metas de inflação no Brasil traz à tona uma discussão sobre sua atual situação, sua eficácia e seus efeitos na economia brasileira.

Diversos pontos são levantados sobre o regime, tanto por economistas ortodoxos quanto por economistas heterodoxos. Os ortodoxos buscam melhorar a eficiência do regime de metas de inflação no caso brasileiro, enquanto os heterodoxos discutem os problemas estruturais e as consequências da atuação do regime de metas de inflação no país.

Os pontos levantados pelos economistas ortodoxos levam em conta o papel do Banco Central brasileiro dentro do regime de metas de inflação e propõem melhorias. As questões abordadas neste trabalho são o nível de independência e de autonomia do Banco Central brasileiro, sua credibilidade e transparência, a formação de expectativas para o cumprimento da meta, o horizonte de referência da meta inflacionária e o método de medição da inflação brasileira. Ainda, será discutida a possibilidade da origem da inflação brasileira atual estar relacionada a um nível de desemprego abaixo da taxa natural de desemprego da economia.

Entre os economistas heterodoxos são debatidos problemas estruturais do regime de metas de inflação e quais são os efeitos de sua utilização na economia brasileira. Os pontos abordados neste trabalho: são a origem inflacionária e a possível preferência por medidas que visam ao controle de demanda no regime de metas de inflação; a redução do nível de investimentos e de emprego resultante da política monetária imposta pelo regime; as restrições ao crescimento econômico decorrente do regime; o efeito na política cambial; a possível falta de eficácia do regime quanto à redução inflacionária; a ineficiência do regime no controle dos preços administrados da economia; as críticas em relação ao mecanismo de transmissão inflacionária suposto pelo Banco Central.

O objetivo deste trabalho, portanto, é analisar os pontos levantados atualmente por ambas as correntes econômicas no debate em relação ao regime de metas de inflação. Esta análise é feita segundo uma metodologia histórico/analítica na qual é observada a relevância destes pontos no contexto brasileiro, as possíveis evidências históricas que os validam ou os refutam por ambos os lados da discussão e, ao final, é feito um balanço no qual são colocadas as visões dos autores sobre o debate.

Visando alcançar esses objetivos, estruturamos o trabalho da seguinte forma: no capítulo um é abordado o aspecto teórico do regime de metas de inflação, a

partir de toda a discussão realizada pelos economistas ortodoxos que levaram à criação desse regime, fazendo um breve balanço histórico sobre o regime no mundo. No segundo capítulo é feito um levantamento histórico sobre a atuação do regime de metas de inflação no Brasil, analisando o cenário de todos os períodos abordados e os resultados obtidos a partir das políticas monetárias adotadas. No terceiro capítulo é feito um estudo sobre os principais pontos de discussão atual sobre o regime de metas de inflação no caso brasileiro, analisando as questões identificadas pelos economistas ortodoxos e heterodoxos e fazendo um balanço final sobre as teses debatidas atualmente sobre esse regime. Ao final apresentaremos as conclusões com base no que foi discutido nos três capítulos apresentados.

CAPÍTULO 1

BASE TEÓRICA E RETROSPECTO INTERNACIONAL

DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Neste capítulo será abordado o referencial teórico por trás do regime de metas de inflação e analisaremos os principais casos de países que adotaram este método de estabilização monetária e serviram de modelo para diversos países do mundo para adotar tal este método.

Começaremos analisando a teoria de Milton Friedman sobre política monetária e suas idéias referentes a expectativas adaptativas, comparando estas com as ideias mais disseminadas na época em que foi escrita tal teoria, que eram aquelas vindas da síntese neoclássica. Depois disto, analisaremos as proposições dos autores da escola dos novos-clássicos, autores como Robert Lucas e Thomas Sargent, que aprimoraram as ideias de Milton Friedman, criando o conceito de expectativas racionais. Em seguida, partiremos para as ideias que surgem baseadas na teoria de expectativas racionais relativas ao funcionamento da política monetária e do comportamento do Banco Central, como a discussão sobre viés inflacionário e sobre a importância da independência do Banco Central, até o surgimento definitivo do regime de metas de inflação, explicando conceitos que também fazem parte do corpo teórico do regime, como os conceitos de equilíbrio geral, PIB potencial e de hiato do produto.

Para finalizar este capítulo, iremos analisar os casos de alguns países que adotaram o regime de metas de inflação. Abordaremos os primeiros casos no mundo, como Nova Zelândia, Reino Unido, Canadá, etc., e iremos analisar a situação da economia na época em que o sistema foi adotado e os resultados obtidos através da adoção deste método de estabilização econômica.

1.1- Milton Friedman e a volta ao modelo monetarista

Milton Friedman era contrário às teorias mais aceitas pelos economistas da época em que formulou suas principais teorias, entre os anos 1950 e 1960. Durante este período, estavam em vigência as teorias derivadas da Síntese Neoclássica, iniciada por Hicks, que sintetiza (de maneira equivocada, segundo alguns autores) as ideias de Keynes sobre o funcionamento da economia, criando um modelo de equilíbrio conhecido como modelo IS-LM. Durante muito tempo, e com modificações feitas por diversos autores que aderiram às ideias da Síntese Neoclássica, a IS-LM e suas evoluções posteriores foram os modelos mais aceitos pelos economistas. (MODENESI, 2005: 121-125).

As ideias de Friedman criticam o papel do Estado na economia, e possuem uma visão diferente sobre a função da moeda, colocando a taxa de inflação como um dos principais pontos de preocupação para a economia e propondo a teoria das expectativas adaptativas, que seria a base das modernas teorias econômicas de equilíbrio monetário existentes até hoje.

1.1.1 – A nova teoria quantitativa da moeda de Friedman.

Milton Friedman acreditava na neutralidade da moeda ao defender em sua teoria que ela serve apenas como facilitador de transações entre bens, e que a emissão de moeda visando financiamento da produção para a procura do pleno emprego é a principal e basicamente única causa da inflação (FRIEDMAN& FRIEDMAN, 1980: 259).

A concepção clássica da teoria quantitativa da moeda coloca que o nível geral de preços é determinado pelo estoque monetário de uma economia. Segundo a teoria, o estoque monetário é sempre proporcional ao nível de preços de uma economia, tendo em vista que no longo prazo a moeda é neutra. A equação que define o produto nominal é dada por $MV = PY$, sendo M o estoque monetário, V a velocidade-renda da circulação da moeda, P o nível de preços da economia e Y o produto real da economia. Sendo que V é constante no curto prazo e se altera lentamente no longo prazo e Y é

determinado no longo prazo, ou seja, não se modifica no curto prazo, as únicas variáveis que se alteram no curto prazo são M e P . Se isto é verdade, então o que determina o nível de preços na economia é somente o estoque de moeda que existe em circulação naquele momento (MODENESI, 2005: 81-83).

A concepção de Friedman é uma evolução desta teoria clássica. Ela parte do pressuposto da existência de uma renda permanente, que é a renda que o agente da economia possui no longo prazo, e que este agente, sendo maximizador de sua utilidade, tomará como base esta renda ao consumir. Em sua equação inicial, ele coloca $Y = r.W$, sendo Y a renda permanente, r a taxa de juros e W a riqueza. Friedman entende por riqueza em parte como riqueza humana, aquela relacionada à capacidade produtiva, ou seja, são os bens físicos da economia, como imóveis, bens de consumo duráveis, bens de capital, bens de consumo não duráveis, entre outros, que estão do lado real da economia, e a riqueza não humana, que são moeda e ativos financeiros, que estão do lado financeiro da economia. W é um resultado de Rh (riqueza humana) dividido por Rnh (riqueza não humana), sendo $W = Rh/Rnh$, ou seja, quanto maior for Rh , maior a necessidade de Rnh para se manter W constante, isto é, maior será a necessidade por moeda. Assim, Friedman coloca que, quanto maior for a quantidade de bens, maior será a quantidade de moeda para se manter a riqueza no mesmo valor. Sendo a riqueza humana menos líquida que a riqueza não humana, existe a necessidade sempre grande de se obter riqueza não humana (moeda e títulos) para se compensar a falta de liquidez da riqueza humana. Uma quantidade grande de bens vai fazer aumentar a necessidade de se reter moeda, por isto que a riqueza é medida desta maneira (CARVALHO *et al.*, 2000: 89-90).

A riqueza humana se mantém estável em caso de ausência de inflação na economia. Isto é, se existir uma baixa oferta de moeda, não existirá motivo para que ocorra um aumento de preços na economia. As principais mudanças de Friedman em relação à teoria clássica é que esta explica a demanda por moeda por parte do público e a oferta de moeda criada pelas autoridades monetárias, e não uma teoria que explica a determinação dos níveis de renda e preço, como é concebida na TQM. Por sua vez, a velocidade da circulação de moeda V , na nova teoria, não é constante, mas possui um comportamento previsível ao longo do tempo, sendo possível estimar um

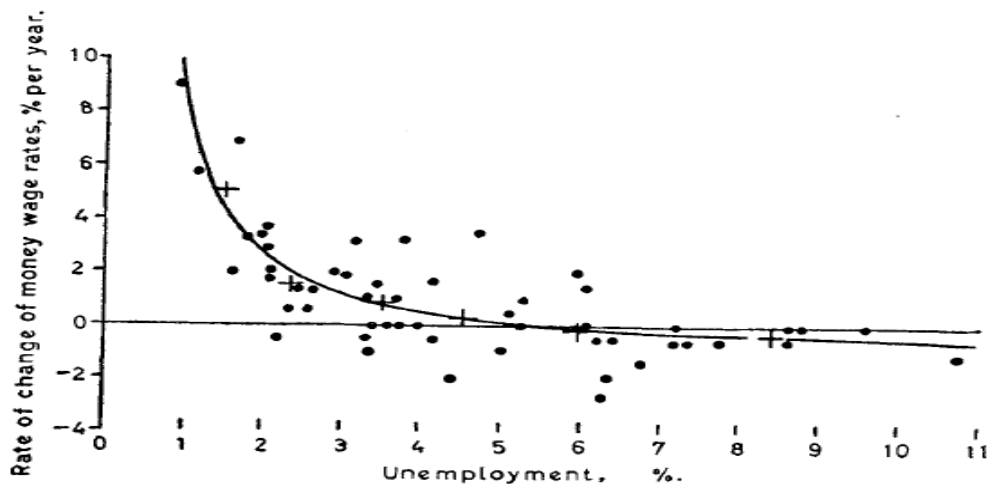
comportamento futuro desta variável, enquanto que na teoria original da TQM, essa velocidade é constante (MODENESI, 2005: 84-85).

Podemos entender, portanto, que segundo as ideias de Friedman, com uma baixa taxa de crescimento da oferta de moeda por parte da autoridade monetária será gerada uma estabilidade dos níveis de preços. Isto significa que a inflação só pode se manter reduzida caso exista uma oferta de moeda compatível com o nível de equilíbrio da economia. Para tanto, a política monetária deve ser a ferramenta utilizada para este controle - e somente para este controle (CARVALHO *et al.*, 2000: 86-87). Devido a esta conclusão de Friedman, ele define o papel do Estado na economia, principalmente em relação à sua atuação na política monetária, que, como veremos adiante, deve ser uma ferramenta de uso exclusivo para se evitar o surgimento da inflação.

1.1.2 – As expectativas adaptativas e o papel do Estado na economia.

A teoria das expectativas adaptativas é formulada a partir de uma crítica à Curva de Phillips, elaborada em 1958, que mostra a relação entre a taxa de desemprego e a taxa de inflação.

Gráfico 1.1 – Curva de Phillips



Fonte: Phillips, 1958: 285

A curva construída a partir de dados empíricos referentes ao Reino Unido demonstra que quanto maior a taxa de desemprego, menor será o nível salarial, e vice-versa (Gráfico 1.1).

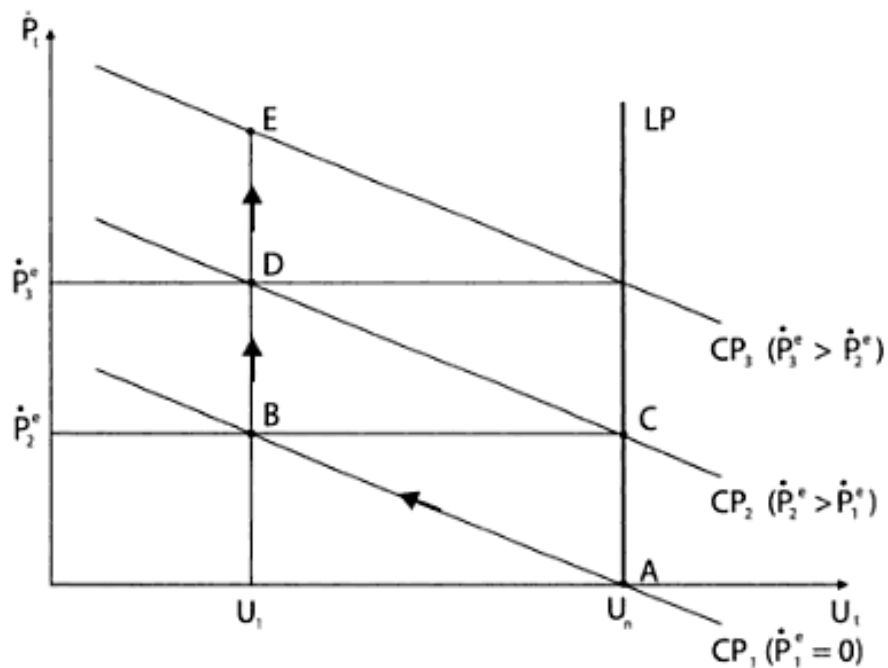
Phillips encontra empiricamente uma relação entre a taxa de desemprego e o nível de salários, encontrando uma tendência de níveis salariais mais elevados em caso de um baixo nível de desemprego e com uma tendência de queda do nível salarial em caso de elevado desemprego. Assim, Phillips cria uma hipótese de que a mudança dos níveis salariais está diretamente ligada ao volume de desemprego de determinada economia, principalmente no longo prazo, quando fatores como o nível de preços importados podem ser descartados de sua análise. Mesmo assim, Phillips não conclui que existe evidência clara de relações entre desemprego, nível salarial, preços e produtividade (PHILLIPS, 1958: 299).

Friedman se utiliza da pesquisa de Phillips para teorizar acerca das expectativas adaptativas, tentando explicar o comportamento dos agentes econômicos. O modelo de Friedman difere nas variáveis, que coloca a inflação no lugar do nível salarial, tomando ambas como idênticas para chegar à sua conclusão. A teoria tem como pressuposto básico a existência de uma taxa natural de desemprego, sendo que qualquer medida que seja tomada para mudá-la gera apenas inflação num momento posterior.

Quando existem medidas que os governos tomam visando alterar a taxa de desemprego abaixo de sua taxa natural, existem mudanças num primeiro período, com estas taxas realmente se reduzindo, mas gerando em um momento posterior aumento da taxa de inflação devido a um aumento da demanda na economia, que resultará na necessidade de um aumento dos salários, forçando os empregadores a uma redução do nível de emprego, fazendo com que este volte a sua taxa natural (MODENESI, 2005: 69-71).

Nota-se que, após o entendimento por parte dos agentes de que isto ocorre sempre que o governo tenta alterar a taxa natural de desemprego via política monetária, os agentes tomam por base a experiência passada e se adaptam em caso de eventos futuros. Assim, eles adotam uma estratégia de expectativas adaptativas, estando preparados e já se precavendo para quando isto ocorrer. Sendo assim, qualquer tentativa por parte do governo para reduzir o desemprego gera apenas efeitos no curto prazo, sendo ineficaz no longo prazo (Ibid., 2005: 66-68).

Gráfico 1.2 – Curva aceleracionista de Friedman-Phelps



Fonte: Modenesi, 2005: 71.

A Curva Aceleracionista de Friedman-Phelps é baseada na Curva de Phillips com o acréscimo da teoria das expectativas adaptativas, alterando a variável salário por inflação. Segundo se observa, qualquer mudança no nível de desemprego natural U_n , representada no eixo horizontal do gráfico, como a mudança do ponto A até o ponto B, é ineficaz e funciona apenas em um curto período de tempo. No período seguinte, a economia estará no ponto C, onde a economia volta ao ponto de taxa natural de desemprego, mas agora com um nível inflacionário acima daquele que existia anteriormente. (Gráfico 1.2).

Friedman coloca que o governo sempre age conforme suas motivações políticas. Para ele, a inflação é um fenômeno criado monetariamente, produzido principalmente pela irresponsabilidade do Banco Central ao aumentar desproporcionalmente o estoque de moeda da economia (FRIEDMAN & FRIEDMAN, 1980: 259). Para Friedman, deve existir uma regra bem clara sobre o funcionamento da política monetária que o Banco Central irá adotar, já que, conseqüentemente, os agentes

irão se adaptar posteriormente a qualquer tentativa de mudanças na postura do Banco Central. O Banco Central deve se preocupar apenas em manter a estabilidade da moeda na economia, já que qualquer política monetária seria ineficaz em outra atuação (FRIEDMAN, 1984: 43-54).

1.2 – Os novos-clássicos e as expectativas racionais.

As teorias econômicas dos economistas da escola dos novos-clássicos surgem como uma modernização das teorias econômicas de Milton Friedman. John Muth foi o primeiro teórico desta escola, idealizando a teoria mais famosa dos economistas desta escola, a teoria das expectativas racionais. Os economistas mais conceituados desta escola, como Robert Lucas e Thomas Sargent, surgiram depois, aperfeiçoando tais teorias. As teorias desenvolvidas por estes autores influenciaram muito a economia a partir dos anos 1970, sendo inclusive a ideia básica por trás dos principais planos de estabilização monetária dos anos 1980 e 1990.

1.2.1 – As expectativas racionais.

As expectativas racionais é um trabalho feito a partir de um elaborado instrumental econométrico, partindo de certos pressupostos. A teoria pressupõe a informação escassa para os agentes da economia e, devido a este fato, os agentes da economia não desperdiçavam nenhuma informação recebida. Com as informações possuídas pelos agentes, eles formavam, mediante a estrutura econômica vigente, suas expectativas sobre o funcionamento da economia. O trabalho de Muth trata do preço esperado. Segundo ele, existe uma relação entre o preço esperado no futuro e o preço passado. Quando existia algum preço que não teve um comportamento esperado segundo este modelo, é devido a choques exógenos na economia, que alteraram as condições futuras, alterando assim o preço esperado. Mas, num segundo momento, sem a presença deste choque, o comportamento deste preço volta ao normal, agindo conforme se espera no modelo econométrico proposto por ele (MUTH, 1961: 187-193).

A teoria das expectativas racionais também prevê que o agente erre na sua estimativa de preços no futuro. Mas, este erro, não se trata de um erro sistemático e, sim, de um erro ocasional. Quando ocorre o erro por parte do agente, o próprio agente aprende com seu erro devido a sua racionalidade, e não volta a cometer novamente este mesmo erro, já que, segundo o modelo, ele cria um modelo próprio sobre sua expectativa futura em relação à economia. Quando colocado este pensamento na questão da inflação, podemos dizer que a inflação de um período seguinte será a expectativa de inflação que os agentes econômicos formulam em sua racionalidade, mais um erro aleatório. Econometricamente, o erro será irrelevante, pois sendo este erro uma variável totalmente aleatória, sua determinação não será relevante para a expectativa que será gerada num próximo período (MODENESI, 2005: 141).

1.2.2 – A ineficácia da política monetária.

No caso da moeda, os teóricos da escola dos novo-clássicos possuem a mesma opinião de Milton Friedman. Ambos concordam que a moeda é neutra dentro da economia e a teoria das expectativas racionais serve como argumento para provar tal neutralidade.

Sendo os agentes da economia formadores de suas expectativas de forma racional, como diz a teoria das expectativas racionais, e usando como base também a teoria quantitativa da moeda, esta reformulada por Friedman, o nível de preços da economia vai depender exclusivamente da oferta de moeda na economia. A teoria se inicia comparando dois períodos, o presente-período zero e o futuro-período um, e os agentes como sendo os mais novos, do período zero, e os mais velhos, do período um. O governo emite no presente uma quantidade de moeda suficiente para os agentes mais velhos, do período presente, e parte desta moeda é utilizada e parte é poupada, para que os agentes do período futuro, os agentes mais novos, realizem suas transações no futuro. Sendo a oferta de dinheiro da geração do período conhecida por todos os agentes e a transferência deste dinheiro desconhecida, pois somente é revelada aos agentes pelos preços vigentes na época, pode-se considerar que a alocação da moeda vai ser definida pela variação de preços da economia. A quantidade de moeda somente vai definir os

valores nominais dos preços. A decisão dos agentes não interferirá nisto, o mercado definirá os preços e os agentes alocarão seus recursos de forma ótima, e será o montante de moeda que definirá o aumento dos preços entre estas duas gerações (LUCAS, 1972: 104-106).

Simplificando esta lógica um tanto quanto complicada, que é demonstrada pelos economistas da escola dos novo-clássicos, pode-se dizer que a oferta de moeda é conhecida pelos agentes da economia e que a quantidade de moeda não irá acarretar nenhuma mudança na economia, a não ser uma variação de preços entre dois períodos, a inflação.

Admitindo isto, chega-se à conclusão que a política monetária é ineficaz para alterar a dinâmica da economia. A teoria dos autores novos-clássicos diz que o Banco Central deve criar um plano sólido e se manter fiel a este planejamento. Na hora de traçar este plano deve ser definido um nível de inflação desejável da economia, e para se alcançar tal objetivo, deve-se definir uma taxa de juros que faça com que se alcance tal nível, bem como a quantidade de moeda desejável para que se possa alcançar este nível de inflação desejado. O papel do Banco Central nesta visão é de monitorar este planejamento, garantindo que o resultado desejado seja obtido no final (SARGENT& WALLACE, 1976: 199).

A fidelidade a este planejamento é necessária para a credibilidade da política monetária adotada pelo Banco Central. Qualquer tentativa de mudança seria identificada pelos agentes da economia, já que estes são racionais e criam suas expectativas baseadas nesta racionalidade. A tentativa apenas resultaria em uma antecipação por parte dos agentes das medidas que o Banco Central iria tomar e estas se tornariam ineficazes. Isto é, uma tentativa por parte do Banco Central em surpreender os agentes da economia, visando medidas fora de seu planejamento, seria ineficaz por causa da racionalidade que os agentes da economia possuem (Ibid., 1976: 212-213).

A teoria das expectativas racionais coloca o agente da economia como um ser racional e que consegue prever o futuro da economia com um bom grau de certeza, sendo que este não será facilmente enganado pelo Banco Central. E o Banco Central, devido a isto, deve seguir um plano bem definido sobre taxa de inflação e juros

e deve ser fiel a este plano desde o início. Percebe-se que isto é boa parte do que propõe a maior parte dos planos de estabilização monetários dos anos 1980 e 1990 e, principalmente, é o embrião do regime de metas de inflação que surge nos anos 1990 na Nova Zelândia, que possui nas expectativas racionais suas raízes teóricas.

1.3 - A necessidade de independência do Banco Central.

As teorias sobre a necessidade de um banco central independente surgem a partir das ideias dos agentes racionais, dos autores da escola dos novo-clássicos. Inicia-se a discussão quando é colocada a credibilidade do Banco Central como uma necessidade para se evitar um viés inflacionário, natural de uma economia que possui os agentes racionais. Para se evitar este viés, o Banco Central deve passar credibilidade aos agentes da economia, evitando assim possíveis pressões inflacionárias, sendo que a melhor maneira de ocorrer isto é tendo um Banco Central independente do governo.

1.3.1 – A credibilidade do Banco Central.

A credibilidade do Banco Central é importante, pois garante que uma possível política monetária seja eficiente, evitando assim o viés inflacionário possível. O viés inflacionário surge de uma inconsistência temporal, resultado das decisões tomadas das autoridades monetárias em relação às suas expectativas futuras. Em caso de não ocorrer mudanças no cenário econômico durante este planejamento, esta inconsistência temporal não existe, mas em caso de mudanças no cenário econômico, vai existir a necessidade de mudanças de rumo por parte do Banco Central, fugindo muitas vezes dos objetivos iniciais traçados. Os agentes da economia, sendo perfeitamente racionais, irão se adaptar da melhor maneira possível a esta mudança de cenário econômico (KYDLAND & PRESCOTT, 1977: 474).

Esta inconsistência de objetivos do Banco Central pode gerar nos agentes da economia, devido à sua racionalidade, um viés inflacionário, que é incorporado pelos agentes para justamente se precaver destas mudanças de objetivos do Banco Central.

Para evitar isto, teóricos desta linha de pensamento aconselham que o Banco Central mude seus objetivos apenas em caso de extrema necessidade, numa grande crise econômica. Devem-se evitar alterações nas políticas para impedir a ocorrência de inflação no período futuro (Ibid., 1979: 89-90).

Devido a isto, é necessário que o Banco Central possua credibilidade. Quando um Banco Central age visando apenas o crescimento econômico, acaba permitindo a ocorrência de taxas de inflação mais elevadas visando à diminuição do desemprego. A base deste pensamento vem da Curva de Phillips, explicada acima. Mas tal ação do Banco Central apenas funciona caso a sua credibilidade seja alta, caso contrário os agentes da economia já estarão preparados para tais mudanças, antecipando-se à inflação futura e tornando tal política ineficaz. E toda vez que o Banco Central tenta atuar desta maneira, sua credibilidade diminui, o que aumenta ainda mais a inconsistência temporal, gerando um viés inflacionário maior e gerando no futuro mais inflação (BARRO& GORDON, 1983a: 101-102).

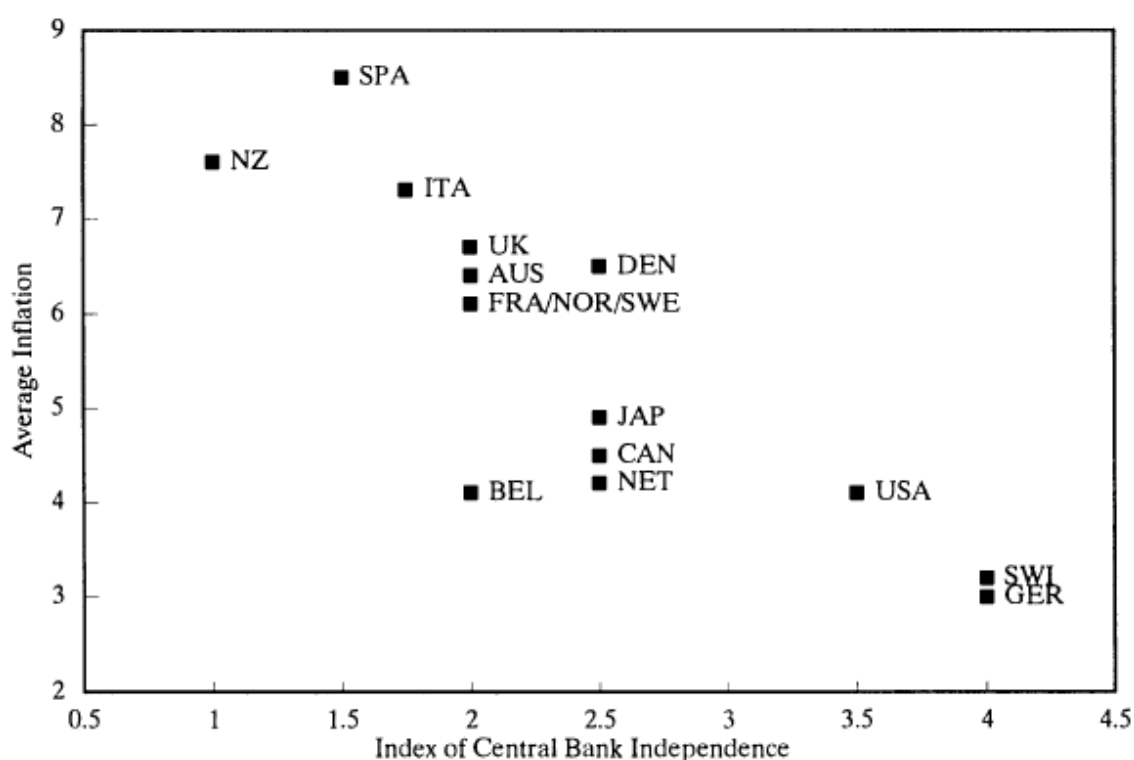
Segundo esta linha de raciocínio, a credibilidade é um ponto fundamental para um Banco Central, pois suas medidas só serão efetivas se este possuir uma alta credibilidade entre os agentes da economia. Um Banco Central com pouca credibilidade não conseguirá passar confiança em suas medidas aos agentes da economia e os efeitos que este Banco Central pretende com suas medidas serão em boa parte ineficazes. Um Banco Central, para conseguir credibilidade e mantê-la perante os agentes da economia, deve traçar objetivos iniciais bem definidos e não fugir deles. E tais objetivos não devem ser projetados visando posições populistas, como um aumento do nível de emprego na economia, pois no longo prazo, mesmo com credibilidade, esta medida será ineficaz (Ibid., 1983b: 607-609).

1.3.2 – A tese de independência do Banco Central.

A proposta de independência do Banco Central foi sugerida nos anos 1980 com base em dois modelos distintos, um teorizado por Kenneth Rogoff e outro por Carl Walsh. A ideia de um Banco Central independente surge como um fator que podia

dar a credibilidade necessária a este Banco Central, evitando problemas futuros. Muitos países nos anos 1990 adotaram tal medida visando evitar o viés inflacionário e baseando-se na teoria que existe uma correlação negativa entre o grau de independência do Banco Central e a taxa de inflação desta economia (MODENESI, 2005: 178-179).

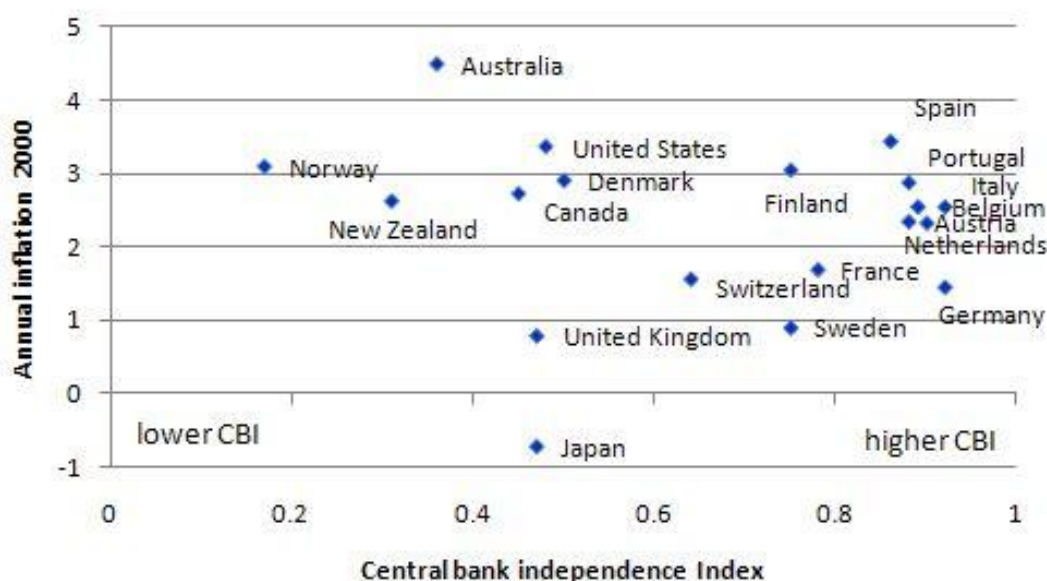
Gráfico 1.3 – Inflação média comparada aos índices de independência do Banco Central: 1993.



Fonte: Alessina & Summers, 1993: 155.

Segundo o trabalho de Alberto Alessina e Lawrence Summers (1993), países que possuem um Banco Central com alto grau de independência normalmente possuem taxas de inflação mais moderadas do que países que possuem um Banco Central pouco independente (Gráfico 1.3). (ALESSINA& SUMMERS, 1993: 155).

Gráfico 1.4 – Inflação média comparada aos índices de independência do Banco Central: 2000.



Fonte: Mitchell, 2010.

Uma versão atualizada do trabalho realizado em 1993, que utiliza uma escala diferente de medição da encontrada em Alessina e Summers, sendo a diferença básica uma escala que vai de 0 até 1, é encontrado em um trabalho de Mitchell. Se compararmos ambos os gráficos, podemos ver que não são apenas os países com menores taxas de inflação que possuem um Banco Central independente. Países como Espanha e Portugal, que possuem dentro dos países desenvolvidos os maiores níveis de inflação, possuem um nível elevado de independência de seu Banco Central. Importante ressaltar que, mesmo sendo os maiores índices inflacionários entre os países desenvolvidos, este nível é considerado reduzido para os padrões destes países. O Japão, que é o país neste gráfico com melhor resultado em relação ao nível inflacionário, possui um Banco Central com um nível médio de independência. (Gráfico 1.4).

São duas as principais teorias que tratam sobre o assunto da independência do Banco Central, a de Kenneth Rogoff e a de Carl Walsh. A teoria de Kenneth Rogoff não pressupõe que exista uma meta inflacionária previamente definida pelo Banco Central, mas propõe que a autoridade monetária deve ser um agente sem interesses políticos, com um caráter preferencialmente conservador, com aversão à

inflação e que não tomaria medidas visando um benefício político futuro. Para Rogoff, o pior erro que uma autoridade monetária poderia cometer é conduzir uma política monetária inconsistente, utilizando a taxa de juros da economia visando uma redução do desemprego, sem evitar um possível viés inflacionário. Para conseguir alcançar tais objetivos, o Banco Central pode utilizar de qualquer recurso que ele desejar, sendo definido ou não uma meta a ser alcançada e utilizando a política monetária da maneira que achar mais conveniente para alcançar seus objetivos (ROGOFF, 1985: 1187-1188).

A teoria de Carl Walsh foi a mais utilizada pelos países que procuraram possuir um Banco Central independente. A teoria de Walsh propõe a existência de contratos firmados entre o governo e a autoridade monetária, para que ambos possam traçar um objetivo único relativo à taxa desejável de inflação. Para isto, deve existir uma meta inflacionária bem definida anteriormente, que o Banco Central deve se esforçar para alcançar, e este deve ter a liberdade de atuar utilizando como ferramenta a política monetária para alcançar este objetivo. Walsh cria esta teoria se baseando em exemplos já consolidados no mundo, principalmente no caso neozelandês de 1990. Baseado no que ele viu sendo adotado na Nova Zelândia, Walsh coloca a necessidade de existir uma meta inflacionária bem definida para se evitar este viés inflacionário (WALSH, 1995: 150-160).

Segundo os defensores da teoria da independência do Banco Central, existem evidências que mostram que países com alto grau de independência do seu Banco Central possuem melhores resultados na estabilidade de preços da economia. Segundo tal vertente, existe uma correlação negativa entre o nível de independência do Banco Central e o nível de inflação dos países industrializados (MODENESI, 2005: 181-182).

Os críticos da teoria de independência do Banco Central apontam inconsistências nos resultados apontados nos estudos feitos nos anos 1990. O conceito que define o grau de independência de um Banco Central é considerado muito vago, e o estudo aponta principalmente para países industrializados com uma economia já desenvolvida. Tal relação não poderia ser a mesma em países em desenvolvimento. Outro fator também que é alvo de críticas é a importância que se dá à rotatividade da autoridade monetária no seu grau de independência. Em países desenvolvidos, coloca-se

que uma baixa rotatividade da autoridade monetária, no caso, o presidente do Banco Central, é um dos fatores determinantes para o nível de independência, coisa que, se observado o caso de países em desenvolvimento, não possuiria tanta relevância para o cálculo de independência (Ibid., 2005: 184-185).

Um dos fatos mais curiosos é que uma crítica à independência do Banco Central parte das concepções de Friedman. Segundo Friedman, seria necessária a existência de uma norma, em forma de legislação, que retirasse a decisão de estabilidade da mão das autoridades monetárias. Seria imprudente deixar o controle inflacionário sob os cuidados de uma autoridade monetária qualquer, seja esta autoridade independente ou não do governo. Somente com uma regra monetária definida em lei é que a real busca por uma estabilidade monetária seria efetiva (FRIEDMAN, 1984: 54- 57).

A tese de independência do Banco Central é passível de diversas críticas, principalmente entre os economistas heterodoxos, mas esta é parte essencial dentro do arcabouço teórico do regime de metas de inflação e também como pré-requisito aos países que buscavam estabilidade monetária na época, adotando ou não o regime de metas de inflação em um segundo momento, dentro da visão ortodoxa.

1.4 – O regime de metas de inflação.

O regime de metas de inflação é um sistema de estabilização monetária adotado por diversos países a partir de 1990. O primeiro país a adotar o regime de metas de inflação foi a Nova Zelândia, e diversos países, principalmente países desenvolvidos em um momento inicial, adotaram o regime como método de estabilização monetária de suas economias. Não se trata exatamente de uma teoria econômica, mas sim de um modelo largamente utilizado por diversos países, que tem como base as teorias monetárias que se tornaram as mais aceitas pela ortodoxia econômica durante o final do século XX, principalmente a teoria das expectativas racionais e a tese de independência do Banco Central. Além do longo debate sobre política monetária que serviu de base para a construção do regime, existem outras teorias econômicas que suportam as ideias,

tanto do debate quanto do regime em si, que é a ideia de equilíbrio geral, além do PIB potencial e o conceito de hiato do produto.

1.4.1 – O funcionamento do regime de metas de inflação.

A teoria das expectativas racionais, junto com os conceitos de equilíbrio geral e de produto potencial são os pilares teóricos do regime de metas de inflação. O princípio básico do regime de metas de inflação é que a política monetária só se torna útil no combate inflacionário, sendo que em outras áreas tal política é ineficaz, como no crescimento econômico e na geração de empregos. O regime de metas de inflação incorpora também as teorias que vieram posteriormente, como é o caso da tese de independência do Banco Central, na qual se coloca a necessidade de existir uma autoridade monetária que possua credibilidade perante os agentes da economia, e que a melhor maneira para se obter tal credibilidade é possuir um Banco Central independente, que não seja afetado por decisões políticas que possam prejudicar a estabilidade monetária da economia. (SICSÚ, 2002: 25).

O regime de metas de inflação pressupõe que a autoridade monetária leve a política monetária com transparência, flexibilidade e que exista um tempo definido para que as metas monetárias estabelecidas pelo regime sejam cumpridas. Deve existir transparência nas atitudes tomadas pelo Banco Central para que os agentes econômicos não se surpreendam nem se sintam inseguros com as medidas tomadas pelo Banco Central, e também para que estes possam entender o motivo e a consequência esperada de tais medidas. A flexibilidade é necessária, pois não é sempre que se consegue atingir exatamente a meta estipulada para a inflação no período, portanto, deve existir certa margem de erro na qual o Banco Central pode trabalhar mais tranquilamente, tanto para cima quanto para baixo da meta, o que seria o mesmo que uma banda para a meta inflacionária. Sendo que é inviável que uma meta seja alcançada logo após ela ser definida, deve existir um tempo definido no qual o Banco Central se comprometa a chegar aos seus objetivos. (MISHKIN, 1997: 9-10).

O regime de metas de inflação se propõe a realizar duas funções básicas dentro da economia. A primeira delas é a de coordenar as expectativas do mercado em relação a uma possível inflação futura. Sendo que a inflação futura é anunciada pelo Banco Central e este se compromete a alcançar ao final de certo período esta meta, o Banco Central, por meio do regime de metas de inflação, coordena as expectativas do mercado evitando que existam surpresas no futuro. A segunda função que o regime propõe realizar é de indicar ao mercado que o Banco Central irá atuar de maneira transparente e independente, já que, com a adoção do regime, o Banco Central tem como função exclusiva a de atingir a meta por ele estipulado, sem realizar nenhuma política que surpreenda negativamente o mercado. (CARVALHO *et al*, 2001: 227).

1.4.2 – Pressupostos econômicos que justificam o regime de metas de inflação.

Existe uma lógica econômica básica por trás da construção do regime de metas de inflação, que é a lógica neoclássica. Dentro desta lógica se encontram conceitos importantes para o entendimento do regime, que também são passíveis de diversas críticas dos economistas heterodoxos. O principal conceito é o de equilíbrio geral, que é o entendimento dos economistas ortodoxos sobre o funcionamento da economia como um todo e base para todo o pensamento destes economistas.

Segundo as abordagens mais atuais, todas com forte base econométrica, o modelo de equilíbrio geral trata o mercado como um sistema de coordenação operando segundo certo padrão de aleatoriedade, mas sempre tendendo ao equilíbrio. Os preços são variáveis estocásticas e o equilíbrio econômico é estatístico. Para se conseguir alcançar o equilíbrio proposto, é necessária uma série de abstrações econômicas, transformando o modelo no mais idealizado possível, com tudo mais constante. Constantemente se faz um modelo com produtores independentes que produzem suas mercadorias apenas com o trabalho, sem outro tipo de insumo, para facilitar o entendimento do modelo, produzidas de maneira homogênea e sempre utilizando a mesma técnica. A jornada de trabalho de todos os trabalhadores é fixa e definida previamente à produção, sendo que cada trabalhador produz somente um tipo de mercadoria e existe um número limitado de produtores, que, no exemplo mais básico,

são de dois produtores, para facilitação do modelo. A quantidade produzida de mercadorias também é fixa dentro do período determinado para análise e iguais entre si. (PRADO, 1999: 13).

A compreensão do sistema econômico dessa maneira vem da teoria walrasiana, na qual todos os agentes são racionais e atuam da melhor maneira possível, realizando sempre escolhas ótimas visando maximizar a sua utilidade. Os preços são tomados como dados pelos agentes, que buscam sempre realizar uma troca entre as mercadorias produzidas dentro desse mercado para sua sobrevivência. Ambos os produtores buscam trocar a sua mercadoria produzida pela mercadoria produzida por outros produtores, sendo que a economia se torna uma economia de pura troca, na qual a moeda é considerada apenas um facilitador da negociação. A busca pelo próprio interesse, ou seja, pela maximização de sua utilidade é o que faz o sistema econômico funcionar e todos interagem pelo mecanismo de oferta e demanda dentro desta lógica. O mercado se torna o resultado destas interações entre os agentes visando à maximização de suas utilidades, atuando como compradores e vendedores, e chegando sempre ao ponto de equilíbrio, já que todos irão buscar o máximo de utilidade possível segundo as condições do mercado (Ibid., 1999: 14-8).

A versão de Walras, base do equilíbrio geral, coloca a figura do leiloeiro dentro do mercado, que seria uma espécie de regulador natural e conhecedor prévio dos valores de troca do mercado, que garante o equilíbrio. Primeiro se alcança o equilíbrio e somente depois se iniciam as trocas entre os agentes. A figura do leiloeiro é o primeiro ponto a ser criticado na teoria, já que este possui a capacidade ilimitada de conhecimento do mercado e garante o equilíbrio geral. O leiloeiro faz com que tudo tenda ao equilíbrio, supondo que no mercado todas as informações estarão presentes de maneira organizada e com um conhecimento geral para todos, situação que fica distante da realidade econômica. O modelo de equilíbrio geral e a figura do leiloeiro simplificam ao máximo o cenário econômico, criando um modelo teórico abstrato que se encaixa somente a um tipo de situação muito incomum, na qual as dificuldades que o mercado enfrenta são ignoradas, tornando o modelo neoclássico frágil ao tentar explicar a economia real (Ibid., 1999: 19-20).

A base teórica que valida o regime de metas de inflação se estabelece a partir deste modelo de baixa adesão à realidade econômica, no qual a moeda é neutra e funciona simplesmente como um facilitador de trocas, em que o nível de oferta é constante devido à maximização de utilidade que os agentes econômicos buscam, fazendo com que todo ajuste seja realizado do lado da demanda e colocando a economia com uma tendência de equilíbrio constante. Estes são elementos encontrados dentro da lógica do regime, por isso, existe uma visão de inflação somente de demanda e, principalmente, a noção equivocada de que a moeda é neutra, sendo somente um facilitador entre trocas e ignorando as demais características da moeda.

Outro conceito importante para o entendimento do regime de metas de inflação é o de produto potencial e, conseqüentemente, do hiato do produto. O produto potencial demonstra qual é o limite de crescimento econômico antes que existam pressões inflacionárias por excesso de demanda.

A ideia mais aceita pela ortodoxia em relação ao produto potencial tem como base o trabalho de Phillips, que demonstra como já explicado anteriormente, a relação entre o nível salarial e a taxa de desemprego de determinada economia. Com as mudanças operadas nessa teoria vindas do debate sobre política monetária, que alteraram a variável nível salarial por inflação, concluiu-se que a inflação dependia diretamente da pressão de demanda, mensurada pelo hiato entre a capacidade produtiva e o produto atual. Quando existe um hiato do produto negativo, ou seja, o produto atual não utiliza a capacidade produtiva total disponível, as pressões inflacionárias se mostram bastante reduzidas, não ensejando um ambiente inflacionário. Caso contrário, num cenário no qual o produto é maior que a capacidade produtiva, as pressões de demanda surgem, o que gera inflação. Junto a isto, formou-se a noção de taxa natural de desemprego, que mostra qual é o limite do nível de emprego antes que o hiato do produto seja positivo, sendo este o ponto máximo de produção da economia estabilizada, sem a geração de pressões inflacionárias. (SOUZA JUNIOR, 2005: 2).

O conceito mais aceito de produto potencial possui esta base teórica. Pode ser definido como a capacidade de oferta da economia com pleno emprego dos fatores de produção, sendo que o nível de emprego será definido pela taxa natural de desemprego. O conceito de hiato do produto também fica definido pelas bases descritas

acima, sendo a diferença entre o produto efetivo e o produto potencial. Uma vez que o hiato do produto é negativo, não existem pressões inflacionárias, mas o produto se encontra crescendo abaixo do seu potencial máximo. No caso de ausência do hiato do produto, este se encontra no seu limite de crescimento. No caso de um hiato positivo, a economia possui pressões inflacionárias. (Ibid., 2005: 3).

A maior crítica em relação ao conceito de produto potencial vem do conceito de Keynes do que seria o ponto máximo de funcionamento de uma economia. Segundo Keynes, a economia se encontra em seu ponto máximo de funcionamento quando atingido o pleno emprego, desconsiderando um possível nível de desemprego natural na sua definição de pleno emprego. Para Keynes, o pleno emprego ocorreria somente quando toda a mão-de-obra disponível na economia se encontrasse empregada. Outra grande diferença entre o conceito de Keynes e o conceito ortodoxo de ponto de ótimo da economia é o enfoque da oferta. Segundo os ortodoxos, a oferta é rígida à curto prazo, sendo que apenas as modificações da demanda controlam o produto potencial e a possível existência de pressões inflacionárias. Para Keynes, tanto a oferta quanto a demanda fazem parte da análise, sendo que existe a possibilidade de falta de demanda na economia, o que faria com que o produto não atingisse o seu nível máximo. A oferta será definida, portanto, de acordo com o nível de demanda da economia. No modelo ortodoxo, a demanda sempre se encontra disponível e reage a uma oferta rígida.

O conceito de produto potencial é uma das bases da teoria por trás do regime de metas de inflação. A noção de que o nível de demanda é o determinante das pressões inflacionárias faz parte do funcionamento do regime, que se baseia no hiato do produto para realizar seu ajuste. Em caso de diagnóstico de um hiato do produto positivo, o controle é realizado via aumento da taxa de juros, visando à redução do nível de demanda. Em caso de um hiato do produto negativo, existe inclusive a possibilidade de redução do nível da taxa de juros.

Estes são os conceitos econômicos que sustentam o regime de metas de inflação como regime de estabilização monetária. A eficácia do regime só pode ser comprovada caso se tome como base os conceitos descritos acima. As críticas relativas aos conceitos descritos podem ser consideradas críticas ao próprio regime, já que sendo estes conceitos passíveis de críticas, a própria eficácia do regime pode ser questionada.

1.4.3 – O debate sobre o regime de metas de inflação no mundo.

Desde o surgimento do regime de metas de inflação, existe um forte debate sobre as vantagens e desvantagens existentes na adoção ou não do regime como modelo de estabilização monetária. Atualmente, devido à grande crise econômica que se observa nos Estados Unidos e na Europa, o debate se encontra ainda mais relevante. De um lado do debate, existem aqueles que julgam que o regime de metas de inflação é um método de estabilização monetária eficiente, do outro lado, existem críticos ao regime que colocam dúvidas sobre a eficiência de tal método de estabilização.

Segundo economistas que defendem o regime de metas de inflação, a sua adoção por parte das autoridades monetárias proporciona uma maior capacidade de reação aos choques domésticos na economia, evitando assim que a inflação saia do controle do Banco Central. Também é posto como ponto favorável a liberdade que o Banco Central possui para alcançar a meta estipulada por ele, podendo utilizar qualquer mecanismo necessário para se atingir tal meta, como o câmbio e a taxa de juros, mesmo que na maioria das vezes a taxa de juros básica da economia seja o instrumental escolhido para se alcançar a meta. Outro fator colocado como favorável ao regime de metas de inflação é o fácil entendimento que o mercado tem sobre o assunto. Ao adotar o regime, os agentes da economia possuem um perfeito entendimento sobre qual é a meta estipulada e tem a garantia que a autoridade monetária possui o compromisso de que tal meta seja alcançada. A transparência que o regime possui auxilia que outros resultados da economia, como o crescimento econômico, aconteçam naturalmente (MISHKIN, 2000: 2-3).

As críticas ao regime de metas de inflação surgem a partir dos economistas heterodoxos. A visão heterodoxa se diferencia da visão ortodoxa principalmente em relação à origem inflacionária, aceitando diversas origens inflacionárias, tanto oriundas da oferta quanto da demanda, tendo até mais peso os fatores de oferta na causa da inflação que os fatores de demanda. Elementos como o câmbio, choques de oferta, indexação, inercialidade, monopólio e a própria taxa de juros são elementos que impactam diretamente na inflação via oferta. Segundo tal visão, medidas de controle de demanda visando o controle inflacionário seriam ineficazes.

Uma das críticas é em relação à utilização da taxa de juros visando exclusivamente à estabilidade de preços, sendo que este é um instrumental que ataca somente a demanda a curto prazo, prejudicando a ampliação da oferta a médio e longo prazo. A utilização exclusiva da taxa de juros para o controle inflacionário é um grave erro de estratégia de uma política monetária, pois utilizando a taxa de juros desta maneira muitas outras funções da política monetária acabam se perdendo, como o seu papel no estímulo ao crescimento econômico. A taxa de juros sendo colocada desta maneira se manterá geralmente em níveis altos, o que seria prejudicial ao crescimento econômico, já que influenciaria na produtividade e na geração de emprego. (SICSÚ, 2002: 25).

Outra crítica muito recorrente ao regime é o diagnóstico que toda inflação vem exclusivamente da demanda. O regime utiliza a política monetária como ferramenta para controle inflacionário, já pressupondo que a causa da inflação seja uma demanda que está acima do nível desejado na economia. Esta visão acaba gerando uma depressão na demanda da economia, sempre que exista qualquer tendência inflacionária, levando, em muitos casos, a um aumento dos níveis de desemprego e um hiato no produto do país, o que é prejudicial ao crescimento econômico. (MODENESI, 2005: 203).

Após a crise mundial de 2008, diversos economistas estão reavaliando as funções do Banco Central, existindo agora uma tendência de que o Banco Central deve retomar as suas funções originais, como o de regulador do sistema financeiro e não somente de regulador do nível inflacionário da economia. Existia certa percepção antes da crise de que o Banco Central seria ineficaz em detectar crises do sistema financeiro e que o melhor que o Banco Central poderia fazer é manter os preços da economia estáveis, para minimizar estas crises. Antes mesmo de 2008 já havia críticas argumentando que este comportamento do Banco Central não era eficaz, e que não deveria existir uma preocupação exclusiva com o nível inflacionário, como pressupõe o regime e, sim, existir uma preocupação em regular o sistema financeiro, prevendo e evitando a existência de futuras crises financeiras (DEGRAUWE, 2007: 1-3).

1.5 – Os primeiros países a adotarem o regime de metas de inflação.

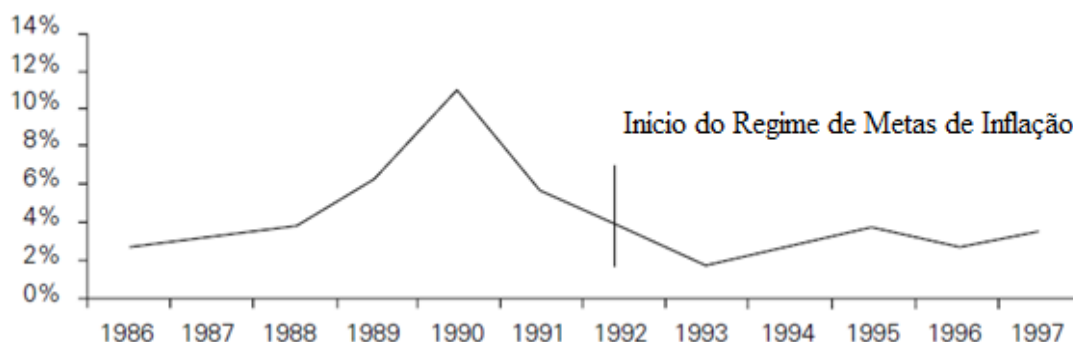
Existem diversos casos de países que adotam atualmente o regime de metas de inflação, e os primeiros a adotarem o regime foram países desenvolvidos que sofreram de problemas inflacionários durante os anos 1980. O primeiro país a adotar o regime de metas de inflação foi a Nova Zelândia, em 1990, seguida por diversos países posteriormente, como o Reino Unido, Espanha, Austrália, Canadá e Suécia. Muitos países desenvolvidos não adotaram o regime como método de estabilização monetária, o caso mais conhecido deles é o dos Estados Unidos.

Os países em desenvolvimento também adotaram o regime, sendo o Chile o primeiro entre eles. Durante os anos 1990, outros países também adotaram o regime, inclusive o próprio Brasil, que é o objeto de estudo deste trabalho e que será melhor detalhado nos capítulos posteriores.

1.5.1 – O regime de metas de inflação nos países desenvolvidos.

Em todos os países que adotaram o regime, houve de fato uma redução da inflação após a adoção deste método. Mas, com exceção do Canadá, já existia em todos estes países uma clara tendência de queda do nível inflacionário da economia. Por isto, o regime de metas de inflação é colocado por muitos como uma medida de controle inflacionário, e não como um método para solucionar problemas inflacionários de uma economia (SICSÚ, 2002: 28).

Gráfico 1.5 – Trajetória da inflação no Reino Unido: 1986-1997. (em %)



Fonte: Sicsú, 2002: 31

A inflação no Reino Unido já se encontrava em queda desde o ano de 1990. A partir deste ano, se inicia uma queda do nível inflacionário que dura até 1993. Quando adotado o regime de metas de inflação em 1992, a tendência de queda do nível inflacionário se mantém (Gráfico 1.5). Todos os outros países, com exceção do Canadá, possuem trajetórias inflacionárias muito semelhantes a esta.

Gráfico 1.6 – Trajetória da inflação no Canadá: 1986-1998. (em %).



Fonte: Sicsú, 2002: 31

O único país no qual se pode colocar o regime de metas de inflação como solução para o problema inflacionário é o Canadá, e mesmo assim o país não se encontrava com taxas de inflação muito elevadas. A inflação durante o final dos anos

1980 estava próxima de 6% ao ano, sendo que após a adoção do regime, esta inflação chegou em 1992 a um nível pouco acima de 1% ao ano. (Gráfico 1.6).

Quando se compara os países desenvolvidos que adotaram o regime àqueles que preferiram outros métodos de estabilização monetária, não se percebe muitas diferenças entre eles. Durante o início dos anos 1990, ambos possuíram tanto taxas de inflação quanto taxas de crescimento econômico muito semelhantes. Resultados empíricos entre estes dois grupos de países mostram que a adoção ou não do regime de metas de inflação por parte de um país desenvolvido não é muito relevante em seus indicadores de inflação e crescimento econômico. Países que adotaram o regime, em média, possuíram durante o período de 1990 até 1998 uma inflação média anual de 3,4%, enquanto países que não adotaram o regime tiveram uma média de inflação anual de 3,2%, até um resultado melhor do que dos países que adotaram tal método. Se comparado também o crescimento econômico, as diferenças também não são muito substanciais: países que adotaram o regime cresceram em média no período 2,5% ao ano, enquanto aqueles que não adotaram cresceram em média 2,7% ao ano (SICSÚ, 2002: 29).

Tabela 1.1 – Inflação e PIB em países desenvolvidos: 1990-1998.

Países desenvolvidos com metas de inflação	Taxa de Inflação Anual Média (%)	Variação Anual Média do PIB (%)
Austrália	3,0	2,9
Canadá	2,4	1,9
Espanha	4,8	3,0
Finlândia	2,5	1,9
Nova Zelândia	2,8	2,4
Reino Unido	4,5	4,2
Suécia	4,2	1,5
Média dos Países	3,4	2,5
Países desenvolvidos sem metas de inflação	Taxa de Inflação Anual Média (%)	Variação Anual Média do PIB (%)
Áustria	2,7	2,7
Bélgica	2,5	2,2
Dinamarca	2,2	2,8
Estados Unidos	3,3	2,4
Holanda	2,7	2,8
Japão	1,4	1,9
Noruega	2,8	2,3
Portugal	8,3	4,6
Média dos Países	3,2	2,7

Fonte: Sicsú, 2002, p. 29

Os resultados apresentados na tabela acima mostram que não existe uma grande diferença entre os países que adotaram e os países que não adotaram o regime de metas de inflação relativamente à inflação e ao crescimento econômico do país. (Tabela 1.1). Estes resultados mostram que no caso dos países desenvolvidos, o regime de metas de inflação não é relevante para o controle inflacionário e também não permite um melhor desempenho econômico. Formas alternativas de controle inflacionário se mostraram tão eficazes quanto o regime de metas, com o benefício de não colocar o controle inflacionário como objetivo único da política monetária.

1.5.2 – O regime de metas de inflação em países em desenvolvimento.

O regime de metas de inflação foi implementado nos países em desenvolvimento a partir dos anos 1990. O primeiro país a utilizar o regime foi o Chile, em 1991, seguido do Peru, em 1994. A partir do final dos anos 1990, países como México, Coréia do Sul, Brasil, entre outros, também adotaram tal regime como

estabilizador monetário de suas economias. Diferente dos países desenvolvidos, países que adotaram o regime demonstraram resultados melhores em relação aos países que decidiram não adotar tal método, com uma vantagem de quase 2% de melhores resultados. Em contrapartida, existe um crescimento maior para os países que decidiram não adotar o regime em comparação aos países que adotaram o regime de metas de inflação, com uma porcentagem de quase 2% de diferença relativamente à inflação entre estes grupos de países (BIONDI & TONETTO JR., 2005: 26-28). Esta tendência pode ser vista até 2004. (Tabela 1.2).

Tabela 1.2 – Média das taxas de Inflação e crescimento do produto em países em desenvolvimento selecionados: 1996-2004. (em %)

	Inflação	Crescimento
Países em desenvolvimento que não adotam o RMI	9,3	5,03
Brasil*	7,61	2,17
Chile*	3,97	3,86
Colômbia*	11,72	1,72
Israel*	4,36	2,84
México*	13,03	3,68
Peru*	4,34	2,91
Polônia*	8,43	4,19
Média dos países que adotam o RMI	7,64	3,05

Fonte: Biondi & Tonetto Jr., 2005: 26.

*Países que adotam o RMI

É importante ressaltar também o papel da política fiscal dos países que optaram pelo regime em relação àqueles que não fizeram essa opção. O regime de metas de inflação pressupõe para os países que o adotam uma política fiscal austera. Os gastos do governo com investimentos tendem a ser os mais afetados, e este tipo de comportamento, principalmente em países em desenvolvimento, evidencia um *trade-off* entre crescimento e estabilidade monetária. Os países em desenvolvimento que seguem o regime de metas de inflação optam por uma menor taxa de crescimento econômico em troca da estabilidade financeira, reduzindo seus gastos visando, normalmente, obter um superávit primário. O contrário se aplica aos países em desenvolvimento que não adotam o regime, já que estes não possuem um objetivo único para a política monetária

e fiscal, podendo conduzir de forma mais conveniente e balanceada o controle inflacionário e o crescimento econômico.

Tabela 1.3 – Taxa média de Inflação e taxa média de crescimento do produto em países em desenvolvimento: 2000-2012. (em %).

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Crescimento Econômico														
Países que adotaram ¹	4,62	3,31	5,03	5,49	6,46	5,87	6,5	6,68	4,64	-1,14	5,22	4,71	3,62	4,69
Países que não adotaram ²	3,89	4,41	3,62	4,63	6,20	5,51	6,19	6,2	4,92	1,43	4,44	3,9	4,36	4,59
Inflação														
Países que adotaram ¹	12,39	12,78	8,29	7,72	6,54	6,89	6,03	5,65	9,03	5,44	5,47	6,57	5,21	7,54
Países que não adotaram ²	15,4	10,58	6,68	7,03	7,13	6,49	7,21	6,68	13,3	5,53	5,19	7,63	6,89	8,13

Fonte: FMI (Fundo Monetário Internacional) e World Economic Outlook Database, elaboração própria.

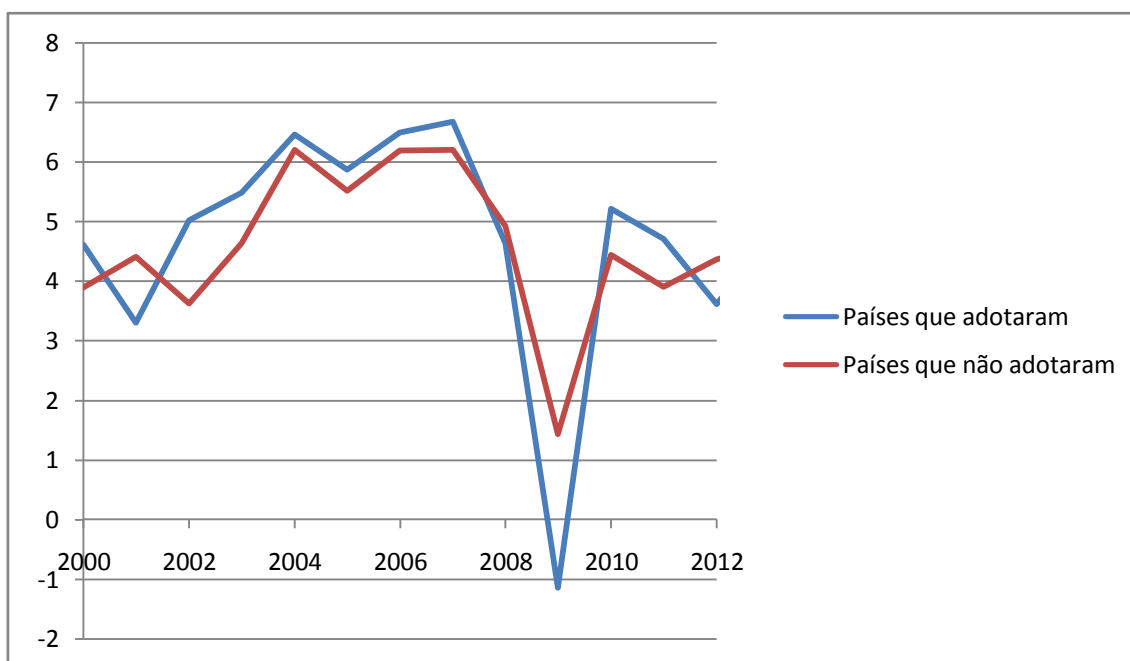
Mas se compararmos estes dois grupos de países ano a ano, podemos observar que a tendência encontrada no trabalho de Biondi e Tonetto Jr. parece ter mudado. Observando agora os dados, podemos ver que a tendência entre países que adotaram o regime e entre os países que não o fizeram são muito similares aos dos

¹ 24 países que adotaram o regime de metas de inflação e se encontram na definição de países em desenvolvimento segundo os critérios do FMI (Fundo Monetário Internacional), que são Albânia, Armênia, Botsuana, Brasil, Chile, China, Colômbia, Geórgia, Hungria, Indonésia, Jamaica, México, Nigéria, Peru, Filipinas, Polônia, Romênia, Rússia, Sérvia, África do Sul, Tailândia, Turquia, Uganda e Uruguai.

² 129 países que não adotam o regime de metas de inflação e se encontram na definição de países em desenvolvimento segundo os critérios do FMI (Fundo Monetário Internacional), que são Afeganistão, Argélia, Angola, Antígua e Barbuda, Argentina, Azerbaijão, Bahamas, Bahrain, Bangladesh, Barbados, Belarus, Belize, Benin, Butão, Bolívia, Bósnia e Herzegovina, Brunei Darussalam, Bulgária, Burkina Faso, Burundi, Camboja, Camarões, Cabo Verde, República Centro Africano, Chade, Comores, República Democrática do Congo, República do Congo, Costa Rica, Costa do Marfim, Croácia, Djibuti, Dominica, República Dominicana, Equador, Egito, El Salvador, Guiné Equatorial, Eritreia, Etiópia, Fiji, Gabão, Gâmbia, Gana, Granada, Guatemala, Guiné, Guiné-Bissau, Guiana, Haiti, Honduras, Índia, República Islâmica do Irã, Iraque, Jordânia, Cazaquistão, Quênia, Kiribati, Kosovo, Kuwait, Republica do Quirguistão, Laos, Letônia, Líbano, Lesoto, Libéria, Líbia, Lituânia, Macedônia, Madagascar, Malauí, Malásia, Maldivas, Mali, Ilhas Marshall, Maurítânia, Maurício, Micronésia, Moldávia, Mongólia, Montenegro, Marrocos, Moçambique, Mianmar, Namíbia, Nepal, Nicarágua, Níger, Omã, Paquistão, Panamá, Papua Nova Guiné, Paraguai, Catar, Ruanda, Samoa, São Tomé e Príncipe, Arábia Saudita, Senegal, Seychelles, Serra Leoa, Ilhas Salomão, Sudão do Sul, Sri Lanka, São Cristovão e Neves, Santa Lúcia, São Vicente e Granadinas, Sudão, Suriname, Suazilândia, Síria, Tajiquistão, Tanzânia, Timor-Leste, Togo, Tonga, Trinidad e Tobago, Tunísia, Turcomenistão, Tuvalu, Ucrânia, Emirados Árabes Unidos, Uzbequistão, Vanuatu, Venezuela, Vietnam, Yemen, Zâmbia e Zimbábue.

países desenvolvidos. Após 2004, os países que adotaram o regime de metas e aqueles que não adotaram possuem crescimentos econômicos muito semelhantes até o ano de 2008. A partir de 2009, possivelmente devido aos reflexos da crise mundial, os países que seguiram o regime tiveram em média uma recessão, e mesmo crescendo mais em 2010, estas economias estão com seus crescimentos em queda, enquanto os países que não seguiram possuíram um crescimento baixo em 2009 e tiveram um crescimento estável a partir de 2010. No que diz respeito à inflação do período, a tendência encontrada no trabalho de Biondi e Tonetto Jr se mantém, com os países que adotaram o regime com melhores resultados que aqueles que não adotaram o regime, mas com uma diferença bem menor do que aquela que era encontrada anteriormente a 2004, sendo que, excluindo o ano de 2008, o ano da crise mundial, em nenhum ano a diferença entre estes grupos de países ficou acima de 1,5%. (Tabela 1.3).

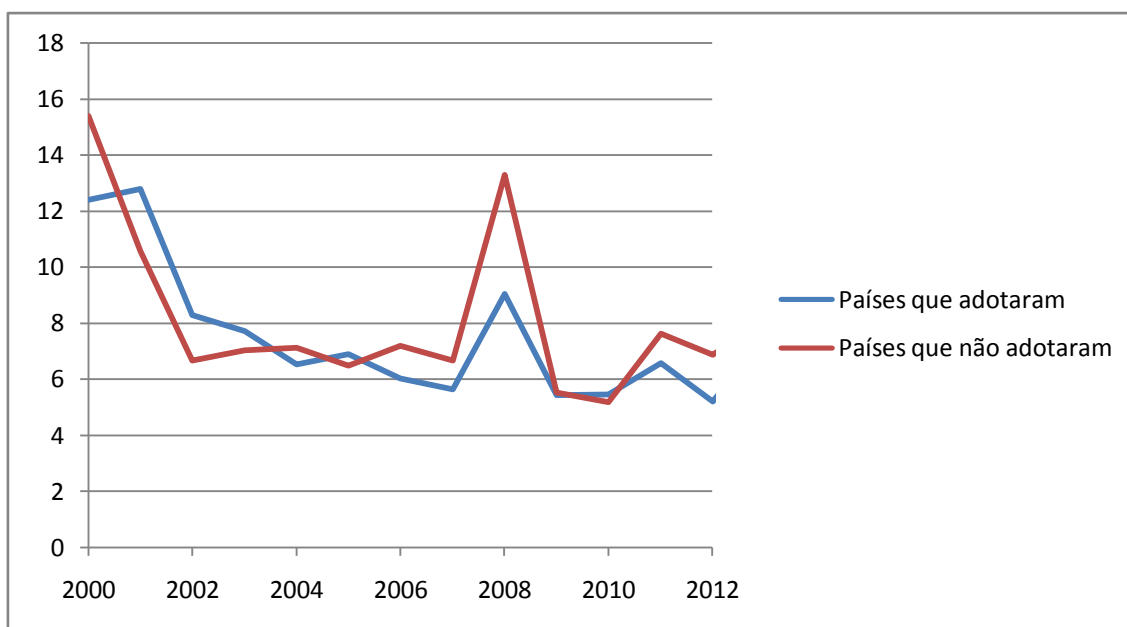
Gráfico 1.7 – Taxa média de crescimento econômico em países em desenvolvimento: 2000-2012 (em %).



Fonte: FMI (Fundo Monetário Internacional) e World Economic Outlook Database, elaboração própria.

É possível observar de maneira mais clara o comportamento do crescimento econômico entre os anos 2000 e 2012 no gráfico 1.3. Na maior parte do período analisado o crescimento econômico é muito semelhante entre os dois grupos de países. Mas os países que não adotam o regime conseguiram melhores taxas de crescimento econômico durante o pico da crise econômica de 2008, com uma reversão de tendência em 2012, com os países que não adotam o regime com um crescimento maior em relação aos países que adotam.

Gráfico 1.8 – Taxa média da inflação em países em desenvolvimento: 2000-2012
(em %).



Fonte: FMI (Fundo Monetário Internacional) e World Economic Outlook Database, elaboração própria.

A mesma tendência é possível se ver em relação à inflação, onde os resultados são muito semelhantes entre os dois grupos de países. Ambos possuíram uma significativa redução inflacionária a partir dos anos 2000, e até o pico da crise econômica de 2008 o comportamento da inflação nestes dois países foi muito semelhante e com números próximos. Os países que adotam o regime tiveram melhores resultados em relação ao controle inflacionário no auge da crise, mas mesmo após a

crise, ambos os grupos possuem resultados muito semelhantes até 2010, onde ocorre um descolamento dos dois grupos (Gráfico 1.4).

O que pode explicar essa mudança de comportamento entre os indicadores a partir dos anos 2000 é o processo de desinflação mundial que ocorre a partir dos anos 2000, com o fortalecimento da China no comércio internacional. O efeito China gerou uma redução dos preços dos produtos industrializados, que acaba gerando reduções inflacionárias em todas as economias mundiais a partir dos anos 2000.

Quando olhamos a média dentro do período analisado, notamos também que a diferença é irrelevante entre os dois grupos de países, pois a diferença de crescimento econômico que existe entre estes dois grupos de países é de 0,1% apenas, enquanto a diferença do nível de relação alcançado, em média, entre estes países, é de 0,6%, uma diferença mínima, sendo estes resultados muito semelhantes aos encontrados dentro dos países desenvolvidos.

Quando olhamos para o caso da América Latina, também concluímos resultados muito interessantes. Em relação ao crescimento econômico destes países, diferente da forma que se observa no caso geral, os países que adotam o regime possuem crescimento econômico maior em relação aos países que não o adotam. Apenas entre os anos de 2005 e 2007 que este comportamento se reverte, com crescimento maior dos países que não adotam. Mas a partir de 2008, com o surgimento da crise econômica, aqueles países que adotaram o regime voltaram a obter um melhor crescimento econômico em relação àqueles países que não optaram pelo regime. Numa média geral para o período a diferença não é tão significativa, já que os países que seguiram o regime de metas de inflação cresceram em média 1% a mais do que aqueles que não o fizeram no período. Em relação à inflação, a tendência que era vista em 2004 persiste até a crise econômica de 2008. Os países que adotaram o regime possuem níveis inflacionários relativamente menores do que aqueles que não adotaram o regime. Após a crise de 2008, mais especificamente a partir de 2009, os países que adotam o regime possuem uma inflação mais estável que àqueles que não o adotaram, já que alternam entre anos com inflação mais reduzida e inflação maior que o dos países que adotam o regime. No ano de 2012, ambos os grupos possuíram o mesmo resultado. (Tabela 1.4).

Tabela 1.4 - Taxa média de Inflação e taxa média de crescimento do produto em países da América Latina: 2000-2012. (em %).

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Crescimento Econômico														
Países que adotam ³	3,75	1,62	3,87	5,27	5,33	4,25	5,52	5,7	4,27	-0,1	5,24	5,1	4,11	4,15
Países que não adotam ⁴	2,96	1,14	1,65	3,71	4,5	4,83	6,08	5,22	3,71	-1,25	2,24	3,3	2,74	3,14
Inflação														
Países que adotam ³	6,61	5,42	6,21	8,71	6,37	5,77	4,63	5,25	8,89	5,06	4,82	5,11	4,96	5,99
Países que não adotam ⁴	10,63	7,32	6,09	8,12	7,75	6,5	6,6	6,45	10,42	3,8	5,0	6,94	5,03	6,97

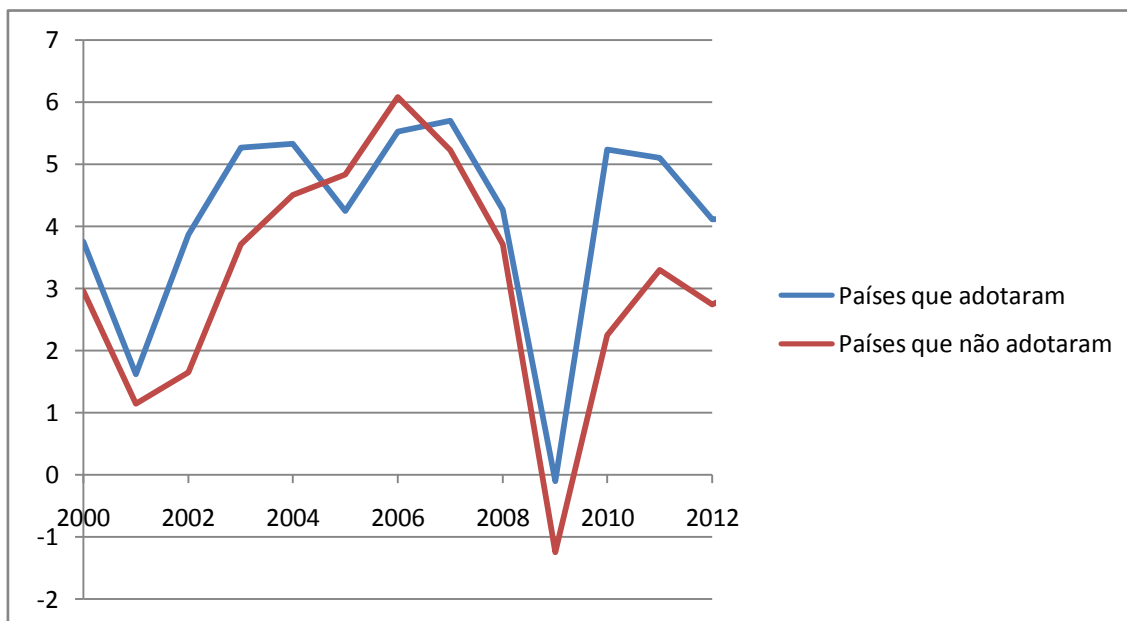
Fonte: FMI (Fundo Monetário Internacional) e World Economic Outlook Database, elaboração própria.

É possível se observar com mais clareza os números da tabela 1.4. Os países que adotam o regime possuem um nível de crescimento econômico mais elevado em relação àqueles que não o adotam (Gráfico 1.5), e também possuem resultados melhores em relação ao nível inflacionário (Gráfico 1.6), principalmente anteriormente à crise de 2008, excetuando os anos de 2005 até 2007, onde a tendência foi revertida em relação ao crescimento econômico. Após a crise de 2008, os países que adotam o regime continuaram obtendo um crescimento econômico maior em relação aos países que não o adotam (Gráfico 1.5), e possuíram um nível inflacionário mais estável que o outro grupo de países (Gráfico 1.6).

³ Os 7 países da América Latina que adotaram o regime de metas de inflação: Brasil, Chile, Colômbia, Jamaica, México, Peru e Uruguai.

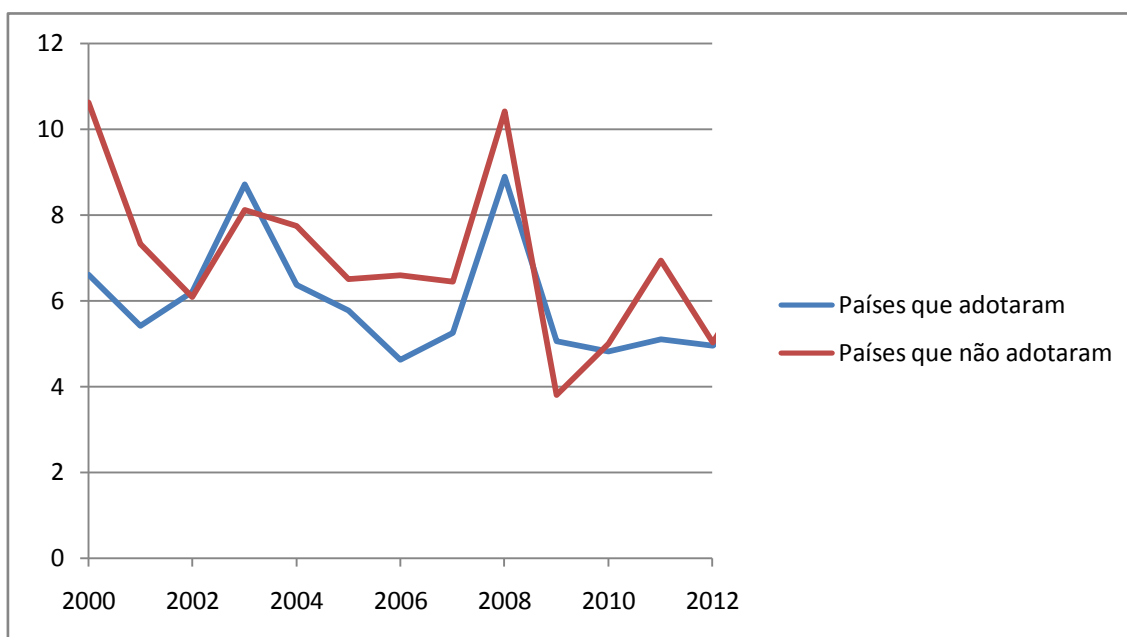
⁴ Os 25 países da América Latina que não adotam o regime de metas de inflação: Antígua e Barbuda, Argentina, Bahamas, Barbados, Belize, Bolívia, Costa Rica, Dominica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Nicarágua, Panamá, Paraguai, São Cristóvão e Neves, Santa Lúcia, São Vicente e Granadinas, Suriname, Trinidad e Tobago e Venezuela.

Gráfico 1.9 - Taxa média de crescimento econômico em países da América Latina: 2000-2012 (em %).



Fonte: FMI (Fundo Monetário Internacional) e World Economic Outlook Database, elaboração própria.

Gráfico 1.10 – Taxa média da inflação em países da América Latina: 2000-2012 (em %).



Fonte: FMI (Fundo Monetário Internacional) e World Economic Outlook Database, elaboração própria.

Pode-se concluir desta maneira que o regime de metas de inflação está atualmente chegando a resultados muito semelhantes se comparado aos países em desenvolvimento e aos países desenvolvidos quando analisado o caso globalmente. No caso da América Latina se mostra especial, já tanto em relação ao crescimento econômico quanto em relação ao nível inflacionário, os países que adotam o regime possuem resultados melhores do que aqueles que não o adotam. Tal peculiaridade do caso latino americano pode ser explicado pelo peso que os países que adotam o regime possuem, caso de Brasil, México e Chile, que são as economias mais fortes da América Latina, e de países como Argentina e Venezuela, que não adotam o regime, possuem casos de inflação elevada nestes últimos anos.

CAPÍTULO 2

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Neste capítulo será analisada a adoção do regime de metas de inflação na economia brasileira e seus resultados. Analisaremos em quatro períodos separados: no governo Fernando Henrique Cardoso; durante o primeiro governo Lula; no segundo governo Lula e no período do governo Dilma.

Começaremos nossa análise fazendo uma breve recapitulação do período da crise inflacionária, que passa pelos anos 1980 e só termina em 1994, com a adoção do Plano Real, por ser o período mais recente no qual efetivamente ocorreu uma crise inflacionária. Logo após, faremos uma breve análise sobre o método de estabilização anterior ao regime de metas de inflação, a âncora cambial, que vigora entre 1995 e 1998.

Após esta breve análise do período anterior, começaremos o estudo de todos os períodos no qual o regime de metas de inflação esteve em vigor. Iniciaremos pelo período entre 1999 e 2002, início do regime de metas de inflação durante o segundo governo de Fernando Henrique Cardoso. Depois, analisaremos em separado os dois governos Lula, fazendo comparação entre ambos os períodos e também entre o governo Lula e o governo Fernando Henrique Cardoso. Para finalizar este capítulo, analisaremos o governo Dilma e as importantes mudanças que ocorreram na adoção do regime de metas de inflação.

2.1 – Antecedentes do Regime de Metas de Inflação: A crise dos anos 1980 e a Âncora Cambial.

Durante praticamente toda a década de 1980 o Brasil passou por uma grave crise inflacionária, na qual em muitos momentos viveu à beira de uma hiperinflação. Este é o período mais recente no qual efetivamente ocorreu uma crise inflacionária, por isto, decidimos nos concentrar na análise deste período, não

abordando outros nos quais ocorreram inflações elevadas. A inflação brasileira chegou a passar de 2000% ao ano e chegou a ser maior que 80% ao mês durante estes anos. A crise inflacionária invadiu os anos 1990 e só conseguiu ser solucionada a partir de 1994, com a criação do Plano Real no governo Itamar Franco. Mecanismos como a URV e a âncora cambial foram utilizados para a solução do problema inflacionário e também para a estabilização monetária após sua solução. A partir de agora, iremos analisar esta questão com maiores detalhes.

2.1.1 – A crise inflacionária.

A crise inflacionária que se inicia nos anos 1980 durou aproximadamente 15 anos. Mesmo existindo uma forte tendência inflacionária na economia brasileira desde o final da década de 1970, foi nos anos 1980 que a inflação se acentuou, chegando a atingir quase o nível de hiperinflação.

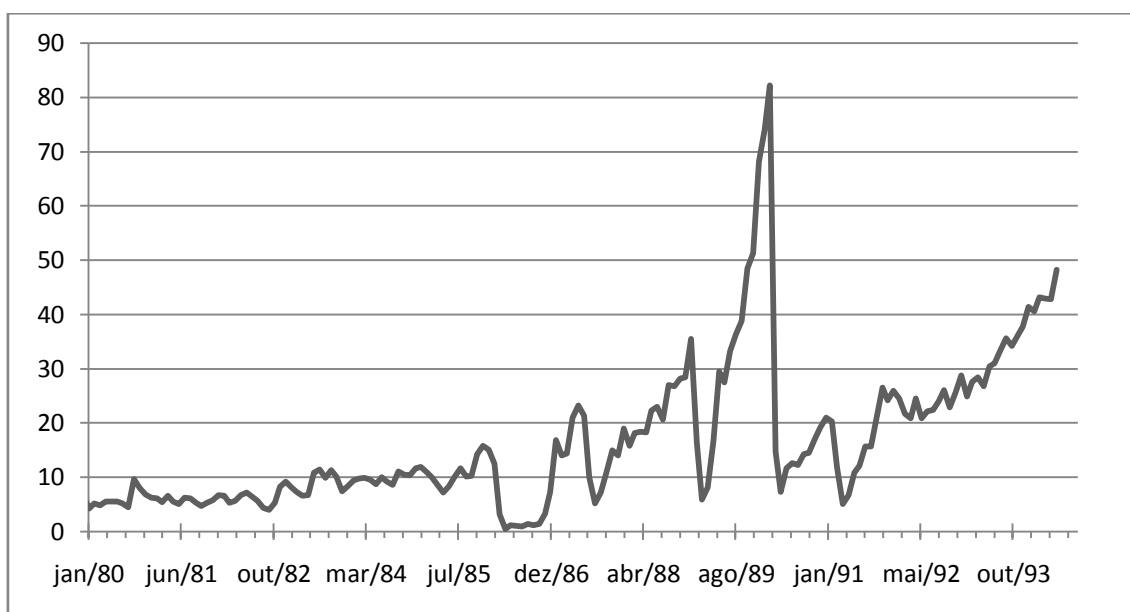
As maxidesvalorizações que foram realizadas em 1979 e 1983 foi um dos principais fatores responsáveis pelo aumento do patamar inflacionário nos anos 1980, que subiu de quase 100% ao ano no início da crise até atingir níveis de 200% ao ano. O diagnóstico desta inflação, acompanhada de recessão econômica, era de que esta tinha origem inercial (LACERDA *et al.*, 2010: 169).

Houve dois períodos relativamente distintos das políticas de combate à inflação durante o período. O primeiro, entre 1980 e 1985, utilizou-se medidas ortodoxas de combate à inflação. A partir de 1986 com o Plano Cruzado, iniciam-se as medidas heterodoxas de combate inflacionário. Houve, após o Plano Cruzado, diversos planos que visavam à redução do nível inflacionário, com características tanto ortodoxas quanto heterodoxas em seus projetos, que passaram a ser de caráter mais ortodoxo e menos heterodoxo com o passar do tempo. (MODIANO, 1990: 347).

Nenhuma das medidas, tanto ortodoxas quanto heterodoxas, surtiu efeito em relação ao combate inflacionário. A inflação continuou em níveis elevados e em uma constante alta até 1985, chegando até esta data a um patamar bem acima de 10% ao mês. A partir de 1986, com a adoção do Plano Cruzado, houve um período de queda

significativa do nível inflacionário, mas que não foi duradouro, sendo que no final de 1986 a inflação já superava aquela encontrada anteriormente ao Plano Cruzado, e tal tendência se manteve durante todo o final da década de 1980 até 1994, com o início do Plano Real. (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1 – Inflação brasileira medida pelo INPC: 1980-1994 (em%).



Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

Entre as propostas heterodoxas sobre a inflação, duas delas se destacavam na explicação da inflação brasileira. Ambos concordavam que existia uma característica inercial da inflação, mas a razão da inércia da inflação e a solução ao problema eram distintas. A proposta de Francisco Lopes foi a mais aceita durante a crise inflacionária dos anos 1980, na qual ele propunha como solução o Choque Heterodoxo, sendo inclusive base de boa parte das medidas tomadas durante o Plano Cruzado. A outra proposta que acabou sendo utilizada posteriormente, a proposta de André Lara Resende e Pêrsio Arida, culminou na criação da URV, parte importante do Plano Real⁵.

⁵ Para maior aprofundamento quanto ao assunto, ver LOPES, F.L. Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 5, nº 2, p. 135-151, Abr/Jun 1985 e BIER, A.G.; PAULANI, L.; MESSENBURG, R. **O heterodoxo e o pós-moderno: O Cruzado em conflito**, São Paulo: Paz e Terra, 1987 e RESENDE, A.L. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. **Revista de Economia Política**, v. 5, nº 2, p. 130-134, Abr/Jun 1985.

O Plano Cruzado, baseado na proposta de Lopes, fixou uma taxa de conversão de 100 cruzeiros por um cruzado, com a conversão de todos os salários na nova moeda, tomando como base o poder de compra médio dos últimos seis meses, juntamente com um abono de 8% nos salários visando uma maior redistribuição de renda aos assalariados. Houve também alteração do salário mínimo com um ganho de 16% aos trabalhadores que recebiam essa remuneração. Todos os preços da economia, com exceção dos salários e das tarifas industriais de energia elétrica, foram congelados com o valor do dia 27 de fevereiro, dia anterior ao início do plano. A taxa de câmbio também se manteve fixa, com o valor vigente do dia 27 de fevereiro, sem que houvesse uma desvalorização cambial. (MODIANO, 1990: 357-8).

Mesmo com um sucesso inicial, o Plano Cruzado fracassou, como todos os planos, ortodoxos e heterodoxos, que vieram depois. O fracasso do Plano Cruzado se deve muito à falta de cuidado do plano em relação ao componente de demanda da inflação e aos desequilíbrios fiscais que se acentuaram durante a execução do plano. Dessa forma, a tímida reforma denominada pela imprensa de “Cruzadinho” e o fracasso da reforma do Cruzado 2 fez com que a instabilidade se acentuasse ainda mais, com um agravamento da crise inflacionária após o plano. Apenas em 1994, com a criação do Plano Real, a crise inflacionária foi superada. Assim, uma das propostas que serviu de base para a criação do Plano Real foi justamente a concepção alternativa à de Francisco Lopes, proposta feita por André Lara Resende e Pêrsio Arida, conhecida como proposta Larida.

2.1.2 – Plano Real e a Âncora Cambial

O Plano Real foi o plano econômico que conseguiu controlar a inflação elevada, principal problema da economia brasileira durante os anos 1980. O plano se constituía na adoção de um novo padrão monetário, a adoção do Real como moeda, e de uma ferramenta para controle inflacionário, que era a âncora cambial. Antes de adotar a âncora cambial e uma nova moeda, era necessário que se solucionasse o problema inflacionário e, para isto, foram propostas uma reforma fiscal e uma reforma monetária.

Na realidade, o ajuste fiscal do Plano Real foi muito discreto, sendo que a medida mais relevante da reforma fiscal foi a criação do Fundo Social de Emergência, que permitia que fosse desvinculado 20% do orçamento do governo. O que sustentou realmente o plano foi o grande ajuste fiscal realizado durante o governo Collor, no qual foi alcançado um razoável superávit fiscal, além da também elevada reserva internacional alcançada neste período. Um dos fatores que permitiram chegar ao elevado nível de reservas internacionais foi o acesso ao mercado financeiro internacional que a economia brasileira voltou a ter no início dos anos 1990, devido a uma nova conjuntura internacional que se iniciou no período.⁶ O Plano Real diferente dos outros planos econômicos realizados anteriormente possuía estas vantagens. (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002: 363-4).

É importante ressaltar outro aspecto do governo Collor que possibilitou o sucesso do Plano Real. Uma das medidas de política monetária do Plano Collor foi o bloqueio de 70% dos ativos financeiros do setor privado, na tentativa de controlar a inflação através de um aperto monetário radical. Os títulos bloqueados poderiam ser utilizados para pagamentos de dívidas anteriores ao início do plano, e os outros 30% não bloqueados foram convertidos imediatamente em cruzeiros, a nova moeda do plano. Existia a promessa de que os títulos seriam devolvidos 18 meses após o início do plano, com correção monetária integral e com taxa de juros anuais de 6%. (BRESSER-PEREIRA & NAKANO, 1991: 98).

O resultado concreto disto foi tirar dos títulos públicos que estavam em poder do setor privado, o caráter especulativo que eles possuíam. Os títulos funcionavam como um forte fator indexador da inflação e se encontravam em situação de liquidez quase semelhante à da moeda física. Com o bloqueio dos ativos financeiros, os títulos públicos reduziram sua liquidez, enquanto a capacidade dos agentes em usar os títulos de maneira especulativa se reduziu. Assim, mesmo com a devolução dos valores bloqueados dentro dos prazos estabelecidos no plano, verificou-se a redução do estoque da dívida pública interna e o alongamento de seu prazo. Tal aspecto foi

⁶ A partir dos anos 1990, os países latino-americanos se transformaram de doadores de “poupança” em receptores de recursos financeiros. Os países periféricos foram capturadores pelo processo de globalização financeira, executando seus planos de estabilização de acordo com as normas estipuladas pelo mercado financeiro liberalizado. Para maior aprofundamento do assunto, ver BELLUZZO, L.G. Plano Real: do sucesso ao impasse. **Economia Aplicada**, v. 3, nº especial, p. 79-93, 1999.

importante para o funcionamento do Plano Real, já que a economia não possuía mais tal característica na época em que o plano foi concebido e realizado.

Outro esforço fiscal realizado às vésperas do Plano Real foi o Programa de Ação Imediata, que visava redefinir a relação da União com os Estados e a relação entre o Banco Central com os Bancos Estaduais e Municipais, juntamente com um programa de combate à sonegação. As mudanças propostas tanto pelo Programa de Ação Imediata quanto pelo Fundo Social de Emergência se mostraram insuficientes para atingir o equilíbrio fiscal desejável. Diversas outras medidas que já eram previstas na concepção do Plano Real não foram realizadas, e estas medidas eram consideradas fundamentais para a estabilidade do plano. Mas mesmo sem conseguir o ajuste fiscal desejado no início do plano, a estabilidade monetária foi alcançada, mostrando que talvez não fosse condição básica para o sucesso do plano. (CASTRO, 2011: 143-7).

O Programa de Ação Imediata previa uma atuação bem mais ampla do que a efetivamente realizada. Visava uma redução dos gastos da União, juntamente com o aumento de sua eficiência no próprio ano de 1993, buscava a recuperação da receita tributária, um equacionamento das dívidas de estados e municípios com a União, controle mais rígido dos bancos federais e um aperfeiçoamento do programa de privatizações. Suas medidas iniciais foram um corte de US\$ 6 bilhões do orçamento, uma proposta orçamentária mais realista para o ano de 1994, encaminhamento de um projeto de lei que limitava as despesas com servidores civis em 60% da receita corrente da União e a elaboração de um projeto de lei que definisse mais claramente as normas de cooperação entre a União com os estados e municípios. Vale destacar também a criação do IPMF, precursor da CPMF durante este período (LACERDA *et al.*, 2010: 230-1).

A ausência de um ajuste fiscal mais sólido trouxe problemas durante o período da âncora cambial. O período se caracterizou por um déficit primário do setor público consolidado, um déficit nominal de mais de 6% do PIB em média durante o período e uma crescente dívida pública. Segundo uma visão ortodoxa da economia, os resultados se agravaram muito devido a uma política fiscal expansionista realizada no período. Houve, durante este tempo, uma piora dos indicadores de endividamento interno e externo, como a necessidade de financiamento do setor público, que foi de

0,4% do PIB nos primeiros quatro anos dos anos 1990, no conceito primário, e durante o período da âncora cambial, chegou a 4,7% do PIB também no conceito primário (GIAMBIAGI, 2010: 172-4).

Outro fator que pode ter sido determinante neste déficit público são as elevadas taxas de juros que ocorreram durante o período. A elevação da taxa de juros eleva também o custo da dívida interna, já que uma significativa parte da dívida interna esta lastreada na taxa Selic. Com uma elevação do custo da dívida interna, ocorre uma piora da situação fiscal pública, com um aumento do déficit fiscal.

A parte mais importante na estabilização monetária foi a reforma monetária realizada, na qual foi criada a URV (Unidade Real de Valor), que visava eliminar o componente inercial da inflação brasileira, servindo como indexador único da economia brasileira ao permitir o ajuste dos preços relativos. Com isso, tentava-se resolver um dos principais pontos falhos do Plano Cruzado, que era a falta de alinhamento de preço no momento da execução do plano. A URV foi criada para “diarizar” a inflação, visando organizar a demanda da economia. Em uma economia com inflação elevada, como era o caso da economia brasileira na época, a moeda-de-conta oficial some dos contratos, devido à incerteza que a alta inflação gera na economia. Os agentes da economia começam a adotar uma nova unidade de conta em seus contratos. Quando a economia passa para a hiperinflação, uma moeda forte como o dólar começa a ser a referência de preços da economia. Nesta fase, a inflação começa a ser “diarizada”, o que organiza a demanda, e neste ponto a economia está pronta para uma reforma monetária. A ideia da URV era fazer com que a economia brasileira “diarizasse” a inflação, utilizando o dólar como referência, fazendo com que a economia ficasse pronta para uma reforma monetária sem ter que passar pela fase da hiperinflação (SICSÚ, 1996: 72-3).

A ideia da URV foi baseada na proposta dos economistas André Lara Resende e Pêrsio Arida, na qual era sugerida a adoção de duas moedas em circulação na economia, para que os agentes econômicos se adaptassem com a nova moeda em circulação e redefinissem seus contratos nesta nova moeda em vigência (BRESSER-PEREIRA, 2010, pp. 181-2). E foi basicamente isto que a URV fez durante quatro meses, ao servir como unidade de conta indexada juntamente com o Cruzeiro Real. Ao

final desse período, após a indexação da economia em URV, o Cruzeiro Real saiu de circulação e a URV foi convertida em Real, sendo 1 URV igual a 1 Real.

Após a fase inicial do Plano Real, quando se adotou efetivamente o Real como moeda, a âncora cambial foi adotada como método de estabilização monetária. A âncora cambial estabelecia limites inferiores e superiores às variações cambiais. O dólar flutua livremente dentro deste limite e o governo garante, por meio de intervenções, que a taxa cambial não ultrapasse estes limites. (SILVA, 2002: 06-7).

A âncora cambial atua no custo presente da economia, diferentemente do que ocorre no regime de metas de inflação, que atua na expectativa futura dos agentes em relação à inflação. Com a valorização cambial que ocorre no regime de bandas cambiais, o custo, principalmente dos itens importados, acaba se reduzindo, impedindo que os itens similares produzidos internamente aumentem devido à concorrência. A âncora atua na inflação presente, possuindo efeitos de curto prazo na inflação. Boa parte do ajuste de curto prazo que ocorre na inflação brasileira se deveu ao câmbio valorizado em boa parte do período em que o regime de metas de inflação é adotado.

A estrutura das bandas é semelhante ao funcionamento do regime de metas de inflação, mas ao invés de ser estipulada uma meta inflacionária, é estipulado um intervalo no qual a taxa de câmbio pode flutuar livremente sem influência do governo. O Banco Central e o Comitê de Política Monetária determinavam qual seria a banda estipulada em reuniões periódicas e buscava manter a taxa cambial real sobrevalorizada. (Ibid., 2002: 08-9).

Diversos países do mundo passaram, entre os anos 1980 e 1990, por um processo de pareamento de suas moedas locais com outras moedas estrangeiras, tornando-as valorizadas frente à moeda estrangeira de referência. (MODENESI, 2005: 36-7).

No caso dos países da América Latina, o dólar era a moeda de referência, em países da Europa, a moeda era o marco alemão. Países como México, Uruguai, Peru, Bolívia e Argentina iniciaram o processo de valorização cambial visando à estabilização monetária para suas economias. O Plano Cavallo possivelmente foi o caso mais

emblemático destas políticas, sendo exemplo inclusive para o caso brasileiro. (BATISTA JR, 1993: 6-8).

Esperava-se que a âncora cambial atuasse diretamente sobre as expectativas inflacionárias, fazendo com que a inflação de curto prazo fosse controlada. Era esperado que a âncora reduzisse rapidamente o nível inflacionário da economia brasileira, e foi o que realmente aconteceu. Mas juntamente com a queda inflacionária, outros efeitos da âncora cambial começaram a aparecer. Iniciou-se um comportamento de *boom-recession* da economia, segundo a interpretação de Silva (2002), e a economia entrou em uma fase de crescimento econômico seguido logo após de uma contração. Era esperado que existisse uma fase de recessão no início do plano, mas não foi esse comportamento que se viu. Outro fator que vem juntamente com a âncora são as elevadas taxas de juros, utilizadas amplamente para a atração de capital estrangeiro, possibilitando uma taxa de câmbio sobrevalorizada. Mas estas taxas de juros acabam deprimindo os níveis de investimento da economia e encarecem a dívida interna. Também ocorre um problema na balança de pagamentos do país, já que com a taxa de câmbio sobrevalorizada, ocorre o incentivo à importação e o desincentivo à exportação (SILVA, 2002: 10-2).

Tabela 2.1 – Indicadores macroeconômicos selecionados: 1994-1998

	Taxa de Juros reais médias⁸	IPCA	Saldo BC (US\$ Milhões)	Saldo TC (US\$ Milhões)	Câmbio⁷	Variação do PIB
1994	4064,69%	916,46%	10.446	-1.811	R\$ 0,64	5,33%
1995	32,35%	22,41%	-3.465	-18.384	R\$ 0,92	4,42%
1996	18,02%	9,56%	-5.599	-23.502	R\$ 1,00	2,15%
1997	19,92%	5,22%	-6.752	-30.452	R\$ 1,07	3,38%
1998	27,78%	1,65%	-6.574	-33.416	R\$ 1,16	0,04%

Fonte: Banco do Brasil e Ipeadata, elaboração própria.

⁷ Média do ano

⁸ Média anual das taxas de juros Over/Selic diárias durante os anos descritos, descontado o valor da inflação efetiva anual.

A economia brasileira durante o período da âncora cambial não demonstra uma tendência de *boom-recession*, mas sim uma tendência de *stop-and-go*,

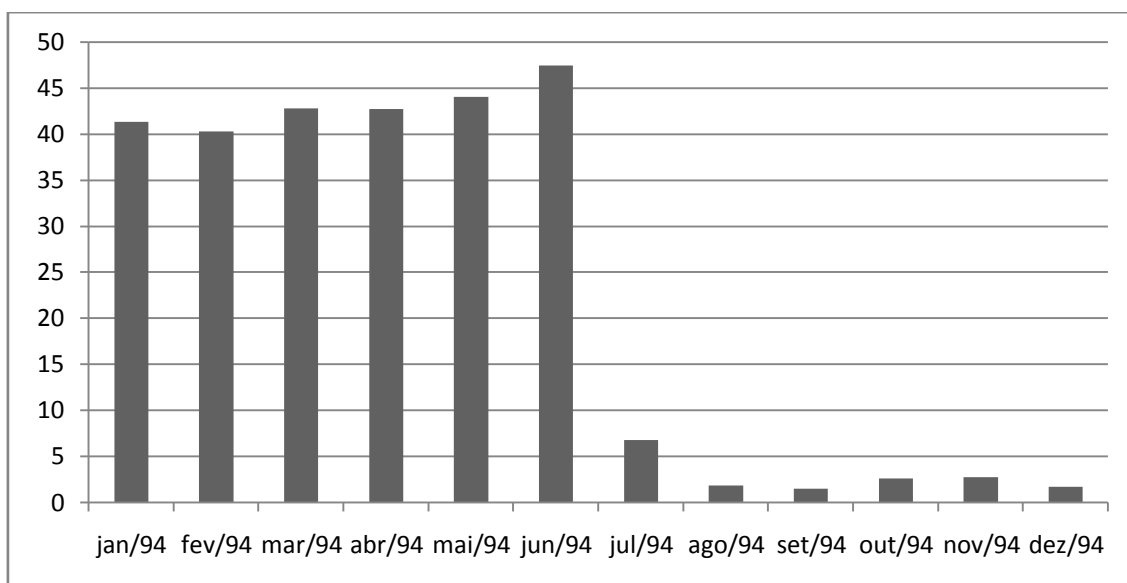
sendo um ano de crescimento econômico considerável seguido por um ano de crescimento reduzido. Isto pode ser observado entre 1995 e 1996 e logo depois entre 1997 e 1998. Em ambos os casos, houve um movimento de crescimento econômico seguido por uma queda deste crescimento, com uma retomada logo em seguida, substituída por uma queda de rendimento no ano posterior. (Tabela 2.1).

Também é importante comentar sobre as elevadas taxas de juros reais que eram necessárias para se manter a âncora cambial na tentativa de atração de capital externo. Durante todo o período, as taxas reais de juros sempre se mantiveram acima de 18%, sendo que no ano de 1998, no meio da crise cambial, foi necessária uma elevação de quase 8 pontos percentuais sobre a taxa real de juros para manter a taxa cambial desejada (Tabela 2.1).

O saldo da balança comercial, devido à sobrevalorização cambial, foi muito prejudicado durante o período da âncora cambial. (Tabela 2.1). O saldo, que era positivo e relativamente elevado, reduziu-se drasticamente e virou déficit a partir de 1995 e piorou durante todo o período da âncora. A combinação entre um câmbio que favorece muito a importação e prejudica a exportação são os fatores predominantes para este déficit que se elevou durante o período. O saldo em transações correntes também teve uma piora considerável no período. Existia um déficit relativamente baixo, que se elevou consideravelmente até o final do período da âncora cambial.

Todo esse esforço e os efeitos negativos que a âncora cambial trouxe à economia brasileira visavam exclusivamente à estabilização e redução da taxa de inflação brasileira. E, de fato, a âncora conseguiu este efeito na economia brasileira. A inflação que se encontrava em 1994 em um valor anual de quase 1000% é reduzida até 22,4% ao ano ainda em 1994 e continua em uma tendência de queda até chegar ao valor mais baixo registrado na história recente do país, que é de 1,65% ao ano em 1998.

Gráfico 2.2 – IPCA mensal: 1994.



Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

Ao analisarmos a inflação apenas em 1994, podemos notar o efeito que o Plano Real e a âncora cambial obteve na inflação. A partir de julho de 1994, houve uma redução significativa da inflação do período, caindo de um valor acima de 45% ao mês em junho para menos de 10% ao mês em julho. (Gráfico 2.2).

O que determinou o sucesso da estabilização monetária não foi o fato isolado em si, mas o contexto no qual a âncora foi adotada. Anterior à âncora cambial, houve uma aceleração do processo de abertura comercial e financeira que já vinha sendo adotado desde o início da década de 1990, alterando o papel do setor externo na economia brasileira. A alíquota média cobrada sobre os produtos importados em 1990 era de 32,2%, sendo que este valor reduziu-se pela metade em 1993, chegando a 16,5%. Se analisado esta abertura comercial junto com a sobrevalorização artificial, a âncora cambial trazia para a economia brasileira, a demanda interna se desloca para os produtos importados, o que foi essencial para a redução da inflação brasileira (MODENESI, 2005: 316-7).

Mas o mais determinante para o combate inflacionário via âncora cambial é o efeito sobre os custos proporcionados pelo regime. A valorização cambial atua na inflação presente reduzindo os custos de produção. Com um custo menor, junto com a competição dos produtos importados, o cenário para elevações de preço se torna

mais improvável, sendo uma das principais razões para o controle inflacionário via câmbio.

A política monetária durante o período da âncora cambial ficou subordinada à política de câmbio valorizado imposto pela âncora cambial. Isto ocasionou no período sempre a elevação da taxa de juros nos períodos em que foi necessária a captação de recursos externos para se manter a taxa de câmbio valorizada, além de uma política de contração monetária sempre que ocorrem choques externos negativos (OLIVEIRA & TUROLA, 2003: 160).

A âncora cambial, portanto, foi importante para a estabilização monetária. Mas, por manter uma taxa de câmbio valorizada num período de ampla abertura comercial e financeira da economia brasileira, foram criados diversos desequilíbrios macroeconômicos. Era necessário um elevado nível de taxa de juros para a atração do capital estrangeiro que permitia a taxa cambial valorizada, o que gerou também déficits constantes na balança comercial, na conta de transações correntes, uma elevação da dívida externa brasileira e uma vulnerabilidade externa muito elevada, afetando muito a economia brasileira, principalmente devido ao péssimo cenário internacional do período.

Um dos principais efeitos da estabilização monetária via ferramental cambial foi o processo de desindustrialização que se iniciou com o Plano Real. A abertura financeira e comercial iniciada nos anos 1990 reduz o protecionismo das indústrias nacionais e, junto a isto, a valorização cambial reduz o nível de competitividade destas empresas. A substituição de demanda de produtos nacionais por produtos importados, fator importante para o controle inflacionário, levou diversas empresas à falência no período, e o cenário para exportações, com a taxa cambial valorizada era desfavorável. O processo de desindustrialização brasileiro tem origem neste período.

O cenário internacional no período foi bastante conturbado e, entre 1994 e 1998, houve três crises importantes. No final de 1994, perdurando até o ano de 1995, o México entra em crise, minando consideravelmente a confiança do mercado financeiro nos países emergentes. Em 1997, houve uma nova crise, agora na Ásia, que

afetou diretamente os chamados tigres asiáticos, como Tailândia, Coreia do Sul e Malásia. Em 1998, foi a vez da Rússia, afetando mais ainda a confiança do mercado financeiro internacional em relação aos países emergentes. Tudo isso favoreceu para que houvesse uma redução dos empréstimos aos países emergentes, o que levou à iminência de uma crise generalizada em todos os países que tentavam se enquadrar nas novas tendências econômicas mundiais (GIAMBIAGI, 2010: 175).

No final do período da âncora cambial, uma forte crise cambial atingiu a economia, o que foi decisivo para o final da adoção da âncora cambial já no início de 1999. A crise cambial dificultou a política de valorização do real em relação ao dólar e tornou insustentável a continuação da âncora. No trabalho de Silva (2002) sobre a âncora cambial, e a crise cambial que atingiu o Brasil, são mostradas algumas explicações sobre a causa da crise cambial.

As sucessivas crises cambiais ocorridas nos anos 1990 levaram a algumas explicações sobre tais crises, nas quais se pode encaixar o caso brasileiro. Explicações mais ortodoxas tiveram origem em trabalhos de Paul Krugman de 1979 e de Robert Barro junto com David Gordon em 1983. A proposição de Krugman trata sobre os ataques especulativos que ocorrem sobre as reservas internacionais de países com câmbio fixo, o que torna a manutenção do câmbio fixo insustentável e um colapso do sistema econômico com as bases vigentes. Barro e Gordon elaboram um modelo de jogo econômico, no qual os agentes escolhem entre uma taxa de câmbio fixa ou uma desvalorização cambial dentro da política de câmbio fixa. Enquanto os agentes escolhem a taxa de câmbio fixa sem perspectiva de desvalorização cambial, o sistema permanece estável. Quando os agentes passam a apostar na desvalorização cambial, atuando sobre este possível cenário futuro, existe a possibilidade de crises cambiais. (SILVA, 2005: 15)

Entre as explicações mais heterodoxas, podemos comentar sobre os trabalhos de Obstfeld e Rogoff e também o trabalho de Velasco de 1996. Há também o trabalho de Calvo e Mendonza, de 1995, e o de Krugman em 1998. Nos trabalhos de Obstfeld e Rogoff e no de Velasco, existe a concepção de “profecia auto-realizável”, baseado na idéia de *animal spirit* inspirada em Keynes, em que a expectativa dos agentes em relação à taxa de juros, câmbio e outros fatores econômicos define o seu

comportamento. No trabalho de Calvo e Mendonza e no trabalho de Krugman de 1998, as crises cambiais estão associadas a crises financeiras, devido ao comportamento do setor financeiro que começa a atuar de maneira mais arriscada, apostando em ativos de maior risco, sendo a crise cambial uma consequência destas crises. A crise cambial acaba ocorrendo devido a um “comportamento de manada”, quando os investidores atuam baseados no comportamento de outros investidores, o que ocasiona uma fuga de capitais nas economias, gerando a crise cambial. (Ibid, 2005: 16-20).

No caso brasileiro, a sobrevalorização cambial ocorrida a partir de 1994, junto com o cenário de abertura comercial iniciada alguns anos antes levou a uma elevação das importações, que mais do que dobrou entre 1994 e 1998. Em contrapartida, as exportações tiveram um crescimento pouco significativo no mesmo período, o que levou ao surgimento de déficits na balança comercial e a um aumento significativo no déficit em transações correntes. O Brasil se encontrava em situação de déficit elevado em conta corrente na sua balança de pagamentos em 1997 e teve que recorrer ao Fundo Monetário Internacional no ano seguinte para fechar suas contas. Com este cenário interno, o câmbio valorizado e semifixo ficou insustentável já em 1998 (LACERDA *et al.*, 2010: 239-40).

No ano de 1999, a partir do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, a âncora é abandonada como método de estabilidade inflacionária e, após alguns meses, o regime de metas de inflação acaba se tornando o novo método de estabilização monetária da economia.

2.2 – O regime de metas de inflação durante o governo FHC.

Em 1999, o governo brasileiro decide adotar uma nova política macroeconômica. E buscava uma nova ferramenta para o controle inflacionário, já que era evidente para muitos o esgotamento da âncora cambial como forma de estabilização monetária. Durante o mesmo ano, o Brasil adota a ferramenta de controle inflacionário mais comumente utilizado pelos países que adotam uma ferramenta oficial de controle inflacionário, o regime de metas de inflação.

2.2.1 – O cenário econômico da época em que foi adotado o regime de metas de inflação.

Existia uma forte preocupação sobre como seria a estabilização monetária alcançada no Brasil sem a utilização da âncora cambial e se seria possível manter a estabilidade sem a utilização da paridade do dólar junto ao Real. Outra preocupação em relação ao câmbio da economia era como seria a nova taxa de câmbio e o quanto esta nova taxa de câmbio, agora não mais sobrevalorizada, afetaria os preços da economia (OLIVEIRA & TUROLLA, 2003: 205). A própria escolha do regime de metas de inflação como método de estabilização monetária causou uma forte discussão na época, com muita desconfiança em relação a sua efetividade e aos efeitos que o regime traria à economia brasileira.

Pessoas como o ex-presidente do Banco Central Gustavo Loyola e Guido Mantega, economista ligado ao Partido dos Trabalhadores, criticaram a adoção do regime na época. Para Gustavo Loyola, o custo fiscal que as elevações das taxas de juros causariam na economia não poderia ser suportado numa situação com sérios desequilíbrios fiscais, como era o caso do Brasil na época. Para Mantega, a adoção do regime de metas de inflação era um sinal claro que a estabilidade econômica seria mais uma vez a principal preocupação econômica do Brasil, ao invés de uma preocupação com o crescimento econômico (GRINBAUM, 1999: 2).

O sistema de metas também era questionado, devido à necessidade de credibilidade do Banco Central para que o regime tenha sucesso. O grau de autonomia do Banco Central do Brasil e a credibilidade do recém empossado presidente do Banco Central, Armínio Fraga, eram fatores de desconfiança. Também se questionava se o Banco Central aumentaria o quanto fosse necessária a taxa de juros visando o controle inflacionário, sabendo que isto causaria muitas vezes um impacto negativo na economia, principalmente no crescimento econômico (PATU, 1999: 1).

Outro fato que entrava em discussão também era o efeito do regime de metas de inflação na economia. Marcio Pochmann critica o regime de metas de inflação alegando que isto iria piorar ainda mais a situação do desemprego no Brasil. Segundo ele, mesmo com uma possível elevação do PIB nos próximos anos, o regime de metas

de inflação atuando sempre com o aumento de juros iria prejudicar o investimento interno, fazendo com que o desemprego aumentasse ainda mais com a atuação do regime de metas de inflação (POCHMANN, 1999: 2).

O Banco Central defendeu a adoção do regime de inflação por diversas vezes antes de sua efetiva adoção. Segundo o presidente do Banco Central na época, Armínio Fraga, o regime mudaria o funcionamento inteiro do Banco Central, reforçando ainda mais a preocupação que o banco teria com a inflação. O presidente do Banco Central na época ainda afirmava que o regime de metas de inflação possibilitava uma maior estabilidade monetária, sendo que depois de uma redução significativa do nível inflacionário, seria mais fácil se estabilizar a inflação neste nível (COLOMBO, 1999: 3).

Diversos funcionários do Banco Central, como diretores e analistas, também defenderam a adoção do regime. O diretor Sérgio Werlang argumentava que o regime de metas de inflação seria mais maleável que na maioria dos países que haviam adotado o regime anteriormente. Existiram outras ferramentas que o Banco Central utilizaria para manter a inflação estável, não somente a taxa de juros, segundo afirmações do presidente do Banco Central na época, Armínio Fraga (METAS, 1999: 4).

2.2.2 – A atuação da política monetária baseada no regime de metas de inflação.

A partir de 01 de julho de 1999, o regime de metas de inflação começa a ser utilizado como o método de estabilização monetária da economia brasileira. O funcionamento do modelo brasileiro seguia basicamente a mesma fórmula de outros países que adotavam o regime. O índice inflacionário escolhido pelo governo para indicar a meta foi o IPCA, índice bastante amplo, calculado pelo IBGE e abrangendo inclusive preços muito instáveis na economia⁹. O funcionamento, como nos demais

⁹ O IPCA é calculado juntamente com o INPC pelo SNIPC (Sistema Nacional de Índices de Preço ao Consumidor). O SNIPC consiste em uma combinação de processos destinados a produzir índices de preços ao consumidor. O sistema abrange várias regiões metropolitanas brasileira, sendo elas Rio de Janeiro, Porto Alegre, Recife, São Paulo, Belém, Belo Horizonte, Fortaleza, Salvador, Curitiba, Distrito Federal e Goiânia. A pesquisa possui periodicidade mensal, com dados coletados entre os dias 01 e 30 de

países que adotam o regime, foi a partir de bandas. Era estipulada uma meta inflacionária pelo Conselho Monetário Nacional, que poderia flutuar e terminar na data definida dentro desta banda, determinada em 2% tanto para o seu limite inferior quanto para o seu limite superior. A expectativa dos agentes econômicos começou a ser medida pelo relatório Focus, uma pesquisa que pergunta aos principais agentes da economia, principalmente bancos e outros agentes do sistema financeiro, qual é a estimativa da inflação no período final da meta. A ferramenta monetária escolhida para o ajuste da inflação foi a taxa de juros básica Selic, manipulada periodicamente pelo Comitê de Política Monetária para manter a inflação dentro da meta estipulada (CINTRA, 2005: 44).

O regime de metas de inflação também era passível de críticas devido às particularidades do caso brasileiro na sua formulação. A taxa de juros, mesmo sendo reduzida com a adoção do regime, continuou elevada para os padrões internacionais, o que colaborou para a ampliação da dívida interna, já que com estas taxas, o custo da emissão de títulos da dívida pública, necessário tanto para reduzir o volume de moeda na economia quanto para financiar o gasto governamental, aumentou substancialmente.

Existe também uma dificuldade em se definir uma meta para a inflação com tanta antecedência. É muito difícil para qualquer autoridade monetária conseguir mensurar exatamente o nível inflacionário no qual a economia se encontrará depois de determinado período, já que nem sempre isto depende de fatores monetários. E este ponto está diretamente ligado à credibilidade que o Banco Central possui, pois caso ele não consiga acertar a meta, perde credibilidade perante os agentes da economia. (MODENESI, 2005: 197-198).

O ano de 1999 se inicia com uma alta da taxa cambial, principalmente devido ao abandono da âncora cambial, que ocasionou uma grande fuga de capitais. Com a taxa de câmbio flutuante, o dólar chegou a alcançar R\$ 2,16 em março, mas baixou um pouco seu patamar durante o resto do ano, encerrando em R\$1,78. Esta forte

cada mês de referência, com diferença de oito dias úteis entre a data de coleta e a divulgação dos resultados, e sua metodologia se utiliza de média aritmética ponderada. Para um maior aprofundamento sobre o assunto, consultar IBGE. **Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor/Notas Técnicas**. Disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultnotas.shtm>, acesso em 24 Nov. 2013.

desvalorização cambial trouxe uma grave pressão inflacionária para a economia brasileira durante o ano, principalmente sobre o valor dos preços por atacado na economia. Ao compararmos os preços medidos pelo IPCA, que são preços ao consumidor, e os preços medidos pelo IPA-DI, que é o índice que mede variações no atacado, podemos ver que ocorreu um impacto inflacionário muito maior ao atacadista que ao consumidor. Durante o mês de fevereiro, por exemplo, o IPA-DI registrou uma inflação de 7%, sendo que o IPCA registrou apenas 1,1%. A alta da taxa cambial provocou um aumento da pressão inflacionária evidente na economia brasileira. A tabela 2.2 mostra como foi a evolução tanto do IPCA quanto do IPA-DI durante o ano de 1999, mostrando a grande diferença entre os dois índices no ano. O aumento não foi repassado devido a uma política monetária restritiva que ocorreu em 1999, na tentativa de se evitar esse repasse de preço ao tornar a demanda pouco aquecida e dar pouca margem para o repasse deste custo ao preço final. (MODENESI, 2005: 371-2).

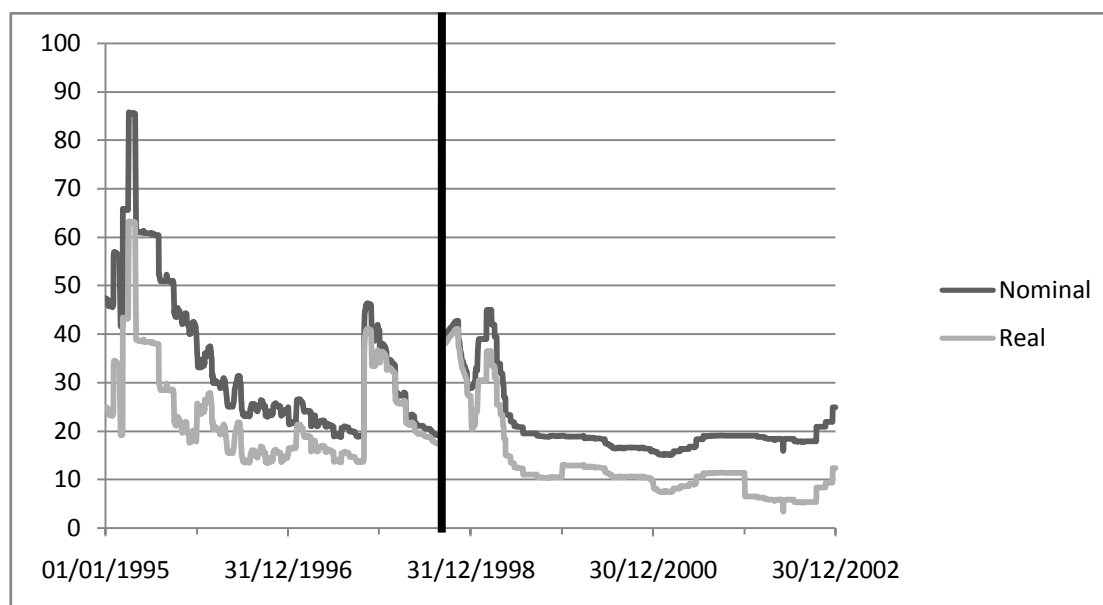
Tabela 2.2 – Variação do IPA-DI e do IPCA: 1999 (em %)

Mês	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
IPA-DI	1,6	7,0	2,8	-0,3	-0,8	1,4	2,0	2,2	2,3	2,6	3,6	1,6
IPCA	0,7	1,1	1,1	0,6	0,3	0,2	1,1	0,6	0,3	1,2	1,0	0,6

Fonte: Modenesi, 2005: 372

No que diz respeito à mudança da política monetária, com a adoção do Regime de Metas de Inflação foi possível uma redução do nível e da volatilidade da taxa básica de juros da economia. (OLIVEIRA & TUROLLA, 2003: 206).

Gráfico 2.3 – Taxa básica de juros diária nominal e real: 1995-2002 (em % ao ano).

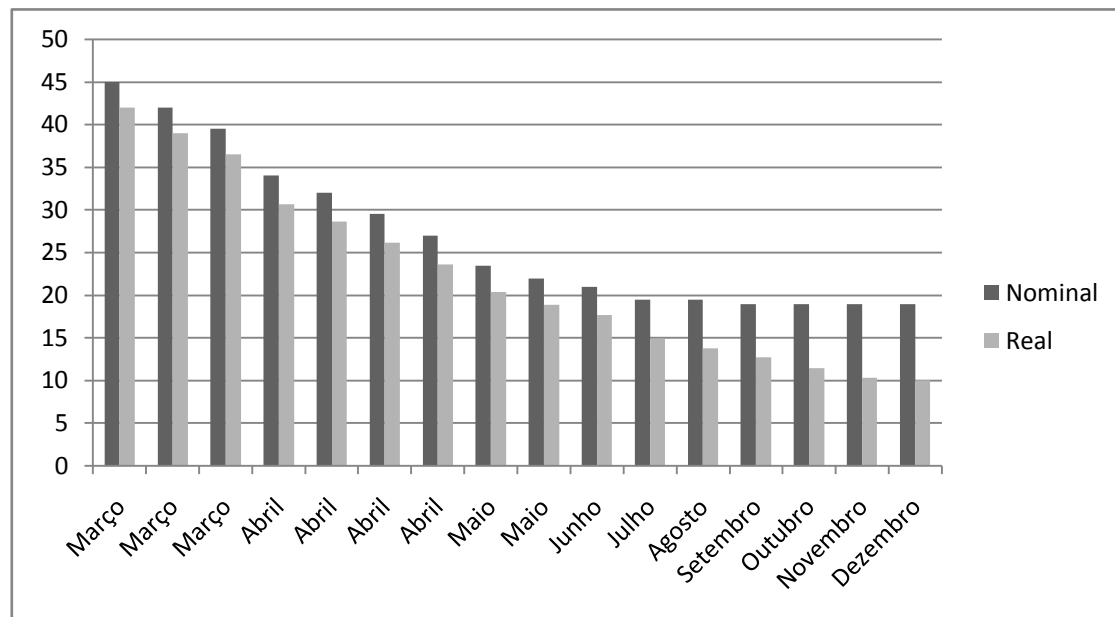


Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

A taxa básica de juros durante o período da âncora cambial além de se manter por muitas vezes num patamar excessivamente elevado, possuía uma volatilidade muito grande, já que sua função durante o período era de manter o real sobrevalorizado. Com o final da âncora cambial em 1999, pode-se observar que existiu uma redução tanto do nível da taxa de juros quanto da volatilidade, mesmo assim, é importante notar que a taxa de juros permaneceu elevada. A taxa real de juros também mostrou comportamento similar ao da taxa nominal. (Gráfico 2.3).

A taxa Selic em 1999 foi estipulada na primeira reunião do Comitê de Política Monetária em 45% ao ano em março, reduzindo-se nas próximas reuniões para 42% e 39,5% respectivamente. As baixas consecutivas ocorreram até alcançar 19% no fim do ano. Um dos objetivos iniciais do Banco Central, que era de uma redução do nível da Selic, foi alcançado em 1999, conseguindo também que fosse menos volátil que no período anterior (MODENESI, 2005: 372).

Gráfico 2.4 – Evolução da taxa Selic: 1999 (em % ao ano).



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

No período de transição entre a âncora cambial e o regime de metas de inflação, ocorreu de fato uma redução da taxa de juros, que era de 21% na data em que se iniciou a adoção do regime de metas de inflação. Houve também uma redução muito rápida da taxa de juros, que diminuiu em mais da metade em apenas 3 meses. Após a estabilização no patamar de 19% em setembro, a taxa Selic se manteve estável até o ano de 2000. A taxa real de juros mostrou comportamento similar ao da taxa nominal, mas com a diferença de que sua tendência de queda persistiu até o final do ano. (Gráfico 2.4).

Para garantir o funcionamento deste novo arranjo de modelo de estabilização monetária, o Banco Central iniciou uma série de medidas que mudaram o funcionamento da política monetária. Foi adotado um modelo econométrico que servia como base para a previsão dos efeitos da política monetária no comportamento dos preços da economia. Outros modelos econométricos passaram a ser utilizados para tentar antecipar o comportamento de curto prazo dos agentes da economia e também para realizar previsões com base nos dados obtidos a partir do relatório Focus. A preocupação do Banco Central era de conseguir prever quais seriam os efeitos das possíveis medidas monetárias a serem tomadas. Os resultados que se obtinham destes

modelos passaram a ser utilizados nas reuniões do Comitê de Política Monetária para pautar as decisões (MODENESI, 2005: 414-7).

Entre o ano de 1999 e 2000 não houve mudança significativa na política monetária devido à estabilidade alcançada nestes dois anos. Houve, inclusive, um processo gradual de flexibilização da política monetária, com redução tanto da meta de inflação quanto da taxa de juros durante este período.

Em 2000, as pressões inflacionárias que surgiram em 1999 devido à desvalorização cambial do período, enfraqueceram. Isto ocorreu graças à estabilização cambial em 2000, com o dólar estável durante todo o ano na faixa de R\$ 2,00. A política monetária seguiu durante este período uma tendência muito parecida com o que vinha ocorrendo em 1999, com reduções da taxa de juros Selic sempre que possível, por conta da redução das pressões inflacionárias, ao ponto em que a taxa de juros foi reduzida até 15,75% ao ano no fim de 2000 (Ibid., 2005: 373-4).

Em 2001, houve uma mudança na condução das políticas monetárias, que foram mais ortodoxas devido a uma série de eventos que aumentaram as pressões inflacionárias na economia. Houve a crise do setor energético, pois ocorreu em 2001 uma seca que ocasionou o racionamento elétrico durante certo período do ano, a crise argentina chegou ao seu pior momento, houve a desaceleração da economia mundial devido à estagnação da economia japonesa e principalmente aos ataques terroristas de 11 de setembro. Tudo isto elevou consideravelmente a taxa de câmbio, o que por sua vez elevou a pressão inflacionária dentro da economia. Juntamente com este cenário, existia também o risco de desequilíbrio entre oferta e demanda agregada na economia, fruto da crise energética. Durante o ano, o Comitê de Política Monetária decidiu abandonar a meta de inflação do ano de 2001, e aumentou consideravelmente a taxa de juros do período, que voltou ao patamar de 19% ao ano. Segundo o presidente do Banco Central na época, o economista Armínio Fraga, era necessário não sacrificar excessivamente o desempenho econômico do Brasil em prol do controle inflacionário, vista a situação mundial instável (Ibid., 2005: 375-7).

Em 2002, o cenário de incertezas aumentou ainda mais. O panorama econômico mundial continuava instável e, com a proximidade das eleições e a

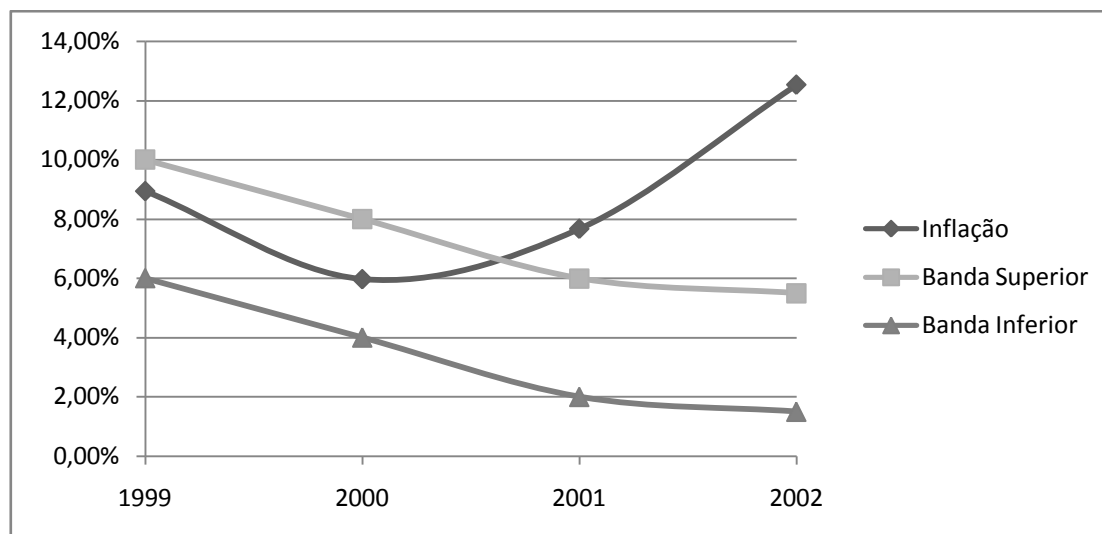
possibilidade da vitória de Luiz Inácio Lula da Silva, a incerteza também contaminava a economia brasileira. Houve um aumento violento da taxa de câmbio durante o ano, chegando próximo ao patamar de R\$ 4,00 e fechando o ano em R\$ 3,53. As expectativas inflacionárias aumentaram consideravelmente durante o ano e somente pouco antes da posse do presidente eleito em 2002, Luiz Inácio Lula da Silva, o cenário de incertezas foi alterado (OLIVEIRA & TUROLLA, 2003: 209). Foi necessário até mesmo o candidato à presidência Luis Inácio Lula da Silva, líder nas pesquisas de intenção de voto na época, fazer uma carta aberta se comprometendo com a continuação das políticas macroeconômicas que estavam sendo tomadas pelo governo anterior.

2.2.3 – Resultados do regime de metas de inflação durante o governo FHC.

Os anos de 1999 e 2000 foram os anos do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso em que a estabilização monetária obteve o maior sucesso e, coincidentemente, em 2000, a economia apresentou o maior crescimento econômico do segundo governo Fernando Henrique Cardoso, com um crescimento de 4,4% do PIB. A eficácia da política monetária e do crescimento econômico se alterou nos dois últimos anos devido à mudança do cenário internacional, que era até então favorável, e às crises internas que se instalaram no Brasil - em 2001, a crise energética e em 2002, a da sucessão presidencial.

Um dos fatores que aceleraram o processo inflacionário de 2001 e 2002 foi uma forte desvalorização cambial que se iniciou em 2001 e tem seu pico em 2002, com o dólar chegando próximo a R\$ 4,00 na metade do ano (CINTRA, 2005: 44-5). A inflação nos dois anos ficou fora da meta estipulada pelo Comitê de Política Monetária e tivemos, pela primeira vez desde a estabilização monetária, uma inflação acima de 10% em 2002. O crescimento econômico também foi fraco, sendo que o Banco Central e o Conselho de Política Monetária decidiram fazer um ataque mais brando à inflação para evitar que existissem perdas mais significativas ao crescimento econômico na época.

Gráfico 2.5 – IPCA comparado à meta: 1999-2002 (em %).

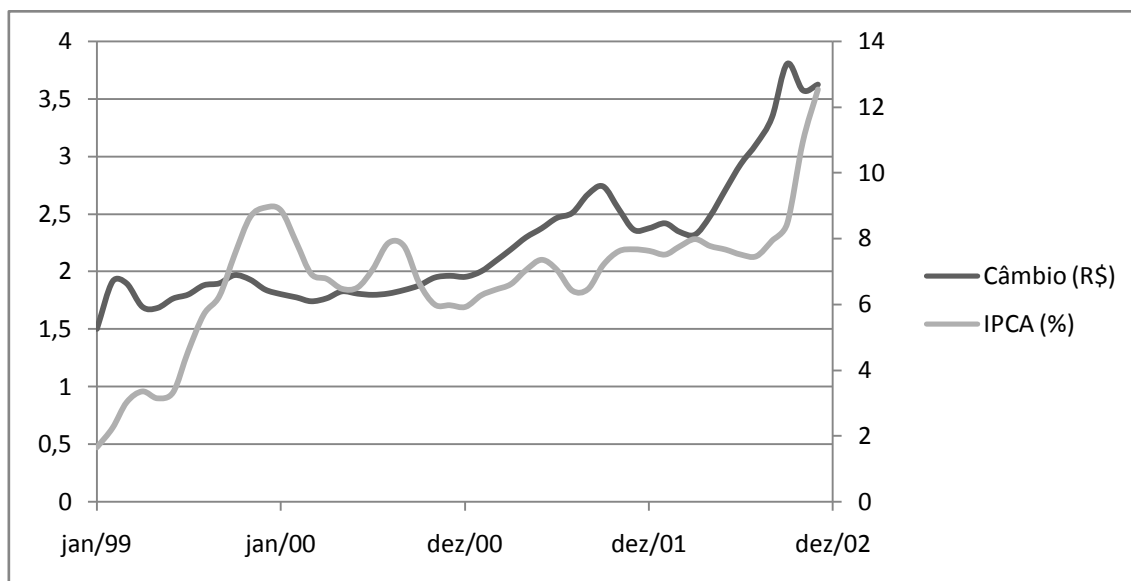


Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

A política monetária pareceu ter dado certo durante o início do regime de metas de inflação, conseguindo manter a inflação dentro da banda estipulada pelo Comitê de Política Monetária, fato que não aconteceu em 2001 e 2002, e permaneceu até 2003 no governo Lula. Na metade de 2001 a inflação já havia extrapolado a banda, sendo que esta tendência se acentuou em 2002, com a inflação bem acima da definida anteriormente (Gráfico 2.5).

Existe uma explicação alternativa em relação à verdadeira eficiência que a elevação da Selic possui no controle inflacionário. Com um cenário de elevada taxa Selic, a entrada de capital proporciona uma valorização cambial, principalmente devido às operações de *carry trade*, gerando impactos sobre os custos diretos e indiretos da economia no curto prazo. Tal impacto sobre os custos gera consequência na inflação, surtindo efeito na economia não por redução da demanda, mas por redução dos custos de produção. (SERRANO, 2010: 65).

Gráfico 2.6 – IPCA mensal comparado à taxa média de câmbio mensal: 1999-2002



Fonte: Ipeadata e Giambiagi, 2010: 247. Elaboração própria.

Existe uma correlação entre a elevação do IPCA e a desvalorização cambial ocorridas neste período. Isto pode ser bem observado entre os anos de 1998 e 1999, nos quais a elevação da taxa cambial média coincidiu com a maior variação em pontos percentuais da inflação do período. Esta correlação também é observada a partir dos anos 2000, quando a tendência de elevação da taxa de câmbio e da inflação são bem evidentes, levando à conclusão de que a taxa de câmbio possui forte influência sobre o nível do IPCA. (Gráfico 2.6).

Tabela 2.3 – Indicadores macroeconômicos selecionados: 1999-2002.

	Selic ¹⁰	Taxa de Juros reais ¹¹	IPCA	Meta	Banda	Câmbio ⁷	Variação do PIB
1999	19%	10,06%	8,94%	8%	6%-10%	R\$ 1,78	0,80%
2000	15,75%	9,78%	5,97%	6%	4%-8%	R\$ 1,95	4,40%
2001	19%	11,33%	7,67%	4%	2%-6%	R\$ 2,31	1,30%
2002	25%	12,47%	12,53%	3,50%	1,5%-5,5%	R\$ 3,53	1,90%

Fonte: Banco Central do Brasil, Ipeadata e Giambiagi, 2010: 247. Elaboração própria

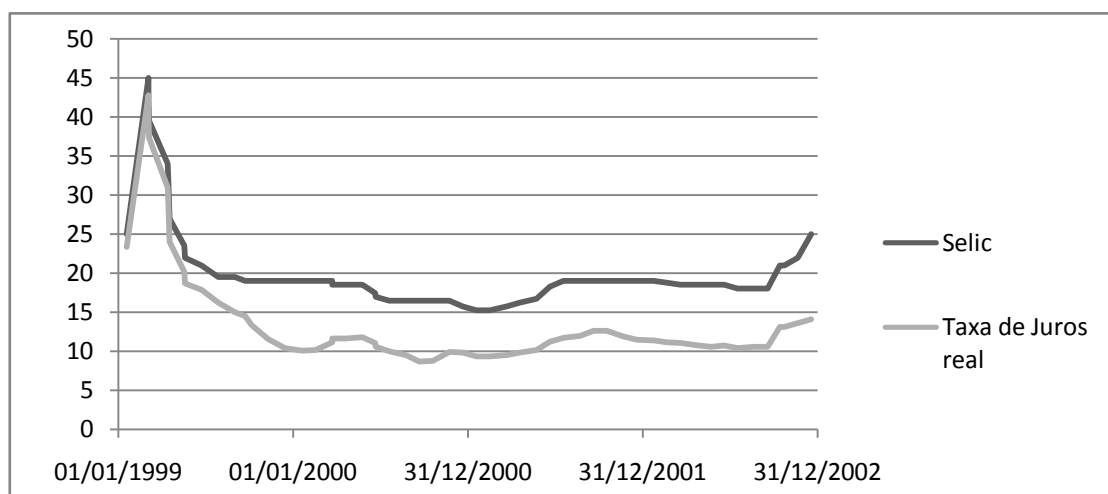
⁷ Média do ano

¹⁰ Valor do último dia do ano

¹¹ Taxa de Juros Selic do último dia do ano, descontado o IPCA do ano.

Devido ao crescimento da inflação nos anos de 2001 e 2002, a taxa Selic, que estava em queda durante os dois primeiros anos do regime de metas, voltou a se elevar neste período, chegando até 25% em 2002. A inflação saiu da meta estipulada também durante estes dois anos, e o crescimento econômico ficou bem abaixo do alcançado em 2000, o melhor ano de crescimento econômico deste período. A taxa cambial é um dos fatores que melhor explica esta tendência, sendo que houve uma forte desvalorização que se iniciou em 2001 e permaneceu durante o ano de 2002, aumentando consideravelmente a pressão inflacionária nos dois últimos anos do governo Fernando Henrique (Tabela 2.3).

Gráfico 2.7 – Evolução da taxa Selic e da taxa real de juros: 1999-2002 (% ao ano).



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Houve uma redução do nível da taxa Selic durante o período do segundo governo Fernando Henrique Cardoso, apesar dela ter permanecido em um patamar muito elevado. Mesmo com uma elevação expressiva no início de 1999, a taxa se reduziu e permaneceu entre 15% e 20% durante quase todo o período. No final do governo Fernando Henrique, devido à crise em que o Brasil entrou em 2002, a taxa Selic voltou a se elevar significativamente e terminou o ano em 25%. A taxa de juros real seguiu tendência similar a da Selic durante o mesmo período. (Gráfico 2.7).

Em 2002 Luiz Inácio Lula da Silva foi eleito e seu governo iniciou em 2003. Devido à forte desconfiança sobre suas medidas, Lula divulgou a “Carta ao povo brasileiro” em junho de 2002, na qual o então candidato se propôs a tomar medidas moderadas em relação às políticas macroeconômicas, sem realizar uma mudança profunda das políticas adotadas por Fernando Henrique Cardoso. O governo, então, comprometia-se a manter as políticas em curso e, inclusive, dava sinais claros de que ia manter o tripé econômico instalado em 1999 para manutenção do regime de metas de inflação.

2.3 – O regime de metas de inflação durante o primeiro governo Lula

Sob forte desconfiança do mercado internacional, o governo Lula inicia sua política econômica mantendo a mesma base macroeconômica criada em 1999, no governo Fernando Henrique Cardoso, e uma política monetária ortodoxa com base no regime de metas de inflação.

2.3.1 - O cenário econômico da posse do primeiro governo Lula

O cenário econômico brasileiro em 2002, antes da eleição presidencial, era de incerteza quanto às possíveis medidas que o então candidato à presidência Luis Inácio Lula da Silva iria tomar em relação à economia. Uma parte dos agentes acreditava em uma mudança radical da economia, na qual seriam reduzidas as políticas macroeconômicas ortodoxas e seria adotada uma política mais voltada ao crescimento e ao desenvolvimento econômico. Outra parte dos economistas encarava a situação com receio, devido à importância que estes davam à estabilidade econômica e ao compromisso que deveria ocorrer com uma inflação controlada e contas ajustadas. E uma terceira parte se animava com a possibilidade de haver uma ruptura com um modelo econômico ortodoxo, que possibilitasse a economia crescer nos próximos anos de governo.

Um dos economistas animados com esta mudança da ortodoxia macroeconômica era Paulo Nogueira Batista Jr., que acreditava que haveria uma forte redistribuição de renda no país e que o governo seria pautado por um espírito de forte justiça social. Mas o próprio autor afirmava que existia a possibilidade de uma acomodação do governo e da manutenção do antigo molde de políticas macroeconômicas, visando uma conformidade com os mercados financeiros nacionais e internacionais (BATISTA JR. 2002: 2).

Existia uma percepção que o futuro governo Lula tinha um compromisso com o crescimento econômico, diferente do que existia no governo Fernando Henrique Cardoso, no qual o compromisso era com a estabilidade da moeda. Para tal, era necessária uma mudança de mentalidade do próprio partido, segundo o economista formado em Chicago, Paulo Rabelo de Castro. Era necessário, segundo ele, que houvesse um compromisso com a ética da administração pública para tal, com um combate forte à corrupção e transparência nas decisões para poder fazer com que o crescimento, base da gestão do futuro governo Lula, prosperasse de fato (CASTRO, 2002: 2).

Alguns economistas acreditavam, graças ao discurso tanto da situação, representada pelo candidato José Serra, quanto da oposição, do candidato Lula, que não haveria mudanças substanciais, pois havia a necessidade de agradar ao mercado financeiro às políticas macroeconômicas. Fernando Nogueira da Costa colocava que, possivelmente, as políticas macroeconômicas seriam inalteradas para evitar um descontentamento do mercado, e mesmo se a oposição ganhasse, ela iria entrar com desconfiança no governo, mas suas atitudes iniciais iriam demonstrar ao mercado o compromisso com a política macroeconômica criada em 1999. Portanto, mesmo com um descontentamento inicial, a oposição iria continuar com a mesma atuação macroeconômica (COSTA, 2002: 2).

Após a eleição de Lula, durante o ano de 2003, houve economistas que se decepcionaram quando ocorreram sistemáticas elevações da taxa Selic na economia. O colunista Luis Nassif colocou que a nova equipe econômica havia se tornado dependente da confiança do mercado e, por isso, agia sempre conforme a vontade deles, na tentativa de conseguir a confiança deste mercado financeiro ao atuar sempre em

favor do “grande dogma” da economia, que é a elevação da taxa básica de juros como forma de controle da inflação de um país (NASSIF, 2003: 3).

É com este cenário econômico de incerteza sobre a atuação do governo, na qual não se sabia se realmente iria ocorrer a ruptura com o antigo modelo econômico e quais seriam os possíveis efeitos disso - apesar da “Carta ao Povo Brasileiro” - que se iniciou o governo Lula. Em pouco tempo, contudo, o novo presidente mostrou que o compromisso com as políticas macroeconômicas anteriores continuaria, mantendo a inflação baixa como o principal objetivo macroeconômico e sem realizar alterações que assustassem o mercado financeiro. A carta era uma tentativa de acalmar o setor financeiro caso houvesse a vitória de Lula nas eleições.

A “Carta ao Povo Brasileiro” começa com críticas ao modelo de gestão econômica e social do período Fernando Henrique Cardoso, dizendo que o modelo havia se esgotado sem promover os avanços esperados, e que era necessária uma mudança na condução econômica do país para se alcançar o desenvolvimento econômico. A carta deixa claro, também, que mesmo com as mudanças necessárias, os compromissos firmados anteriormente seriam cumpridos e respeitados no futuro governo, numa tentativa de acalmar o mercado financeiro e o FMI. Mesmo falando das necessidades de mudança, a Carta afirma que manteria o modelo macroeconômico vigente, com a preservação do superávit primário e a busca de um equilíbrio fiscal consistente, afirmando que o controle inflacionário seria rígido, mas com geração de empregos e distribuição de renda. (LULA DA SILVA, 2002: 1:4).

Outro fator importante que auxiliou no melhor entendimento do governo com o setor financeiro foi a escolha de Henrique Meirelles para o cargo de presidente do Banco Central. Ele vinha do setor financeiro e atuou como presidente de um banco internacional antes de assumir o cargo. A escolha de um presidente com esse perfil era uma sinalização que o Banco Central atuaria de maneira alinhada ao idealizado pelo mercado financeiro, reduzindo assim a incerteza que o setor possuía quanto ao futuro governo Lula.

2.3.2 – A atuação da política monetária durante o primeiro governo Lula

A preocupação da equipe econômica do primeiro governo Lula eram as mesmas desde o início do Plano Real. A política monetária era guiada na tentativa de se obter uma taxa de inflação reduzida, e a política fiscal, por sua vez, visava obter superávits primários elevados que fossem compatíveis com o pagamento da crescente dívida interna, resultado das elevadas taxas de juros necessárias para se manter o regime de metas de inflação. Todas as demais variáveis econômicas ficaram subordinadas a estes objetivos durante o primeiro governo Lula (BELLUZZO & CARNEIRO, 2004: 7).

Devido aos anos de 2001 e 2002, os principais indicadores macroeconômicos brasileiros mostraram diversos problemas. A inflação, que é o principal objetivo da política macroeconômica tanto do governo Fernando Henrique quanto do governo Lula, estava elevada e havia ultrapassado em ambos os anos a meta estipulada pelo Banco Central. Para reverter isto e também para sinalizar aos agentes financeiros o compromisso com a estrutura macroeconômica anterior, foram realizados ajustes visando a melhoria da situação monetária, fiscal e cambial da economia (BARBOSA & SOUZA, 2010: 2-3).

Tabela 2.4 – Principais metas macroeconômicas: 2003-2006.

	2003	2004	2005	2006
Meta Inflação	4,00% ¹²	5,50% ¹²	4,50%	4,50%
Banda da meta	1,5% - 6,5% ¹²	3,0% - 8,0% ¹²	2,0% - 7,0%	2,5% - 6,5%
Meta superávit fiscal	4,25%	4,50%	4,25%	4,25%

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

¹² Nos anos de 2003 e 2004, a meta e a banda superior e inferior da meta foram revistas, alterando-se no meio do período.

Houve uma tentativa de reafirmar o comprometimento do governo com a busca das metas macroeconômicas. A meta de inflação, que estava sendo reduzida a cada ano, ficou praticamente estável durante o primeiro governo Lula, enquanto a meta de superávit fiscal foi aumentada substancialmente, sendo que estava planejada para

3,75% em 2002. Isto mostra uma maior ortodoxia com relação à política macroeconômica que o governo pretendia aplicar no primeiro mandato (Tabela 2.4).

Fato curioso em relação a este período é que uma das primeiras tentativas de modificação que o governo tentou realizar na política monetária foi aumentar a autonomia do Banco Central, fazendo com que a diretoria do Banco Central tivesse mandato próprio e totalmente independente do governo. O que o governo pretendia com isso era fazer a regularização do artigo 192 da Constituição Federal, que tratava sobre a regulamentação do sistema financeiro nacional por meio de uma lei complementar que estipularia a real autonomia do Banco Central (BARROS, 2002: 5). O artigo 192 foi regulamentado em 2003, mas diversos de seus artigos foram revogados, transformando-o num artigo extremamente vago, no qual diz apenas que existe um sistema financeiro nacional, regulado por leis complementares ainda não existentes e sem determinar o real grau de autonomia do Banco Central.

A política macroeconômica do período não foi alterada em seu regime, mas é possível observar que existe uma perda de flexibilidade da política, pois a política monetária se tornou bem mais restritiva ao tratar praticamente toda a inflação como fenômeno decorrente de uma aceleração da demanda, mesmo aquela parcela que estava relacionada aos choques de oferta. Esta falta de flexibilidade também se encontrava na política fiscal, já que existia a busca por um superávit maior para contornar o problema das elevadas taxas de juros e a dívida que ela causava (AMITRANO, 2006: 214).

Ainda em relação à política monetária, o governo fez a revisão das metas de inflação, elevando-as para acomodar o impacto inflacionário que ocorreu devido à depreciação cambial ocorrida em 2002. Visando também a uma redução do nível inflacionário, o governo decidiu aumentar a taxa de juros em um primeiro momento, com uma elevação para 26,5% na primeira reunião do Comitê de Política Monetária (BARBOSA & SOUZA, 2010: 2).

Esta elevação ocorreu na tentativa de reverter as incertezas quanto ao compromisso do governo com o regime de metas de inflação. Outras medidas monetárias, como a elevação da taxa de recolhimento do compulsório sobre os depósitos à vista, foram tomadas tentando reverter as expectativas desfavoráveis dos

agentes econômicos. Houve, juntamente com isto, um processo de apreciação do Real perante o dólar, que possibilitou uma política monetária mais flexível no final do ano de 2003 que poderia ser aplicada a partir de 2004 (MODENESI, 2005: 382).

No início de 2004, existia a percepção que ocorreria uma política monetária mais flexível, tanto que ocorreu uma baixa na taxa Selic durante o ano. Esta percepção existia também devido ao bom resultado que o governo obteve em relação à inflação durante o ano, com um patamar reduzido. Mas no final de 2004, o Banco Central preocupado com o crescimento econômico daquele ano, voltou a elevar a taxa Selic em um movimento que se manteve constante até o ano de 2005 (BARBOSA & SOUZA, 2010: 5).

Em 2004, ocorreu um equívoco do Banco Central, que explica a elevação da taxa Selic entre o final de 2004 até 2005. O Banco Central fez um diagnóstico de estreitamento do hiato do produto por conta de uma elevação da demanda. O Banco Central não admitiu que parte da pressão inflacionária que ocorria naquele momento vinha de fatores de oferta, como é o caso das *commodities* e do preço do petróleo, que se elevaram muito durante 2005, o que ocasionou a elevação considerável da taxa Selic no período (FREITAS, 2010: 195).

Em 2006, o governo mostrava um sinal de maior flexibilidade da política monetária, quando iniciou uma redução da taxa de juros Selic graças aos bons resultados obtidos nos anos anteriores em relação à inflação, que parecia ser a tendência à qual o segundo governo Lula seguiria. Muitos outros fatores além da política monetária auxiliaram a redução do nível de inflação em 2006, como uma redução do crescimento econômico de 2005 em comparação à 2004 e a forte desaceleração da inflação dos preços dos alimentos (BARBOSA & SOUZA, 2010: 20-1).

2.3.3 – Resultados da política monetária durante o primeiro governo Lula.

Em comparação ao período do segundo governo Fernando Henrique Cardoso, entre 1999 e 2002, houve uma melhora do desempenho da economia, mesmo que pouco expressiva. Uma mudança que ocorreu no primeiro governo Lula que ajuda a

explicar um melhor desempenho da economia brasileira, é a melhora tanto do crescimento econômico quanto do comércio mundial e o surgimento de novas ferramentas de crédito para pessoa física (AMITRANO, 2006: 248).

No ano de 2003, ocorreu uma desaceleração do crescimento econômico devido às políticas restritivas daquele ano. Apenas no segundo semestre de 2003, houve uma recuperação do crescimento econômico graças ao aumento das exportações, fruto da melhora do comércio internacional. Com relação à inflação, houve uma redução do nível inflacionário quando se iniciou uma tendência de queda que se manteve nos anos seguintes, mostrando que a economia brasileira voltava a se estabilizar (BARBOSA & SOUZA, 2010: 3-4).

A inflação continuou em queda durante todo o período do primeiro governo Lula, mostrando continuidade na tendência já apresentada em 2003. Em 2005, o Banco Central voltou a uma política de aumento da taxa Selic e o efeito disso foi o enfraquecimento do crescimento econômico de 2005 (Ibid., 2010: 5-6).

Tabela 2.5 – Indicadores macroeconômicos selecionados: 2003-2006.

	Selic ¹⁰	Taxa de Juros Reais ¹¹	IPCA	Saldo BC (US\$ Milhões)	Câmbio ⁷	Variação do PIB
2003	16,50%	7,20%	9,30%	24.793,92	R\$ 3,08	1,15%
2004	17,75%	10,15%	7,60%	33.640,54	R\$ 2,93	5,71%
2005	18,00%	12,31%	5,69%	44.702,88	R\$ 2,44	3,16%
2006	13,25%	10,11%	3,14%	46.456,63	R\$ 2,18	3,96%

Fonte: Banco Central do Brasil, Ipeadata e Giambiagi, 2010: 247. Elaboração própria.

⁷ Média do ano

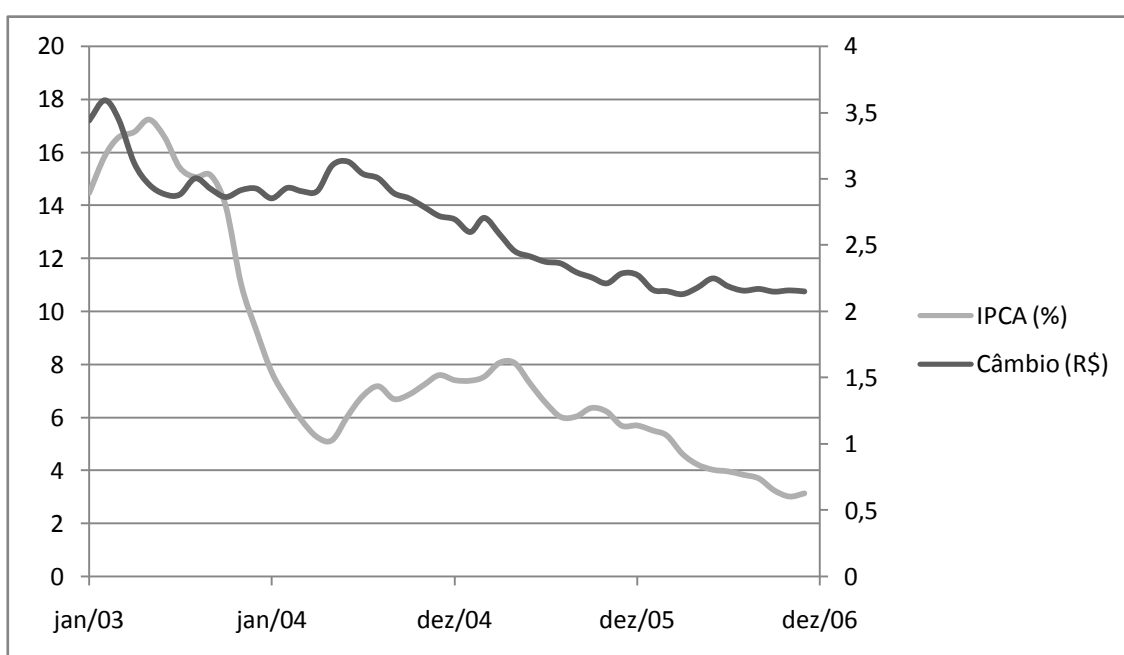
¹⁰ Valor do último dia do ano

¹¹ Taxa de Juros Selic do último dia do ano, descontado o IPCA do ano.

O governo Lula apresentou uma redução significativa da inflação do período, mas o movimento de *stop and go*, principalmente entre os anos de 2003 até 2005 é notável. Houve um aumento significativo do saldo da balança comercial, fruto da melhora do comércio internacional, muito devido à nova situação da China no

cenário econômico internacional. Mesmo com melhora do cenário internacional, houve uma política de baixa intervenção cambial, o que tornou o câmbio mais valorizado no período. Para se conseguir esta baixa inflacionária, o recurso da Selic foi amplamente utilizado, o que foi considerado bastante ortodoxo. Tanto a taxa Selic quanto a taxa básica de juros reais foram elevadas durante o período, principalmente entre 2004 e 2005. Em 2006, mesmo com uma forte baixa da Selic, houve uma redução bem menos significativa da taxa de juros reais, ficando acima do nível do primeiro ano de mandato de Lula, mostrando que a política monetária do período foi bastante ortodoxa (Tabela 2.5).

Gráfico 2.8 – IPCA comparado à taxa média de câmbio: 2003-2006

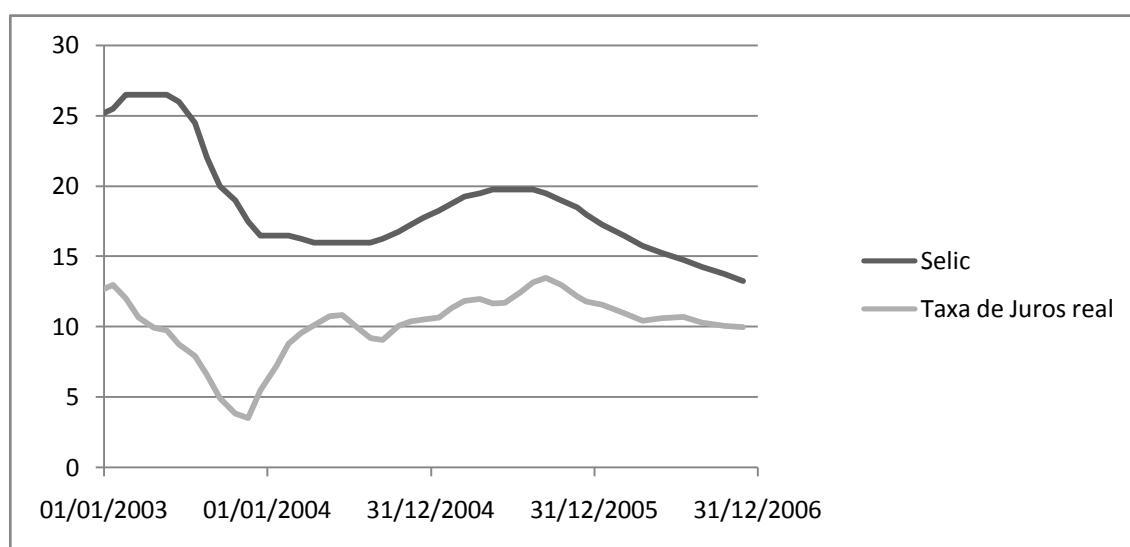


Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

Podemos observar que o fator câmbio foi mais uma vez importante para o controle inflacionário, pois junto com a valorização cambial ocorrida no período houve uma redução do IPCA. A valorização cambial do período era uma consequência natural, já que este possuía um valor muito desvalorizado, resultado da crise de confiança de 2002. Com a redução do câmbio, o IPCA se reduziu no mesmo ritmo, importante para a elucidação do comportamento desta variável no período. (Gráfico 2.8).

Uma possível explicação para uma mudança de rumo, a partir de 2006, foi a mudança de ministro da Fazenda. O cargo até o início de 2006 era ocupado por Antônio Palocci, substituído por Guido Mantega em março de 2006. Mantega possuía uma visão econômica mais heterodoxa do que Palocci e isto pode explicar a tendência da política econômica a partir de 2006.

Gráfico 2.9 – Evolução da taxa Selic e taxa de juros real: 2002-2006 (% ao ano)



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Existiu uma redução do nível da taxa a partir da metade do ano de 2003, mas o patamar continuou muito semelhante ao encontrado durante o governo anterior, quando a taxa flutuou por boa parte do período entre 15% e 20%. A partir de 2006, existiu um movimento de redução da Selic, quando ela se reduziu a um nível mais baixo do que os períodos anteriores. A taxa de juros real também seguiu padrão parecido com o da taxa Selic, mas com uma oscilação maior e aproximação do nível da Selic no final do período. (Gráfico 2.9).

O primeiro governo Lula, mesmo sendo bastante conservador nos seus três primeiros anos, começou a demonstrar alguns sinais de flexibilidade em sua política macroeconômica, inclusive na política monetária em 2006. Esta tendência pode ser melhor observada em seu segundo governo, quando a crise de 2008 reduziu a ortodoxia das políticas econômicas, principalmente porque o mundo inteiro fazia o mesmo.

2.4 – O regime de metas de inflação durante o segundo governo Lula.

Após conseguir sua reeleição em 2006, Lula iniciou seu segundo governo em 2007, e manteve a tendência, mesmo que timidamente no início, de uma política monetária mais flexível. O momento no qual a política monetária se apresentou menos ortodoxa foi a partir de 2009, resultado da crise de 2008, mas ao fim voltou à ortodoxia monetária.

2.4.1 – O cenário econômico do segundo governo Lula.

Mesmo com a mudança na política econômica em 2006 tornando-a menos ortodoxa que nos anos anteriores do governo Lula, muito se debatia se a tendência de uma política econômica que visava mais ao crescimento econômico, como aconteceu em 2006, tornaria-se frequente em seu segundo mandato.

Segundo o industrial Benjamin Steinbruch, em sua coluna no jornal Folha de São Paulo, era necessária, a partir do segundo mandato, uma política econômica mais desenvolvimentista do que aconteceu no primeiro, sendo fundamental a redução dos gastos oriundos da dívida pública, principalmente devido à elevada taxa de juros que existia no primeiro mandato. De acordo com ele, era indispensável que ocorresse uma redução da taxa Selic para valores próximos aos de outros países em desenvolvimento, para conseguir alcançar melhores resultados no crescimento econômico do país (STEINBRUCH, 2006: 2).

O papel do Banco Central também foi alvo de críticas durante o primeiro governo, como comentou o ex-ministro da fazenda, Delfim Neto. Em 2007, houve uma revisão da metodologia de cálculo do PIB, mostrando que existia mais espaço para crescimento sem pressões inflacionárias em anos anteriores. Isto significa que a economia poderia crescer a um ritmo mais acelerado sem que fosse necessário um aumento da Selic para reduzir a demanda, já que existia maior espaço para crescimento durante o primeiro governo Lula. Delfim Neto criticou a atuação do Banco Central no primeiro mandato de Lula, julgando-a ortodoxa e cautelosa em demasia, o que fazia

com que muitas vezes houvesse elevações na taxa Selic, reduzindo a demanda da economia e impedindo maior ritmo de crescimento (BARROS, 2006: 2).

Mesmo durante o segundo mandato, antes da crise econômica, as ações do Banco Central eram vistas como excessivamente ortodoxas. Existia o consenso que era necessário atuar com cautela para evitar a inflação, mas que as medidas tomadas pelo Banco Central eram muitas vezes exageradas. Luiz Carlos Mendonça de Barros fala sobre o risco que existe do Banco Central atuar conservadoramente demais e elevar demasiadamente a taxa Selic, fazendo com que a economia se desacelere mais do que o necessário. Para ele, era indispensável ter cautela quanto ao controle inflacionário, mas o Banco Central não poderia atuar enfraquecendo a demanda da economia e gerando mais prejuízos do que acertos neste caso (BARROS, 2008a: 2).

Uma crítica mais contundente foi do economista Júlio Sérgio Gomes de Almeida, professor da Unicamp e consultor do Iedi. Segundo ele, o crescimento econômico que se apresentava em 2008 resultou em diversas elevações da taxa Selic, devido ao diagnóstico de pressões inflacionárias oriundas deste crescimento. No entanto, o que acontecia de fato era um aumento mais expressivo do investimento da economia que do consumo. Portanto, não existiria razão para uma elevação tão conservadora da taxa Selic. De acordo com o economista, a tese de um excesso de demanda era errada e o Banco Central deveria deixar a economia crescer sem intervenções (BARROS, 2008b: 2).

Contudo, existiam defensores da política praticada pelo Banco Central, como o economista Alexandre Schwartzman. Em sua coluna na Folha de São Paulo, ele elogiou o modo como o Banco Central, utilizando o regime de metas de inflação, coordenou as expectativas do mercado conseguindo obter uma redução do nível inflacionário. Para o economista, o resultado obtido pelo Brasil, graças à atuação do seu Banco Central, foi de uma redução significativa do nível inflacionário sem um grande sacrifício do produto (SCHWARTSMAN, 2006: 2).

A crise econômica de 2008 fez com que boa parte das decisões econômicas do segundo governo Lula fossem discutidas, como a rigidez excessiva das

decisões do Banco Central sempre que ocorriam aumentos da demanda e sua autonomia nesta decisão.

Luiz Gonzaga Belluzzo criticou, em uma coluna escrita para a Folha de São Paulo, o molde de independência do Banco Central visando melhor atuação do regime de metas de inflação. Para o economista, pouco importa o nível de credibilidade do Banco Central se não existir regulação financeira. Segundo o economista, devido à necessidade de se possuir um Banco Central autônomo, que possua maior credibilidade que tal falta de regulação ocorre. Esta é, segundo Belluzzo, parte da explicação do que gerou a crise creditícia que ocorreu em 2008 (BELLUZZO, 2008: 4).

Existia certo consenso entre diversos economistas sobre as medidas necessárias para combater e amenizar os efeitos da crise econômica de 2008. A desoneração tributária e o incentivo ao mercado interno eram tidos como ferramentas fundamentais neste primeiro momento, para o estímulo do mercado interno. O investimento público e a redução da taxa Selic faziam parte também deste pacote para amenizar os efeitos da crise. A redução da taxa Selic demorou a ocorrer, mas quando ocorreu, no início de 2009, foi considerada importante para a crise (STEINBRUCH, 2009: 2).

2.4.2 – A atuação da política monetária durante o segundo governo Lula.

O segundo governo Lula continuou a tendência que já ocorria em 2006, de uma política de redução da taxa Selic, até 2007. Segundo analistas do governo, isto foi possível mediante três fatores exógenos à política monetária. O primeiro fator de queda da Selic foi uma forte expansão agrícola a partir de 2006, que juntamente com preços favoráveis dos alimentos no mercado internacional, possibilitou que não ocorressem pressões inflacionárias elevadas e permitiu, assim, redução da taxa Selic durante o período. O segundo fator apontado é o conservadorismo quanto à meta estipulada, que se manteve em 4,5% durante todo o período, mesmo com uma inflação abaixo da meta, mas dentro da banda, em 2006. Mantendo a meta de 4,5%, foi possível ao governo, segundo seus analistas, responder melhor aos choques de oferta sem a

necessidade de utilizar a Selic para tal. O terceiro fator foi a elevação do preço das commodities no mercado internacional, que levou o câmbio a uma forte apreciação e que neutralizou as pressões inflacionárias deste aumento do nível de preços na economia brasileira (BARBOSA, 2013: 75).

Importante também destacar que a mudança ocorrida foi muito facilitada graças a um cenário externo muito favorável à economia brasileira. Até 2007, ocorreu uma redução das restrições externas numa conjuntura de crescimento da economia mundial. O Brasil passou a ficar mais estável macroeconomicamente. Isto possibilitou certa flexibilidade da política econômica, permitindo melhora do crescimento econômico do período, baseado na redução da taxa de juros e na elevação do crédito ao consumo (FILGUEIRAS et al., 2010: 56). Mais uma vez o câmbio se mostrou fator decisivo para o controle inflacionário.

Tabela 2.6 – Principais metas macroeconômicas: 2007-2010.

	2007	2008	2009	2010
Meta Inflação	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Banda da meta	2,5% - 6,5%	2,5% - 6,5%	2,5% - 6,5%	2,5% - 6,5%
Meta superávit fiscal	3,80%	3,80%	2,50%	3,10%

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Como podemos observar na tabela 2.5, houve uma flexibilidade maior das metas macroeconômicas durante o período. Não houve mais nenhuma tentativa de redução da meta de inflação e a meta de superávit primário se reduziu em comparação ao período anterior. O ano de 2009 é atípico, pois só foi estipulada uma meta mais baixa para o superávit primário devido à crise mundial daquele ano, na qual foram tomadas medidas macroeconômicas mais heterodoxas, num contexto em que o mundo todo fazia o mesmo para tentar amenizar os resultados da crise.

No ano de 2008, antes da explosão da crise mundial que teria seu estopim em setembro com a quebra do banco norte-americano Lehman Brothers, a política monetária voltou a apresentar uma elevação da taxa Selic devido a uma preocupação do Banco Central com o aumento de inflação que ocorreu no início de 2008. O patamar

mais elevado do período foi alcançado antes mesmo do estopim da crise, numa reunião do Comitê de Política Monetária quatro dias antes da quebra do banco norte-americano. Como efeito da crise instalada em setembro de 2008, houve uma redução do ritmo de crescimento dos preços, o que reduziu as pressões inflacionárias na economia no ano de 2008 (BARBOSA, 2013: 76).

Neste mesmo ano, o Banco Central, buscando se mostrar independente do poder executivo, cometeu um equívoco de diagnóstico pelo qual foi bastante criticado. Elevou a taxa Selic durante todo o ano de 2008 e inclusive manteve um alto nível dela após o estopim da crise financeira. Segundo o Banco Central, existia um descompasso entre o ritmo de expansão da demanda e o ritmo de expansão da oferta doméstica, o que tornava necessário uma redução do ritmo de demanda. O PIB brasileiro até a metade do ano demonstrava que não havia esse ritmo acelerado da expansão da demanda, pois não ocorreu um crescimento econômico significativo até o momento (FREITAS, 2010:195).

A rigidez da política monetária em 2008, principalmente no último trimestre do ano, contrasta com o que ocorria nas principais economias mundiais. A maior parte dos Bancos Centrais do mundo iniciou uma política de reativação do crédito e de cortes substanciais da taxa básica de juros. No Brasil, ocorreu uma situação contraditória nesta parte. Não houve redução da Selic e ocorria uma série de operações compromissadas com base nela, com o objetivo de mantê-la no nível desejado e evitar uma expressiva expansão monetária, ao mesmo tempo em que reduzia o compulsório dos bancos comerciais na tentativa de reativar o crédito (Ibid., 2010:197). Isto é, tentava-se reativar o crédito no sistema financeiro privado, mas ao mesmo tempo se dificultava esta reativação do crédito evitando uma expansão monetária com uma alta taxa Selic.

Em meados de 2009, o Banco Central reduziu a Selic após perceber que não ocorreria nenhum risco de pressão inflacionária decorrente de uma redução desta taxa. Houve, também, redução da taxa de juros real e, a partir de 2009, houve uma política monetária anticíclica como resposta à crise mundial de 2008. Existe certo consenso de que houve um atraso na tomada das políticas monetárias, mas este atraso foi compensado pela política fiscal. Houve uma série de desonerações tributárias

temporárias para estimulação das vendas e do consumo da população, como a redução do IPI no setor automotivo, no setor de bens de consumo duráveis, material de construção, bens de capital, entre outros (BARBOSA & SOUZA, 2010: 26).

Com a recuperação gradual da economia brasileira após as medidas anticíclicas de 2009, que começaram a surtir efeito no ano de 2010, o Banco Central voltou a temer por possíveis pressões inflacionárias e, com uma elevação do nível de inflação durante o ano de 2010, a taxa Selic foi aumentada durante o ano de 2010, que subiu 2 pontos percentuais neste ano. O governo realizou tais medidas pois possuía a percepção de que, passado os efeitos da crise de 2008, seria possível a economia crescer sem estímulos adicionais governamentais (BARBOSA, 2013: 84).

Podemos avaliar, até agora, que os períodos de heterodoxia da política monetária até 2008 foram relativamente curtos durante o governo Lula. Houve um período de 2006-2007, que foi interrompido antes mesmo da crise mundial, em 2008, quando a percepção de pressões inflacionárias pelo Banco Central voltou à política de elevação da taxa de juros. Com a crise de 2008, o Banco Central foi obrigado a adotar, em 2009, uma política mais heterodoxa com uma menor taxa Selic e incentivo de expansão ao crédito, sem muita preocupação com a meta inflacionária durante este ano. Mas em 2010, reapareceu a preocupação com a inflação e, novamente, uma política monetária ortodoxa foi colocada em vigor.

2.4.3 – Resultado da política monetária durante o segundo governo Lula

Ao analisarmos o segundo governo Lula, podemos afirmar que os resultados obtidos da política monetária são melhores que os do governo anterior. Isto se deu graças à maior flexibilidade da política econômica, inclusive da política monetária, e também a um bom cenário internacional até 2007.

Tabela 2.7 – Indicadores macroeconômicos selecionados: 2007-2010.

	Selic¹⁰	Taxa de Juros reais¹¹	IPCA	Meta	Banda	Câmbio⁷	Variação do PIB
2007	11,25%	6,79%	4,46%	4,5%	2,5%-6,5%	R\$ 1,95	6,90%
2008	13,75%	7,85%	5,90%	4,5%	2,5%-6,5%	R\$ 1,84	5,17%
2009	8,75%	4,44%	4,31%	4,5%	2,5%-6,5%	R\$ 2,00	-0,33%
2010	10,75%	4,84%	5,91%	4,5%	2,5%-6,5%	R\$ 1,76	7,53%

Fonte: Banco Central do Brasil, Ipeadata e Giambiagi, 2010: 247. Elaboração própria

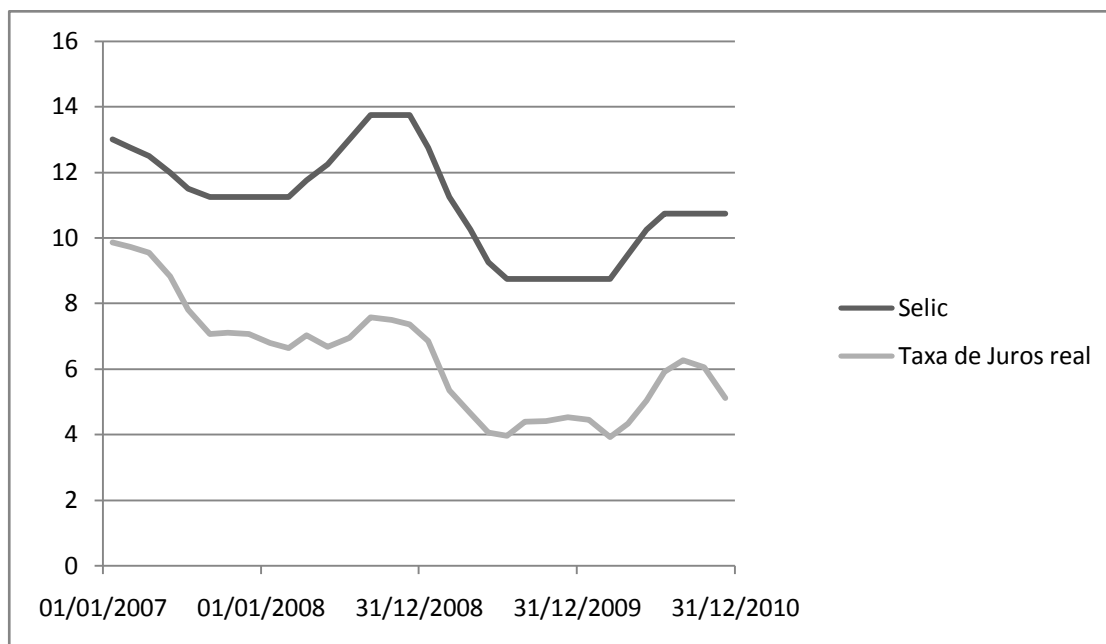
⁷ Média do ano

¹⁰ Valor do último dia do ano

¹¹ Taxa de Juros Selic do último dia do ano, descontado o IPCA do ano

Como podemos observar na tabela 2.7, houve redução do nível da taxa Selic durante o período se comparado ao governo anterior, mas a única redução foi em 2009, fruto da crise econômica mundial de 2008, quando praticamente todos os países do mundo tomavam medidas heterodoxas semelhantes para tentar amenizar os efeitos da crise. A taxa de juros real se reduziu no período, mas ainda se manteve entre as taxas mais elevadas do mundo. A inflação durante o período ficou dentro da meta estipulada em todos os anos, mantendo-se sempre estável numa flutuação constante. O crescimento econômico, diferente do período anterior, já não demonstrava mais a característica de *stop-and-go* que se via nos anos passados, obtendo um crescimento elevado e estável interrompido apenas em 2009, pós crise de 2008. Muito deste elevado crescimento econômico foi devido ao favorável ambiente econômico mundial que existia até setembro de 2008, data do estopim da crise financeira. O rápido crescimento de 2010 foi fruto das políticas anticíclicas de 2009, para retirar o país da crise, e também apresentava um percentual expressivo por conta da recessão que ocorreu no ano de 2009.

Gráfico 2.10 – Evolução da taxa Selic: 2007-2010.



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

A tendência de reduções da taxa Selic que se iniciou em 2006 foi mantido até meados de 2008, quando voltou a ocorrer uma série de elevações da taxa. Esta tendência só se modificou em 2009, como resultado da crise econômica de 2008. A partir daquele ano, surgiu uma redução significativa do nível da taxa Selic, que começou a mostrar, novamente, uma tendência de elevação em 2010. A taxa de juros real seguiu trajetória mais semelhante à da taxa Selic, mas com oscilação maior. Em relação a taxa de juros real, durante boa parte do período, o comportamento se mostrou similar ao da Selic, mas ao final do intervalo, ocorreu uma redução significativa dela mesmo sem alteração da taxa Selic. Tal movimento mostrava uma possível tendência a ser seguida a partir do próximo governo. (Gráfico 2.10).

2.5 – O regime de metas de inflação no governo Dilma (2011-2013).

Após a eleição de Dilma como sucessora de Lula, muitos acreditavam que existiria uma continuidade das políticas econômicas adotadas pelo governo Lula, principalmente pela permanência do ministro da Fazenda, Guido Mantega. O que ocorreu, na realidade, foi que durante vários momentos houve tentativa de se adotar

uma política econômica menos ortodoxa do que havia ocorrido nos governos anteriores, mas esta tendência acabou se enfraquecendo no ano de 2013 e a volta das políticas mais conservadoras na política monetária.

2.5.1 – O cenário econômico do governo Dilma.

O cenário econômico no qual se iniciou o governo Dilma, segundo alguns analistas, é pior do que existia em 2007, no início do segundo governo Lula. Porém, mesmo assim foi considerado como melhor que o panorama herdado em 2002. Existia uma tendência de elevação da taxa de inflação, durante os primeiros anos do governo, um pouco acima da meta de 4,5% ao ano, mas devido ao câmbio valorizado, não existia um grande risco de descontrole. O nível da Selic já se encontrava abaixo do que costumava ser nos anos anteriores, mas ainda estava em alta. Uma vez que existia uma tendência de inflação um pouco mais elevada no início de seu mandato, a tendência, se a lógica do Banco Central se mantivesse inalterada, era de uma elevação da Selic (PATU, 2010: 6).

Alguns analistas eram mais alarmistas quanto à inflação que Dilma herdava. O colunista da Folha de São Paulo, Vinicius Torres Freire, acreditava que a inflação subiria constantemente durante o ano de 2011. A taxa de juros era vista como excessivamente alta até mesmo para analistas mais conservadores, como Freire, que sugeriu um drástico corte dos gastos públicos para impedir uma elevação inflacionária e permitir uma redução da taxa Selic no ano de 2011 (FREIRE, 2010: 5).

Mesmo com o mesmo diagnóstico do mercado, de forte pressão inflacionária em 2011, que foi responsável pelas sucessivas elevações da Selic no início do ano, a partir de setembro, o Banco Central inicia uma redução da Selic. Tal medida foi alvo de críticas por muitos economistas. O economista Luiz Carlos Mendonça de Barros afirmou que tal medida abalou a credibilidade do Banco Central, pois estaria claramente ligada a uma posição da presidência em relação à política econômica, e não a uma decisão de um Banco Central independente. O economista Carlos Langoni considerou tal medida arriscada e afirmou que seria um grande retrocesso caso o Banco

Central voltasse a agir cedendo a pressões políticas (CUCOLO & SCHREIBER, 2011: 4).

O Banco Central admitiu, posteriormente à redução da taxa Selic, que pretendia manter essa tendência nas próximas reuniões. O Banco Central também assumiu que a inflação seria mais elevada em 2011 do que a projeção inicial do governo, e que aceitaria esta inflação pois o objetivo maior era a redução da taxa Selic (CUCOLO, 2010: 9).

Em outubro, numa entrevista à Folha de São Paulo, o presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, reforçou sua posição comentando que não existia um afrouxamento do combate à inflação e que todas as medidas do Banco Central não foram meras apostas em um cenário com menor pressão inflacionária, e sim um entendimento baseado na crença que estas pressões inflacionárias não iriam ocorrer no futuro por conta do cenário mundial existente. O presidente afirmou que não existiu uma correlação direta entre o ritmo de crescimento e o nível inflacionário da economia, e defendeu a política de redução da Selic do Banco Central. O presidente também assegurou que o Banco Central não atuava com menor autonomia só porque as suas medidas coincidiram com as percepções que tanto a presidente Dilma e o ministro da Fazenda Guido Mantega tinham sobre a necessidade de reduzir a Selic (CRUZ & D'AMORIM, 2011: 12).

A queda da Selic continuou até 2012 e as opiniões sobre os efeitos desta queda foram muito divergentes durante o mandato de Dilma. Segundo o economista Antonio Corrêa de Lacerda, a decisão do Banco Central foi correta e isto foi provado pelo acerto da previsão que o Banco Central havia realizado no início do período de reduções da Selic. A crise pela qual a Europa passava e o baixo crescimento norte-americano causou uma deflação mundial, fazendo com que as pressões inflacionárias fossem bem menores que as previstas pelo mercado (LACERDA, 2012: 2).

A redução da Selic foi um dos assuntos mais analisados pelos economistas durante o governo Dilma. Affonso Celso Pastore acredita que a redução da Selic foi exagerada, abaixo do ponto ideal para a redução. Segundo o economista, existiu em 2013 uma forte pressão inflacionária que deveria ser resolvida com as

políticas tradicionais de controle inflacionário, política fiscal restritiva e política monetária de elevação de juros. O ex-presidente do Banco Central, Gustavo Franco, também apontava a inflação como um dos problemas a ser combatido em 2013, mas admitiu que o nível inflacionário estava bem mais reduzido do que esperava. Como defensor de um Banco Central independente, Franco acreditava que o Banco Central tinha plena convicção sobre o que estava fazendo e, segundo ele, a melhor solução para a pressão inflacionária existente era uma política fiscal mais responsável com um volume menor de gastos públicos. Para o economista Luiz Gonzaga Belluzzo, existia certo risco inflacionário, mas muito por conta de uma inflação indexada ainda presente na economia, mesmo depois do fim da crise dos anos 1980. O economista acreditava que seria necessário leve aumento da Selic para evitar que alguma possível parte de demanda da inflação afetasse a economia, mas não via um risco de descontrole inflacionário e nem acreditava que o Banco Central toleraria este descontrole caso existisse (LANDIM 2013).

Vale ressaltar que no início do governo Dilma houve uma política fiscal de austeridade, com redução de gastos públicos, sendo o momento mais emblemático o corte de aproximadamente R\$ 50 bilhões em gastos do Programa de Aceleração do Crescimento, que mostrou aos agentes econômicos um comprometimento com uma política fiscal mais restritiva. Esta postura foi abandonada a partir de meados de 2011, em favor de uma política de superávit primário mais reduzido.

2.5.2 – A atuação da política monetária no governo Dilma até 2013.

A ortodoxia da política monetária que existiu no final do governo Lula, em 2010, continuou no início do governo Dilma, em 2011. A taxa Selic manteve tendência de elevação até julho daquele ano. Foram editadas, igualmente, uma série de medidas fiscais que visavam a contenção de possíveis pressões inflacionárias que ocorriam graças aos estímulos em 2009 e 2010, os quais permitiram o grande crescimento econômico de 2010. Sinalizando a pretensão de utilizar outras ferramentas além da Selic para o controle inflacionário, o governo começou a utilizar medidas “macroprudenciais” para o controle inflacionário, como a elevação do nível dos

depósitos compulsórios bancários e dos requerimentos de capital dos bancos para reduzir a velocidade de expansão do crédito no país (BARBOSA, 2012: 84-5).

Tabela 2.8 – Principais metas macroeconômicas: 2011-2013.

	2011	2012	2013
Meta Inflação	4,5%	4,5%	4,5%
Banda da meta	2,5% - 6,5%	2,5% - 6,5%	2,5% - 6,5%
Meta superávit fiscal	3,10%	3,10%	3,10%

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

A tabela 2.8 mostra que não houve nenhuma alteração das metas macroeconômicas durante todo o período, seguindo as metas já estipuladas em 2010. Continuou a existir uma meta de 4,5%, o que prova que não existiu maior preocupação de reduções do nível inflacionário, mas uma estabilização da inflação, mantendo em 3,1% a meta de superávit fiscal, e que não se pretendia uma redução dos gastos governamentais do período.

A partir de setembro de 2011, começou um período de maior heterodoxia da política monetária, com o início de uma fase de reduções da taxa Selic e a utilização cada vez maior de medidas “macroprudenciais” para controle inflacionário. As medidas “macroprudenciais” facilitaram a ocorrência de redução significativa da Selic durante os anos de 2011 e 2012, fazendo com que a taxa chegasse ao seu menor valor histórico ao final de 2012. Junto com a redução da Selic, o governo também pretendia observar reduções da taxa de juros cobradas pelo setor financeiro privado, como no caso de empréstimos e dos altos spreads bancários. Para tal, o governo utilizou os bancos estatais na tentativa de que uma redução destas taxas nestes bancos exigiria que os bancos privados fizessem o mesmo para se manter competitivos.

Houve em 2012 uma tentativa de elevar a liquidez do setor financeiro como meio de aumentar o consumo pessoal, com vistas a reduzir os impactos negativos que o cenário internacional pudesse causar na economia brasileira. O governo decidiu reduzir o IOF sobre o crédito pessoal e sobre os depósitos compulsórios dos bancos naquele ano. Tudo isto foi feito por causa da percepção de um baixo crescimento que a

economia poderia ter, já que em 2012 a China mostrava sinais de enfraquecimento econômico, os Estados Unidos mostravam uma recuperação econômica não tão vigorosa quanto se imaginava e a Europa afundava ainda mais na crise econômica (Ibid., 2012: 86).

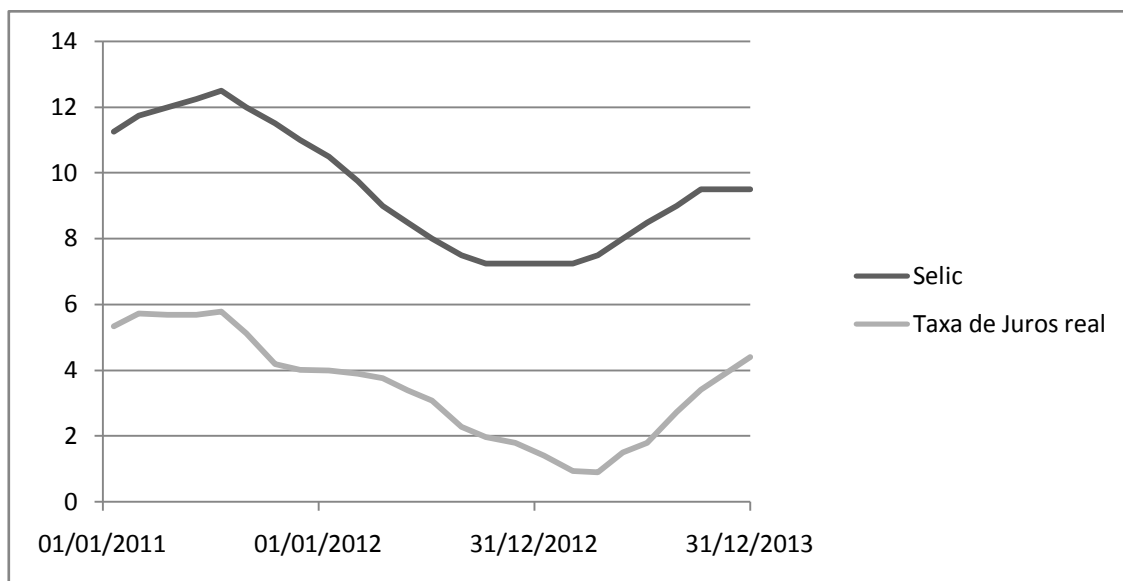
Esta postura mais heterodoxa da política monetária ocorreu até maio de 2013, quando o governo subiu pela primeira vez em dois anos a taxa Selic. Tal elevação ocorreu devido ao temor da população de uma volta às elevadas taxas de inflação que poderiam ocorrer com o baixo valor da Selic. Houve uma grande pressão de diversos economistas para que ocorresse uma elevação da taxa Selic, por percepção destes analistas de que uma grande pressão inflacionária poderia gerar aumento da inflação ultrapassando o limite da banda superior da inflação.

Durante o restante do ano de 2013, o governo passou a utilizar menos medidas “macroprudenciais” para o controle inflacionário e voltou a ter uma política com foco mais ortodoxo no combate à inflação. Mesmo assim, as medidas de austeridade dos gastos públicos se mantiveram durante o ano. Ocorreram sucessivos aumentos da Selic no ano de 2013, fazendo com que a tendência para o ano de 2014 fosse de continuidade das políticas monetárias ortodoxas.

2.5.3 – Resultado da política monetária durante o governo Dilma (2011-2013).

O governo Dilma apresentou uma tendência muito similar ao que ocorreu durante o segundo governo Lula, alternando momentos de menor ortodoxia econômica com momentos em que a ortodoxia da política monetária se fortaleceu. O primeiro momento, até julho de 2011, mostrou-se bem ortodoxo, com política mais heterodoxa até meados de 2013, quando voltou a ocorrer nova tendência de políticas monetárias mais conservadoras.

Gráfico 2.11 – Evolução da taxa Selic: 2011-2013.



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Até julho de 2011, ocorreu uma sequência de elevações constantes da taxa Selic, chegando até 12,75%, e posteriormente, começou a surgir uma série de reduções consecutivas da Selic, até se estabilizar em 7,25%, valor que se manteve até março de 2013. Na reunião seguinte, em abril daquele ano, iniciou-se uma série de aumentos da Selic, a qual fechou o ano de 2013 em 10%, fazendo com que existisse uma instabilidade da Selic no período. A taxa real de juros seguiu uma tendência semelhante à da taxa Selic, e também possuiu um dos patamares mais reduzidos da mesma na história recente. Não ocorreu um descolamento da taxa real de juros em relação à Selic como se mostrava a tendência em 2010, mas manteve o patamar reduzido daquele último ano. (Gráfico 2.11).

Tabela 2.9 – Indicadores macroeconômicos selecionados: 2011-2013.

	Selic ¹⁰	Taxa de juros reais ¹¹	IPCA	Meta	Banda	Câmbio ⁷	Variação do PIB
2011	11,00%	4,50%	6,50%	4,5%	2,5% - 6,5%	R\$ 1,67	2,73%
2012	7,25%	1,41%	5,84%	4,5%	2,5% - 6,5%	R\$ 1,95	1,03%
2013	10,00%	4,09%	5,91%	4,5%	2,5% - 6,5%	R\$ 2,16	2,28%

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata, elaboração própria.

⁷ Média do ano

¹⁰ Valor do último dia do ano

¹¹ Taxa de Juros Selic do último dia do ano, descontado o IPCA do ano

A taxa de juros reais também teve redução significativa no período, alcançando 4,5% em 2011 e 1,41% em 2012. O resultado de 2013, devido à elevação da taxa Selic no ano, retornou ao patamar mais elevado, porém, menor que o valor de 2011 ao chegar a 4,09%. A inflação também ficou controlada durante todo o período, mesmo com resultados próximos à banda superior nos três anos da análise, uma vez que em todos os anos a inflação ficou dentro da banda da meta. Nos anos de 2012 e 2013, inclusive, o IPCA ficou praticamente estável.

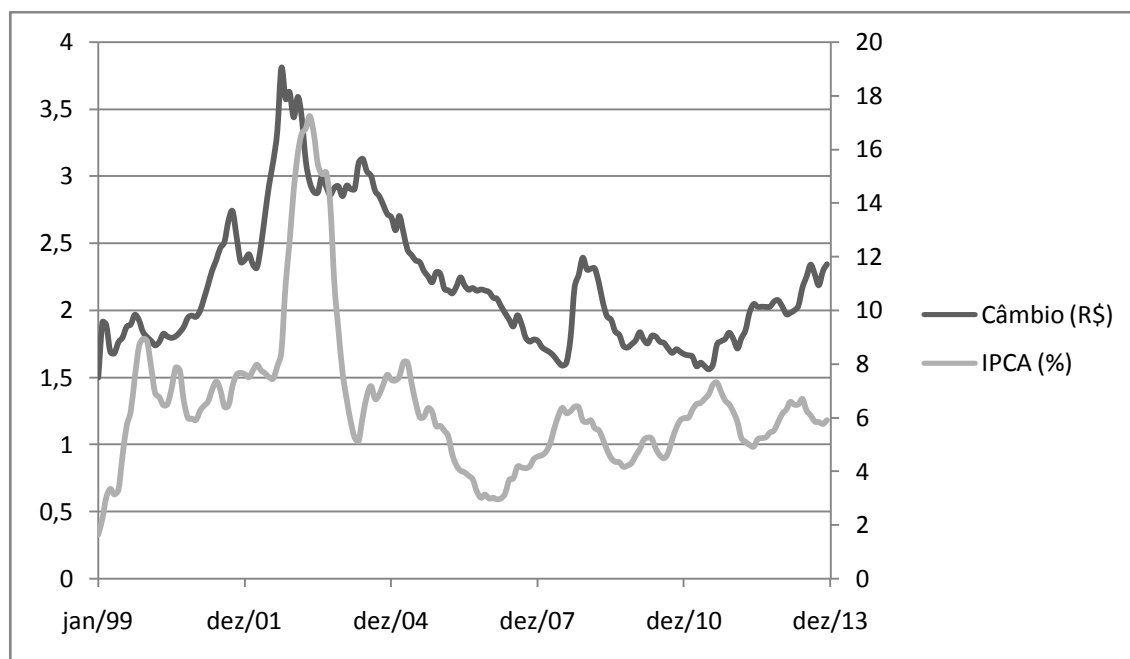
Fato importante de ressaltar em relação ao combate inflacionário em 2013, foi a utilização do controle de preços administrados para atingir a meta estipulada para o ano. Segundo relatório oficial do BCB sobre a inflação, até novembro de 2013, a medição em doze meses alcançava 5,77%, acima do registrado no ano anterior. O principal fator da inflação dos doze meses acumulados foi o comportamento dos preços livres da economia, que tinham se elevado em 7,31% até a data do relatório, acima da inflação geral nos mesmos meses. O que manteve a inflação dentro da meta foi a contenção dos preços administrados, cuja elevação foi de apenas 0,95% nos 12 meses calculados (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2013: 72).

Dentro do grupo dos preços livres, vários foram os itens que pressionaram a inflação para acima da meta. Os preços de itens não comercializáveis se elevaram em 8,29% no período de 12 meses até novembro de 2013, enquanto que, no mesmo período, os preços comercializáveis se elevaram em 6,20%. A inflação do setor de serviços, pertencente aos preços livres não comercializáveis, foi de 8,55% ao ano, foram o principal fator de pressão inflacionária deste grupo, e os preços de alimentos e

bebidas foram os que geraram maior pressão inflacionária entre os bens comercializáveis, chegando a 8,63% no período analisado (Ibid., 2013: 72).

Ocorreu uma desvalorização cambial no período, diferente do que houve no governo Lula, graças à percepção de que uma desvalorização cambial seria necessária para dar maior competitividade ao Brasil no comércio exterior. O câmbio médio, que era de R\$ 1,67 em 2011, chegou a R\$ 1,95 em 2012 e alcançou R\$ 2,16 em 2013. O câmbio voltou a ser fator importante para o entendimento da inflação, que poderia ter ocorrido no período segundo diversos economistas apontaram, pois a desvalorização cambial elevou os preços dos produtos importados, gerando maior inflação. Mas neste caso encontramos uma inflação de oferta com sua origem no câmbio, e não uma inflação de demanda. A elevação da taxa Selic seria pouco eficaz para conter os efeitos deste aumento de custos sobre a inflação.

Gráfico 2.12 - IPCA mensal comparado à taxa média de câmbio mensal: 1999-2013



Fonte: Ipeadata e Sidra, elaboração do autor.

Existem evidências da influência do câmbio no controle inflacionário dentro do período do regime de metas de inflação. Toda vez que ocorreu uma

valorização ou desvalorização cambial, a inflação inclinou-se a seguir a mesma tendência do câmbio. Até o ano de 2008 foi possível observar uma influência quase imediata entre ambas as variáveis, ou seja, uma valorização cambial reduzia em um curto espaço de tempo o nível inflacionário. Após 2008, a variação cambial continuou pautando o nível inflacionário, mas não com a mesma rapidez de antes, pois levou certo tempo para as variações influenciarem efetivamente o nível inflacionário. Isto mostra a forte atuação que o câmbio possui no controle inflacionário na economia brasileira (Gráfico 2.12).

O resultado com o crescimento do PIB foi fraco durante o período, a tendência de *stop and go*, muito comum nos dois governos Fernando Henrique Cardoso e no primeiro governo Lula, voltou a aparecer. Também existiu menor ritmo de crescimento da economia do período, com taxas de crescimento bem abaixo das obtidas durante os dois governos Lula.

CAPÍTULO 3

O DEBATE ATUAL SOBRE O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Neste capítulo será discutida a atual situação e os principais pontos debatidos sobre o regime de metas de inflação no Brasil, bem como as visões dos economistas ortodoxos e heterodoxos sobre tema. Ao final, será feito um balanço geral acerca deste regime no Brasil de hoje.

Começaremos nossa análise levantando os principais pontos de discussão sobre o regime de metas de inflação, sobretudo aqueles que causam maior controvérsia no debate atual. Em seguida, analisaremos a visão que os economistas ortodoxos possuem em relação a estes pontos, falando sobre as principais questões que devem ser alteradas ou corrigidas, mesmo aquelas que os economistas ortodoxos acreditam não serem passíveis de mudanças. Logo após, este debate será abordado sob a perspectiva dos economistas heterodoxos, na qual serão analisados os pontos centrais que, segundo os heterodoxos, devem ser alterados ou corrigidos.

O capítulo será finalizado com um balanço final sobre a discussão realizada, apontando quais são as necessidades de mudança do regime de metas de inflação e sua funcionalidade na economia brasileira atual.

3.1 – Principais pontos do debate sobre o regime de metas de inflação

Os pontos que são debatidos atualmente em relação ao regime de metas de inflação no Brasil possuem características distintas, dependendo da visão econômica dos especialistas que lideram a discussão sobre o tema. No caso dos economistas ortodoxos, a maior parte dos pontos levantados em relação ao regime são aqueles que visam a uma melhoria do método, com intuito de aumentar a eficácia da estabilização. Os economistas heterodoxos levantam pontos que mostram falhas no modelo atual do regime de metas de inflação, discutindo muitas vezes a eficácia do método e de toda a teoria econômica que existe atrás do modelo.

3.1.1 – Pontos levantados pelos economistas ortodoxos.

Como já explicado anteriormente, os pontos de debate levantados pelos economistas ortodoxos têm um caráter reformista em relação ao regime de metas de inflação, tentando fazer com que o regime se torne mais eficiente ainda, pois consideram que o regime de metas é atualmente a melhor forma de estabilização monetária. Entre os pontos levantados podemos destacar a autonomia e credibilidade atual do Banco Central brasileiro, a formação de expectativas de cumprimento da meta, a transparência da política monetária, o horizonte de referência da meta inflacionária, o método correto para medição da inflação e a possível causa atual da inflação brasileira, que seria o nível de desemprego abaixo da taxa natural.

A primeira questão levantada é em relação à autonomia do Banco Central. A autonomia de um Banco Central tem relação com a independência que ele possui nas decisões de política monetária. Segundo a visão ortodoxa, existem diversos pontos que reforçam a necessidade de um Banco Central autônomo e independente¹³. Os principais Bancos Centrais do mundo (o FED dos Estados Unidos, o Banco Central Europeu e o Banco Central da Inglaterra) são independentes, e mesmo na América Latina existem vários exemplos, como o Chile, Colômbia, Peru, México, entre outros (GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO, 2006: 461-2).

A tese de independência do Banco Central, fortemente discutida durante os anos 1980 é uma das ideias precursoras do regime de metas de inflação, é a de que uma maior autonomia do Banco Central tornaria mais eficiente o regime de metas no Brasil. Também se considera que uma autonomia maior do Banco Central impediria as decisões políticas que reduzem demasiadamente a taxa de juros, causando pressões inflacionárias futuras. Ainda, a autonomia aumenta a credibilidade da autoridade monetária e torna o Banco Central menos vulnerável a crises políticas (Ibid., 2006: 462).

¹³ A autonomia do Banco Central seria medida pela liberdade que ele possui ao tomar as medidas monetárias que acha conveniente ao controle inflacionário, como a elevação da taxa de juros ou a utilização de outros instrumentos monetários sem que exista a necessidade de discussão com outras autoridades econômicas e políticas, como o Ministro da Fazenda e o Presidente da República. A independência do Banco Central, como já foi discutida no capítulo 1, é medido pelo grau de ligação que existe entre o Banco Central e outros órgãos executivos, sendo que um Banco Central independente possui um presidente com pouca ou nenhuma ligação com o governo vigente.

A credibilidade, portanto, é um dos pontos principais para o sucesso do regime de metas de inflação, segundo os economistas ortodoxos, e foco de intenso debate. A credibilidade é considerada fundamental tanto para a aceitação das políticas monetárias por parte dos agentes econômicos quanto para a expectativa de sucesso que tais políticas terão no combate inflacionário.

Ela é construída de acordo com a percepção do público sobre a capacidade da autoridade monetária de cumprir a meta inflacionária estabelecida e de se manter comprometida com tal objetivo. Com repetidos sucessos no cumprimento da meta estabelecida, a credibilidade da autoridade monetária vai se fortalecendo e as medidas de política monetária se tornam mais suaves, gerando menores efeitos na economia de maneira mais natural. Assim, as expectativas quanto à inflação futura passam a exercer maior influência sobre a inflação atual e será necessário um esforço menor para o cumprimento da meta estabelecida (MONTES E BASTOS, 2011: 394).

Em caso de uma baixa credibilidade do Banco Central por conta das dificuldades em atingir a meta ou do não cumprimento dela, ocorrerá uma condução mais apertada da política monetária, fazendo com que as atuações do Banco Central sejam mais agressivas. A taxa de juros acaba tendo uma amplitude maior nestes casos, devido à dificuldade que o Banco Central possui em influenciar as expectativas futuras sobre a taxa de inflação (Ibid., 2011: 395).

Estes dois primeiros pontos são muito interligados entre si, já que a autonomia do Banco Central, segundo os economistas ortodoxos, influencia diretamente na credibilidade que o Banco Central possui, e ela é ponto fundamental para o bom funcionamento do regime de metas de inflação. Um Banco Central mais autônomo possibilitaria uma maior credibilidade, fazendo com que as políticas monetárias fossem mais aceitas e as expectativas quanto à futura taxa de inflação fosse mais influenciada pela meta estabelecida, tornando possível uma política monetária mais suave para se obter a estabilidade monetária.

O próximo ponto, sobre a formação de expectativa quanto ao cumprimento da meta estabelecida, também possui forte interligação com os dois

primeiros discutidos, pois essa expectativa possui forte influência da credibilidade e do grau de autonomia do Banco Central.

Uma das funções do regime de metas de inflação é que ele sirva como formador de expectativas da possível inflação futura. Dependendo do grau de credibilidade que o Banco Central possui, a formação desta expectativa fica mais fácil ou mais difícil, sendo necessárias políticas monetárias mais ou menos agressivas. Quando se obtém um elevado grau de credibilidade, os agentes passam a utilizar a meta inflacionária dada pelo Banco Central como a expectativa de inflação futura, e caso esta expectativa se realize, a credibilidade do Banco Central aumenta mais ainda, fazendo com que cada vez seja mais fácil alcançar a meta estabelecida de inflação (Ibid., 2011: 394).

O que se pode concluir até o momento é que existe um ciclo virtuoso dentro da política monetária, segundo a visão ortodoxa, que permite que o regime de metas de inflação seja eficiente. Um Banco Central com elevado grau de autonomia tem maior credibilidade aos olhos dos agentes econômicos, o que vai permitir que exista uma melhor formação de expectativas em relação à inflação futura. Sendo mais fácil formar a expectativa futura, é necessária uma política monetária mais branda para se atingir a meta estipulada, e quando a meta estipulada é alcançada, aumenta ainda mais a credibilidade do Banco Central, fazendo com que sejam cada vez menos necessárias políticas monetárias agressivas para o cumprimento da meta inflacionária, constituindo-se, assim, um círculo virtuoso.

A credibilidade do Banco Central é um dos pontos-chave para o bom funcionamento do regime de metas de inflação segundo os economistas ortodoxos. Outro ponto levantado que auxilia para que o Banco Central possua maior credibilidade é a transparência da política monetária a ser adotada por ele.

Um dos argumentos colocados como favorável ao regime de metas de inflação é que este modelo de estabilização monetária é mais transparente que outros tipos de políticas de combate à inflação. O anúncio antecipado de uma meta para o final de determinado período e a maneira pela qual ela será alcançada mostram que o regime de metas de inflação possui maior transparência em sua atuação. A boa comunicação da

autoridade monetária com os agentes econômicos de um país é essencial para o funcionamento do regime, com a divulgação antecipada da meta, a forma como ela é determinada, como será a atuação do Banco Central para a obtenção dela e os motivos para um possível desvio desta meta estabelecida. (MENDONÇA, 2006: 185).

O aumento da transparência seria importante na condução da política monetária por reduzir a incerteza dos agentes econômicos quanto ao cumprimento da meta e por demonstrar responsabilidade na condução da política monetária em seu objetivo maior, que é o de combate inflacionário. A transparência na condução da política monetária, além do que já foi explicado, também ofereceria um critério melhor para os agentes econômicos identificarem e avaliarem os responsáveis pela obtenção da meta estipulada. Outro ponto colocado como favorável à transparência da condução da política monetária é o de que, sem a transparência, a incerteza sobre a eficiência da política monetária seria reduzida e o efeito incerteza seria eliminado, permitindo que os agentes que possuem informação privilegiada se beneficiem desta informação gerando especulações (Ibid., 2006: 186-8).

Outro fator relevante quanto à condução da política monetária é a definição do horizonte de referência da meta inflacionária. As decisões de política monetária serão tomadas pelo Banco Central dentro deste horizonte. Se ocorrer um horizonte mais curto para se alcançar a meta, em caso de ocorrência de choques inflacionários, podem advir volatilidades desnecessárias do produto, portanto, é necessário saber definir bem este horizonte da meta, para que ele também permita que o Banco Central lide com eventuais desvios inflacionários causados pelos choques (GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO, 2006: 458).

O último ponto levantado pelos economistas ortodoxos na discussão sobre o regime de metas de inflação que será analisado neste trabalho é o método correto para a medição da inflação. O método de medição da inflação pode medir um número maior ou menor de itens dentro de seu cálculo, sendo este um índice amplo que abrange praticamente todos os itens comercializados na economia, ou um índice que dá mais ênfase aos itens com maior consumo na economia.

Alguns países selecionam um índice de medição que contempla um número mais reduzido de produtos, que é chamado de índice núcleo, enquanto outros acabam adotando um índice cheio para a medição da inflação no período. Geralmente, dentro dos países que excluem certos componentes do seu índice oficial, o que ocorre é a eliminação de uma parcela reduzida e pouco significativa de itens que compõem a inflação, com pouca ou nenhuma influência no índice final da inflação. A escolha correta do índice também será importante para a definição da banda da meta inflacionária, já que, dependendo do tipo de índice escolhido, a influência de choques de oferta, na visão ortodoxa, será menos relevante na medida inflacionária no final do período (Ibid., 2006: 460).

Por fim, analisaremos o debate atual da causa da inflação brasileira. A discussão neste caso está pautada na teoria de Friedman dos agentes adaptativos e na curva explicada com mais detalhes no capítulo 1 deste trabalho. Parte-se do pressuposto de que uma taxa natural de desemprego só pode ser reduzida caso os trabalhadores aceitem menores salários. Caso a economia se encontre em um nível de desemprego menor que esta taxa natural de desemprego, existirá pressões sobre o nível geral de preços da economia, elevando o nível inflacionário. Qualquer medida monetária tentando reduzir ainda mais o nível de desemprego ou tentando mantê-lo no nível abaixo do seu ponto natural, causará apenas inflação.

Todos os pontos abordados pelos economistas ortodoxos se baseiam na discussão teórica ortodoxa ocorrida durante a segunda metade do século XX em relação à melhor forma de condução da política monetária. Os pontos destacados estão dentro da lógica das teorias apresentadas e discutidas no capítulo 1 deste trabalho.

Estes foram os pontos levantados pelos economistas ortodoxos no debate atual do regime de metas de inflação. Tais pontos serão analisados com mais profundidade, inclusive dentro do caso brasileiro, mais à frente neste trabalho. Primeiro iremos abordar, também, quais são os pontos mais comumente levantados pelos economistas heterodoxos dentro do debate atual do regime de metas de inflação.

3.1.2 – Pontos levantados pelos economistas heterodoxos.

Diferente dos economistas ortodoxos que discutem a melhoria do regime de metas de inflação, os economistas heterodoxos debatem as falhas existentes no método de estabilização monetária e a real eficácia do modelo. Entre os pontos levantados, podemos destacar: a origem inflacionária e a possível preferência por medidas que visam ao controle de demanda no regime de metas de inflação; a redução do nível de investimentos e de emprego resultante da política monetária imposta pelo regime; as restrições ao crescimento econômico decorrente de sua adoção; o efeito na política cambial; a possível falta de eficácia do regime na redução inflacionária após certo patamar; e a ineficiência dele no controle dos preços administrados da economia e; as críticas em relação ao mecanismo de transmissão inflacionária.

Um dos pontos de controvérsia em relação ao regime de metas de inflação é que ele pressupõe que a maior parte da inflação tem sua origem devido a fenômenos de demanda aquecida. Isto coloca que praticamente todo o controle inflacionário praticado no regime de metas de inflação seja feito na redução da demanda, ao invés de atacar a real origem inflacionária.

A visão heterodoxa da economia não enxerga apenas um tipo de inflação, para ela existem diversos tipos e muitos deles são fenômenos vindos da oferta e não da demanda. Dentre as inflações vindas da oferta, vale citar a inflação de salários, inflação de lucros, inflação de retornos decrescentes, inflação importada, choques de oferta inflacionários e inflação de impostos (SICSÚ, 2003: 10-3). Também é válido citar algumas situações inflacionárias que são recorrentes no caso brasileiro, como o da indexação de preços e fatores especulativos.

A inflação de salários¹⁴ surge devido ao aumento dos salários nominais, fenômeno que geralmente ocorre quando o nível de desemprego é reduzido e a força dos trabalhadores nas negociações salariais aumenta. Geralmente este aumento de salários é

¹⁴ Importante distinguir a inflação de salários observada pela ortodoxia e a inflação de salários observada pela heterodoxia. A versão ortodoxa tem por base a curva aceleracionista e a teoria de expectativas adaptativas de Friedman. A inflação de salários para a ortodoxia ocorre quando a taxa de desemprego está abaixo do seu nível natural, o que gera uma elevação da demanda acima da capacidade da oferta, gerando inflação. A versão heterodoxa difere na origem inflacionária, pois admite que elevações nos salários sejam repassadas aos custos da empresa, estando assim sua origem na oferta.

repassado aos preços, causando inflação. Aumentos salariais não terão este efeito se, juntamente com o aumento de salários, ocorrer um aumento de produtividade. (Ibid, 2003: 10).

Importante ressaltar que a inflação de salários pode ser verificada em diversas ocasiões inflacionárias, mas dificilmente aparece como única causa inflacionária, sendo que muitas vezes é um reflexo da inflação de lucros. A inflação de salários e a inflação de demanda não se constituem como origem inflacionária, mas um resultado do processo inflacionário. O controle da inflação via controle salarial abaixo do nível de produtividade se mostra tão equivocado quanto o controle da inflação via taxa de juros numa situação de diversas origens inflacionárias (MINSKY, 2010: 358).

A inflação de lucros tem origem no poder de mercado que as empresas possuem e é muito comum em economias que possuem muitos monopólios e oligopólios, o que torna a elasticidade da demanda favorável a uma elevada taxa de lucros. Numa situação de competição perfeita, a elevação dos salários causaria inflação de salários, e reduziria a margem de lucro das empresas. Mas em uma situação na qual as empresas possuem elevado poder de mercado, que é o caso de economias com alto grau de oligopólio e monopólio, as empresas podem aumentar seu *mark-up*, evitando reduções da margem de lucro. A elevação dos salários, portanto, vai sempre ocasionar juntamente uma elevação da margem de lucro que as empresas buscam, o que leva à inflação. As empresas, deste modo, só concederão aumentos salariais quando puderem aumentar seu *mark-up* para evitar reduções no lucro. (Ibid., 2010: 359-60).

A inflação de retornos decrescentes ocorre quando o nível de desemprego da economia é baixo e, neste caso, as empresas são obrigadas a contratar trabalhadores menos qualificados que não utilizam o capital fixo da empresa na sua maneira mais eficiente, fazendo com que ela perca produtividade. Este tipo de inflação é muito comum quando a economia se aproxima do pleno emprego, apontada por Keynes como uma das maiores barreiras ao pleno emprego. A inflação importada surge quando existe uma economia aberta vulnerável ao setor externo. Neste caso, os preços internacionais e a variação da taxa de câmbio podem gerar pressões inflacionárias para os preços internos, causando inflação. Os choques de oferta inflacionários são aqueles efeitos que geram aumento nos custos de produção das empresas, como a escassez de certo produto

ou uma quebra de safra agrícola. Este tipo de choque costuma ter mais efeitos em mercados mais monopolizados, nos quais estes aumentos de custos são mais facilmente repassados aos preços, já que em mercados mais competitivos, para não perder poder de mercado, as empresas tendem a reduzir sua margem de lucro em situações como estas. A inflação de impostos acontece com mudanças na carga tributária da economia devido a uma maior necessidade de gastos públicos, entre outras coisas. Estes aumentos da carga tributária são geralmente repassados aos preços, causando inflação na economia (SICSÚ, 2003: 10-4).

A indexação não é caso exclusivo da economia brasileira, mas é muito comum neste caso. Devido ao histórico de inflação elevada que o Brasil possui, existe sempre um fator de indexação em contratos, que já supõe a existência de inflação futura e corrige automaticamente esta inflação. Tal correção gera inflação no segundo momento, já que o ajuste para compensar a inflação passada será parte da inflação futura. O fator especulativo também não é exclusividade da economia brasileira, mas existem elevações de preços nas quais se pode observar tal característica, pois o preço de diversos itens, como imóveis, sobe acima da demanda esperada mais por efeito da especulação em relação à continuidade deste processo de elevações dos preços do que efetivamente pela demanda, que mesmo aquecida não se encontra em um nível elevado suficiente para explicar este fenômeno.

Existem, portanto, diversos tipos de inflação que não possuem sua origem na demanda, segundo a visão heterodoxa. Sendo assim, existiria um viés de demanda nas políticas monetárias praticadas pelas economias que adotam o regime de metas de inflação.

Outro ponto muito discutido em relação ao regime de metas de inflação são os efeitos que as elevadas taxas de juros causam dentro da economia, fazendo com que ocorra redução do nível de investimento e, conseqüentemente, redução do nível de emprego. As elevadas taxas de juros acontecem, segundo a visão heterodoxa, devido ao fato de se admitir que a maior parte da inflação seja oriunda da demanda, fazendo com que a política monetária seja baseada em aumentos constantes da taxa de juros em caso de elevação da inflação.

A relação entre a taxa de juros e o nível de investimento e emprego da economia resulta da percepção de Keynes sobre o assunto, em que ele teoriza a eficiência marginal do capital:

A relação entre a renda esperada de um bem de capital e seu preço de oferta ou custo de reposição, isto é, a relação entre a renda esperada de uma unidade adicional daquele tipo de capital e seu custo de produção (...). Mais precisamente, defino a eficiência marginal como sendo a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas deste capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta. (Keynes, 1996, p. 149).

A eficiência marginal do capital utiliza a taxa de juros como um parâmetro de comparação. Se a eficiência marginal do capital for maior do que a taxa de juros, o empresário vislumbra a possibilidade de lucro futuro mesmo aceitando o risco do investimento, já que será mais vantajoso a ele realizar tal investimento caso este se transforme na lucratividade futura esperada, ao invés de empregar seu capital em alguma aplicação ou algum empréstimo que terá como retorno a taxa de juros (CHICK, 1993, p. 131).

Uma vez que a taxa de juros influencia diretamente o nível de investimento, pois esta dificulta ou facilita a decisão de investir ou não do empresário, uma economia com taxa de juros elevada possivelmente terá um nível de investimento reduzido. Com o nível de investimento reduzido, o efeito será uma diminuição do nível de emprego da economia, já que, segundo a visão heterodoxa, os níveis de investimento e de emprego estão relacionados, de forma que o nível de emprego e de renda da economia depende diretamente do nível de investimento.

A influência da taxa de juros sobre o investimento também é debatida em relação às restrições ao crescimento econômico que o regime de metas de inflação pode ocasionar. Isto ocorre, segundo a visão heterodoxa, devido ao efeito negativo que uma elevada taxa de juros pode ocasionar no nível de investimento da economia, conforme debatido anteriormente.

Com a ocorrência de uma taxa reduzida de investimento causada pelas elevadas taxas de juros, uma política monetária ortodoxa, como é o caso do regime de metas de inflação, acaba gerando uma reduzida ou uma inexistente inflação de demanda. O nível de emprego, devido ao baixo investimento, acaba não chegando

próximo ao pleno emprego. O custo disto é uma economia sempre vivendo em estado de *stop-and-go* ou semideprimida, com uma taxa média de desemprego elevada (SICSU, 2003: 15-6).

A crítica feita ao regime de metas de inflação quanto ao crescimento econômico está muito ligada à crítica realizada quanto ao elevado custo de se manter a taxa de juros elevada, afetando principalmente o nível de investimento e o nível de emprego da economia. O nível de investimento sendo reduzido, afeta diretamente o crescimento econômico, impossibilitando uma permanente e elevada taxa de crescimento por um tempo significativo.

A elevação da taxa de juros tem como efeito reduzir a inflação de demanda de uma economia e influenciar a taxa cambial para afetar o fluxo de capitais da economia. Uma economia com uma elevada taxa de juros atrairá um maior volume de moeda estrangeira, devido ao melhor rendimento que os títulos públicos irão alcançar se comparado a países com taxas menores de juros. Em períodos de turbulência externa, para uma maior atração do capital externo, costuma ocorrer uma elevação da taxa de juros. Esta elevação da taxa de juros gera um efeito duplo na economia: retrai o crescimento econômico e reduz a inflação de demanda além de possuir efeito de reduzir o preço dos itens importados, o que auxilia a redução da inflação no curto prazo. (ARESTIS, DE PAULA E FERRARI-FILHO, 2009: 17).

Mas, no longo prazo, o efeito do câmbio apreciado pode gerar uma pressão inflacionária. Em uma economia com elevado grau de flexibilidade cambial, qualquer desvalorização de câmbio pode ter um grande impacto na inflação, fazendo com que a pressão inflacionária corrigida no primeiro momento reapareça de maneira ainda mais intensa em um momento futuro (CANUTO & HOLLAND, 2002: 9).

Outro ponto levantado pelos economistas heterodoxos é a baixa eficácia que o regime de metas possui na redução efetiva da inflação, ao mantê-la estável apenas nos países que o adotam. Entre os primeiros países desenvolvidos que adotaram esse regime de metas, com exceção do caso canadense, a inflação já estava em queda. O que ocorre, na realidade, é o alcance de níveis aceitáveis e estáveis (SICSU, 2002: 28).

Como discutido no primeiro capítulo deste trabalho, nem sempre é necessário adotar o regime de metas de inflação para se obter estabilidade monetária.

A inflação também se mantém elevada no Brasil, mesmo com a adoção do regime de metas em 1999. A média foi de 7% ao ano durante o período no qual é adotado o regime, um valor considerado alto se compararmos aos níveis das economias mais desenvolvidas do mundo. Além de manter uma taxa de juros elevada, tal medida não é capaz de reduzir o nível inflacionário para valores menores de 5%, que ocorreram poucas vezes durante todo o período em que é adotado. (MODENESI & MODENESI, 2012: 391).

Outro ponto a ser analisado neste trabalho trata sobre a ineficiência do regime de metas de inflação no controle dos preços administrados da economia. Os preços administrados são aqueles indexados a um índice inflacionário, que são reajustados dentro de certa frequência. Estes preços costumam sofrer reajustes para compensar a inflação passada, não se levando em conta, na maior parte das vezes, o nível demandado deste produto na economia.

Dentro do IPCA, o índice que mede a inflação controlada pelo regime de metas, cerca de 20% dos preços medidos são preços administrados, que tem pouca ou nenhuma sensibilidade a uma elevação da taxa de juros da economia. Durante boa parte do período em que o regime é adotado, os preços administrados foram mais elevados que o IPCA, sendo um fator que causava um aumento no próprio índice inflacionário (PERFEITO, 2013: 80-2).

O último ponto analisado será o do mecanismo de transmissão da política monetária brasileira. Segundo a lógica do regime de metas de inflação, uma elevação da taxa Selic geraria um aumento da demanda, o que reduziria o nível de investimento e consumo, alterando o nível inflacionário da economia, sendo este o mecanismo de transmissão que torna eficaz o controle inflacionário via alteração da Selic. E é segundo este mecanismo de transmissão que o Banco Central atua na política monetária.

Estes são os pontos mais relevantes entre os levantados pelos economistas heterodoxos. A partir de agora, nos aprofundaremos nos pontos levantados,

analisando sua situação no cenário brasileiro, e analisando os principais pontos de vista dos economistas ortodoxos e heterodoxos.

3.2 – A visão ortodoxa sobre o debate

Aprofundaremos a análise na visão dos economistas ortodoxos, colocando a opinião deles no debate atual do regime de metas de inflação no caso brasileiro. Primeiro analisaremos as questões referentes ao papel do Banco Central dentro do regime de metas de inflação; sua autonomia, a credibilidade e o papel da transparência das medidas tomadas para o funcionamento do regime. Depois, analisaremos os pontos colocados sobre a eficácia atual, a formação de expectativas inflacionárias, o horizonte de referência para o cumprimento das metas e o método de medição da inflação e sobre a influência do nível de desemprego na inflação brasileira.

3.2.1 – O papel do Banco Central: sua autonomia, sua credibilidade e sua transparência.

O Banco Central, dentro do regime de metas de inflação, tem como principal função manter a estabilidade monetária dentro da economia. Para isso, é necessário, segundo a teoria por trás do regime, que este tenha um elevado grau de independência e de autonomia para poder realizar tal função sem interferência de outros agentes econômicos, como o poder executivo e legislativo de um país.

Existem algumas críticas sobre a real independência do Banco Central brasileiro, de que ele não é efetivamente independente, e, sim, dependente de uma decisão conjunta entre autoridades do poder executivo e de diretores do Banco Central para a tomada de decisões sobre a política monetária adotada. O que acontece no caso brasileiro, é o tipo de independência que o Brasil decidiu dar ao Banco Central brasileiro. O modelo adotado pelo Brasil é próximo ao modelo de Walsh (explicado no capítulo 1 deste trabalho) no qual a independência existe, sendo que o presidente do Banco Central não é ligado diretamente aos representantes do poder executivo do país.

No entanto as decisões de política econômica devem passar pelo Conselho Monetário Nacional que define as metas a serem cumpridas. Estas metas são propostas pelo Ministro da Fazenda, mas este não tem poder de decisão sobre a definição desta meta. Após a definição, o Comitê de Política Monetária é responsável pelo cumprimento da meta determinada, utilizando-se da taxa de juros como ferramental para alcançar tais objetivos (ARESTIS, DE PAULA & FERRARI FILHO, 2009: 9).

O que os críticos a este modelo querem, na realidade, é uma aproximação ao modelo proposto por Rogoff, no qual existe uma independência total do Banco Central, sem nem ao menos uma indicação de seu presidente pelo poder executivo, e liberdade total do Banco Central em tomar suas decisões de política monetária.

Em relação à autonomia do Banco Central, a grande crítica é que não existe um isolamento na condução das políticas monetárias em relação aos ciclos eleitorais. Segundo os críticos, ao se aproximar das eleições as políticas monetárias que deveriam estar focadas em seu objetivo principal - o controle inflacionário -, acabam perdendo a sua eficácia, já que existem incertezas quanto à continuidade destas políticas no caso de mudança do poder vigente. Estas incertezas geram picos de incerteza com a aproximação das eleições, causando efeitos negativos na economia (GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO, 2006: 462).

Em 2003 houve tentativa de mudança institucional visando ao aumento da autonomia do Banco Central, a fim de melhorar seu funcionamento no controle inflacionário. Segundo o próprio autor do projeto:

O PLS nº 317, de 2003, o meu projeto, incorpora os atributos da chamada autonomia operacional ao delegar a gestão da política monetária a um banco central com diretorias com mandato fixo, sujeitas ao cumprimento de diretrizes explícitas, submetidas a avaliações periódicas e subordinadas à sanção, de última instância, do Parlamento e do Poder Executivo. (...) A autonomia prevista na proposição submete o Banco Central a um amplo conjunto de limitações, diretrizes, condições e controles para sua atuação. Ainda no campo das mudanças operacionais, o projeto dispõe também sobre a organização administrativa da instituição. A diretoria será composta por um presidente e seis diretores, com mandatos fixos de quatro anos, admitida a recondução. As posses dos membros nomeados serão intercaladas de forma a garantir maior transparência. Torna maior – e isso é importante – a participação do Senado Federal no processo de formação da diretoria, na medida que submete também à apreciação desta Casa as eventuais demissões, fortalecendo, ainda, os mandatos. (TOURINHO, 2003).

O modelo que se deseja para aumentar a autonomia do Banco Central, segundo os economistas ortodoxos, tem muito do que foi proposto no projeto de lei descrito acima. Propõe-se a existência de um contrato entre o Banco Central e a sociedade, definindo o tempo de mandato do presidente do Banco Central e quais devem ser as principais metas a serem alcançadas, comprometendo-se a tomar decisões em bases estritamente técnicas. O mandato do presidente do Banco Central e dos seus diretores deve ser totalmente independente do mandato presidencial, garantindo pouca influência do presidente nas decisões tomadas pelo Banco Central. Existiria a possibilidade de uma demissão do presidente do Banco Central caso ele fugisse de suas principais atribuições, mas seria necessária a aprovação do congresso ou do parlamento para tal medida (GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO, 2006: 462).

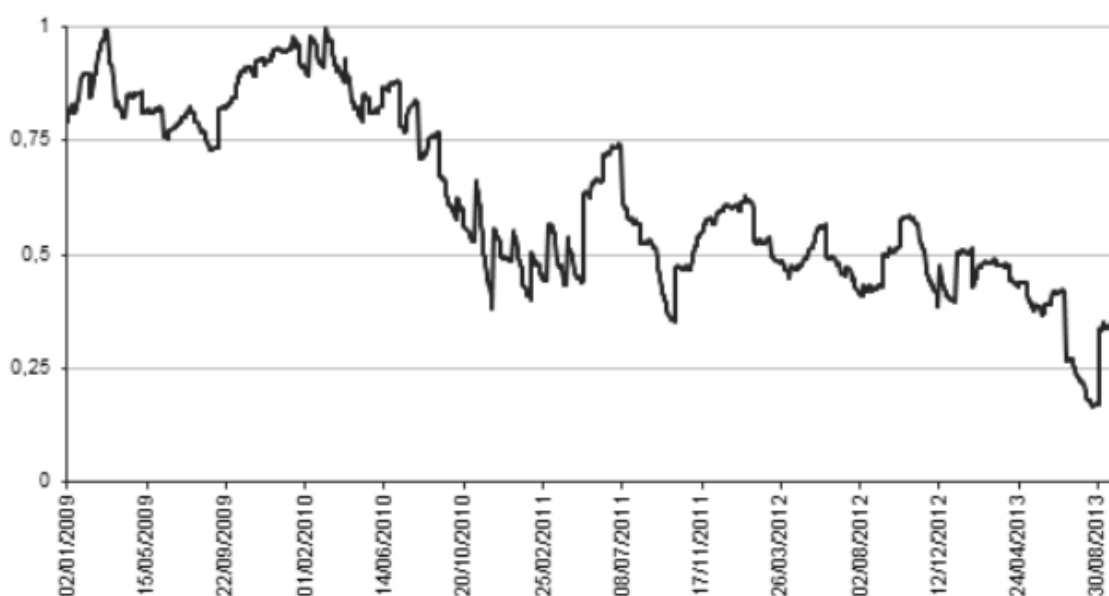
Para tais mudanças surtirem efeito, são necessários alguns pré-requisitos na condução da política monetária do Banco Central. Uma delas é de que exista uma política monetária operando em regime, com metas de inflação já definidas por um longo período de tempo e sem necessidades de desinflações adicionais na economia em caso de dificuldades de se alcançar tal meta. Isto é, a inflação deve se aproximar da meta da maneira mais gradual possível, sem necessidade de intervenções pesadas de política monetária, como uma elevação substancial da taxa de juros. O outro pressuposto básico é a ocorrência de menores taxas de juros reais. Esta proposta visa ao aumento da autonomia do Banco Central para melhorar a eficácia do regime de metas de inflação (Ibid., 2006: 463).

A credibilidade do Banco Central brasileiro também é discutida pelos economistas ortodoxos. Segundo estes economistas, ela vem se reduzindo desde 2009, com grande piora no final de 2010 e início de 2011¹⁵. Segundo as críticas, a queda do nível de credibilidade é um dos fatores responsáveis pela perda de eficácia da política

¹⁵ A credibilidade do Banco Central foi medida segundo critérios estipulados por Helder Ferreira Mendonça em MENDONÇA, H.F. Mensurando a credibilidade do Regime de Metas de Inflação no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, nº 3, p. 344-350, Jul/Set 2004. Para maior aprofundamento sobre o assunto e melhor entendimento sobre a medição do índice de credibilidade, consultar este artigo. A credibilidade irá variar entre 0 e 1 neste índice. Caso a inflação esperada pelos agentes seja igual à meta estipulada pelo Banco Central, a credibilidade será 1. Caso a inflação esperada se encontre dentro do limite das bandas da meta, a credibilidade vai variar entre 0 e 1. Quanto mais longe da meta e mais próxima das bandas, mais próxima de 0 ficará a credibilidade. Em caso da expectativa ficar fora do intervalo da banda, a credibilidade é 0.

monetária, pois em todos os anos de 2009 até 2013, período de redução de credibilidade, o nível inflacionário ficou sempre acima da meta, sempre chegando próximo ao teto da banda da meta. Tal baixa é visto pelos agentes do mercado como sinal de elevada incerteza sobre o comprometimento do Banco Central em manter a estabilidade monetária, o que acaba pressionando-o a adotar uma taxa Selic mais elevada na tentativa de reduzir esta incerteza (ZIEGELMEYER, 2014: 50).

Gráfico 3.1 – Credibilidade do Banco Central entre 2009-2013.



Fonte: Zieglmeyer, 2014: 50

Percebe-se que, segundo a metodologia adotada para medição da credibilidade, ocorreu redução desta, sendo que o ano de 2013 acabou com uma credibilidade abaixo de 0,5, chegando até mesmo a valores menores que 0,25. O melhor índice é aquele mais próximo de 1, sendo 0 o valor mais baixo possível. (Gráfico 3.1).

O problema de credibilidade do Banco Central, para os economistas ortodoxos, não é recente na economia brasileira e desde o início do regime de metas de inflação em 1999, ele vem afetando o funcionamento ideal do regime. Após a adoção em 1999, na fase em que ainda estava se formando a credibilidade do Banco Central, os

resultados de 2001 e 2002 mostraram que ele não conseguiria manter a inflação estável em caso de choques de oferta ou outros elementos que afetassem a inflação fora do âmbito da demanda (MENDONÇA, 2004: 349).

Mas, se realmente ocorre uma falta de credibilidade do Banco Central brasileiro, como muitos economistas alegam, é necessário saber quais seriam as fontes disso. Algumas hipóteses são levantadas. Uma das explicações é em relação à coleta de preços realizada pelo Banco Central, sob a qual alguns agentes econômicos teriam acesso privilegiado antes da divulgação do índice final de inflação. Estes agentes com informação privilegiada replicariam seu preço já se precavendo sobre a inflação futura. A segunda explicação teria origem no chamado “custo de *menu*”. Quando ocorrem erros na estimativa da inflação e ela acaba sendo um pouco mais elevada do que foi efetivamente prevista, o agente econômico não irá alterar seu preço devido ao custo de alteração dos preços serem maiores do que a perda inflacionária pelo erro de estimativa. Outra hipótese seria a desconfiança dos agentes em relação à aversão efetiva que o Banco Central possui da inflação. Os agentes estariam desconfiados que o Banco Central brasileiro não possui um compromisso tão elevado com o combate inflacionário quanto deveria (GARCIA & GUILLEN, 2009: 4-5).

No caso brasileiro, a questão parece ser a desconfiança dos agentes econômicos em relação ao compromisso do Banco Central com o combate inflacionário. O resultado dos últimos anos foi que a inflação esteve acima da meta, chegando próximo ao teto da banda superior. Em 2011, o nível inflacionário chegou ao limite da meta, o que prejudicou, segundo os críticos ortodoxos, a credibilidade do Banco Central. (ZIEGELMEYER, 2014: 50).

Um fator que poderia aumentar a credibilidade do Banco Central, para os ortodoxos, é maior transparência das medidas de política monetária adotadas. Um aumento da transparência do Banco Central resolveria a questão da informação privilegiada, aumentando a credibilidade e reduzindo o risco de dúvidas sobre a mesma.

O nível de transparência do Banco Central brasileiro é considerado elevado, pois adota medidas de transparência além do exigido por lei, como a definição clara de prioridade de objetivos e metas quantitativa destes objetivos a serem

alcançados. Se compararmos na prática o nível de transparência do Banco Central brasileiro é similar ao do Banco Central inglês, cujo modelo serve de padrão para a sua atuação desde 1999. Mas mesmo tendo uma atuação considerada transparente em comparação com diversos outros bancos centrais mundiais, a sua transparência é resultado da atuação da diretoria do Banco Central desde 1999, não resultado de uma lei que o obrigasse a atuar desta maneira, sendo assim, não existem garantias que no futuro tal transparência continuará a ser aplicada (ANDRADE, 2004: 363-4).

Uma vez que não há garantias legais que obrigam o Banco Central a atuar de maneira transparente nas suas medidas, o medo desta atuação não ter continuidade no futuro faz com que a credibilidade não seja tão elevada. O atual nível de transparência atual sem uma legislação que obrigue o Banco Central a adotar tal postura não dá o nível de credibilidade ao Banco Central brasileiro que outro banco central teria atuando da mesma maneira.

Existem medidas que fariam aumentar o nível de transparência do Banco Central brasileiro e da atuação das políticas monetárias. O Banco Central não divulga os dados e os modelos utilizados para a obtenção das previsões inflacionárias que ele realiza. Outra crítica é a não divulgação do voto de cada membro do Comitê de Política Monetária na definição da taxa Selic ou de outras medidas monetárias. Mesmo assim, existem diversas ações tomadas pelo Banco Central que mostram um compromisso claro com a transparência das suas atitudes, sejam elas em relação ao procedimento operacional das ferramentas monetárias, seja em relação às decisões políticas (MENDONÇA, 2006: 194-5).

Fica claro, portanto, que a transparência pode ser melhorada, conforme opinião dos economistas ortodoxos. Mas o grau de transparência que existe na atuação do Banco Central atualmente não é fator que atrapalhe o funcionamento do regime de metas de inflação. Os principais problemas em relação ao Banco Central para uma melhora do funcionamento do regime estão na questão da autonomia e da credibilidade.

3.2.2 – Melhoras na eficácia do regime: formação de expectativas, o horizonte da meta, o método de medição e o nível de desemprego abaixo da sua taxa natural.

Além de mudanças estruturais no Banco Central, a visão ortodoxa do debate atual sobre o regime de metas de inflação sugere medidas que possibilitariam melhoras no funcionamento do regime. Tais medidas fariam com que o combate inflacionário via este regime fosse mais efetivo, com atitudes menos rigorosas do Banco Central para se atingir a meta estipulada.

A formação de expectativas inflacionárias é importante para aumentar a credibilidade do Banco Central em caso de acertos continuados em relação à inflação futura e também por conseguir mais facilmente a obtenção da inflação desejada no final do horizonte de cumprimento da meta.

A formação das expectativas é melhor quando ocorre uma comunicação clara entre o Banco Central e os demais agentes do mercado. Esta comunicação irá afetar as decisões de poupança, consumo e investimento dos agentes econômicos. O alinhamento entre o comportamento dos preços da economia com os objetivos do Banco Central, ou seja, a garantia de que o que foi estipulado esteja de fato acontecendo no controle inflacionário, é essencial para resultados positivos na política monetária. Desta forma, a comunicação se torna uma ferramenta fundamental para a eficácia da política monetária e para a formação de expectativas futuras. Caso existam regras mais estritas que o Banco Central siga sem desvios, a necessidade de comunicação acaba sendo reduzida, pois as atitudes do Banco Central seriam mais previsíveis, não alterando assim, as expectativas futuras (COSTA FILHO & ROCHA, 2010: 266).

A análise acima é feita em relação aos preços dos ativos financeiros, mas tal lógica pode ser expandida para os demais preços da economia, já que, como colocada na análise acima, as expectativas racionais também influenciam os preços gerais da economia e os preços dos ativos financeiros. Uma melhora na formação das expectativas futuras, portanto, estaria ligado primeiramente a uma maior formalização dos objetivos do Banco Central, com regras mais rígidas que detalhassem bem os objetivos que ele deveria possuir e de quais maneiras estes objetivos seriam atingidos.

O horizonte de cumprimento da meta estipulada é outro debate dos economistas ortodoxos. A importância de saber o horizonte ideal para o cumprimento das metas é possibilitar políticas monetárias menos rígidas, pois quanto menor o tempo para o cumprimento da meta, em caso de choques inesperados de oferta ou de demanda, maior será a necessidade de políticas monetárias rígidas para se alcançar a meta estipulada.

No caso brasileiro, é proposto um aumento do horizonte de cumprimento da meta que tornaria o regime de metas de inflação mais flexível, tornando possível aceitar desvios temporários em relação à meta. Primeiramente, a meta seria menos volátil e permitira menor reação do governo em caso de desvios da meta, afetando menos o produto e o emprego em casos de desvios oriundos de choques de oferta e de demanda. Mas esta maior flexibilidade não deve, em hipótese alguma, transformar-se em decisões sistemáticas de política monetária equivocada, que trabalhasse sempre próximo às bandas e não à meta efetiva (GIAMBIAGI & CARVALHO, 2001: 19).

Mas esta transição só será possível em caso de uma redução do nível inflacionário. Para se conseguir atuar com um prazo mais longo, como o de dois anos, seria necessário que a transição a uma inflação estável estivesse concluída. Assim, os desvios da meta durante o período seriam aceitos pelos agentes econômicos como fator natural, confiantes de que no final do período esta inflação alcançaria gradualmente a meta estipulada anteriormente (GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO, 2006: 458).

Antes de ocorrer tal mudança, é necessária a redução do nível inflacionário brasileiro para padrões mais semelhantes à de economias desenvolvidas. A inflação brasileira gira em torno de 6% ao ano durante os últimos anos, sendo que o padrão internacional, considerado o ideal pelos economistas ortodoxos, é de 2% ao ano. Para o Brasil poder imitar o padrão internacional, com o horizonte da meta de dois anos, é necessário que ele consiga reduzir e manter sua taxa de inflação flutuando por volta de 3% ao ano, valores similares a de economias como o Chile e a Coréia do Sul (Ibid., 2006: 464-5).

Mas existem riscos em relação à utilização de médias mais longas que devem ser considerados. As ocorrências de choques de oferta e de demanda podem

acabar se perpetuando durante todo o período no qual o horizonte é estipulado. Isto ocorre devido à ação mais gradual da política monetária que, por não acabar definitivamente com os efeitos deste choque, fazem com que ele se perpetue durante um tempo maior do que em horizontes menores, pois a necessidade de se eliminar um choque deste tipo é quase imediata em regimes de meta de inflação de horizonte menor (GIAMBIAGI & CARVALHO, 2001: 20-1).

Outro ponto que será abordado nesta seção é em relação à maneira como ocorre a medição da inflação na economia brasileira. O índice atual brasileiro é medido amplamente, o chamado índice cheio, que leva em consideração boa parte dos preços da economia, colocando dentro deste índice tanto preços livres quanto preços administrados. A adoção de um índice de preços que expurgue alguns componentes, que seria o índice de núcleo, é proposto com o intuito de mostrar o real impacto inflacionário da economia, podendo, assim, eliminar fatores que geram choques de oferta da medida do IPCA e excluir os preços administrados, que não se alteram devido aos movimentos da demanda (GIAMBIAGI, MATHIAS & VELHO, 2006: 460).

Esta medida deveria vir junto com algumas séries de outras medidas. A primeira delas seria uma menor amplitude da banda, já que agora estariam excluídos os fatores inflacionários que não estariam ao alcance do combate via taxa de juros, como proposto no regime de metas de inflação. No caso brasileiro, onde economistas mais ortodoxos consideram a amplitude da banda muito larga, não poderia acontecer tal medida sem a redução da amplitude da banda da meta de inflação. Outra ação necessária seria a ampliação do horizonte da meta, como já foi discutido acima. Esta alteração seria fundamental, pois com uma amplitude maior a tendência seria que o índice núcleo fosse o mais parecido possível com o índice cheio, evitando assim possíveis distorções de oferta na inflação (Ibid., 2006: 460).

O último ponto a ser abordado é em relação ao nível de desemprego abaixo da sua taxa natural na economia brasileira. O debate atual sobre o nível de desemprego da economia brasileira defende que este se reduziu constantemente nos últimos anos e vem ensejando aumentos do salário real, mas não está sendo acompanhado de um aumento de produtividade. Segundo os economistas ortodoxos baseados na ideia de expectativas adaptativas, este nível de emprego abaixo da taxa

natural de desemprego, com aumentos de salário sem ganhos de produtividade na mesma escala, acabam gerando uma pressão inflacionária na economia brasileira. Os agentes econômicos, sabendo que o nível de desemprego está abaixo do seu nível natural, irão se precaver em relação à inflação futura, sabendo que as medidas monetárias tomadas nesta situação não irão surtir efeito para o controle inflacionário, apenas causarão uma elevação ainda maior do nível inflacionário devido às recorrentes tentativas de se manter a taxa de desemprego abaixo do seu nível natural.

Seguindo esta linha de pensamento ortodoxa, a atuação do regime de metas de inflação deve se manter inalterado, sem tentar atuar com políticas anticíclicas que visem manter esta taxa de desemprego artificialmente reduzida. A alternativa seria adotar políticas, não somente monetárias, que aumentassem a taxa de desemprego ou medidas que reduzissem o nível salarial para um nível compatível com o da atual produtividade da economia. A eficiência do regime de metas de inflação, neste caso, seria a redução da demanda via redução do nível de emprego, que resolveria a situação inflacionária neste caso. Qualquer outra maneira de atuação que não seja tentar reduzir a demanda da economia irá fracassar, gerando ainda mais inflação nos períodos posteriores. A solução neste caso seria reduzir a demanda suficientemente para que a taxa de desemprego volte ao seu nível natural, sem gerar novas pressões inflacionárias.

Estes foram os pontos levantados e discutidos pelos economistas ortodoxos como pontos que podem melhorar a capacidade de funcionamento do regime de metas de inflação. A partir de agora iremos analisar a visão heterodoxa sobre o assunto, apresentando os pontos que tais economistas colocam sobre o regime de metas de inflação e as críticas que existem quanto a este modelo de estabilização monetária

3.3 – A visão heterodoxa do debate.

Iremos agora aprofundar a análise na visão dos economistas heterodoxos sobre o regime de metas de inflação brasileiro. Primeiro, iremos analisar as questões estruturais do regime de metas, como a origem inflacionária e a maneira pela qual ele atua sobre a inflação, a possível ineficiência dele na redução inflacionária no caso

brasileiro e no controle de preços administrados. Depois iremos analisar os efeitos que o regime de metas de inflação gera na economia, como a redução do nível de investimento e de emprego, restrições ao nível de crescimento econômico, aumento da dívida pública, os efeitos na política cambial e críticas em relação ao mecanismo de transmissão inflacionária.

3.3.1 – Os problemas estruturais do regime de metas de inflação.

Uma das principais críticas ao regime de metas de inflação é a visão que ele tem sobre a inflação. O regime de metas considera que a maior parte da inflação é de demanda, sendo que as bandas da meta estabelecida existem justamente para eventuais choques de oferta não previstos dentro do período estipulado para se atingir ela. Isto significa que a inflação é tratada em maioria como uma inflação de demanda, deixando um espaço para possíveis pressões oriundas da oferta, mas não se propondo a eliminar tal fator de oferta da inflação.

Existem diversos tipos de inflação na visão heterodoxa da economia e muitos destes tipos de inflação têm sua origem a partir das condições de oferta da economia, como foi melhor analisado anteriormente neste trabalho e todas estas outras origens inflacionárias possuem influência no caso brasileiro.

Mesmo admitindo a existência de fatores de demanda que produzam inflação, existem diversas outras fontes que estão fora do âmbito da demanda. O tratamento errado da inflação, neste caso, pode gerar diversos efeitos negativos na economia. O caso brasileiro parece conter uma boa parcela de inflação com origem fora da demanda ou no mínimo passível de questionamento em relação a sua origem. Quando analisamos os fatores que mais impactam o IPCA, podemos analisar que a origem inflacionária é controversa no caso brasileiro.

Tabela 3.1 - Média anual da participação percentual do impacto de cada subgrupo no índice geral, IPCA, no período 2007-2012.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Alimentação e bebidas	20,94	22,40	22,71	22,83	23,37	23,40	24,50
Transportes	20,63	20,05	19,36	19,11	18,80	20,02	19,19
Habitação	13,46	13,14	13,24	13,24	13,18	14,72	14,37
Saúde e cuidados pessoais	10,81	10,75	10,83	10,82	10,73	11,15	11,20
Despesas pessoais	9,62	9,74	10,06	10,29	10,45	10,17	10,48
Vestuário	6,52	6,51	6,65	6,73	6,84	6,60	6,59
Comunicação	6,31	6,05	5,84	5,62	5,36	4,85	4,61
Educação	7,13	7,06	7,10	7,20	7,27	4,52	4,59
Artigos de residência	4,58	4,30	4,21	4,17	3,99	4,56	4,47

Fonte: SIDRA, elaboração própria.

Ao analisarmos os resultados obtidos, observamos que uma grande parte do impacto do IPCA tem origens questionáveis em relação a uma origem exclusivamente de demanda da economia. O grupo de maior impacto no cálculo do IPCA é de alimentação e bebidas, que sofre grande influência do comportamento dos preços das *commodities* e dos produtos agrícolas. Nestes casos, o impacto inflacionário tem sua origem mais ligada à oferta que a uma demanda aquecida. Quanto às *commodities*, ocorre o efeito de uma inflação importada, já que os preços são muito influenciados pelo mercado internacional. A produção agrícola, por sua vez, sofre intervenção no preço se houver um problema na safra, o que também é caracterizado como um efeito de oferta inflacionário. Mesmo existindo parcela da inflação, neste item, oriunda da demanda, o fator de oferta possui peso significativo na formação deste item. (Tabela 3.1).

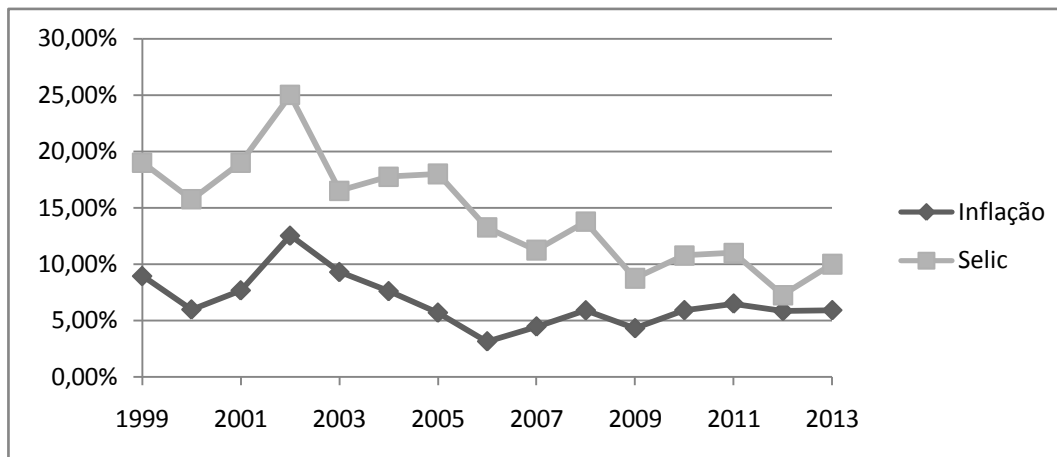
Os outros dois principais itens no cálculo do IPCA também têm origens muito ligados à oferta e nem sempre são decorrentes de uma demanda aquecida. Há no setor de transportes o efeito dos reajustes do transporte público, que ocorrem automaticamente na maior parte das vezes, refletindo a inflação passada, pois trata-se de preço indexado que não varia dependendo da demanda pelo transporte público. Existe também o caso dos preços de automóveis, que dependeram muito de incentivos fiscais nos últimos anos, mostrando que a demanda neste setor não estava demasiadamente aquecida. No caso da habitação, ocorreu um efeito especulativo muito forte nos últimos

anos, afetando o preço de imóveis nas principais cidades brasileiras. Mesmo existindo um forte fator de demanda neste item, há também um fator especulativo que não deve ser descartado. Trata-se, claramente, de um fator mais de defesa da concorrência do que especificamente de demanda. Existe também uma parcela de inflação indexada, já que os preços de aluguéis são reajustados periodicamente, transmitindo a inflação presente para o próximo período. (Tabela 3.1).

Portanto, vemos que a inflação tem origens diversas, não apenas oriundas de uma demanda aquecida. Mas o fato é que, mesmo possivelmente atacando erroneamente a inflação, o regime de metas de inflação consegue manter a inflação estabilizada, alcançando a meta estipulada. Essa medida é eficaz devido ao resfriamento excessivo da demanda da economia que ocorre com a política monetária atuando sempre para reduzir a demanda. Com o aumento da Selic, há redução do nível de investimentos privados, diminuindo o nível de demanda da economia, num grau maior do que ocorreria caso os fatores de oferta não estivessem pressionando a inflação. (Ibid., 2003, p. 15).

Este argumento possui uma boa sustentação ao analisarmos a trajetória conjunta da taxa Selic com o nível inflacionário durante o período do regime de metas de inflação. A taxa Selic caminha praticamente junto à inflação do período, mas num patamar mais elevado que a inflação. No entanto, durante este período, analisamos momentos em que existem elevações da Selic e momentos em que não existe elevação da inflação.

Gráfico 3.2 – IPCA e Selic entre 1999-2013.



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Existe uma forte correlação entre a inflação e a Selic durante todo o período do regime de metas de inflação. Porém, sempre que ocorre um movimento de aumento inflacionário, a Selic se eleva em um patamar bem mais alto que a da inflação no período. Isto pode ser claramente visto entre 2004 e 2005, quando a inflação mostrava uma tendência de baixa enquanto a Selic se elevava constantemente durante este período. Em 2008 podemos ver um período no qual houve uma elevação da taxa de inflação, mas com uma elevação bem mais forte da Selic no mesmo ano. Em 2013 também é possível perceber movimento parecido, quando a Selic teve aumento acentuado enquanto a inflação teve até mesmo uma ligeira queda no ano. (Gráfico 3.2).

Um dos principais motivos para esta tendência é a maneira como a política monetária e a taxa Selic são utilizadas no controle inflacionário. Existe certo “curto prazoismo” na atuação do Banco Central ao manipular a taxa Selic visando o controle inflacionário. Quando ocorre a percepção de pressões inflacionárias, o Banco Central atua, na maioria das vezes, de maneira rápida, aumentando a taxa Selic e mantendo a tendência de queda até a estabilização da inflação. A política monetária via aumento da Selic possui certo tempo de maturação até apresentar resultados e o Banco Central costuma atuar antes dos resultados concretos aparecerem na economia, sempre de maneira consecutiva e sem esperar a maturação de suas medidas iniciais. A tendência de “curto prazoismo” da política monetária acaba tornando tal política excessivamente rígida e tendo efeitos sob as demais variáveis econômicas.

Os motivos disso são os diagnósticos de pressões inflacionárias oriundas da demanda que o Banco Central identificou durante estes períodos. Em 2004 e 2005, o Banco Central realizou um diagnóstico de pressões inflacionárias devido a um estreito hiato do produto, graças ao aumento de crédito, que levava a um aumento da demanda. Ocorriam pressões de oferta vindo dos preços de *commodities*, principalmente petróleo, e *commodities* metálicas. Em 2008, o diagnóstico de uma pressão inflacionária surgia da crise econômica mundial, que possivelmente geraria uma forte inflação no Brasil, segundo o Banco Central. Este diagnóstico levou o Brasil a tomar medidas contrárias a de outras economias, que buscavam uma redução da taxa de juros básica visando salvar suas economias da crise. (FREITAS, 2010: 195-6).

Parece realmente existir um erro de diagnóstico da inflação brasileira e um erro de tratamento desta inflação. Este é um dos erros estruturais apontados pelos economistas heterodoxos do regime de metas de inflação. Outro ponto levantado por estes economistas é que o regime de metas de inflação é um bom método para estabilização inflacionária, mas não é o método mais eficaz na redução deste nível inflacionário.

A eficiência atual do regime de metas de inflação vem sendo discutida atualmente, pois parece ser incapaz de reduzir a taxa de inflação para o nível abaixo do que está atualmente. Mesmo com uma elevada taxa de juros durante boa parte do período do regime de metas, a inflação nos últimos anos quase não se reduziu, ficando apenas estável. Quando analisados a média de inflação entre 1995 e 2008, a média brasileira foi superior à mundial no mesmo período, e mesmo em relação aos países desenvolvidos, a inflação brasileira se mostra elevada apesar das maiores taxas de juros básica do mundo (MODENESI & MODENESI, 2012: 391).

Como já foi destacado no capítulo 1 deste trabalho, existem evidências de que o regime de metas de inflação, no caso dos países desenvolvidos, apenas manteve a inflação em um nível baixo, não sendo a medida responsável pela redução do nível inflacionário destas economias. (SICSÚ, 2002: 27-8). Este caso não parece se aplicar diretamente em economias em desenvolvimento. Existem reduções do nível inflacionário de diversos países em desenvolvimento em vários casos, como Colômbia, México e Chile com reduções muito significativas no seu nível inflacionário. Mas no

caso brasileiro, parece que a inflação conseguiu se reduzir até certo patamar. Como foi discutido no capítulo 2, muito desta redução se deve ao fator cambial, mas a inflação não consegue se reduzir abaixo deste patamar alcançado nos anos 2000. O regime de metas de inflação, neste caso, parece ser pouco eficaz na redução inflacionária no longo prazo, sendo apenas um mecanismo de estabilização.

Tabela 3.2 – Nível de inflação em países selecionados em média antes e durante o período do regime de metas de inflação e durante o período entre 2008-2013.

País	Antes do RMI (média) ¹⁶	Depois do RMI (média) ¹⁶	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Brasil	9,71	6,64	5,90	4,31	5,91	6,50	5,84	5,91
Chile	20,45	5,5	7,09	-1,48	2,97	4,44	1,49	3,01
Colômbia	23,72	5,37	7,68	2,00	3,18	3,72	2,44	1,93
México	20,75	5,17	6,53	3,57	4,40	3,82	3,57	3,97

Fonte: Arestis, de Paula & Ferrari Filho, 2009: 15 e FMI (Fundo Monetário Internacional), World Economic Outlook Database. Elaboração própria.

¹⁶ O período antes do regime de metas de inflação (RMI) vai entre 1995-1998 para o caso brasileiro, entre 1989-1998 para o caso colombiano e mexicano e entre 1981-1990 para o caso chileno. Para o período depois do regime de metas de inflação o período é entre 1991-2013 para o caso chileno e entre 1999-2013 para os demais.

O caso brasileiro parece possuir certa particularidade. Enquanto todos os outros países selecionados conseguiram reduzir a taxa de inflação desde a adoção do regime de metas e possuem uma tendência de queda nos últimos anos, apesar da variação maior na inflação, o Brasil tem uma inflação estabilizada, mas num patamar mais elevado e incapaz de reduzir efetivamente sua inflação para níveis abaixo (Tabela 3.2).

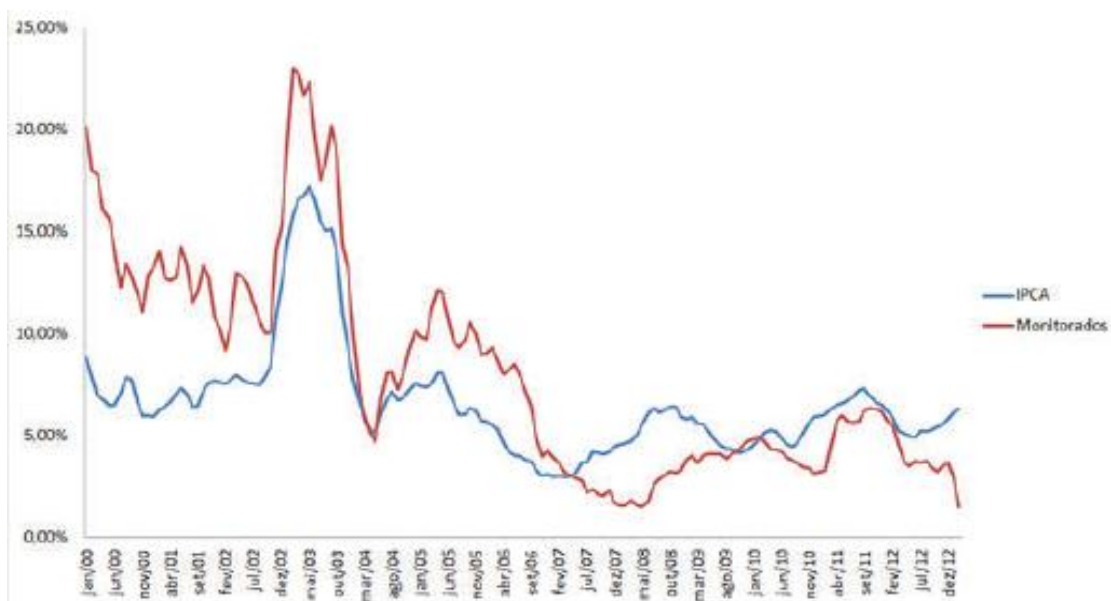
O último ponto estrutural que será analisado é sobre a ineficácia do regime de metas de inflação no combate aos preços administrados da economia. Como já foi colocado acima, cerca de 20% dos preços que fazem parte do IPCA são preços administrados, ou seja, boa parcela da inflação medida possui este componente.

Existe uma baixa eficácia do controle inflacionário via aumento de taxa de juros no controle dos preços administrados, já que estes não se elevam somente devido a pressões inflacionárias, mas sim devido a reajustes com periodicidade

determinada. Este é o caso de aluguéis e pedágios, que se elevam uma vez por ano baseado em índices de inflação passada, ou são reajustados conforme vontade do controlador deste preço, como o caso do reajuste dos ônibus, podendo servir diversas vezes também como ferramenta de controle inflacionário. Este foi o caso de 2013, quando ocorreu uma elevação dos preços administrados em patamares muito inferiores ao dos outros preços da economia.

Cerca de 20% dos preços que entram na composição do IPCA são considerados preços administrados. O efeito de uma política monetária que visa o controle de demanda, portanto, será quase totalmente ineficaz neste caso, já que estes preços são pouco sensíveis à movimentação da taxa Selic. Muitas vezes estes preços acabam se elevando de maneira mais forte que os preços livres, gerando assim distorções sobre o nível inflacionário, e uma necessidade de políticas monetárias mais agressivas, caso se utilize apenas o ferramental do controle de demanda. Entretanto este não foi o caso em 2013. O efeito disto é uma elevação e uma manutenção dos níveis da Selic em patamares excessivamente elevados, para poder exercer o controle sobre os preços livres, fazendo com que estes tenham que controlar todo o restante da inflação. Ou seja, a Selic vai controlar os preços livres, que será, no resultado final, o único fator que vai controlar de fato a inflação do período (MODENESI & MODENESI, 2012: 396).

Gráfico 3.3 – Preços administrados em relação ao IPCA acumulado de 12 meses entre Jan/200-Fev/2013.



Fonte: Perfeito, 2013: 82.

Durante boa parte do período analisado, os preços monitorados se elevaram em nível superior ao nível do IPCA. Para o controle inflacionário baseado em políticas de controle de demanda, era necessária uma redução significativa que compensasse os elevados níveis de inflação oriunda dos preços administrados, obtidos através de elevadas taxas Selic. (Gráfico 3.3).

Importante ressaltar que atualmente o papel dos preços administrados na economia vem se mostrando inverso nos últimos anos. Ao invés de ser um preço que cresce acima da inflação, estes preços estão sendo fator fundamental para o controle inflacionário nos últimos anos. Durante o ano de 2013, o impacto dos preços administrados na formação do IPCA foi muito baixo, enquanto os preços livres afetaram pesadamente na composição do índice. Os preços administrados, que antes eram fatores inflacionários na economia acabaram se tornando em uma ferramenta de controle inflacionário recentemente.

Estes foram os pontos que mostram falhas estruturais do regime de metas de inflação. A partir de agora iremos analisar os efeitos do regime de metas de inflação na economia.

3.3.2 – Os efeitos do regime de metas de inflação na economia.

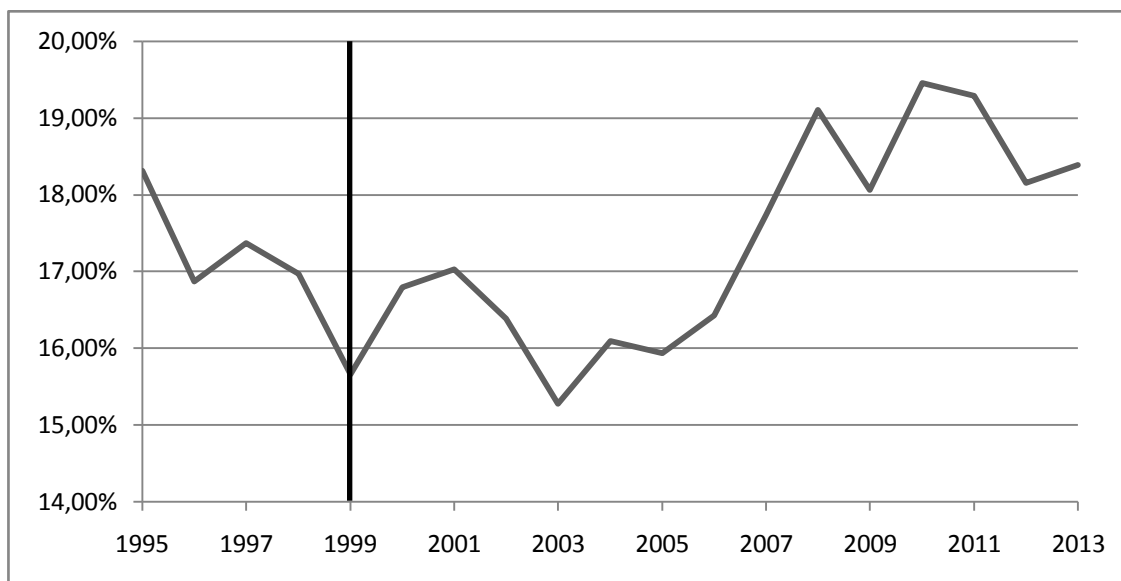
O regime de metas de inflação gera diversos efeitos negativos na economia brasileira, e o primeiro a ser analisado é o impacto da política monetária no nível de investimento e emprego da economia.

O regime de metas de inflação, ao atuar no combate inflacionário sempre de modo a reduzir a demanda da economia, acaba reduzindo o nível de investimento da economia. Numa visão macroeconomia mais ampla, o efeito acaba não se restringindo apenas ao investimento, já que, reduzindo o investimento, o multiplicador keynesiano também é afetado, e, conseqüentemente, também existem reflexos no nível de emprego da economia. Com a elevação da taxa Selic, ocorre uma redução do nível de investimento da economia, que gera um resfriamento de toda a demanda da economia. Sendo assim, na atuação de uma política monetária ortodoxa, o nível de emprego acaba tende a se manter elevado, devido à dificuldade de novos investimentos decorrentes da elevada taxa Selic (SICSÚ, 2003: 15).

O investimento acaba sendo afetado diretamente devido ao elevado nível da taxa Selic que o regime de metas de inflação determina. Este elevado nível da Selic acaba afetando a eficiência marginal do capital, que vai ser o referencial do investimento para os empresários, na visão de economistas keynesianos e pós-keynesiana sobre o assunto.

A eficiência marginal do capital utiliza a taxa de juros como um parâmetro de comparação. Se a eficiência marginal do capital for maior do que a taxa de juros, o empresário vislumbra a possibilidade de lucro futuro mesmo aceitando o risco do investimento, já que será mais vantajoso a ele realizar tal investimento caso este se transforme na lucratividade futura esperada do que empregar seu capital em alguma aplicação ou algum empréstimo que terá como retorno a taxa de juros (CHICK, 1993, p. 131).

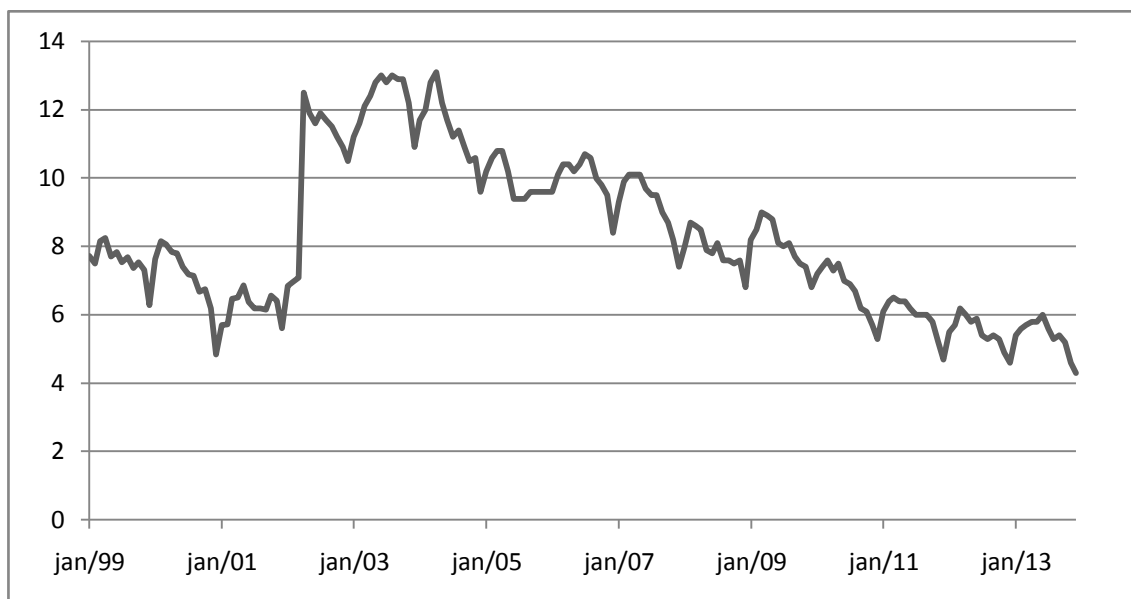
Gráfico 3.4 – Nível de investimento entre 1995 e 2013 (% PIB).



Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

O nível de investimento, mesmo antes da adoção do regime de metas de inflação, era baixo, com valores sempre abaixo de 18% do PIB. Mesmo depois de 1999, ano marcado no gráfico devido ao início do regime de metas de inflação no Brasil, a taxa de investimento permaneceu baixa, principalmente até o ano de 2006. Após 2006, houve um aumento do nível de investimento, época que se inicia uma política monetária menos ortodoxa com um menor nível da Selic. Mas o real motivo deste aumento do investimento foi o papel dos bancos públicos, principalmente o BNDES, com estímulos ao crédito com baixa taxa de juros, visando estimular o investimento. Mesmo assim, o nível de investimento continua abaixo de 20% durante todo o período, valor considerado baixo, principalmente se compararmos com outras economias mundiais. O investimento mantém agora uma tendência de elevação até o ano de 2011, quando ocorre uma redução do nível de investimento, porém com um nível ainda maior que no período de início do regime de metas de inflação. Tal tendência de elevação é fruto do crédito cedido pelos bancos públicos. (Gráfico 3.4).

Gráfico 3.5 – Nível de desemprego no Brasil entre 1999-2013 (%).



Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

O nível de desemprego também foi elevado durante boa parte do período de adoção do regime de metas de inflação. Apenas a partir de 2006, como também foi o caso do investimento, que começam a ocorrer menores taxas de desemprego, sendo que atualmente a economia se encontra num nível considerado baixo. Esta redução do nível de desemprego está diretamente ligada ao volume de investimento, que a partir de 2005 começa a se elevar. Devido ao efeito multiplicador, combinado com o crédito cedido pelos bancos públicos, o nível de investimento elevou o volume de empregos, que proporcionou um novo aumento do volume de investimentos, criando-se assim um ciclo virtuoso na economia. Importante ressaltar uma mudança da metodologia do cálculo de desemprego a partir de abril de 2002, onde fica evidente no gráfico uma elevação considerável do nível de desemprego, o que leva a conclusão que o nível no período anterior estava mais elevado do que os dados mostram no gráfico entre 1999 e abril de 2002. (Gráfico 3.5)

Podemos ver, portanto, que um dos fatores que influencia o nível de investimento e de emprego da economia é a taxa Selic, pois a partir da adoção de políticas econômicas menos ortodoxas os indicadores de emprego e de investimento mostraram melhoras. O nível mais reduzido da Selic pode ser um dos fatores que

contribuíram para estas mudanças, além de diversos outros fatores que não são o foco deste trabalho.

Devido a estes efeitos que existem no nível de investimento da economia, o regime de metas de inflação também possui impacto no resultado do crescimento econômico durante todo o período.

O crescimento econômico durante todo o período do regime de metas de inflação tem sido fraco como um todo. Entre 1999 e 2005, os anos nos quais ocorreu uma maior ortodoxia das medidas de política monetária, o crescimento médio do período foi de 2,6% ao ano, e com um comportamento de *stop-and-go* no ritmo de crescimento econômico neste período (ARTESIS, DE PAULA & FERARRI FILHO, 2009: 16-7).

No período entre 2006 e 2013, quando houve uma menor ortodoxia das políticas monetárias, o crescimento também não foi muito expressivo como um todo. Em média, houve um crescimento de 3,6% ao ano, e com uma volta da tendência de *stop-and-go* nos últimos anos do período. Analisando o período como um todo, a média de crescimento foi de 3,2% ao ano, e mesmo com anos de crescimento expressivo como 2005, 2007, 2008 e 2010, durante a maioria dos anos o crescimento raramente chegou próximo a 4%.

Grande parte deste efeito ocorre devido à rigidez da política monetária que o regime de metas de inflação proporciona. A taxa Selic se manteve em um patamar muito elevado durante o período do regime de metas de inflação, e mesmo a taxa real de juros, com o IPCA já deflacionado se manteve alta. A rigidez ocorre devido ao foco principal do Banco Central e da política monetária, que se baseia basicamente em manter o controle inflacionário. Isto ocasiona uma elevação do custo do crédito dentro da economia, piorando ainda mais a expectativa para o investimento. O que explica também parte do efeito da taxa Selic no baixo crescimento econômico é o fato que, em situações de turbulência externa, a Selic é utilizada para atingir a meta inflacionária preestabelecida e também para reduzir a volatilidade cambial. Em situações de tranquilidade econômica, a Selic também começa a servir como atrativo para o capital

externo, ou seja, nas duas situações ela acaba sendo elevada, prejudicando quase que sempre o crescimento econômico brasileiro (Ibid., 2009: 17).

Esta tendência seria revertida somente com a adoção de políticas monetárias mais brandas, já que existiria um impacto virtuoso sobre a economia com a redução da taxa Selic. Existiria uma melhora nos gastos financeiros da dívida pública, uma redução do nível dos *spreads* bancários e um estímulo substancial sobre as decisões de investimento produtivo dos empresários, fazendo com que existisse um maior potencial de crescimento econômico. Este seria o ponto que a política monetária pautada no regime de metas de inflação precisaria ser alterada, com reduções substanciais das taxas Selic. Seria necessária uma readequação dos objetivos do Banco Central e da política monetária brasileira, que visaria não só mais a inflação, mas também o nível de emprego da economia, possibilitando, portanto, que a política monetária atuasse também visando um maior crescimento econômico (DE PAULA, 2008: 233).

É necessário se analisar também a influência do regime de metas de inflação na política cambial brasileira. Um dos mecanismos de atração ao capital estrangeiro é a entrada deste capital via emissão de títulos da dívida pública, e estes títulos são lastreados pela taxa Selic. A taxa Selic acaba influenciando substancialmente a taxa de câmbio brasileira.

Existe certo impacto de curto prazo em relação ao controle inflacionário oriundos do câmbio. Quando ocorre uma elevação da taxa Selic, existe uma maior atração ao capital estrangeiro, que gera uma valorização cambial, que reduz os custos diretos e indiretos da economia, afetando os preços e reduzindo o impacto inflacionário (SERRANO, 2010:65).

Mas este impacto não pode ser observado no longo prazo. Um regime com elevado grau de flexibilidade cambial, com flutuação livre ou suja, como no caso brasileiro, junto com a adoção de políticas monetárias discricionárias, como é o caso do regime de metas de inflação, pode acarretar em um alto viés inflacionário. Este tipo de combinação em situação de oscilações da taxa cambial gera incertezas sobre a paridade cambial futura e sobre o valor futuro da moeda doméstica, fazendo com que os agentes

econômicos apliquem certo viés inflacionário na formação de seus preços. Quando ocorre uma desvalorização cambial devido ao saldo negativo da balança comercial ou outros fatores, tal desvalorização encarece o preço dos bens importados, principalmente de insumos industriais. Isto causaria uma pressão inflacionária de oferta, já que os preços dos insumos importados possivelmente serão repassados aos preços dos bens produzidos internamente. Por outro lado, se existir uma tentativa de se manter uma taxa de câmbio real estável, visando evitar os problemas de incerteza uma realimentação do processo inflacionário poderia acontecer. Seria necessária então uma atuação constante na tentativa de desvalorizar constantemente a taxa cambial, levando aos efeitos de desvalorização descritos acima. (CANUTO & HOLLAND, 2002:9).

Vale destacar também um dos principais efeitos que a política de elevada taxa Selic acarreta à economia brasileira, que é o elevado estímulo às operações de *carry trade*. O *carry trade* é uma operação de arbitragem entre taxa de juros de diversos países. Um agente econômico qualquer tenta buscar recursos em países que possuem reduzidas taxas de juros e aplica estes recursos em títulos de dívida pública de países que proporcionam taxas de juros mais elevadas. Este é o caso brasileiro (PERFEITO, 2012:54).

Estas operações de *carry trade* fazem parte da explicação da valorização cambial que foi vista em boa parte do período do regime de metas de inflação. Esta entrada de moeda estrangeira, principalmente dólar, foi responsável pela alta acumulação de reservas internacionais que aconteceu durante os últimos anos, mas tal valorização também possui efeitos muito negativos para a economia brasileira. A principal consequência é a perda de competitividade que a indústria brasileira teve durante a última década. A partir de 2000 volta a ocorrer um aumento da importância dos produtos primários na pauta exportadora, parte explicada pelo favorável cenário internacional às *commodities*, e parte explicada pela perda de competitividade da indústria (Ibid., 2012:56-9).

A perda de competitividade industrial brasileira é um grande problema que precisa ser observado com mais cuidado. Os ganhos elevados que a exportação de *commodities* gera para a economia brasileira podem ser temporários, e a tendência é que

ocorra uma redução dos preços delas. Isto faz com que a necessidade da indústria competitiva seja grande a partir dos próximos anos na economia brasileira.

O último ponto a ser analisado é em relação ao mecanismo de transmissão da política monetária segundo a lógica do regime de metas de inflação e que serve de base para a atuação do Banco Central. Como podemos analisar na figura 3.1, a variação da taxa Selic iria influenciar diretamente as taxas de mercado, o preço dos ativos financeiros, alteraria a expectativa sobre a formação dos preços, o crédito e a taxa de câmbio. Somente se admite possibilidade de influência de choques externos em relação à taxa cambial. Todos os outros fatores somente são influenciados pela Selic, e estes por consequência influenciam o nível de investimento privado, o nível de preços dos bens de consumo duráveis, o volume de exportações líquida e os preços externos. Estes preços afetariam a demanda agregada, gerando impactos na inflação.

Figura 3.1 – Mecanismo de transmissão da política monetária.

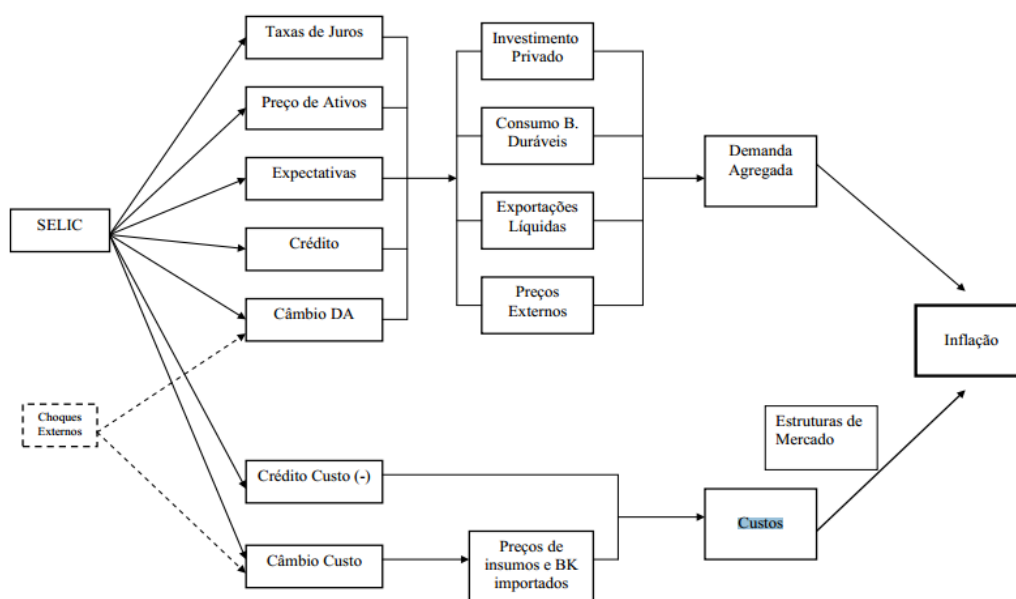


Fonte: Modenesi, 2005: 371.

Economistas heterodoxos consideram este mecanismo de transmissão de política monetária incompleto, não levando em consideração fatores de oferta que causam reduções de custo da inflação, mesmo que indiretamente na política monetária. É proposta a adição de mais dois canais de transmissão de política monetária que tornaria mais explicativo a origem inflacionária e o método de controle inflacionário. O primeiro seria uma relação de crédito-custo, o segundo uma relação de câmbio-custo. O

primeiro mostra o impacto real da variação da Selic no controle inflacionário, que mostra que inicialmente o aumento da Selic se torna um fator de pressão de custos em uma empresa, por elevar os custos de produção da empresa, devido a encarecimento de crédito, influência cambial, e outros fatores. A funcionalidade da Selic viria no longo prazo, já que a demanda se tornaria desaquecida no futuro, fazendo com que a Selic tivesse real efeito na redução inflacionária. Também é importante colocar o fator cambial, que auxilia a redução inflacionária via valorização cambial, tornando mais baratos os produtos importados, como máquinas, equipamentos e até mesmo bens finais (MODENESI, ALVES & MARTINS, 2012: 212-3).

Figura 3.2 – Modelo alternativo de transmissão de política monetária.



Fonte: Modenesi, Alves & Martins, 2012: 214

É possível demonstrar com maior detalhamento a transmissão de política monetária, colocando fatores como o câmbio e o impacto negativo da Selic no custo da empresa em um momento inicial. Este mecanismo de transmissão se mostra mais completo e mais explicativo que o mecanismo convencional, mostrando que a Selic nem sempre atua em favor da redução do nível inflacionário e também que existem fatores, como o câmbio, que são importantes para o entendimento da redução de política monetária. (Figura 3.2).

3.4 – Um balanço entre as visões sobre o debate

A partir de agora iremos iniciar um balanço sobre todos os pontos levantados entre os economistas ortodoxos e heterodoxos em relação ao regime de metas de inflação, e discutiremos a relevância destes pontos no debate atual do caso brasileiro.

3.4.1 – Sobre os pontos levantados por economistas ortodoxos.

Em relação ao nível de independência do Banco Central brasileiro e sobre sua atual autonomia, consideramos que não existe um real problema em relação a estes temas na economia brasileira. O nível de independência do Banco Central é considerado adequado ao cenário econômico brasileiro, sendo que se utiliza um modelo muito similar ao das principais economias desenvolvidas do mundo, o método de Walsh. O Banco Central se mostrou durante todo o período com um elevado grau de independência para poder tomar as atitudes que pretendia para reduzir o nível inflacionário da maneira que achava mais independente.

Existe também um grande problema em relação à independência do Banco Central, que é a possível falta de coordenação entre políticas macroeconômicas que podem ocorrer neste cenário. Em economias que possuem um elevado grau de independência de seus Bancos Centrais, muitas vezes ocorrem conflitos de políticas, sendo que a atuação da política monetária e da política fiscal acaba se tornando conflitante, podendo gerar uma elevada ineficiência macroeconômica destas políticas (SICSÚ, 1996: 138-9).

Existem críticas em relação à atuação do Banco Central no governo Dilma, no qual muitos mencionam uma perda de autonomia em relação às medidas tomadas pelo Banco Central. Muitas alegações surgem sobre possíveis interferências do Ministério da Fazenda e da própria Presidente da República na definição da taxa Selic neste período. Consideramos que nos momentos em que existiram reduções da taxa Selic, estas reduções ocorreram devido à percepção do Banco Central a respeito de ausências de pressões inflacionárias futuras, e que, caso não existisse um elevado nível

de autonomia do Banco Central, a elevação posterior não ocorreria da maneira que ocorreu com consideráveis elevações no ano de 2013, mostrando que o Banco Central possui autonomia para a condução da política monetária.

Portanto, mesmo que exista a possibilidade de uma independência ainda maior do Banco Central, talvez baseado no modelo de Rogoff, isto não significa que isto melhoraria a atuação dele e o controle inflacionário, já que poderiam ocorrer desequilíbrios macroeconômicos em uma situação de uma independência demasiada do Banco Central.

Em relação à autonomia do Banco Central, acreditamos também que o nível de autonomia que ele possui atualmente é adequado à realidade econômica brasileira vigente. O Banco Central mostrou, durante diversos momentos dentro do período do regime de metas de inflação, que possuía autonomia suficiente para comandar a política monetária da maneira que achava a mais adequada à situação, mesmo em situações em que se mostraram inadequadas as medidas tomadas pelo Banco Central, com fortes elevações da taxa Selic em momentos que não se mostrava necessária tal elevação.

Mesmo no que diz ao problema relacionado aos ciclos eleitorais, consideramos que tal cenário vem mostrando uma forte autonomia do Banco Central em suas tomadas de decisão. Durante o ano de 2010, ano eleitoral, houve uma volta do movimento de subida da taxa Selic que estava em movimento de baixa num período anterior. Tal movimento volta a se apresentar em 2013, com forte tendência de perpetuação em 2014, que também será ano eleitoral. Caso existisse uma autonomia fraca do Banco Central, como alegado pelos economistas ortodoxos, as variações naturais da taxa Selic seriam de baixa nestes períodos, movimento que não se mostra real quando analisamos o caso brasileiro da última eleição e a tendência da próxima.

A questão da credibilidade do Banco Central também é apontada como problema em relação ao cumprimento da meta estabelecida por ele. Durante boa parte do período, o que se mostrou foi um fortalecimento da credibilidade, pelo menos até o ano de 2009. Devido à adoção do regime de metas de inflação em 1999, o que ocorre é uma redução das incertezas na economia, sendo esta agora uma economia muito mais

estável. Com esta estabilidade maior, o que acontece de fato é uma elevação do nível de credibilidade do Banco Central, que auxiliou para que as metas estabelecidas fossem mais facilmente alcançadas durante o período (MONTES & BASTOS, 2011:407).

Existem críticas sobre a atual credibilidade do Banco Central, que vem se reduzindo, segundo os economistas ortodoxos, desde 2009, chegando a um nível muito baixo durante o ano de 2013. Parte deste problema surge devido à percepção dos agentes econômicos que o Banco Central não persegue mais o centro da meta, mas sim o teto da banda superior da meta inflacionária. Tal crítica tem um fundamento baseado dentro de um índice de credibilidade, mostrado acima. Consideramos que existem outros fatores que vão além dos abordados no cálculo de credibilidade do Banco Central, inclusive especulativos em relação ao movimento de queda de juros que ocorreu durante o ano de 2012. Deste modo, não se pode fazer uma avaliação mais precisa sobre o real motivo desta queda.

Sobre o nível de transparência do Banco Central, mesmo existindo pontos que podem gerar melhoras na comunicação com os demais agentes econômicos, sua atuação mostrou um nível de transparência bem elevado, comparado com os Bancos Centrais das economias mais desenvolvidas. Parece que neste caso ele vem atuando corretamente, sem precisar realizar grandes mudanças para melhoras significativas nesta área.

A formação de expectativas é um fator importante para o funcionamento do regime de metas de inflação, e precisa ser mais eficiente se considerarmos o modelo atual de política monetária. Mesmo com uma comunicação considerada adequada do Banco Central com os outros agentes monetários, é necessária uma posição mais consistente quanto a sua percepção do cenário econômico atual e futuro para conseguir formar melhor a expectativa dos agentes econômicos.

Existem possibilidades de um erro de previsão quanto à inflação final, o que pode prejudicar a formação de futuras expectativas inflacionárias. Isto ocorre devido às incertezas econômicas que podem ocorrer dentro da economia, como um choque inesperado tanto de demanda quanto de oferta. Para se evitar possíveis erros de previsão, possibilitando uma melhor formação de expectativa inflacionária, é

aconselhável que o Banco Central trabalhe com bandas mais largas do que existem atualmente. Também é aconselhável, para que choques de oferta inesperados não afetem diretamente o índice inflacionário, que os índices de preço utilizados excluam, ou utilizem moderadamente dentro do índice, os efeitos de possíveis choques de oferta (CANUTO & HOLLAND, 2002:25-6).

Na formação de expectativas fatores fora da demanda também devem ser analisados, para conseguir avaliar com mais consistência o cenário futuro, e também para não se basear somente sobre o movimento da demanda da economia na análise da inflação futura. Tal ação auxiliaria uma melhor formação de expectativas futuras.

É necessário também criar expectativas fora do âmbito do controle inflacionário, como em relação ao crescimento econômico e o nível de investimento e emprego da economia. Para tanto, o Banco Central deveria agir de maneira a não se preocupar exclusivamente com a inflação, mas também como órgão responsável por auxiliar o estímulo econômico. Assim, se formariam tanto expectativas em relação à inflação futura quanto ao crescimento econômico futuro. Este papel o Banco Central deveria também cumprir dentro de sua atuação na economia brasileira.

A alteração do horizonte da meta é uma sugestão considerada muito importante para um melhor funcionamento do regime de metas de inflação e auxiliaria muito um combate inflacionário menos rígido. Avaliamos que não seria necessário o cumprimento de todos os pressupostos levantados acima para estas mudanças. Estas alterações seriam possíveis no cenário atual da economia brasileira, e que isto possibilitaria inclusive uma política monetária menos agressiva, gerando um cenário possível para uma redução da taxa Selic no futuro.

A medição do nível inflacionário seria um ponto importante de mudança dentro do regime de metas de inflação, trazendo certa flexibilidade para a política monetária. A possibilidade de se adotar um índice de núcleo de inflação, reduzindo ou até mesmo eliminando o peso dos preços administrados do índice auxiliaria uma atuação mais branda da política monetária, permitindo que ocorressem reduções do nível da taxa Selic (DE PAULA, 2008: 232-3).

Uma vez que os preços administrados não são sensíveis às alterações da taxa Selic, sua inclusão no item apenas tornaria a política monetária mais rígida, pois é necessário atacar de maneira mais agressiva os preços livres, tornando, no sistema de política monetária atual, indispensável uma política monetária com elevadas taxas Selic para este combate inflacionário.

Em relação ao último ponto discutido pelos economistas ortodoxos, que se refere ao nível de desemprego abaixo de sua taxa natural e o nível salarial crescendo acima da produtividade, descartamos a existência de uma taxa natural de desemprego, que estaria pressionando a demanda para níveis superiores ao da oferta de equilíbrio. Também descartamos a possibilidade de uma inflação exclusivamente de salários, já que esta somente ocorre junto com uma inflação de lucro. O nível salarial somente se eleva na economia brasileira junto com o aumento do *mark-up* das empresas, portanto, a real causa da inflação não seria a elevação dos salários que não são acompanhados de aumentos de produtividade, e sim, a elevação do *mark-up* das empresas.

Em relação ao nível de emprego atual da economia, mesmo com um nível de desemprego baixo, ainda existe espaço para uma taxa menor, mesmo sabendo que a redução do nível de desemprego se torna cada vez mais difícil quanto mais próxima a economia se encontra do pleno emprego (que seria considerado apenas quando a taxa de desemprego estiver muito próxima ou igual a zero). Ainda existe a possibilidade de uma redução ainda maior do desemprego. Não aceitamos a idéia de uma taxa natural de desemprego da economia, que somente poderia ser reduzida caso os trabalhadores aceitem menores salários, segundo a visão ortodoxa. A ideia de existir uma taxa natural de desemprego não condiz com a visão do autor deste trabalho.

Consideramos também que, mesmo com um nível baixo de desemprego, isto se caracterizaria como uma inflação de custo, e não como uma inflação de demanda, portanto, a atuação do regime de metas de inflação não solucionaria esta origem inflacionária. Mesmo atuando sobre o volume dos salários, esta seria apenas uma medida paliativa, que não atacaria a origem da inflação, da mesma maneira que ocorre com a atuação do regime de metas de inflação no controle geral via redução de demanda. O que o regime de metas de inflação conseguiria seria uma redução do nível de emprego, devido a uma redução do investimento que causaria esse aumento do nível

de desemprego. Isto seria um caso de controle de oferta via demanda, que acabaria sendo efetiva, mas controlando mais uma vez a inflação de maneira equivocada.

Devemos levar em conta também que mesmo que esta redução do nível de emprego via regime de metas de inflação seria efetivo no controle inflacionário, mesmo que seja atuando equivocadamente na origem desta inflação. Porém o custo social que isto acarretaria poderia ser elevado demais, sendo que o resultado pode até ser satisfatório no controle inflacionário, mas problemas muito mais graves para a economia brasileira surgiriam. A estabilidade monetária não deve ser prioridade sobre o crescimento econômico e o nível de emprego da economia.

3.4.2 – Sobre os pontos levantados por economistas heterodoxos.

Quando analisamos a questão das várias origens inflacionárias que existem, vemos que existe um ponto que necessita ser alterado na política monetária brasileira. Existem diversas origens inflacionárias dentro da economia brasileira além do componente de demanda, e estas outras origens inflacionárias não possuem grande sensibilidade à atual condução da política monetária, baseada em alterações constantes da taxa Selic. É necessário utilizar outros mecanismos monetários, e até mesmo fiscais, para o controle correto da inflação. Tal ação reduziria os efeitos de contração de demanda em uma economia na qual seus níveis não estão demasiadamente aquecidos, como é o caso brasileiro.

A manutenção da taxa Selic em níveis elevados, decorrente deste controle equivocado da inflação brasileira, gera consequências negativas à economia, como a atração de capital estrangeiro especulativo em demasia na economia brasileira, aumenta o custo de carregamento da dívida interna e também do carregamento das reservas internacionais do Banco Central, e também gera um elevado desestímulo ao investimento produtivo. Combater corretamente a inflação permitiria uma taxa Selic mais próxima ao de outras economias desenvolvidas, que reduziria os malefícios que elevadas taxas de juros podem trazer à economia (SICSU, 2008: 148).

Sobre uma possível ineficiência do regime de metas de inflação na redução efetiva do nível inflacionário, consideramos que é necessário fazer uma análise cuidadosa sobre o tema. O regime de metas de inflação em um primeiro momento da economia brasileira foi responsável pela redução do nível inflacionário, que chegou a patamares mais elevados do que o encontrado atualmente. A inflação entre 1999 e 2005 ficou em média por ano em 8,24%, um valor mais elevado que o corrente, no qual a inflação parece permanecer flutuando entre 5,8% e 6,5% nos últimos 4 anos. Chegou a 12,53% em 2002, e foi se reduzindo gradativamente durante os anos do regime de metas de inflação até o ano de 2006, ano em que parece que se inicia certa estabilidade inflacionária.

Entretanto, existe o fato de que, desde 2007, a inflação flutua entre 4,3% e 6,5%, ou seja, flutua dentro da banda superior da meta estipulada, mostrando que a economia se encontra em um patamar inflacionário que se mantém há muitos anos. Devemos analisar que desde 2005 não houve redução da meta estipulada pelo Banco Central, ficando sempre em 4,5%, e também se inicia em 2006 uma tendência de políticas menos ortodoxas na condução da política monetária. Estes fatores que mostram certa flexibilidade podem ser fatores mais decisivos para esta estabilidade na qual a economia brasileira se encontra do que o regime de metas de inflação em si. Possivelmente, se seguido de maneira mais ortodoxa, já existiria uma redução da meta inflacionária nos últimos anos, na tentativa de reduzir o nível inflacionário, o que ocasionaria uma taxa Selic ainda mais elevada do que a atual. Portanto, não avaliamos que o regime de metas de inflação seja o único responsável por tal ineficiência em reduzir a inflação. Parece ser mais uma questão de escolha de prioridades, entre uma política que tente dar mais espaços a medidas visando um crescimento econômico do que uma política que se prenda somente na questão de estabilidade monetária.

Em relação aos preços administrados, fica claro que o controle exercido pelo regime de metas de inflação surte pouco efeito nestes preços. Existe uma reduzida sensibilidade destes preços a alterações da taxa Selic, o que torna o controle inflacionário sobre os preços administrados do regime de metas de inflação ineficaz neste ponto. Durante boa parte do regime os preços administrados atingiram patamares maiores do que o dos preços livres da economia, o que tornou necessário um controle

muito mais rígido destes, visando controlar a inflação como um todo. Sendo que cerca de 20% dos preços medidos pelo IPCA são preços administrados, o combate à inflação com a utilização da taxa Selic acaba exigindo que estas taxas sejam excessivamente elevadas, para que o controle dos preços livres compense os preços administrados.

Como foi colocado anteriormente, uma das possíveis soluções para este problema seria a utilização de uma medida do nível de inflação do tipo núcleo, que excluísse boa parte dos preços administrados, já que estes são insensíveis à taxa Selic. O combate inflacionário aos preços administrados deve ser realizado de outra maneira, que combata principalmente o caráter inercial deles, reduzindo assim a necessidade de utilizar níveis elevados da taxa Selic no combate inflacionário.

No caso dos problemas que o regime de metas de inflação provoca no investimento e nível de emprego, vemos que as críticas são pertinentes em relação ao nível de investimento da economia. Durante o período em que existia uma política monetária mais ortodoxa do que a atual, com um nível mais elevado da taxa Selic, período entre 1999 e 2005, vemos que existiam níveis elevados de desemprego e um nível ainda mais baixo de investimento do que o atual. Mas com uma flexibilidade da política monetária, com a redução da taxa Selic para os níveis atuais, o nível de emprego acabou melhorando consideravelmente, e se encontra atualmente num nível baixo.

Já no caso do nível de investimento, mesmo com uma leve melhora do nível desde 2006, com uma média próxima de 18% de investimento em relação ao PIB atualmente, ainda é um nível baixo, principalmente se considerarmos uma economia em desenvolvimento, como é o caso brasileiro. Mesmo com uma redução da taxa Selic, esta se encontra em um patamar muito elevado, considerando a Selic em si ou mesmo a taxa real de juros. Este elevado nível da Selic prejudica a decisão de investir dos empresários, reduzindo o “espírito animal” dos empresários, fazendo com que a taxa de investimento seja muito baixa.

É necessária uma redução da Selic para melhorar o nível de investimento da economia. Com o aumento deste, seria possível melhorar alguns pontos que causam inflação de oferta, como a insuficiência de oferta de alguns produtos e o nível de

produtividade da economia. Sem um aumento significativo do investimento, a atual taxa de desemprego pode acabar não se sustentando no longo prazo, sendo essencial para a economia uma melhora deste índice, que proporcionaria ganhos na economia, tanto na redução inflacionária como no crescimento.

Um dos grandes problemas do período do regime de metas de inflação parece ser o baixo ritmo de crescimento econômico. Durante todo o período, ele se mostrou baixo, e com uma grande tendência de *stop-and-go*. O crescimento econômico não se mostrou consistente no período e tirando algumas exceções, foi baixo mesmo nos melhores anos, principalmente antes de 2006, período de maior ortodoxia da política monetária.

Parte da explicação para este crescimento econômico modesto pode ser explicado pela ortodoxa política monetária que ocorre desde 1999, e que somente se tornou mais flexível a partir de 2006. O período é composto por um elevado nível da taxa Selic, que, como já explicado anteriormente, prejudica o nível de investimento da economia, resultando em um ritmo de crescimento econômico modesto desde 1999. Os melhores resultados da economia brasileira surgiram justamente quando se reduziu a ortodoxia da política monetária, com certa redução do nível da Selic. Mesmo assim, este nível se encontra demasiadamente elevado, o que explica um ritmo ainda baixo de crescimento econômico, mesmo sendo melhor do que no período anterior.

É importante deixar claro que não é somente com uma política monetária mais flexível que será possível alcançar melhores níveis de crescimento econômico. A política monetária é um dos pontos importantes para reverter o cenário de crescimento econômico moderado e da tendência de *stop-and-go* do ritmo de crescimento. Mas outras variáveis econômicas, que também afetam a perspectiva de lucratividade futura dos agentes econômicos, devem ser levadas em consideração. O caso de 2012 e 2013 foi emblemático para esta questão. Mesmo com uma redução considerável da taxa Selic e da taxa de juros real, o crescimento econômico foi fraco, o que mostra que não é somente a política monetária que influencia tal questão, mas também as políticas fiscais e cambiais.

Em relação aos efeitos que o regime de metas de inflação e a política de elevada Selic geram na política cambial, observamos que a política cambial flexível juntamente com o regime de metas de inflação acaba gerando possibilidades de inflação futura, devido à elevada volatilidade cambial que esta combinação gera. É necessário se praticar uma política cambial que evite estes efeitos inflacionários, já que o combate inflacionário via elevação da taxa de juros pode ser efetivo no curto prazo, inclusive devido a fatores cambiais, mas gera problemas no longo prazo. Deve ser adotada uma taxa cambial que ao mesmo tempo seja menos volátil, e seja mais favorável ao crescimento econômico, principalmente do setor industrial.

Entretanto, o principal problema que o regime de metas de inflação e as políticas ortodoxas causam na questão cambial é a facilidade que dá ao capital especulativo de realizar operações de *carry trade*. Estas operações acabam valorizando ainda mais a taxa cambial, fazendo com que exista uma elevada perda de competitividade da indústria brasileira. A redução da taxa Selic neste caso também seria benéfica, possibilitando uma política cambial voltada mais aos interesses industriais, fazendo com que melhore a situação da indústria nacional.

A questão da transmissão da política monetária parece ser contemplada de maneira incompleta pelo modo no qual é casualmente tratada, inclusive pelo Banco Central. Diversos outros fatores devem ser considerados, que também influenciam o nível final de inflação, não apenas a ocorrência de choques externos que alteram o nível cambial e a Selic que faz o ajuste de toda a economia, segundo a visão convencional. Fatores como a taxa de câmbio interferem diretamente, e possuem papel importante no mecanismo de transmissão que afeta o nível inflacionário. Por isso, outros fatores devem ser considerados no mecanismo de transmissão, não somente os fatores ligados à taxa Selic.

Uma última questão importante que não foi abordada diretamente neste trabalho é a razão pela qual o Brasil possui uma das maiores taxas de juros reais e nominais do mundo. Não se encontram motivos numa primeira análise para esta característica da economia brasileira, sendo que não conseguimos encontrar uma explicação plausível para este caso. É necessário no futuro conseguir entender a razão

de tal anomalia do caso brasileiro, já que tal nível elevado de taxa de juros real e nominal causa diversos problemas à economia brasileira, já levantados neste trabalho.

CONCLUSÃO

O regime de metas de inflação surge do extenso debate dos economistas ortodoxos em relação à condução correta da política monetária. A partir da metade do século XX, reaparece o debate em relação à neutralidade da moeda e à eficácia da política monetária fora do âmbito do controle inflacionário. Milton Friedman é um dos principais responsáveis pela volta destas ideias ao debate econômico, com uma releitura moderna da teoria quantitativa da moeda, mas chegando a uma conclusão muito similar à do modelo clássico, de que a quantidade de moeda define o preço das mercadorias e que uma inflação estável só é possível se existir equilíbrio entre a quantidade de moeda em circulação e o nível de produção desta mesma economia. A teoria inflacionária de Friedman é complementada pela teoria de expectativas adaptativas, na qual argumenta ser impossível haver nível de desemprego abaixo do nível natural de desemprego de uma economia, sendo que qualquer atitude das autoridades monetárias ou governantes de mudar tal situação apenas resultaria em uma inflação futura.

Os autores da escola dos novo-clássicos, que surgem nos anos 1970, refinaram as teorias de Friedman. A principal contribuição no debate sobre as políticas monetárias destes economistas é o aprimoramento da ideia de expectativas adaptativas, criando o conceito de expectativas racionais. Segundo este conceito, além de ser impossível ultrapassar a taxa natural de desemprego, o que resulta apenas em inflação, os agentes econômicos também têm percepção perfeita em relação à economia como um todo. Com isso, qualquer tentativa de se tomar uma medida que atue contra os mecanismos naturais econômicos serão ineficazes, pois os agentes, percebendo tal movimento, precaver-se-ão de tais medidas tornando-as ineficazes. Isto significa que tentar realizar qualquer medida monetária visando melhorar outras variáveis econômicas que não seja a inflação será ineficaz.

Todas as outras contribuições ao debate econômico sobre política monetária de viés ortodoxo são baseadas na teoria de expectativas racionais, tendo como base o papel do Banco Central como estabilizador monetário e o controle inflacionário sua única e exclusiva função.

Um dos principais pontos colocados como necessário para a boa atuação da política monetária é em relação ao nível de independência do Banco Central. Segundo autores como Rogoff e Walsh, é necessário que o Banco Central possua um elevado grau de independência em relação aos demais órgãos governamentais para poder efetuar as medidas monetárias necessárias para um controle inflacionário eficaz. O nível de independência do Banco Central também atua sobre o nível de credibilidade dele entre os agentes econômicos. Um Banco Central independente e capaz de manter um grau satisfatório de controle inflacionário vai conseguir maior credibilidade, fazendo com que as suas medidas possuam maior eficácia no controle inflacionário. Isto é, claramente, uma política baseada na teoria de expectativas racionais.

A lógica econômica que valida os pressupostos do regime de metas de inflação são todas de origem neoclássica, na qual o conceito de equilíbrio geral é a base fundamental. O equilíbrio geral constrói um modelo no qual todos os agentes econômicos são produtores independentes, produzindo suas mercadorias, no curto prazo apenas se levando em conta o insumo trabalho, sempre de maneira homogênea e com a mesma técnica de produção. Existe um número limitado de produtores e todos produzem uma quantidade fixa e idêntica de mercadoria em determinado tempo. Todos os agentes produzem visando a maximização de sua utilidade ao realizar escolhas ótimas e atuar da melhor maneira possível. A moeda é apenas um facilitador da troca entre os produtores, que buscam adquirir mercadorias produzidas por terceiros, trocando estas mercadorias pela sua própria produção. Sendo a moeda um facilitador de trocas, e a economia funcionando em equilíbrio perfeito, a inflação somente pode ter origem devido a um excesso de demanda, ocasionado por excesso de moeda em circulação na economia. Este modelo é passível de diversas críticas, principalmente em relação ao comportamento dos agentes, que é tido como quase perfeito e não se considera possíveis imperfeições em suas atuações. Em relação ao conceito de neutralidade da moeda, a teoria a pressupõe apenas como facilitadora de trocas, ignora outras funções importantes da moeda para os economistas heterodoxos, como sua liquidez e seu papel como reserva de valor.

Outro conceito que está inserido dentro da lógica do regime de metas de inflação é o de produto potencial e de hiato do produto. Para a ortodoxia econômica,

existe um limite para a expansão da oferta, que é quando ocorre o pleno emprego dos fatores de produção. Neste limite de expansão é que se define a taxa natural de desemprego desta economia. O hiato do produto, que pode ser positivo ou negativo, ocorre quando a economia está funcionando fora deste limite de expansão da oferta. Em caso de um hiato positivo, ocorrem pressões inflacionárias que se não forem resolvidas resultam em inflação. Este conceito também é contestado pela heterodoxia, já que a noção de pleno emprego, segundo a visão de Keynes, somente ocorreria quando não existisse desemprego involuntário.¹⁷ Com a presença de desemprego involuntário, o potencial de crescimento do nível de emprego ainda seria possível, já que existem pessoas desempregadas querendo se enquadrar no mercado de trabalho. A noção de uma taxa natural de desemprego não leva em conta o desemprego involuntário, considera todo nível de desemprego como voluntário, caso a economia esteja no limite do seu produto potencial. A redução desta taxa, na visão ortodoxa, só é possível caso os trabalhadores aceitem menores salários, pressupondo um nível de oferta rígida. A ocorrência desta taxa natural não significaria pleno emprego segundo uma visão heterodoxa, pois poderia existir desemprego involuntário mesmo em situações de baixo nível de desemprego. Outra crítica a tal conceito é no enfoque da oferta, que seria rígida no curto prazo, sendo que todo o ajuste deve ser feito na demanda. A heterodoxia considera que tanto a oferta quanto a demanda podem ser flexíveis e admite a possibilidade de falta de demanda para determinado nível de oferta. O ajuste e a origem inflacionária podem vir tanto do lado da oferta quanto do lado da demanda.

O regime de metas de inflação surge da junção destas diversas teorias sobre o papel do Banco Central e a melhor maneira de se realizar o controle inflacionário da economia, com base nos conceitos de expectativas racionais dos agentes econômicos, do equilíbrio geral e do produto potencial de uma determinada

¹⁷ Keynes diferencia o desemprego voluntário do desemprego involuntário. Segundo o autor, o desemprego involuntário ocorre quando existem trabalhadores dispostos a trabalhar pelo salário nominal corrente num nível acima do de emprego existente na economia. Os trabalhadores fora do mercado de trabalho são considerados desempregados involuntários, pois aceitariam as condições de trabalho correntes, mas não conseguem emprego no momento, e também não se encontram na categoria de desemprego friccional, que seriam aqueles que estão trocando de emprego. Para um maior aprofundamento do assunto, ver KEYNES, J.M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**, São Paulo: Nova Cultural, 1996.

economia. O primeiro país a adotar o regime de metas de inflação foi a Nova Zelândia em 1990, seguido por diversos outros países nos anos seguintes.

Os resultados obtidos pelos países que adotaram o regime de metas de inflação se mostraram contraditórios se comparados a países que não adotaram tal modelo de estabilização monetária. Quando analisamos os países desenvolvidos que optaram pelo regime com aqueles que não o fizeram, observamos pouca diferença entre eles tanto no nível inflacionário quanto no crescimento econômico. Ambos os grupos de países se mostraram consideravelmente iguais nos dois quesitos, sem expressar diferença significativa em adotar ou não o regime de metas de inflação para o caso dos países desenvolvidos. Quando analisamos o caso dos países em desenvolvimento, num primeiro momento é possível observar que existe uma relação entre crescimento econômico e estabilidade inflacionária. Os países que não adotaram o regime de metas de inflação, em um primeiro momento, mostraram níveis inflacionários menores, mas com reduzido crescimento econômico ao serem comparados com países em desenvolvimento que não adotaram o regime de metas. Mas esta diferença parece estar se reduzindo também no caso dos países em desenvolvimento, uma vez que o comportamento destes países é muito mais semelhante ao dos países desenvolvidos atualmente do que foram até o início dos anos 2000.

O caso brasileiro e a história do regime de metas de inflação como método de estabilização monetária merecem uma análise mais detalhada e cuidadosa. O regime foi adotado em 1999, substituindo o antigo método de estabilização monetária, de âncora cambial. A âncora cambial fez parte do Plano Real, iniciado em 1994, e foi o método de estabilização monetária escolhido para o controle inflacionário da nova moeda.

A âncora se baseava em um regime de câmbio fixo e supervalorizado, fazendo com que o controle inflacionário fosse realizado pelo mecanismo cambial. O mecanismo teve sucesso na redução e controle inflacionário durante o seu período de vigência, mas ocasionou diversos efeitos negativos na economia. Um dos fatores de maior prejuízo para a economia brasileira foi o fato de a política monetária ficar subordinada à política cambial, o que levou a níveis muito elevados da taxa Selic no período, que era um instrumento importante para a atração de capital estrangeiro e fator

fundamental para se manter a taxa cambial valorizada. Existiram no período, também, déficits constantes na balança comercial e na conta de transações correntes, que proporcionaram uma elevação substancial da dívida externa brasileira e geraram uma grande vulnerabilidade externa da economia.

O regime de metas de inflação foi adotado com o intuito de corrigir alguns destes efeitos negativos que a âncora cambial trazia à economia, principalmente em relação à taxa Selic, que foi mantida em níveis muito elevados e com alta volatilidade. Foi feito um novo arranjo macroeconômico para colocar em prática o regime de metas de inflação, com uma política cambial de flutuação suja, com uma política fiscal que visava um superávit primário possibilitando o pagamento da dívida que seria gerada devido à utilização da Selic, e com a política monetária conduzida pelo regime.

O que aconteceu com a adoção do regime, na realidade, foi uma redução da Selic mais lenta e gradual do que era esperado. Durante todo o período, com certos períodos de exceção, a taxa Selic ficou sempre em patamares muito elevados, com uma redução do seu nível ao longo do tempo, mas ainda elevado se comparado aos demais países desenvolvidos e até mesmo entre os países em desenvolvimento.

Inicialmente, o regime de metas de inflação obteve um grande sucesso, com certa redução da taxa Selic e com a estabilidade monetária, sendo que a meta estipulada pelo regime de metas de inflação foi atingida durante os dois primeiros anos do regime. Mas a partir de 2001 se iniciou um período de crise do regime, no qual não se conseguiu atingir a meta estabelecida no ano de 2001 nem de 2002, sendo que em 2002 houve um elevado descolamento da inflação com a meta estipulada pelo Banco Central no início do ano. A Selic terminou o segundo governo Fernando Henrique Cardoso em um nível muito elevado e o resultado do regime de metas de inflação durante o governo foi negativo.

Durante o governo Lula, entre 2003 e 2010, foi possível observar dois períodos distintos de condução da política monetária. O primeiro foi entre 2003 e 2005, quando existiu uma política monetária mais ortodoxa na qual a taxa Selic foi mantida em patamares muito elevados, sendo mais ortodoxo do que o governo anterior, e o

Banco Central atuou de maneira incisiva em qualquer possibilidade de pressão inflacionária oriunda da demanda. Num segundo momento, houve maior flexibilidade do regime de metas de inflação, momento no qual existiram níveis mais reduzidos da Selic, mas mesmo assim em um nível elevado. O segundo momento da política monetária possibilitou melhores resultados no crescimento econômico, com uma redução do nível de desemprego e um aumento do nível de investimento da economia, mesmo que este nível ainda se encontrasse abaixo do nível desejado de investimento para uma economia em desenvolvimento.

No governo Dilma houve uma tentativa inicial de reduções significativas da Selic e uma ortodoxia ainda menor da condução da política monetária. Nos dois primeiros anos, houve redução expressiva da Selic, chegando ao patamar de 7,25%, o mais reduzido da história recente da economia. Porém, esta menor ortodoxia da política monetária não veio acompanhada de um crescimento econômico constante nem de uma redução do nível inflacionário. O nível inflacionário se manteve constante desde meados do governo Lula e desde então não teve uma redução. Este cenário econômico acabou fazendo com que a redução da taxa Selic não se sustentasse, levando a um novo ciclo de aumentos sucessivos da taxa Selic até o final de 2013.

É importante ressaltar o papel efetivo da taxa de câmbio dentro do controle inflacionário. Antes de 2008, existia uma influência de curtíssimo prazo entre o nível inflacionário e a taxa de câmbio. Em momentos que a taxa de câmbio se manteve valorizada, a inflação se manteve sob controle, sem a ocorrência de fortes pressões inflacionárias e em patamares baixos para a realidade brasileira. Em momentos de desvalorizações cambiais, ocorreram pressões inflacionárias maiores e a política monetária teve que ser muito mais rígida no controle inflacionário. Nestes momentos, a inflação se elevou, quase sempre dentro da meta estipulada pelo Banco Central, mas forçando o mesmo a realizar uma política monetária mais rígida. Após 2008, a influência cambial no controle inflacionário se manteve inalterada, apenas não demonstrando tal característica de curtíssimo prazo visto até 2008, mas levando alguns meses para este efeito ser visualizado.

Tal atuação do regime de metas de inflação no Brasil leva a uma discussão sobre sua eficácia e seus efeitos na economia brasileira. Foram levantados e

analisados diversos pontos desta questão neste trabalho. Primeiramente foram discutidas as questões colocadas pelos economistas ortodoxos, como o nível de independência, de autonomia, credibilidade e transparência do Banco Central brasileiro, a formação de expectativas para cumprimento e horizonte de referência da meta inflacionária, o método de medição da inflação brasileira e uma possível origem da inflação atual ser oriunda de um nível de desemprego abaixo da taxa natural de desemprego da economia.

Sobre os pontos levantados por economistas ortodoxos, analisamos que a questão do nível de independência e autonomia do Banco Central brasileiro se encontra em um nível satisfatório durante todo o período do regime de metas de inflação, inclusive durante o governo Dilma, no qual existiram críticas em relação a uma possível perda de autonomia do Banco Central, que estaria sofrendo influência do poder executivo em suas decisões. Durante todo o período do regime de metas de inflação, o Banco Central atuou de maneira autônoma, operando no controle inflacionário sempre que considerou necessário, mesmo em momentos em que tal controle se mostrou equivocado. Consideramos que um aumento da autonomia do Banco Central, como proposto pelos economistas ortodoxos, tornaria a política monetária mais rígida, aumentando ainda mais seu foco em relação ao controle inflacionário. É importante que o Banco Central atue de maneira mais ampla, agindo inclusive com vistas a um aumento do crescimento econômico e manutenção do nível de emprego em patamares elevados.

Em relação à credibilidade do Banco Central, consideramos que existe uma redução dela, mesmo ocorrendo o cumprimento da meta durante quase todo o período do regime de metas. Tal queda de credibilidade pode não envolver apenas a questão sobre o cumprimento da meta, mas fatores especulativos de agentes econômicos que possuem interesse em taxas Selic elevadas, não sendo possível precisar uma avaliação sobre o real motivo da queda de credibilidade do Banco Central brasileiro. Ainda sobre o Banco Central, o nível de transparência se encontra coerente com a realidade internacional, sendo considerado um dos exemplos de maior transparência em suas atitudes. Mesmo existindo pontos de melhora sobre a questão, consideramos o nível de transparência adequado à realidade atual da economia.

Sobre os pontos de melhora ao regime de metas de inflação, se for considerar a continuidade do modelo atual de política monetária, seria melhor uma

formação de expectativas mais eficiente, com uma posição mais consistente do Banco Central quanto a sua percepção do cenário econômico mundial, fazendo com que a meta estipulada seja atingida mais facilmente. Para uma melhora destas formações de expectativas seria aconselhável uma maior amplitude da banda da meta e também um índice que reflita melhor os pontos em que o regime de metas de inflação é realmente efetivo, que seria no caso de inflação de demanda se adotando um índice núcleo, excluindo deste índice fatores de oferta, que não são sensíveis à taxa Selic.

Como já foi comentado anteriormente, é necessário que o Banco Central atue em outras áreas da economia, não se importando somente com o controle inflacionário. O Banco Central deve também auxiliar a criação de expectativas em relação ao crescimento econômico e ao nível de investimento e emprego da economia. Este é um papel que ele deveria assumir para um melhor funcionamento não somente do controle inflacionário, mas também para o funcionamento da economia como um todo.

O horizonte da meta deve ser alongado, possivelmente, para um tempo de dois anos, para que exista menor rigidez do controle inflacionário no cenário de política monetária atual. Com o atual cenário econômico brasileiro, avaliamos que já é possível uma alteração neste caminho e seria importante tal mudança para permitir uma política monetária menos agressiva, afetando menos outras variáveis importantes da economia brasileira, como o crescimento econômico. Outro fator importante para uma melhor atuação da política monetária é em relação à medição do índice inflacionário. Para um melhor desempenho do regime de metas de inflação, que tem sua eficácia justamente sobre as pressões inflacionárias oriundas da demanda, seria necessário um índice núcleo, que em sua composição teria excluído itens como os preços administrados e outros itens com pouca ou nenhuma sensibilidade ao controle inflacionário via taxa Selic, pois seriam itens com sua origem inflacionária oriunda da oferta. Com um índice núcleo seria possível atuar de maneira mais correta dentro da inflação brasileira, caso seja mantida a política monetária atual.

O último ponto levantado pelos economistas ortodoxos seria o da possível origem inflacionária atual ser relativa a uma taxa de desemprego abaixo do nível natural de desemprego da economia. Consideramos, neste caso, que a inflação ocasionada por uma taxa de desemprego baixa tem sua origem na oferta e não na

demanda. A origem inflacionária seria devido a uma elevação do nível de emprego sem que ocorressem elevações no nível de produtividade, sendo este aumento de preço repassado ao produto final, causando uma inflação na oferta. Não seria, portanto, uma inflação gerada necessariamente pela maior quantidade demandada de produtos. Não consideramos a existência de uma taxa natural de desemprego ótima, uma vez que existe espaço ainda, segundo nossa percepção, para reduções no nível de desemprego da população. Também não consideramos a ocorrência de uma inflação puramente devido à elevação do nível salarial que não acompanhou o aumento equivalente dos níveis de produtividade. Tais alterações do nível salarial, em uma economia oligopolizada, como é o caso da maioria das economias mundiais e da brasileira, são fruto da possibilidade do aumento do *mark-up* destas empresas. As empresas aumentam o salário, mas ao mesmo tempo aumentam seu *mark-up* e, conseqüentemente, aumentam sua lucratividade. A inflação colocada pelos economistas ortodoxos é mais uma consequência da inflação de lucros, devido ao aumento do *mark-up*, do que uma inflação de origem própria.

Mesmo assim, admitimos que um aumento do nível de desemprego seria eficaz no controle inflacionário, já que atuaria na demanda. Mas, da mesma forma que a correção da inflação de oferta via Selic acaba se tornando eficaz de uma maneira equivocada, a redução de salário não atacaria a origem da inflação, o que seria eficaz em um primeiro momento, mas não atacaria a origem inflacionária. Este método levaria a um custo social muito elevado, que consideramos ser mais grave à economia que uma taxa de inflação mais elevada. A redução do nível salarial e a redução de um possível crescimento econômico seriam as conseqüências deste controle. É necessário atuar de maneira precisa na inflação, atacando sua real origem, e somente assim será possível um controle inflacionário eficaz que não cause influências negativas em outras variáveis econômicas importantes.

Se considerarmos a manutenção do regime de metas de inflação e analisarmos os pontos levantados pelos economistas ortodoxos, seria necessária a ampliação do horizonte da meta e da banda, já que medidas de política monetária não se concretizam em resultados imediatos, levando certo tempo para que surtam efeito.

Outro ponto importante, e que deve ser alterado, é a forma de medir a inflação, que deveria ser baseada no índice núcleo de inflação. Com um índice núcleo, é possível analisar qual é o real impacto inflacionário oriundo da demanda, o único tipo de inflação que o regime de metas consegue ser eficaz. Com um índice núcleo, a política monetária pode atuar de maneira mais efetiva, sem prejudicar outros fatores da economia, como o crescimento econômico, o nível de investimento e a geração de empregos.

É preciso analisar a inflação brasileira de uma maneira mais ampla, considerando diversas fontes de inflação, não somente da maneira usual como é visto atualmente, na qual se considera praticamente toda a inflação vinda de uma demanda aquecida. É necessário observar os fatores de oferta que geram inflação na economia para um combate inflacionário mais correto e eficaz, que traria menores prejuízos à economia, não afetando demasiadamente fatores como o crescimento econômico e o nível de investimento da economia devido a elevada taxa Selic.

Consideramos também que existe, atualmente, certa estabilidade inflacionária na economia e que o regime de metas de inflação conseguiu reduzir o nível inflacionário até certo patamar. Há certa resistência da inflação, que se mantém estável no nível atual, mas não há redução de fato nos últimos anos. Tal fator pode ser explicado por uma menor ortodoxia da política monetária desde 2006, e desde então não existiram novas reduções da meta inflacionária. A política monetária e a economia se tornaram menos ortodoxas a partir de 2006, sendo que a inflação não foi a única prioridade econômica, com preocupações em relação ao crescimento econômico e sobre a geração de emprego. O regime de metas de inflação não é o único responsável pelo atual nível inflacionário, pois parece ser mais uma questão de escolha de prioridades em relação à economia.

Os preços administrados se mostraram pouco sensíveis ao controle inflacionário via variação da taxa Selic, sendo que em boa parte do período do regime de metas de inflação os preços administrados se mostraram mais elevados que o nível dos preços livres da economia. Devido à existência de preços administrados dentro da medição do IPCA, o combate inflacionário via taxa Selic acabou se tornando demasiadamente rígido, já que a Selic afetou apenas 80% dos preços medidos pelo

IPCA, pois é necessária uma atuação muito mais rígida da política monetária para se atingir a meta estipulada para a inflação no final do período. A adoção de um índice núcleo, excluindo deste índice os preços administrados, auxiliaria um melhor controle inflacionário, fazendo com que a atuação do regime de metas de inflação somente ocorresse nos preços sensíveis a variações da Selic.

O regime de metas de inflação se mostrou um fator que prejudica o nível de investimento da economia, uma vez que o nível de investimento da economia se encontrava em patamares mais reduzidos durante o período de maior ortodoxia das políticas monetárias, no período posterior a 2006. Entre o período de 1999 e 2005 também existiam níveis mais elevados de desemprego do que os atuais níveis da economia. Com uma maior flexibilidade econômica, que surge a partir de 2006, houve melhora do nível de investimento e emprego na economia, mas com investimento ainda muito reduzido para uma economia em desenvolvimento, e com desemprego consideravelmente baixo, mostrando que parte da explicação para estas melhoras podem ser encontrados na menor ortodoxia da condução da política monetária. Com uma redução ainda maior da ortodoxia da política monetária talvez seja possível melhorar ainda mais estes aspectos da economia brasileira.

Uma redução da Selic, a partir de uma política monetária menos ortodoxa, seria benéfico para o nível de investimento e auxiliaria a resolução de alguns pontos geradores de inflação de oferta na economia, como a insuficiência de oferta de diversos produtos e um aumento do nível de produtividade da economia. Sem uma política voltada a uma retomada do nível de investimento, este nível de desemprego consideravelmente baixo pode ser apenas passageiro e não sustentável no longo prazo, pois é necessária uma mudança neste sentido tanto para um melhor controle inflacionário como para um maior crescimento econômico.

Com um nível de investimento mais alto, facilitado pela adoção de uma taxa Selic em nível mais reduzido, seria possível também melhorar o ritmo de crescimento econômico, fazendo com que este se encontre em níveis mais elevados e também mais constantes e evitando a tendência de *stop-and-go* que existe na economia brasileira dos últimos anos.

Os problemas gerados em relação à política cambial também devem ser corrigidos. Com a taxa Selic atual ocorre uma valorização do câmbio que acaba gerando um problema de competitividade à indústria nacional e ao setor exportador. Com uma taxa de câmbio mais desvalorizada, visando um aumento da competitividade nacional ao invés de um controle inflacionário, seria possível uma melhora da situação da economia brasileira no cenário internacional, auxiliando a situação atual da indústria brasileira. Também é necessário evitar a atuação das operações de *carry trade*, que atuam especulativamente na economia brasileira. Este tipo de operação acaba gerando uma valorização maior ainda devido à excessiva entrada de moeda estrangeira na economia, piorando ainda mais a situação da indústria nacional.

Importante igualmente entender o mecanismo real de transmissão da política monetária, já que diversos outros fatores afetam o controle inflacionário além da Selic. A Selic, inclusive, contribui negativamente em um primeiro momento para o controle inflacionário, sendo efetiva de fato somente após certo tempo. É necessário analisar o fator cambial no controle inflacionário, já que o câmbio é um fator de redução de custos que afeta diretamente pressões inflacionárias oriundas da oferta.

Os pontos levantados pelos economistas heterodoxos são muito relevantes no debate sobre o funcionamento do regime de metas de inflação e devem ser considerados para uma melhor atuação da política monetária. Sem o entendimento real da origem inflacionária brasileira não é possível realizar um controle eficaz da inflação. Possivelmente, a falta de entendimento da origem faz com que o atual controle inflacionário mantenha a inflação apenas estável, sem reduzir efetivamente seu nível nos últimos anos. Pressões inflacionárias vindas da oferta e preços administrados são pouco sensíveis ao controle realizado pelo regime de metas, sendo este apenas eficaz no controle da inflação de demanda. Ocorre uma redução forte do nível de demanda, que compensa a inflação oriunda da oferta e os preços administrados. Tal medida reduz a capacidade de crescimento econômico, prejudicando o cenário brasileiro como um todo.

O regime de metas também se mostra como um fator que prejudica diversas outras variáveis econômicas brasileiras. O nível de investimento, assim como o nível de emprego, é fortemente influenciado pela taxa Selic, que se mantém elevada devido à atuação da política monetária dentro da lógica do regime de metas de inflação.

A política cambial seria melhor administrada sem a influência de uma taxa Selic tão elevada, permitindo que a taxa cambial fosse mais desvalorizada e assim ajudando a competitividade industrial, bem como evitando operações mais especulativas como o *carry trade*, que valoriza o câmbio e dificulta sua competitividade. As críticas heterodoxas em relação ao regime de metas de inflação levam à discussão sobre a real necessidade de manter o regime para um controle eficaz da inflação, já que este atua somente em uma parcela da inflação e gera diversos entraves ao crescimento econômico, ao investimento, à competitividade industrial e à redução do nível de desemprego da economia brasileira.

O regime de metas de inflação aparece como um mecanismo de controle inflacionário que necessita de diversos ajustes para um melhor funcionamento dentro da economia brasileira. É necessário corrigir a atuação da política monetária tornando-a menos ortodoxa com regime de metas de inflação mais flexível para obtenção de melhores resultados. Precisam existir outras formas de controle inflacionário além do regime de metas de inflação, já que este se mostra competente em combater apenas a inflação de demanda e possui pouca ou nenhuma sensibilidade para o controle da inflação oriunda da oferta. É preciso um combate à inflação mais correto, atacando a real origem do problema. Com um diagnóstico e combate mais preciso da inflação é possível também reduzir os efeitos negativos que a política monetária gera na economia brasileira. A atuação mais adequada da política monetária poderia contribuir para resultados melhores, tanto no que diz respeito ao combate inflacionário, quanto na melhora do desempenho da economia brasileira como um todo.

BIBLIOGRAFIA

I – Documentos

1 – Documentos impressos

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 15, nº 4, Dez/2013.

2 – Documentos em internet

IBGE. **Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor/Notas Técnicas**. Disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultnotas.shtm>, acesso em: 24 Nov. 2013

TOURINHO, R. Pronunciamento sobre o Projeto de Lei nº 317, de 2003, Complementar, que estabelece a autonomia operacional do Banco Central do Brasil, institui lei de diretrizes para as políticas monetária e cambial e redefine as competências do Conselho Monetário Nacional. **Senado Federal**, Brasília, 21 de Agosto de 2003. Disponível em <<http://www.senado.gov.br/atividade/pronunciamento/detTexto.asp?t=339286>>, Acesso em: 11 de Março de 2014.

II – Dissertação e teses

PERFEITO, A.G.P. **Hipóteses sobre a elevada taxa de juros brasileira: uma abordagem pós-keynesiana**. São Paulo, 2013, 111 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

III – Livros e artigos em coletâneas

BARBOSA, N. Dez anos de política econômica. In SADER, E et al. **10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma**, São Paulo: Boitempo, 2013, p. 69-102.

BARBOSA, N.; SOUZA, J.A.P. A inflexão do governo Lula: Política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E. et al. **Brasil: Entre o passado e o futuro**, São Paulo: Boitempo, 2010, p. 57-110.

BELLUZZO, L.G.; ALMEIDA, J.G. **Depois da Queda: A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. 1. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002

BIER, A.G.; PAULANI, L.; MESSENERG, R. **O heterodoxo e o pós-moderno: O Cruzado em conflito**. São Paulo: Paz e Terra, 1987

CASTRO, L.B. Privatização, Abertura e Desindexação: A Primeira Metade dos Anos 90. In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 131-164.

CARVALHO, F. J. C. et al. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000

CHICK, V. **Macroeconomia após Keynes: um reexame da teoria geral**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1993.

DE PAULA, L.F. Política econômica para o crescimento e estabilidade macroeconômica: uma abordagem keynesiana com uma referência ao Brasil. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. **Economia do desenvolvimento: Teoria e políticas keynesianas**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 217-238.

FILGUEIRAS, L. et al. Modelo liberal-periférico e bloco de poder: Política e dinâmica macroeconômica nos governos Lula. In: **Os anos Lula: contribuição para um balanço crítico 2003-2010**, Rio de Janeiro: Garamond, 2010, p. 35-69.

FREITAS, M.C.P. Banco Central e política macroeconômica: o regime de metas de inflação. In: MARCOLINO, L.C., CARNEIRO, R. **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**, São Paulo: Atitude, 2010, p. 177-207.

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

FRIEDMAN, M. **Capitalismo e Liberdade**. Tradução: Luciana Carli. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011

GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC. In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 131-164.

KEYNES, J.M **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**, São Paulo: Nova Cultural, 1996

LACERDA, A.C. et al. **Economia Brasileira**. 4. Ed. São Paulo: Saraiva 2010

MINSKY, H.P. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco: Novo Século, 2010.

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

MODIANO, E. A Ópera dos Três Cruzados: 1985-1989. In ABREU, M.P. et al. **A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**, Rio de Janeiro: Elsevier, 1990. p. 347-386.

SICSÚ, J. Planejamento estratégico do desenvolvimento e as políticas macroeconômicas. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. **Economia do desenvolvimento: Teoria e políticas keynesianas**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 138-159.

IV – Artigos em anais e periódicos

1 – Artigos em revistas indexadas

ALESINA, A.; SUMMERS, L.H. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. **Journal of Money, Credit and Banking**, Ohio, v. 25, nº 2, p. 151-162, May 1993

AMITRANO, C.R. O modelo de crescimento da economia brasileira no período recente: condicionantes, características e limites. **Política Econômica em Foco**, Campinas, nº 7, p. 206-249, Nov 2005/Abr 2006

ANDRADE, E.C. Bacen e BCs selecionados: uma análise comparativa do nível de transparência. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, nº 3, p. 351-369, Jul-Set/2004.

ARESTIS, P.; DE PAULA, L.F.; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, nº 1, p. 1-30, Abr/2009.

BARRO, R.J.; GORDON, D.B. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. **Journal of Monetary Economics**, Chicago, v. 12, p. 101-121, 1983a

BARRO, R.J.; GORDON, D.B. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 91, nº 4, p. 589-610, Aug 1983b

BATISTA JR. P. N. Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 13, nº 3, p. 5-20, Jul/Ago 1993.

BELLUZZO, L.G. Plano Real: do sucesso ao impasse. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 3, nº especial, 1999.

BELLUZZO, L.G; CARNEIRO, R. A insustentável leveza do crescimento. **Política Econômica em Foco**. Campinas, nº 4, p. 1-11, Maio/Out 2004.

BRESSER-PEREIRA, L.C.; NAKANO, Y. Hiperinflação e estabilização no Brasil: o primeiro Plano Collor. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 11, nº 4, p. 89-114, Out/Dez 1991.

BRESSER-PEREIRA, L.C. A Descoberta da Inflação Inercial, **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 14, nº 1, p. 167-192, Jan/Abr 2010

BIONDI, R.L.; TONETTO JR., R. O Desempenho dos Países que Adotaram o Regime de Metas Inflacionárias: uma Análise Comparativa, **Cadernos PROLAM/USP**, São Paulo, Ano 4, v. 2, p. 07-31, Dez/2005

CANUTO, O.; HOLLAND, M. Flutuações cambiais, estratégias de política monetária e metas de inflação. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 23, nº 1, p. 05-28, 2002.

CINTRA, M.A.M. Suave Fracasso – A política macroeconômica brasileira entre 1999 e 2005. **Revista Novos Estudos**, São Paulo, v. 73, p. 39-55, Nov/2005

COSTA FILHO, A.E.; ROCHA, F. Como o mercado de juros futuros reage à comunicação do Banco Central? **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 14, nº 3, p. 265-292, Mar/2010.

GIAMBIAGI, F.; MATHIAS, A.; VELHO, E. O aperfeiçoamento do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia aplicada**, São Paulo, v. 10, nº 3, p. 443-475, Jun/Set 2006.

KYDLAND, F.E.; PRESCOTT, E.C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 85, nº 3, p. 473-492, June 1977

KYDLAND, F.E.; PRESCOTT, E.C. Dynamic Optimal Taxation, Rational Expectations and Optimal Control. **Journal of Economic Dynamics and Control**, Pittsburgh, v. 2, p. 79-91, August 1979

LOPES, F.L. Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 5, nº 2, p. 135-151, Abr/Jun 1985

LUCAS, R.E. Expectations and the Neutrality of Money. **Journal of Economic Theory**, Pittsburgh, v. 4, p. 103-124, 1972

MENDONÇA, H.F. Mensurando a credibilidade do Regime de Metas de Inflação no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, nº 3, p. 344-350, Jul/Set 2004.

MENDONÇA, H.F. Transparência, condução da política monetária e metas de inflação. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 16, nº 1, p. 175-198, Jan/Abr 2006.

MISHKIN, F.S. Inflation Targeting in Emerging Market Countries. **Nber Working Paper Series**, Cambridge, nº 7618, p. 1-12, Mar/2000

MODENESI, A.M.; ALVES, C.C.P.; MARTINS, M. N. Mecanismo de transmissão da política monetária: a importância dos fatores microeconômicos. **Revista OIKOS**, v. 11, nº 2, p. 203-216, 2012.

MODENESI, A.M.; MODENESI, R.L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, v. 32, nº 3, p. 389-411, Jul/Set 2012.

MONTES, G.C; BASTOS, J.C.A. Metas de inflação e estrutura a termo das taxas de juros no Brasil. **Economia aplicada**, São Paulo, v. 15, nº 3, p. 391-415, 2011

MUTH, J. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. **Econometrica**, Cambridge, v. 29, nº 3, p. 315-335, July/1961

OLIVEIRA, G. TUROLLA, F. Política econômica do segundo governo FHC: mudanças em condições adversas. **Revista Tempo Social – USP**, São Paulo, v. 15, nº 2, p. 195-217, Nov/2003

PHILLIPS, A.W. The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom. 1851-1957. **Journal Economica**, London, v. 25, p. 283-299, Nov/1958

PRADO, E. F.S. Equilíbrio e entropia: crítica da teoria neoclássica. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 1, nº 2, p. 8-34, Dez/1999.

RESENDE, A.L. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. **Revista de Economia Política**, v. 5, nº 2, p. 130-134, Abr/Jun 1985.

ROGOFF, K. The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 100, nº 4, p. 1169-1189, Nov/1985

SARGENT, T.J.; WALLACE, N. Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. **Journal of Monetary Economics**, Philadelphia, v. 2, nº 10, p. 199-213, 1976

SERRANO, F. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 30, nº 1, p. 63-72, Jan/Mar 2010

SICSÚ, J. A URV e sua função de alinhar preços relativos. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 16, nº 2, p. 71-85, Abr/Jun 1996

SICSÚ, J. Uma crítica à tese de independência do Banco Central. **Revista Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 6, nº 2, p. 133-142, Nov 1996

SICSÚ, J. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, nº 1, p. 23-33, Jan/Mar 2002

SICSÚ, J. Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana. **Análise Econômica**, Porto Alegre, ano 21, nº 39, Mar 2003.

SILVA, M.L.F. Plano Real e Âncora Cambial. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, nº 3, p. 3-24, Jul/Set 2002

WALSH, C.E. Optimal Contracts for Central Bankers. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 85, nº 1, p. 150-167, Mar/1995

2- Artigos em anais de congresso

GARCIA, M.; GUILLEN, D. Expectativas desagregadas, credibilidade do Banco Central e cadeias de Markov. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 37, 2009, Foz do Iguaçu, **Anais...** Niterói: Anpec, 2009.

3 – Artigos em jornais e periódicos não indexados

BARROS, L.C.M. Questões sobre a inflação. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 05 de Setembro de 2008, Dinheiro, Caderno B, p. 2, 2008^a

BARROS, G. BC deveria deixar a economia em paz, diz consultor do Iedi. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 11 de Setembro de 2008, Dinheiro, Caderno B, p. 2, 2008b

BARROS, G. Agora, PT vai propor lei de BC autônomo. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 28 de Outubro de 2002, Especial, Caderno A, p. 5

BARROS, G. Novo PIB prova que BC errou, diz Delfim. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 29 de Março de 2007, Dinheiro, Caderno B, p. 2

BATISTA JR. P. N. A esperança e a tentação. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 31 de Outubro de 2002, Dinheiro, Caderno B, p. 2

BELLUZZO, L.G. Autonomia ou soberania? **Folha de São Paulo**, São Paulo, 14 de Dezembro de 2008, Dinheiro, Caderno B, p. 4

CASTRO, P. R. Lula, reformas e liberdade. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 30 de Outubro de 2002, Dinheiro, Caderno B, p. 2

COLOMBO, S. Alta de serviços não eleva inflação, diz BC. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 05 de Junho de 1999, Dinheiro, Caderno 2, p. 3.

COSTA, F.N. A situação, a oposição e o mercado. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 14 de Agosto de 2002, Dinheiro, Caderno B, p. 2,

CRUZ, V.; D'AMORIM S. Entrevista Alexandre Tombini – Inflação vai começar a recuar já em outubro. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 09 de Outubro de 2011. Poder, Caderno A, p. 12

CUCOLO, E. Banco Central admite inflação maior. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 30 de Setembro de 2011, Poder, Caderno A, p. 9.

CUCOLO, E.; SCHREIBER, M. Sob pressão, Banco Central corta taxa de juros para 12%. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 01 de Setembro de 2011, Poder, Caderno A, p. 4

FREIRE, V.T. Uma história banal de inflação. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 28 de Novembro de 2010, Mercado, Caderno B, p. 5

GRINBAUM, R. Críticas às metas de inflação vão do momento à prioridade. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 27 de junho de 1999, Dinheiro, Caderno 2, p. 2

LACERDA, A.C. O BC independente? **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 30 de Agosto de 2012, Economia, Caderno B, p. 2.

METAS de inflação serão mais flexíveis. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 23 de Junho de 1999, Dinheiro, Caderno 2, p. 4

NASSIF, L. O “grande dogma”. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 24 de Janeiro de 2003, Dinheiro, Caderno B, p. 3

PATU, G. Longe da crise, economia exigirá ajustes. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 01 de Novembro de 2010, Especial, p. 6.

PATU, G. No Brasil, nova âncora corre mais risco. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 27 de Junho de 1999, Dinheiro, Caderno 2, p. 1

POCHMANN, M. Meta antiemprego. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 10 de Julho de 1999, Dinheiro, Caderno 2, p. 2

SCHWARTSMAN, A. Phelps e a política monetária. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 18 de Outubro de 2006, Dinheiro, Caderno B, p. 2

STEINBRUCH, B. Que Deus proteja o Brasil! **Folha de São Paulo**, São Paulo, 31 de Outubro de 2006, Dinheiro, Caderno B, p. 2

STEINBRUCH, B. País descolado. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 24 de Fevereiro de 2009, Dinheiro, Caderno B, p. 2.

4 – Artigos em revistas e periódicos eletrônicos e internet

DE GRAUWE, P. There is more to central banking than inflation targeting. **VoxEU.org**, Nov/1997. Disponível em <<http://www.voxeu.org/article/subprime-crisis-time-inflation-targeting-rethink>> Acesso em 29 ago. 2013.

LANDIM, R. Estadão. **Os entraves da economia**. Disponível em <<http://topicos.estadao.com.br/juros-economistas>>. Acesso em: 09 Jan. 2014.

MITCHELL, B. Billy blog – Modern Monetary Theory...macroeconomic reality. **Central bank independence – another faux agenda**. Disponível em: <<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=9922>>, Acesso em: 09 jul. 2013.

V - Textos

GIAMBIAGI, F; CARVALHO, J.C As metas de inflação, sugestões para um regime permanente. **BNDES – Textos para discussão**, Rio de Janeiro, Mar/2001.

LULA DA SILVA, L. I. **Carta ao Povo Brasileiro**, São Paulo, 22 de Junho de 2002

SOUZA JUNIOR, J. R. C. Produto potencial: conceitos, métodos de estimação e aplicação à economia brasileira. **IPEA – Textos para discussão**, Rio de Janeiro, Nov/2005.

ZIEGELMEYER, R. Como anda a credibilidade do Banco Central? Evidências para o período 2009-2013. **Informações FIPE**. São Paulo, nº 401, p. 47-51. Fev/ 2014.

VI – Base de dados eletrônica

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Vários números. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br>>

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **World Economic Outlook Database**, vários números. Disponível em: <<http://www.imf.org>>

IPEADATA. Vários números. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>

SIDRA (SISTEMA IBGE DE RECUPERAÇÃO AUTOMÁTICA). Vários números. Disponível em: <<http://www.sidra.ibge.gov.br>>