

UNIVERSIDADE FEDERAL DO MARANHÃO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO
SOCIOECONÔMICO

ANDERSON NUNES SILVA

POLÍTICA MONETÁRIA E INFLAÇÃO NO BRASIL: pressões básicas e
mecanismos de propagação do nível geral de preços entre 2000 e 2015

São Luís
2018

ANDERSON NUNES SILVA

POLÍTICA MONETÁRIA E INFLAÇÃO NO BRASIL: pressões básicas e mecanismos de propagação do nível geral de preços entre 2000 e 2015

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Socioeconômico da Universidade Federal do Maranhão, para a obtenção do título de Mestre em Desenvolvimento Socioeconômico.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Zimbrão Affonso de Paula

Co-orientador: Prof. Dr. Alexandro Sousa Brito

São Luís

2018

ANDERSON NUNES SILVA

POLÍTICA MONETÁRIA E INFLAÇÃO NO BRASIL: pressões básicas e mecanismos de propagação do nível geral de preços entre 2000 e 2015

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Socioeconômico da Universidade Federal do Maranhão, para a obtenção do título de Mestre em Desenvolvimento Socioeconômico.

Aprovada em ____/____/____

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Ricardo Zimbrão Affonso de Paula (Orientador)
Universidade Federal do Maranhão

Prof^a. Dra. Maria de Fatima Silva do Carmo Previdelli (Examinadora)
Universidade Federal do Maranhão

Prof. Dr. Alan Vasconcelos Santos (Examinador Externo)
Universidade Federal do Maranhão

Nunes, Anderson Silva.

POLÍTICA MONETÁRIA E INFLAÇÃO NO BRASIL: pressões básicas e mecanismos de propagação do nível geral de preços entre 2000 e 2015/
Anderson Nunes Silva. – 2018.
80 p.

Coorientador: Alexandro Sousa Brito
Orientador: Ricardo Zimbrão Affonso de Paula

Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós Graduação em Desenvolvimento Socioeconomico/CCSO, Universidade Federal do Maranhão, São Luís, 2018.

1. Inflação 2. Mecanismos de Propagação 3. Política Monetária. I. Sousa Brito, Alexandro. II. Zimbrão Affonso de Paula, Ricardo. III. Título.

CDU 336.7

Às mulheres da minha vida, Tatyane e Andressa, pelo amor, companheirismo e por nunca permitirem que eu desistisse nesta longa e árdua estrada da vida.

AGRADECIMENTOS

Obviamente, o primeiro agradecimento é ao Criador (Deus, Yahweh), por ter me permitido viver este e outros momentos, por me dar forças e por colocar pessoas diante de mim para que pudessem me ajudar, pois os anjos não são apenas luz ou seres iluminados, mas são as pessoas próximas de nós, que Deus coloca em nosso caminho nos momentos difíceis.

Agradeço imensamente à minha esposa, Tatyane Lobo, que sempre esteve ao meu lado, lutando juntamente comigo por este título de Mestre, por sempre acreditar na minha capacidade, ainda que eu mesmo não acredite tê-la. Por todos os momentos bons e difíceis nesta jornada, agradeço a você, meu amor. Por outro lado, peço desculpas por ter sacrificado tantos momentos por conta deste mestrado, mas sei que você entende o quanto este título de Mestre é importante para mim.

Não poderia deixar de agradecer também à minha filha Andressa Sofia Lobo Silva. Ainda que seja uma simples criança de três anos, ele sentiu na pele o quanto é difícil completar esta etapa da vida. Filha, este agradecimento também se traduz em um pedido de desculpas pelos momentos em que não pude lhe dar atenção, inclusive, quando lhe disse coisas “feias”, palavras que um pai nunca deve dizer a um filho, ainda mais uma criança, principalmente você, uma menina tão meiga, carinhosa... Gostaria que entendesse que foi apenas um furacão que passou e que acabou endurecendo meu coração. É meus caros leitores, este é o preço de um mestrado.

Agradeço também aos meus pais (Sidney e Josidélia) e aos meus irmãos (Rafael e Isabelle), simplesmente por entenderem que eu quero sempre estar a um passo à frente.

Agradeço também à todo o corpo docente do PPGDSE da UFMA, em especial, aos professores doutores (em ordem alfabética): Alan Vasconcelos Santos (Métodos Quantitativos Aplicados), César Augustus Labre Lemos de Freitas (Economia do Trabalho I), Elizeu Serra de Araújo (Economia Política), Flávio Bezerra de Farias (Metodologia do Trabalho), João Gonsalo de Moura (Teoria Macroeconômica), José de Ribamar Sá Silva (Teorias do Desenvolvimento Socioeconômico), José Lúcio Alves Silveira (Teoria Microeconômica), Lucy Rosana Silva (Métodos Quantitativos Aplicados), Maria de Fatima Silva do Carmo Previdelli (Finanças e Desenvolvimento do Capitalismo), Ricardo Zimbrão Affonso de Paula

(Economia Brasileira) e Welbson do Vale Madeira (Transformações Capitalistas no Maranhão).

Ainda que o nome do meu orientador, Prof. Dr. Ricardo Zimbrão, esteja na lista destacada acima, vale a pena agradecê-lo mais uma vez, não somente por compartilhar seus conhecimentos na disciplina Economia Brasileira, mas principalmente, nesta orientação. Obrigado por me aceitar como orientando, pelas discussões, pelo apoio e paciência.

Agradeço imensamente ao meu Co-orientador, Prof. Dr. Alexsandro Sousa Brito, pelo apoio, por sofrer juntamente comigo, principalmente nestes últimos três meses. Admito sua inteligência, sua capacidade de articular as leituras e análises, e agradeço também por me instruir neste momento tão crítico em que pensei até em desistir.

Muito obrigado a todos os colegas do PPGDSE Turma 2016, pelo conhecimento que compartilhamos e também pelas nossas diferenças. O conhecimento não se faz olhando apenas para a frente, pois precisamos estar atentos ao que está aos arredores, ainda que estes “arredores” sejam feitos de pensamentos fúteis e cheios de utopia conforme presenciei inúmeras vezes durante o período em que estivemos em sala de aula. Ressalto também, para aqueles que se envergonham de serem Economistas, que enquanto você faz isso, por outro lado, “Eu” me orgulho a cada dia de ter escolhido esta profissão tão complexa, cheia de enigmas, amores e até devaneios. Foi uma experiência bastante interessante compartilhar meus conhecimentos ao longo destes 24 meses com as seguintes pessoas, em ordem alfabética: Diêgo Henrique Matos Pinheiro, Geylson Serra Pereira, Ilnar Fernandes Feitoza, Jailson Silva Pinheiro, Marcelo de Sousa Santos, Marcelo Ricarte Pinho, Marcos Antônio Silva do Nascimento, Patrícia Reis França, Renta Iara Nascimento Chagas e Rosângela Batista Almeida.

Um agradecimento especial ao meu companheiro de jornada, Marcelo de Sousa Santos. Meu amigo, como sofremos neste mestrado, heim! Aproveito para parabenizá-lo por ter conseguido estar no seu devido lugar, tendo em vista sua competência e por sempre lutar pelos seus sonhos. Você merece, meu amigo. Tenho a plena certeza de que você ainda chegará mais longe.

Agradeço enormemente ao Instituto Maranhense de Estudos Socioeconômicos e Cartográficos – IMESC, na pessoa do Felipe Macedo de Holanda, por ter permitido que eu continuasse a contribuir reciprocamente com o Instituto. Acho

que não me consideraria um Economista se não estivesse tendo uma oportunidade como essa, pois nesse lugar “nós vivemos a Economia”. Na oportunidade, agradeço também ao André Lustosa e ao Rogério Lobato, por agilizarem minha liberação quando precisei.

Agora vai um agradecimento mais do que especial ao Grupo de Conjuntura Econômica do IMESC, aos amigos (em ordem alfabética): Daniele de Fátima Amorim Silva, Dionatan Silva Carvalho, Erivam de Jesus Rabelo Pinto Junior, Geilson Bruno Pestana Moraes, Gianna Beatriz Cantanhede Rocha de Lima, Humberto Victor Santos Chaves, Jainne Soares Coutinho, João Carlos Souza Marques, Marlana Portilho Rodrigues, Paulo Eduardo Robson Mendes, Rafael Thalysson Costa Silva e Talita de Sousa Nascimento. Aqui passei a entender o verdadeiro significado da palavra “amizade”. Esta equipe é demais!

Por mais que eu o tenha citado acima, agradeço ao meu colega de trabalho, superior e amigo, Dionatan Carvalho. É uma honra trabalhar junto a um dos maiores Economistas do Maranhão. Não estou puxando saco, apenas estou sendo justo e verdadeiro: você é a “Mente Brilhante” do IMESC. Desde que entrei no Instituto em 2012, ainda como bolsista, aprendi muita coisa de lá para cá. Meu amigo, saiba que te admiro muito, mas tenho medo de que o cara que conheci como um grande líder, aos poucos, se torne um chefe. SEJA SEMPRE UM LÍDER!

Por último, mas não menos importante, agradeço à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – CAPES, pelo auxílio financeiro que me foi prestado durante estes 24 meses.

O economista-mestre tem que possuir uma rara combinação de dons. Ele tem que ser matemático, historiador, estadista, filósofo – em algum grau. Ele tem que compreender símbolos e falar em palavras. Tem de contemplar o particular em termos do geral e tocar o abstrato e o concreto no mesmo voo do pensamento. Tem de estudar o presente à luz do passado com objetivo do futuro.

John Maynard Keynes

RESUMO

Durante a década de 1980 no Brasil, os preços aumentaram de forma exorbitante, cerca de 260% a.a. Para “tentar” resolver esse problema, em 1999 houve uma mudança significativa na condução da política monetária brasileira, a implementação do Regime de Metas de Inflação (RMI). Contudo, esse regime sugere que, para combater a inflação, faz-se necessário agir de forma bastante rígida, com altas taxas de juros, o que pode afetar negativamente o nível de atividade econômica. No entanto, acredita-se que a inflação brasileira tem sido afetada basicamente pela oferta (custos) e não pela demanda, o que pode refutar a ideia de que os juros sejam o melhor remédio para conter a inflação. Nesse sentido, este trabalho visa entender, com base no método utilizado por Noyola Vásquez e Osvaldo Sukel, o que mais afetou o nível geral de preços no Brasil a partir do início da década de 2000 até 2015, ano em que a inflação voltou a crescer acima dos dois dígitos. Para isso, dividiu-se este trabalho em três partes, sendo que na primeira, mostra-se o desenho da política monetária e, posteriormente, faz-se uma breve revisão de literatura acerca da inflação, com foco nos trabalhos de Vásquez (2000) e Sunkel (2000), tendo em vista que estes não atribuem às variações na inflação, somente pressões de demanda, mas sim, apontam a existência de pressões inflacionárias básicas como pressões cambiais, além dos mecanismos de propagação da inflação, que podem limitar as políticas anti-inflacionárias. Posteriormente, discute-se sobre o RMI, destacando sua fundamentação macroeconômica, desenho institucional, em especial, o brasileiro, e algumas críticas ao RMI com base em estudos já realizados. Por fim, mostra-se o que mais pressionou a inflação desde a implementação do RMI, destacando as pressões inflacionárias básicas no caso brasileiro e seus mecanismos de propagação. Assim, evidencia-se que a política monetária com base no RMI precisa ser revisada, já que esse regime é bastante rígido, sendo necessário altas taxas de juros. Contudo, no caso brasileiro, as pressões inflacionárias tem sido basicamente de custos (câmbio, quebra de safra e preços administrados) e não “exclusivamente de demanda”.

Palavras-chave: Pressões inflacionárias básicas. Regime de Metas de Inflação. Mecanismos de propagação.

ABSTRACT

During the 1980s in Brazil, prices rose exorbitantly, about 260% a.a. In order to "try" to solve this problem, in 1999 it was the turn of the Brazilian monetary initiative, an implementation of the Inflation Target Regime (RMI). However, this regime suggests that, in order to combat inflation, it is necessary to act in a very rigid manner, with high interest rates, which may have a negative effect on the level of economic activity. However, it is believed that the Brazilian subsidiary is controlled by the strategy of search for results and not demand, which may refute an idea that risks are the best remedies to contain inflation. In this sense, this paper aims to understand, based on the method used by Noyola Vásquez and Osvaldo Sukel, what is more important than the general level of prices in Brazil? above the two digits. To do this, divide this work into three parts, in which the first one shows the design of monetary policy and then there is a brief review of the literature on inflation, focusing on the works of Vásquez (2000) The Sunkel (2000). But, The Sims, Fixed the Existence to Variations Prilations to Currency Pressures, but the flag of propagation of inflation, that may be limit policies. anti-inflationary. Subsequently, the RMI is discussed, with emphasis on macroeconomic, institutional design, especially Brazilian, and some critics of RMI based on studies already performed. Finally, it is shown that it is more pressured from an implementation of the RMI, emphasizing the basic inflationary pressures on the processes of propagation. Thus, the evidence is a monetary policy based on the RMI needs to be revised, since it is a monetary regime with low interest rates. However, in the Brazilian case, inflationary pressures were taken by the basic exchange and administration costs and were not considered "exclusively in demand".

Keywords: Basic inflationary pressures. Inflation Target Regime. Mechanisms of propagation.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Instrumentos, metas e objetivos da política monetária	22
Tabela 2 - Diferentes tipos de inflação segundo os pós-keynesianos	32
Tabela 3 - O Regime de Metas de Inflação nos países latino-americanos de acordo com o ano de implementação, forma de estabelecimento da meta e tipo de meta	43
Tabela 4 - Índice de Preços ao Consumidor Amplo por Grupos e respectivos Pesos	78
Tabela 5 - Itens Classificados Como Preços Administrados no IPCA por Grupo, Item e respectivos pesos	79

LISTA DE GRÁFICOS

- Gráfico 1 - Evolução do IPCA, centro da meta e teto da meta entre 2000 e 2015-% a.a... 52
- Gráfico 2 - Evolução da taxa básica de juros (over-selic) acumulada em 12 meses (%) e o M1(em R\$ bilhões série suavizada e % do PIB) entre jan/2000 e dez/2015 54
- Gráfico 3 - Evolução da taxa de crescimento real do PIB (%) e taxa de câmbio média (R\$/US\$ à direita) entre 1999 e 2015..... 55
- Gráfico 4 - Exportações brasileiras (total em US\$ bilhões) e taxa de crescimento (%) entre 1999 e 2015..... 56
- Gráfico 5 - Índice de preços das commodities energéticas, agrícolas e minerais/metálicas entre jan/99 e dez/15 - (2010=100) 57
- Gráfico 6 - Evolução da taxa básica de juros (over-selic) e a taxa de juros real Ex-ante entre jul/2001 e dez/2015 – em % 59
- Gráfico 7 - Índice de preços das commodities energéticas, agrícolas e minerais/metálicas (2010=100) e taxa de câmbio (R\$/US\$ venda média do período) entre jan/00 e dez/15..... 62
- Gráfico 8 - Evolução da taxa de câmbio mensal (R\$/US\$ venda média do período) e o IPCA e demais componentes (% a.a.) entre jan/00 e dez/15 63
- Gráfico 9 - Evolução do IPCA índice geral, preços administrados, comercializáveis e não-comercializáveis entre jan/2000 e dez/2015 – em %..... 65
- Gráfico 10- Índice de volume de vendas do comércio varejista restrito e ampliado com ajuste sazonal e IPCA (% a.a. – à direita) - jan/03 a dez/15 67

LISTA DE SIGLAS

AEB	Associação de Comércio Exterior do Brasil
ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
BCB	Banco Central do Brasil
Cepal	Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe
Copom	Comitê de Política Monetária
DI	Disponibilidade Interna
EUA	Estados Unidos da América
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-M	Índice Geral de Preços do Mercado
INCP	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor
NAIRU	Non-Acelerating Inflation Rate of Unemployment
NCM	Novo Consenso Macroeconômico
NCM	Novo Consenso Macroeconômico
NME	Nova Matriz Econômica
RMI	Regime de Metas de Inflação
STN	Secretaria do Tesouro Nacional

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
2	POLÍTICA MONETÁRIA E INFLAÇÃO: algumas considerações	19
2.1	Política Monetária: instrumentos, objetivos e metas	19
2.2	Inflação: uma breve revisão de literatura	24
3	REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: fundamentação macroeconômica, desenho institucional e algumas críticas.....	35
3.1	O Novo Consenso e o Tripé Macroeconômico	36
3.2	Regime de Metas de Inflação	39
3.2.1	Fundamentação Macroeconômica	39
3.2.2	O Desenho Institucional.....	42
3.2.3	Algumas Críticas.....	45
4	PRINCIPAIS DETERMINANTES DA INFLAÇÃO	50
4.1	Breve análise do comportamento da inflação, produto, taxa de juros exportações e <i>commodities</i>	52
4.2	Os principais determinantes da inflação no Brasil: pressões básicas e mecanismos de propagação	60
4.2.1	Câmbio.....	61
4.2.2	Preços Administrados	65
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	70
	REFERÊNCIAS	72
	ANEXO	76
	ANEXO A: ASPECTOS METODOLÓGICOS E COMPONENTES DA INFLAÇÃO BRASILEIRA	77

1 INTRODUÇÃO

No Brasil, durante a década de 1980, experimentou-se uma fase bastante difícil no que tange à Política Econômica. Conforme Giambiagi et al. (2011), o déficit público crescia concomitantemente à dívida interna e externa. As taxas de juros internacionais e o processo de estatização da dívida fez com que a dívida externa passasse de 14,9% do PIB em 1981 para 33,2% em 1984. Além do déficit público, a inflação crescia a taxas elevadíssimas, algo em torno de 450% a.a., dados de fevereiro de 1986. Nesse momento, o debate sobre a inflação girava em torno de aspectos aceleracionistas, o que posteriormente, passou-se a interpretar como inercialista, fruto das demasiadas indexações.

Numa economia indexada, a tendência inflacionária torna-se a própria inflação do período anterior e pode ser agravada, ocasionalmente, por flutuações decorrentes de choques de oferta (choques agrícolas, choque do petróleo etc.) ou de choques de demanda (causados por um descontrole fiscal, por exemplo). O ponto fundamental é que essas possíveis fontes de flutuação, em vez de passageiras, são incorporadas à tendência (GIAMBIAGI *et al.*, 2011, p. 105).

Como componentes da inflação nesse período, considerava-se os choques na oferta, que correspondia aos custos¹. Devido à incidência desses custos, especialmente atrelados a choques de oferta, gerou-se uma dúvida tremenda quanto às políticas que poderiam ser adotadas como possíveis controles desse processo inflacionário que se iniciara.

Entre o final da década de 1980 e meados da década de 1990, diversos planos econômicos surgiram até que se chegasse ao Plano Real em 1994. Assim, a Política Econômica brasileira experimentou uma fase de transformações expressivas com um único objetivo: manter a inflação baixa e estável e garantir o crescimento econômico. Mesmo após essas mudanças, a inflação continuou a persistir, sendo necessário uma atitude mais radical, que culminou não em uma simples Política Econômica de curto prazo, mas em um Regime que, implantado de forma rígida, poderia fazer com que se alcançasse a tão sonhada estabilização.

¹ Aumento de salário-mínimo, desvalorização cambial decretada pelo governo, aumento de impostos ou preços públicos etc. ou a influência resultante de variações de preços causadas por fatores de natureza acidental (tais como choques agrícolas ou choques do petróleo).

Assim, implantado em 1999 com base nas regras do pensamento dominante, ou seja, do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), o Regime de Metas de Inflação (RMI) viria para consolidar esse desejo, mas vale destacar que todo remédio tem seus efeitos colaterais. Esse regime sugere que para combater a inflação, o instrumento (único) eficaz é a taxa de juros. O problema é que esta depende da quantidade de liquidez do mercado e as pressões que essa liquidez gera no produto, isto é, o quanto a demanda pressiona a inflação. Isso é o que dizem as teorias novo-clássica e novo-keynesiana, pois estas assumem que a política monetária opera da seguinte maneira: a taxa de juros afeta a demanda agregada por meio das regras do RMI, que por sua vez, afeta a inflação pela curva de Phillips.

Contudo, conforme discutido nos capítulos deste trabalho, a inflação depende de outros fatores que não somente da quantidade de moeda posta no mercado. Nesse sentido, parte-se da hipótese de que os juros, por si só, não são capazes de conduzir a inflação a patamares baixos e que talvez o RMI não tenha sido a política mais adequada no caso brasileiro, tendo em vista que grande parcela de impacto no nível geral de preços da economia brasileira vem de outras fontes, ou seja, custos gerados por exemplo, quebras de safra, preços administrados², pressões salariais e, principalmente, pressões cambiais. Desse modo, mesmo após a vigência do RMI, experimentou-se períodos de alta inflação e grandes oscilações do produto.

Portanto, o objetivo deste trabalho é buscar entender os principais determinantes da inflação no Brasil após a implementação do RMI, com base nas contribuições de Juan Noyola Vásquez e do Osvaldo Sunkel, que apontam quais as pressões inflacionárias mais relevantes para explicar a inflação, além de mostrar por meio de quais mecanismos ela se propaga, o que reforça a crítica sobre a forma de conduzir a política monetária brasileira, sob os moldes do RMI, que tem como principal instrumento de combate à inflação, a taxa de juros.

A partir disso, evidencia-se que mesmo não tendo mais experimentado períodos de hiperinflação, assim como na década de 1980, a inflação brasileira ainda se mostrou resistente a se manter estável após a implementação do RMI. Além disso, aponta-se neste trabalho que a taxa de câmbio é o principal canal de transmissão da política monetária responsável por exercer as pressões básicas no nível geral de

² Ver anexo.

preços. Por outro lado, destaca-se que os preços administrados são considerados como o principal mecanismo de propagação, pois acabam blindando a inflação contra as variações na taxa de juros. Dessa forma, sugere-se reavaliar a condução da política monetária nos moldes do RMI, já que este regime, que tem como foco eliminar a inflação via juros, afeta mais diretamente os preços quando são resultado de pressões de demanda.

Para tanto, este trabalho divide-se em cinco partes, contando com esta introdução. No Capítulo 2, faz-se inicialmente, uma breve discussão acerca da interpretação de algumas correntes de pensamento econômico a respeito da política monetária além de apontar os principais instrumentos, objetivos e metas da política monetária. Posteriormente, faz-se uma revisão de literatura acerca da inflação, a partir da perspectiva do Vásquez (2000) e Sunkel (2000), que estudaram o processo inflacionário no Chile e no México por volta da década de 1950. Eles constataram que não seriam todos os tipos de inflação causados por um processo violento e permanente de expansão monetária e elevação do nível geral de preços, mas sim, o fato dos mecanismos de propagação estarem presentes no índice geral de preços. Por fim, destacam-se os principais tipos de inflação segundo a visão Pós-keynesiana, dentre os quais estão destacados alguns dos mecanismos de propagação, assim como as pressões básicas do modelo de análise de Vásquez e Sunkel.

No Capítulo 3, primeiramente, busca-se mostrar os pontos fundamentais da visão convencional segundo a qual se sustenta o Novo Consenso Macroeconômico e, além disso, mostra-se também algumas inconsistências desse pensamento incompatíveis com o arcabouço teórico novo-keynesiano, como o fato de que a política monetária teria como objetivo uma taxa de inflação baixa e estável, pois esse cenário favoreceria o crescimento econômico. Em seguida, destaca-se o tripé macroeconômico, orientado por *metas inflacionárias, câmbio flutuante e superávit primário*. Além disso, discute-se o RMI de forma detalhada, dividido em três subseções. Primeiramente, faz-se uma explanação da fundamentação macroeconômica do RMI e, posteriormente, destaca-se o desenho institucional do RMI, o qual varia de país para país de acordo com a necessidade de cada um, além de questões mais específicas, inclusive culturais. Por fim, faz-se algumas críticas ao RMI baseadas em estudos sobre essa temática, de autores que compartilham

pensamentos próximos em relação ao fato de que o RMI não deve ser considerado o melhor regime para se buscar a estabilidade monetária.

No Capítulo 4, busca-se fazer um resgate da teoria discutida no primeiro capítulo, a fim de entender o que mais afetou a inflação brasileira no período após a implementação do RMI até 2015, isto é, no período compreendido entre 2000 e 2015. É importante destacar que devido à disponibilidade de alguns dados e/ou algum destaque específico no ano em que foi implantado o RMI no Brasil, algumas variáveis iniciam a série em 1999 e outras em 2003, por exemplo. Este capítulo está dividido em duas seções. Assim, na seção 04.1, faz-se uma análise bastante simplificada da conjuntura econômica brasileira no período compreendido entre 1999 e 2015, com foco no comportamento da inflação, produto, taxa de juros exportações e *commodities*³. Adiante, discute-se de maneira específica, na seção 04.2, os principais determinantes da inflação, ou seja, busca-se relacionar o método apresentado no primeiro capítulo a fim de entender a dinâmica do processo inflacionário brasileiro a partir de 1999. Assinala-se que as variações cambiais afetam diretamente o nível de preços através dos bens comercializáveis internacionalmente (*commodities*), tendo em vista que esse efeito é bastante rápido e, conseqüentemente, afeta a inflação.

Além disso, mostra-se como os preços administrados, a partir de estudos recentes de autores que trabalham com esta temática, podem ser entendidos como principais mecanismos de propagação da inflação. Evidencia-se que mesmo com a mudança estrutural ocorrida a partir de 2006, “[...] após o vencimento dos contratos firmados durante as privatizações desses setores, [...] em que passaram a seguir índices que refletem melhor a estrutura e critérios mais apropriados de repasse de custos e ganhos de produtividade de cada setor” (PAES, 2014, p. 85), os preços administrados continuaram a perturbar o índice geral de preços, dado que apresentam peso significativo (28,3%) no índice geral, o que dificulta a eficácia da política monetária no sentido de reduzir a inflação ou, pelo menos, deixá-la estável por um longo período.

Portanto, com base no estudo realizado, concluiu-se que as pressões inflacionárias básicas e os mecanismos de propagação, com base nos estudos de Vásquez (2000) e Sunkel (2000), contribuem significativamente para que se possa

³ No presente trabalho, este termo refere-se às *commodities* agrícolas, minerais e energéticas.

entender o que realmente tem afetado a inflação no Brasil, mesmo após a implementação do RMI.

Por mais que a inflação brasileira após 1999 não mais perturbou o sistema econômico assim como na década de 1980, vale destacar que ainda existem alguns elementos que causam pressão a mesma, assim como fazem com que ela se propague rapidamente, sendo que estes últimos elementos, que é o caso dos preços administrados, exercem uma espécie de “blindagem” contra as políticas monetárias restritivas (juros altos), tendo em vista que estes preços são “amarrados”, estabelecidos por meio de contratos e, portanto, não sofrem quaisquer efeitos de uma alta ou baixa nos juros.

É importante também, destacar que o desenho institucional do RMI não é uma regra rígida, tendo em vista que varia de país para país, levando em conta as particularidades e singularidades de cada nação mesmo ao adotar políticas ou regimes ditos como universais. Na conclusão do trabalho, chama-se a atenção também para o fato de que no caso específico da economia brasileira, observou-se que ainda existe um debate acerca da utilização do índice cheio ou núcleo da inflação, tendo em vista que as vantagens deste último é que ele expurga os efeitos dos choques de oferta (principalmente relativos à alimentos, levando em consideração as quebras de safra) e preços administrados.

Por fim, como este trabalho levou à conclusão de que a taxa de câmbio é o principal mecanismo de pressão básica da inflação brasileira, mesmo após a implementação do RMI, somado ao fato de que os preços administrados têm sido considerados mecanismos de propagação da inflação, sugere que a política monetária brasileira, baseada no RMI, em que a taxa de juros é o principal instrumento, deve ser revista, já que a inflação no Brasil após 1999 vem sendo impactada basicamente pelo lado dos custos (oferta), e não exclusivamente pela demanda (quantidade de moeda posta no mercado).

2 POLÍTICA MONETÁRIA E INFLAÇÃO: algumas considerações

A busca pela estabilidade de preços é o principal objetivo da política monetária. Contudo, para que isso se concretize, a autoridade monetária busca fazê-la de forma bastante rígida, com altas taxas de juros. O problema é que nem toda inflação é causada pelo excesso de demanda no mercado, fato que pode comprometer, por exemplo, o crescimento econômico. Para tanto, faz-se necessário entender como e o quê está causando a inflação para que se possa indicar o melhor remédio para combatê-la.

No presente capítulo, discute-se de maneira bastante simplificada como as principais correntes de pensamento entendem a política monetária. Ainda na seção 2.1, apresenta-se os instrumentos que a autoridade monetária tem em mãos para colocar essa política em prática, além de discutir seus objetivos e metas a serem alcançadas. Feito isso, na seção 2.2 faz-se uma explanação da teoria da inflação com base nos estudos de Vásquez (2000) e Sunkel (2000). Ainda nesta seção, mostra-se os diferentes tipos de inflação a partir de uma perspectiva pós-keynesiana, que mostra como a inflação pode se manifestar, já que o método de análise pós-keynesiano busca identificar a essência do processo inflacionário. Assim, pode-se desenhar uma política específica que possa conter as pressões inflacionárias sem que estas exerçam influência negativa em outras variáveis, como por exemplo, o produto e o emprego.

2.1 Política Monetária: instrumentos, objetivos e metas

Quando se fala em política monetária, não há que pensar em outra variável que não seja a taxa de juros, que depende da quantidade de moeda em circulação no mercado. De forma bem simplificada, pode-se definir política monetária como um conjunto de medidas adotadas pelo governo com o objetivo de adequar os meios de pagamento disponíveis às necessidades da economia do país. Tal política tem sido debatida por várias correntes de pensamento econômico ao longo dos anos, como por exemplo:

i) a **corrente keynesiana**, que defende que a preferência pela liquidez dos agentes econômicos é que pode frear ou acelerar o nível de atividades;

ii) a **corrente monetarista**, a qual afirma que os agentes tomam suas decisões com base no passado (expectativas adaptativas) e julgam a moeda extremamente

importante nas decisões de política monetária, “[...] seja porque ela afeta os níveis de produto e emprego no curto prazo, seja pelo fato de que o estoque de moeda provoca modificações no nível de preços no longo prazo” (FILHO, 1996, p. 84);

iii) a **corrente novo-clássica**, defende que os agentes são guiados por expectativas racionais, o que os leva a anteciparem no presente, as expectativas futuras. Assim, no curto prazo, uma política monetária “só poderia ter efeitos reais se fosse imprevista, visto que, de outra forma, os agentes agiriam antecipadamente e não haveria efeitos defasados, uma vez que o aprendizado impediria efeitos mediatos” (DATHEIN, 2000, p. 54); e,

iv) a **corrente novo-keynesiana**, que acredita na rigidez dos preços e salários, além de concordar que “a microeconomia walrasiana⁴ seria inadequada à análise macroeconômica de curto prazo” (SICSÚ, 1999, p. 85). Para que os excessos de oferta e demanda no mercado fossem eliminados, os preços deveriam ser altamente flexíveis, porém, Sicsú (1999) aponta que os preços rígidos de determinadas mercadorias igualmente andariam em direção ao equilíbrio, embora de uma maneira mais lenta, porque a rigidez, nesse sentido, tem a ver com lentidão, ou seja, “variáveis rígidas são variáveis lentas – e não variáveis fixas” (Idem, p. 86). Dessa forma, diante de variáveis rígidas, o ajuste no mercado se daria de forma bastante lenta. No longo prazo, porém, o equilíbrio do mercado se daria com os preços e salários e não existiria desemprego involuntário e tão poucas flutuações econômicas, valendo assim a microeconomia walrasiana.

Além do debate acerca das principais correntes de pensamento econômico a respeito da política monetária, existe outro sobre a forma como deveria ser conduzida essa política, por meio de **regras** ou de forma **discricionária**. Para Kuhn e Tostes (2010), aqueles que defendem que a política monetária deveria ser conduzida por meio de regras

[...] postulam que os instrumentos de política monetária devem estar a serviço e condicionados aos objetivos predefinidos, predominantemente direcionados ao controle dos níveis de preços, e, portanto, independentes do estado em que se apresenta a economia (KUHN; TOSTES, 2010, p. 87).

⁴ A microeconomia walrasiana teoriza sobre um mundo em que vigora a perfeita competição com plena informação e que os agentes tomam decisões de preços e salários em resposta a desequilíbrios no mercado de bens e de trabalho (SICSÚ, 1999, p. 85).

Por outro lado, uma política monetária discricionária seria aquela em que, segundo Kuhn e Tostes (2010), haveria liberdade para que o governo pudesse tomar decisões acerca a conjuntura econômica quando esta estiver à beira de um colapso. Contudo, “[...] devido ao fracasso da política monetária discricionária nos anos 1960, **em que** vários países conviveram com o fenômeno da estagflação [...], as autoridades monetárias passaram a priorizar a adoção de regras para a política econômica” (KUHN; TOSTES, 2010, p. 87, grifo do autor).

De acordo com o Banco Central do Brasil (BCB, 1999) a simples “expectativa” sobre as variações na taxa de juros já se mostra capaz de produzir efeitos na economia. Por exemplo, as demais taxas de juros podem começar a se ajustar para mais ou para menos antes mesmo do Banco Central mudar oficialmente a taxa básica de juros. Nesse sentido, como estratégia dinâmica, a autoridade monetária deverá indicar o rumo da política monetária para o mercado, ou seja, por meio da taxa de juros de curto prazo, no caso brasileiro, a taxa Selic, o BCB busca influenciar a estrutura de juros da economia. Portanto, para que isso venha a se cumprir, o BCB tem em mãos os instrumentos de política monetária. Tais instrumentos são: *Recolhimento compulsório* (depósito feito pelos bancos comerciais junto ao Banco Central que tem como objetivo diminuir a liquidez do sistema e/ou restringir a capacidade de ampliação de crédito do sistema bancário); *Operações de Redesconto ou Redesconto de Liquidez* (empréstimos de assistência de liquidez utilizados pelos bancos comerciais); *Operações de Mercado aberto* ou *Open Market* (operações que envolvem compra e venda de títulos públicos).

Para o BCB (1999) o caráter preventivo da política monetária justifica-se não apenas pelo menor custo social associado a uma política prospectiva que se antecipa a eventos futuros, mas, sobretudo, às suas próprias limitações no controle da inflação. Dentro dessa nova estratégia, um aspecto chave é o conhecimento do mecanismo de transmissão da política monetária, isto é, o estudo dos diversos efeitos produzidos pela política monetária na economia.

A Tabela 1 apresenta os instrumentos de política monetária que competem à autoridade monetária, o Banco Central, segundo duas visões.

Tabela 1 - Instrumentos, metas e objetivos da política monetária

Autores	Instrumentos de política monetária	Metas Operacionais	Metas Intermediárias	Objetivos Finais
Carvalho et al. (2007)	Recolhimentos compulsórios	Taxas de juros de curto prazo	Taxas de juros de longo prazo	Inflação
	Redescontos de liquidez	Reservas bancárias	-	Nível de atividade econômica
	Operações de mercado aberto	-	Agregados monetários	Taxa de desemprego
Oreiro (2012)	Taxa de juros de curto prazo. Depósito compulsório. Requerimento de capital próprio.	Meta de inflação. Meta de crescimento do produto real compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos.	-	Inflação baixa e estável no médio e longo prazos. Crescimento robusto e sustentável do produto real.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Carvalho *et al.* (2007, p. 161) e Oreiro (2012, p. 38)

De acordo com o exposto na Tabela 1, de pode-se destacar algumas diferenças entre as compreensões de Carvalho *et al.* (2007) e Oreiro (2012). Para o primeiro, além das metas operacionais da política monetária, existem as chamadas metas intermediárias que, segundo Carvalho *et al.* (2007), entre o momento da tomada de decisões em relação às políticas monetárias a serem adotadas e a consecução (ou não) dos seus objetivos, decorre um extenso período de tempo no qual a autoridade monetária não sabe a efetividade do impacto de suas ações. Devido a isso, o foco principal da política monetária – a estabilidade de preços –, ficaria comprometida, já que uma elevação dos juros com o intuito de coibir os efeitos maléficos da inflação, poderiam, em um primeiro momento, prejudicar o nível de atividade e elevar a dívida pública, principalmente quando a conjuntura econômica não sugere uma inflação de demanda.

Outra diferença é que para Oreiro (2012), as metas operacionais dependem não somente das taxas de juros, mas também do controle sobre a taxa de crescimento das operações de crédito do setor bancário, já que a partir disso, tanto o surgimento quanto a propagação de bolhas especulativas poderia ser evitado. Outra preocupação seria controlar a entrada de capitais externos, com o intuito de manter o equilíbrio do câmbio nominal e controlar o endividamento externo do sistema financeiro. Isso se torna mais complexo em uma situação em que as decisões de política monetária estão subordinadas a um regime econômico cujo objetivo único é o controle da inflação (neste caso, o RMI).

Outro argumento interessante acerca da operacionalização de uma política monetária sob um regime macroeconômico é o de Rossi (2015), segundo o qual, essa operacionalização deverá garantir a estabilidade econômica, não somente no que diz respeito à estabilidade de preços, mas sim, das taxas de retorno da economia (como por exemplo, juros e lucros) e também da taxa de câmbio. Além disso,

[...] a busca por uma taxa de juros baixa e por uma taxa de câmbio competitiva deve ser o objetivo adicional e voltado para permitir o desenvolvimento do financiamento de longo prazo e os ganhos de competitividade do setor produtivo (ROSSI, 2015, p. 14).

Nesse sentido, os objetivos principais da política monetária podem se chocar, tendo em vista que as taxas de juros elevadas podem deprimir o investimento produtivo, e, ao mesmo tempo, não garantir que a estabilidade de preços seja alcançada. Ao mesmo tempo que o investimento produtivo é reduzido, a dívida pública pode crescer demasiadamente, tendo em vista que juros altos elevam o custo de oportunidade de estocar mercadorias em detrimento da atratividade de se ganhar dinheiro aplicando no mercado financeiro, isto é, investindo dinheiro na compra de títulos públicos.

Cabe observar que a busca pela estabilidade de preços assim como à estabilidade da taxa de câmbio é praticamente incompatível com os objetivos da política fiscal e salarial, o que compromete a atuação dessas políticas de forma simultânea. Conforme Oreiro (2016), assim que o Estado coloca seu principal instrumento de política fiscal em prática (Gastos discricionários com investimento público em obras de infraestrutura) somado ao aumento dos salários reais, o resultado disso poderá ser um aumento da inflação via pressão na demanda.

Em relação à inflação, o interessante, portanto, seria identificar primeiramente as suas causas, antes de se buscar desenfreadamente a estabilidade de preços. Isso é um grande problema no caso do Brasil, pois segundo Lacerda (2015), parece ser uma questão cultural a elevação da taxa básica de juros para tentar combater a inflação, independentemente se ela advém de fatores ligados à oferta ou demanda. A fim de entender esse processo, discute-se na seção seguinte algumas teorias sobre inflação.

2.2 Inflação: uma breve revisão de literatura

A literatura econômica *monetarista* considera que a inflação é um fenômeno monetário. Friedman foi o maior defensor dessa ideia e, levando-se em consideração que os economistas consideram isso como uma “verdade irrefutável”, então concordam que o melhor remédio para combater a inflação é a taxa de juros, já que ela é determinada a partir da quantidade de moeda existente na economia para que os agentes econômicos possam realizar suas transações nos mercados de bens e serviços. Friedman, na conclusão do seu artigo intitulado “The Role of Monetary Policy”, destaca o seguinte:

By setting itself a steady course and keeping to it, the monetary authority could make a major contribution to promoting economic stability. By making that course one of steady but moderate growth in the quantity of money, it would make a major contribution to avoidance of either inflation or deflation of prices. Other forces would still affect the economy, require change and adjustment, and disturb the even tenor of our ways. But steady monetary growth would provide a monetary climate favorable to the effective operation of those basic forces of enterprise, ingenuity, invention, hard work, and thrift that are the true springs of economic growth. That is the most that we can ask from monetary policy at our present stage of knowledge. But that much-and it is a great deal-is clearly within our reach⁵ (FRIEDMAN, 1968, p. 17).

Partindo da premissa de que a inflação é um fenômeno monetário, a conclusão de Friedman, citada acima, deve ser encarada como uma regra óbvia, já que ele atribui à autoridade monetária, cujo poder de influir na quantidade de moeda exposta na economia está em suas mãos, a responsabilidade não somente de “gerar inflação”, mas também de “coibi-la”. Contudo, Friedman (1968) deixa aberta uma porta que pode levar a muitos analistas refletirem a respeito da própria condução da política de monetária, quando afirma que “[...]other forces would still affect the economy, require change and adjustment, and disturb the even tenor of our ways⁶” (Idem). É justamente esse ponto que faz com que não se dê o devido crédito à afirmação de

⁵ Ao se estabelecer um curso constante e manter-se, a autoridade monetária poderia contribuir de forma importante para promover a estabilidade econômica. Ao tornar esse curso um crescimento constante, mas moderado, da quantidade de dinheiro, contribuiria grandemente para evitar a inflação ou a deflação de preços. Outras forças ainda afetam a economia, exigem mudanças e ajustes, e perturbam o tenor de nossos caminhos. Mas um crescimento monetário constante proporcionaria um clima monetário favorável à efetiva operação dessas forças básicas da empresa, da ingenuidade, da invenção, do trabalho árduo e da economia que são as origens verdadeiras do crescimento econômico. É o que mais podemos pedir da política monetária em nossa atual fase de conhecimento. Mas isso ...é um ótimo negócio - está claramente ao nosso alcance (Tradução própria).

⁶ Outras forças ainda afetam a economia, exigem mudanças e ajustes, e perturbam o tenor de nossos caminhos.

que “os juros derrubam a inflação”. Mais uma vez, a existência de outras forças na economia é capaz não somente causar distúrbios, mas também, podem explicar de que forma afetam a inflação e o crescimento econômico. Sabendo disso, deve-se ajustar as políticas para que seja possível obter um resultado satisfatório, ou seja, garantir o crescimento econômico com estabilidade de preços e baixo nível de desemprego.

Assim, para os Ortodoxos, a demanda é a principal causadora da inflação, dado o aumento do poder de compra gerado pela expansão monetária. Por outro lado, “[...] para os pós-keynesianos os problemas estão sobretudo do lado da oferta, via aumentos de custos, embora para Keynes e alguns pós-keynesianos possa haver inflação de demanda quando a economia se aproxima do pleno emprego” (MOLLO, 2004, p. 335). Em relação a este último ponto, pode-se destacar que

Ao tratar dos aumentos de custos que provocam inflação, os pós-keynesianos se referem, além dos aumentos salariais, a aumentos das margens de lucro, rendimentos decrescentes, custos dos produtos importados e choques de oferta. A inflação pode também ser de demanda, mas esse é um caso menos provável porque só ocorre após o pleno emprego (MOLLO, 2004, p. 336).

Por sua vez, a abordagem Estruturalista, fruto dos economistas ligados à Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), também buscou entender as causas da inflação. Conforme Sicsú (2003), ao mesmo tempo em que a Cepal concentrava seus estudos sobre a inflação na América Latina entre os anos 1950-1960, nos Estados Unidos da América (EUA), os economistas debatiam sobre as duas faces da inflação: a inflação de demanda (*deman-pull*) e a inflação de custos (*cost-push*). Já a partir dos anos 1980, surgiu uma nova rodada de discussões, que segundo Sicsú (2003), focava nos choques heterodoxos e a abordagem inercialista.

No que tange à abordagem Estruturalista, destaca-se, primeiramente, o pensamento de Juan Noyola Vásquez, que publicou um artigo⁷ intitulado “Inflação e Desenvolvimento Econômico no Chile e no México”. Nesse trabalho, Vásquez (2000) afirma logo de início que a inflação não é um fenômeno monetário. Para ele, a inflação advém de desequilíbrios de caráter real, posto que se manifestam sob a forma de elevações no nível geral de preços, características mais presentes em países subdesenvolvidos que industrializados.

⁷ O presente artigo encontra-se em uma coletânea organizada por Ricardo Bielschowsky, publicado pela CEPAL.

Vásquez (2000) considerava que os estudos de John Maynard Keynes e Michal Kalecki, que atribuíam os aumentos no nível geral de preços, respectivamente como resultantes do excesso de demanda comparativamente à oferta e a rigidez da oferta e o comportamento do monopólio no sistema econômico não se aplicavam à estrutura econômica da América Latina pois, nem mesmo essas “sofisticadas” formulações,

[...] podem levar-nos muito longe na compreensão dos fenômenos inflacionários na América Latina, se não for introduzida na análise uma série de elementos derivados da estrutura e do funcionamento da economia de nossos países. Ao introduzir esses elementos, chega-se à conclusão inevitável de que a inflação, em cada país latino-americano, é um problema específico e distinto, mesmo que se possam encontrar diversos traços comuns entre todos eles (VÁSQUEZ, 2000, p. 295-296).

De fato, faz-se necessário entender a estrutura, assim como a conjuntura econômica de cada país, pois as políticas econômicas, por mais que sejam desenvolvidas em caráter universal, isto é, no âmbito da Ciência Econômica, podem se manifestar de forma errônea, causando certos distúrbios, como no caso da condução da política monetária brasileira após a implementação do RMI, já que o fraco desempenho da economia em vários momentos a partir de 1999, conforme Modenesi (2010), vem sendo determinado pela rigidez monetária, o que justifica o baixo crescimento econômico em determinados períodos, comparado ao desempenho dos países emergentes. Somado a isso, o fato de que a inflação diminui em uma proporção menor do que o nível de atividade, só reforça a crítica de que “[...] isso se torna especialmente problemático com a adoção do RMI, em que a taxa de juros é o principal instrumento de combate à inflação” (MODENESI, 2010, p. 28).

Quanto aos elementos que, segundo Vásquez (2000), deveriam ser introduzidos na análise da inflação nos países latino-americanos, destacam-se a população e nível de produtividade entre os diversos setores. Estes, são considerados de caráter estrutural, dado que existem também os elementos de caráter dinâmico, como por exemplo, o ritmo de crescimento econômico concomitantemente com alguns setores específicos: exportações, produção agrícola, entre outros. Além destes dois elementos, destaca-se também aqueles de caráter institucional, como a organização produtiva do setor privado, o grau de monopólio das firmas, os métodos de fixação de preços, o nível de organização das associações sindicais e a forma como funciona o Estado e a forma como o mesmo interfere na vida econômica.

Todos estes elementos, segundo Vásquez (2000), podem ser organizados em duas categorias: pressões inflacionárias básicas e mecanismos de propagação. Assim, as primeiras

[...] se originam em desequilíbrios do crescimento, quase sempre localizados em dois setores: o comércio exterior e a agricultura. Os mecanismos de propagação podem ser muito variados, mas normalmente podem ser agrupados em três categorias: o mecanismo fiscal (no qual é preciso incluir o sistema da previdência social e o sistema cambial), o mecanismo de crédito e o mecanismo dos reajustes dos preços e da renda (VÁSQUEZ, 2000, p. 296).

Com base nesses elementos, Vásquez (2000) analisou a inflação no Chile e no México desde 1930 até meados da década de 1950. Contudo, Vásquez (2000) não conseguiu extrair conclusões sólidas, mas fez três afirmações:

- i) É preferível optar pela inflação do que pela estagnação ou desemprego;
- ii) O mais grave em uma inflação são as consequências no nível de distribuição de renda simultaneamente à estrutura produtiva e à demanda, e não simplesmente “o aumento nos preços”; e,
- iii) É possível suavizar (e não conter) as pressões inflacionárias a partir de uma política fiscal muito progressiva, quer mediante controle de preços e reajustes salariais ou por meio de controles de preços e do abastecimento;

Tais políticas, de acordo com Vásquez (2000), são preferíveis alternativamente à política monetária que, segundo o mesmo, começa a se mostrar eficaz apenas a partir do momento em que causa estrangulamentos ao desenvolvimento econômico. De fato, o que Vásquez (2000) destacou ainda na segunda metade da década de 1950, pode ser observado no Brasil atualmente, em que uma política extremamente rígida, conforme proposta RMI, não se mostrou tão eficaz no combate à inflação, levando em conta que a inflação brasileira não é essencialmente causada pelas pressões na demanda derivadas do aumento na liquidez, situação que será discutida mais detalhadamente nos capítulos seguintes.

Por outro lado, Osvaldo Sunkel, em 1958, publicou um artigo intitulado “A Inflação Chilena: um Enfoque Heterodoxo”. Sunkel (2000) aponta que a inflação pode ser resumida em dois aspectos fundamentais: i) a identificação e classificação dos diversos elementos e categorias que intervêm no processo inflacionário; e, ii) a análise de suas interrelações. Ele destaca que as pressões inflacionárias podem ser discriminadas e, somente após fazer isso, poderia-se prosseguir com a análise dos

mecanismos de propagação.

Ao analisar a economia chilena, Sunkel (2000) foi além do que foi discutido por Vásquez (2000) e destacou três tipos de pressões inflacionárias: básicas ou estruturais, circunstanciais e cumulativas. As pressões inflacionárias básicas ou estruturais estão atreladas à rigidez ou inflexibilidade da oferta que, segundo Sunkel (2000), advém da incapacidade de determinados setores produtivos dar uma resposta mais rápida às modificações na demanda, a exemplo do setor de alimentos, a inelasticidade e a instabilidade das importações além dos estrangulamentos específicos que poderiam acontecer em qualquer outro setor. Somado a isso, admite-se também como pressões estruturais as deficiências no sistema tributário nacional e a baixa taxa de formação de capital e a tendência à deterioração da produtividade média da economia.

Quanto às pressões circunstanciais, Sunkel (2000) aponta que estas seriam reflexo das elevações nos preços dos produtos importados somado ao gasto público massivo. No primeiro caso, afeta diretamente dois setores: o de bens de consumo durável, como eletrônicos, automóveis e o setor farmacêutico, dado que grande parte dos insumos utilizados por estes é importado e os preços estão diretamente ligados às variações na taxa de câmbio. Já no caso do excesso de gasto público, poderia derivar de catástrofes nacionais ou por razões de natureza política, já que estas duas situações demandariam além de um gasto elevado não planejado, o que causaria desequilíbrio nas contas públicas e a uma das formas do Estado recuperar esse recurso seria causando inflação.

As pressões inflacionárias cumulativas, por sua vez, resultariam da forma como os investimentos, as expectativas e a produtividades estariam orientados. Em outras palavras, essas pressões seriam induzidas pela própria inflação, ou seja, dependendo do ritmo da inflação, as pressões cumulativas podem acentuar ainda mais o crescimento do nível geral de preços.

Quanto aos mecanismos de propagação, cabe destacar primeiramente que, ao analisar a economia chilena, Sunkel (2000) destacou o seguinte:

Nem todos os tipos de pressões inflacionárias citadas materializam-se, entretanto, num processo violento e permanente de expansão monetária e elevação do nível geral de preços, a não ser pela presença de um eficiente mecanismo de propagação dessas mesmas pressões (SUNKEL, 2000, p. 316).

Esse mecanismo, portanto, resulta da incapacidade da economia chilena, conforme Sunkel (2000), de tomar uma decisão determinante acerca das lutas ou choques de interesses econômicos, sendo que as lutas derivam da distribuição de renda entre os diversos grupos sociais (assalariados e empresários) e os choques dizem respeito à distribuição dos recursos existentes nas mãos do governo e do setor privado. Logo, a dimensão do conflito distributivo, por assim dizer, afeta as variações nos preços relativos gerando inflação, sendo que “a luta pela renda é uma situação paradoxal, na qual cada grupo definido da comunidade pretende favorecer-se à custa dos demais, sem nunca conseguir uma vantagem permanente” (SUNKEL, 2000, p. 316).

Nesse sentido, o mecanismo de propagação acaba sendo a capacidade dos distintos setores da economia ou grupos econômicos e sociais de reajustarem suas rendas ou gastos relativos. No caso dos assalariados, este processo se daria a partir dos reajustes dos salários e demais benefícios, dos ajustes de preços para os empresários e, finalmente, do aumento dos gastos pelo setor público. Por mais que não se possa atribuir à estes elementos a causa principal da inflação, pelo menos acredita-se que eles amplificam a rigidez encravada na estrutura de produção de uma nação. Ao identificar o problema da inflação chilena, Sunkel (2000) aponta alguns requisitos de uma política de estabilização e desenvolvimento econômico, dentre os quais, pode-se mencionar um deles em especial: “a existência de uma equipe numerosa de técnicos e de uma profusão de pesquisas que permitam diagnosticar os problemas específicos a serem enfrentados, assim como elaborar prontamente um programa de medidas concretas” (SUNKEL, 2000, p. 345). Assim, com o diagnóstico correto da inflação, a autoridade monetária poderia conduzir a política mais apropriada com vistas a não afetar colateralmente outras variáveis, como por exemplo, o nível de atividade. As políticas de estabilização, portanto, devem ser estudadas com a devida cautela.

Em relação a isso, outros economistas desenvolvimentistas, como por exemplo, Bielschowsky (2000), não davam crédito às políticas de estabilização, ou seja, acreditavam que essas políticas poderiam obstruir o desenvolvimento econômico. Nesse sentido,

A abordagem estruturalista dos anos 1950-1960 afirmava que as políticas contracionistas não eram capazes de combater a inflação. A expansão monetária não era considerada a causa da inflação, mas sim as imperfeições

estruturais. A moeda se expandia não como causa da inflação, mas como resultado de uma elevação generalizada dos preços nas economias latino-americanas. Os estruturalistas defendiam a ideia de que o crescimento gerava déficits externos que causavam pressões de demanda no mercado de divisas e, em consequência, provocavam uma desvalorização cambial elevando os custos que eram repassados aos preços. A inflação era, portanto, um subproduto do crescimento nos países latino-americanos, assim como os déficits externos eram também um subproduto do crescimento. A abordagem estruturalista é um método de análise, é muito mais do que o diagnóstico das causas específicas da inflação latino-americana nos anos 1950-1960 (SICSÚ, 2003, p. 118-119).

Observa-se que desde esse momento, dava-se crédito às variações nas taxas de câmbio como causadoras da inflação. Além disso, entende-se, com base no que foi exposto, que a inflação era causada tanto por fenômenos conjunturais quanto estruturais, como a fragilidade externa que os países latino-americanos experimentavam (e ainda experimentam) nesse momento. Sendo assim, desde já se faz um questionamento que será respondido ao final deste capítulo: será que as taxas de câmbio podem ser o elemento chave das causas e também de um possível controle da inflação?

O método de análise estruturalista utilizado para entender as causas da inflação nos países latino-americanos era o mesmo que os países desenvolvidos usavam para entender os determinantes da inflação nesses países, conforme destacado por Sicsú (2003). Contudo, o resultado ao que os países avançados chegaram acerca das causas da inflação foi diferente do resultado das análises dos estruturalistas. Segundo as análises de Bronfenbrenner e Holzman (1963), por exemplo,

[...] se a inflação é causada por excesso de demanda, será normalmente considerada como controlável por políticas fiscais e monetárias de contração de demanda. Se for em grande medida causada por forças de custo e da oferta, poderá não reagir tão facilmente a esta terapia. As políticas monetárias e fiscais, pode ser dito, poderão acabar com a inflação de custos apenas causando desemprego e um crescimento mais lento, temporário ou permanente (BROFENBRENNER; HOLZMAN, 1963 *apud* SICSÚ, 2003, p. 120).

Esta parece ser o argumento mais racional acerca da inflação visto até o momento. O que o autor quis dizer foi que esse excesso de demanda, poderá ser controlado por meio da rigidez monetária, ou seja, com o aumento na taxa básica de juros, que deverá enxugar o excesso de moeda no mercado. Uma forma didática de se entender esse processo é por meio do exemplo do produto real e do produto potencial, que por sua vez, depende do hiato entre tais produtos: caso o produto real

cresça mais que o produto potencial, poderá haver inflação, já que a economia está operando em máxima eficiência, ou seja, com elevadas taxas de utilização dos fatores. Caso contrário, não haverá pressão de demanda sobre o produto real e não haverá inflação (pelo menos de demanda). Esta é uma situação típica em que as pressões de demanda poderão ser controladas com elevações nas taxas de juros, já que estas poderão encarecer o custo do crédito e “frear” o consumo das famílias.

Por outro lado, quando há um choque na oferta, que afeta diretamente os custos das empresas, a política monetária não surtirá efeito, tendo em vista que independentemente do tamanho da demanda, os custos já foram dados. Nesse sentido, elevações nas taxas de juros aumentarão ainda mais os custos das empresas. De outro modo, caso esses custos sejam fruto de quebras de safras agrícolas, uma política monetária restritiva seria absolutamente neutra, já que não existe correlação entre queda na produção de alimentos por conta de períodos de estiagem e taxas de juros. Além disso, conforme admitido anteriormente que a inflação é um fenômeno monetário, não faz sentido relacionar estas duas coisas.

No tocante ao último ponto destacado por Brofenbrenner e Holzman (1963) *apud* Sicsú (2003), caso seja levada à cabo uma política monetária restritiva a fim de buscar reduzir uma inflação de custos, como por exemplo, aqueles relativos a aumentos salariais, caso estes sejam superiores à inflação do período base, ou seja, em que as recomposições salariais foram compensadas, poderá haver alguns distúrbios, entre eles, o desemprego. Outro problema que pode ser gerado devido a essa política monetária restritiva é o baixo crescimento econômico, cuja contração do crédito⁸ impede que novos projetos sejam colocados em prática.

Ainda com base no texto do João Sicsú (2003), fica claro que para os pós-keynesianos, “[...] o sistema monetário não possui freios próprios para conter a inflação” (SICSÚ, 2003, p. 121). Além disso, acrescenta-se que o método de análise

⁸ As políticas monetárias restritivas conduzem a uma diminuição do património líquido dos agentes económicos por duas vias. Primeiro, o aperto da política monetária provoca uma elevação nas taxas de juro, o que torna o serviço da dívida dos agentes económicos mais "pesado" e, conseqüentemente, reduz o seu cash flow. Segundo, a elevação das taxas de juro provoca uma redução no preço dos activos. Como resultado da desvalorização dos activos, o valor de mercado das garantias diminui e a diferença entre as taxas de juro do crédito e o rendimento (yield) dos activos sem risco eleva-se. Estes desenvolvimentos adversos conduzem a condições mais severas para a obtenção de crédito. A ampliação do prémio de financiamento leva a uma diminuição da despesa elástica às taxas de juro (FUINHAS, 2002, p. 16).

pós-keynesiano busca identificar a essência do processo inflacionário, ou seja, sua causa, pois somente assim, pode-se desenhar uma política específica que possa conter as pressões inflacionárias sem que estas exerçam influência negativa em outras variáveis, como por exemplo, o produto e o emprego.

No tocante à identificação da origem da inflação, isto é, as variáveis que possam explicá-la, Sicsú (2003) destacou sete tipos, os quais são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 - Diferentes tipos de inflação segundo os pós-keynesianos

Tipo de Inflação	Causas
Inflação de Salários	Um aumento dos salários nominais, cet. par., causará inflação. Quando o hiato de emprego é reduzido, é mais fácil para os trabalhadores individualmente ou coletivamente obterem tais ganhos e é mais fácil para os empresários repassarem essa elevação de custos aos preços.
Inflação de grau de monopólio ou inflação de lucros	Quando os empresários percebem que a demanda em seus mercados possui uma elasticidade favorável à elevação das suas margens de lucro provocam uma elevação de preços.
Inflação de retornos decrescentes	Proposta por Davison (1994) e diz respeito à relação entre eficiência do capital e do trabalho. Assim, quando o hiato de emprego é muito baixo, o capital torna-se mais eficiente que o trabalho, condição que faz com que sejam contratados mais trabalhadores com menor grau de qualificação o que gera menor eficiência.
Inflação importada	Quanto maior o grau de abertura da economia, maior será a inflação importada potencial. Um grau de abertura maior gera maior inflação importada potencial, porque quanto mais produtos são comprados no exterior em relação ao total de produtos adquiridos pelos residentes, maior é a probabilidade de um aumento de um produto qualquer internacional influenciar o nível de preços domésticos.
Choques de oferta inflacionários	Os choques de oferta tendem a causar aumentos de custos, como exemplos podem ser citados a quebra de uma safra agrícola ou a escassez de energia elétrica. Como todos os outros aumentos de custos apontados anteriormente, os aumentos de custos advindos de choques de oferta domésticos serão mais facilmente repassados aos preços quando o hiato de emprego for menor. Se o hiato de emprego não é reduzido, mas o setor atingido possui elevado grau de monopólio, os custos serão repassados aos preços, cet.par., causando inflação.
Inflação de impostos	O aumento de alíquotas, cet.par., tende a ter um impacto maior sobre os preços quando os empresários podem repassar o aumento de custos tributários aos preços, e tal liberdade é maior quanto menor é o hiato de emprego. Portanto, o potencial da inflação causada por um choque tributário será maior quanto menor for o tamanho do hiato de emprego e maior o grau de monopólio da economia.
Inflação de demanda	A inflação de demanda ocorre quando o hiato de emprego não é mais positivo. Neste estágio, os aumentos de gastos do governo, de investimento ou de consumo provocam inflação, cet.par.. Sendo assim, a inflação de demanda potencial tende a se elevar quando o hiato de emprego é zero. Uma vez alcançado o pleno emprego, novos trabalhadores somente aceitarão trabalhar por um salário real mais elevado (adotando-se, é óbvio, a hipótese de que não há mudanças nas preferências trabalho-lazer).

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Sicsú (2003).

Conforme observado na Tabela 2, os pós-keynesianos consideraram alguns fatores que podem influenciar no aumento da inflação. Dentre eles, consideram-se alguns de ordem estrutural e outros relacionados puramente à conjuntura econômica. Em outras palavras, existem momentos em que a estrutura pode explicar a conjuntura, principalmente em questões relativas à inflação importada.

Um país que, essencialmente, se dedica em exportação de *commodities*, produtos de pouquíssimo ou nenhum valor agregado, e consome produtos de altíssimo valor agregado de outros países, principalmente bens de consumo duráveis de alta tecnologia e insumos essenciais (como por exemplo, aqueles utilizados na indústria farmacêutica, combustíveis, etc.), geralmente paga uma conta bem alta. Ainda que a taxa de câmbio esteja desvalorizada, o que faz com que os produtos no exterior fiquem ainda mais caros, a demanda nacional por produtos importados dependerá, em grande medida, da elasticidade de demanda. Essa hipótese é corroborada a partir dos estudos de Santos *et al.* (2017) acerca da elasticidade-preço das importações no Brasil. Esse estudo, a partir de diversas estimativas com base na desagregação por categoria de uso das importações, concluiu que

[...] a hipótese central [...] de que a elasticidade-preço das importações é baixa no Brasil porque a composição das importações brasileiras é fortemente concentrada em bens intermediários, combustíveis e lubrificantes e serviços de transportes e pagamentos de royalties e aluguéis de equipamentos (BI, C&L e ServTRA) – setores nos quais os bens importados não são facilmente substituídos por outros produzidos domesticamente e que respondem por cerca de dois terços das importações totais.

Naturalmente, mais estudos – setoriais, em alguns casos – são necessários para se estabelecer a causa precisa e a robustez do resultado da baixa substitutibilidade entre os bens domésticos e importados nos casos dos setores de bens intermediários e de bens de consumo não duráveis em particular.

De todo modo, os resultados [...] sugerem fortemente que a pauta de importações brasileiras vem se enrijecendo desde os anos 1990 e que este problema é estrutural e, portanto, dificilmente poderá ser corrigido no curto prazo de alguns trimestres ou mesmo anos (SANTOS *et al.*, 2017, p. 161-162).

Ressalta-se que não é o objetivo principal deste trabalho, discutir o tema da elasticidade de forma exaustiva. Contudo, faz-se necessário destacar este ponto, ainda que de maneira breve, devido ao fato de que foi apontado anteriormente que este problema eminentemente estrutural, afeta fortemente o nível de preços. Além disso, parte-se da hipótese que a taxa de juros não é essencialmente o melhor remédio para conter a inflação, pelo menos quando esta não é causada puramente

devido a pressões de demanda, tendo em vista que a taxa de câmbio pode ser uma variável de maior relevância para explicar, tanto o que leva a inflação aumentar e/ou diminuir.

Portanto, até o momento mostrou-se os principais argumentos e teorias acerca da política monetária e dos determinantes da inflação. Viu-se que a teoria Estruturalista não vê como causa única da inflação, apenas o excesso de moeda no mercado, que conseqüentemente, causam pressões na demanda. A partir do que foi exposto, verificou-se que existem fatores específicos que podem exercer pressão no nível de preços, como por exemplo, os choques de oferta inflacionários, sendo que neste caso específico, utilizar os juros como instrumento de combate à inflação podem gerar efeitos colaterais negativos no nível de atividades. Entendeu-se, portanto, a importância do método estruturalista de análise da inflação, que depreende que a mesma está atrelada às pressões básicas e são intensificadas por conta dos mecanismos de propagação, no caso das economias chilena e mexicana e que, por fim, acaba refletindo também a situação básica dos países latino-americanos.

3 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: fundamentação macroeconômica, desenho institucional e algumas críticas

No caso do Brasil, especialmente na década de 1980 até pouco mais da metade da década posterior, fez-se necessário adotar diferentes políticas de estabilização tendo em vista que a economia brasileira passou por severos problemas no tocante ao nível de preços e também sobre o crescimento econômico. Nesse período, conforme Giambiagi *et al.* (2011), vários planos de estabilização adotados fracassaram: Plano Cruzado I (fevereiro de 1986), Plano Cruzado II (novembro de 1986), Plano Bresser (junho de 1987), Plano Verão (janeiro de 1989), Plano Collor I (março de 1990), Plano Collor II (fevereiro de 1991).

Alguns anos depois, mais precisamente em junho de 1994, foi lançado o Plano Real, que se deu em três fases, sendo que a Fase I teve o **ajuste fiscal** como pilar; a Fase II, em que buscou-se eliminar a inflação inercial, sendo a principal característica, a **desindexação**; e, a Fase III, que contou com a chamada **âncora cambial**, cujo objetivo principal foi buscar maior autonomia para o Banco Central.

Ressalta-se que mesmo com tais medidas tomadas a partir da implantação desse novo plano em busca da estabilização da economia, a mesma ainda não havia se consolidado⁹. Portanto, a partir de 1999, surgiu no Brasil um novo modelo de política econômica cujo sustento se daria no chamado tripé macroeconômico orientado por *metas inflacionárias, câmbio flutuante e superávit primário*, que por sua vez, está atrelado ao pensamento dominante do Novo Consenso Macroeconômico (NCM).

Nesse sentido, este capítulo busca fazer uma breve discussão acerca do RMI, a partir da sua fundamentação macroeconômica, o desenho institucional do regime no Brasil, além de expor algumas críticas ao mesmo. Para tanto, faz-se necessário discutir antes o arcabouço teórico sob o qual o RMI se sustenta. Assim, a seção 03.1 trata do esboço da teoria do NCM, além de algumas considerações acerca do tripé macroeconômico, sob o qual o RMI é uma das bases. Na seção 03.2, em que discute-se o RMI, dividiu-se em três subseções, que tratam respectivamente da sua

⁹ Segundo Giambiagi *et al.* (2011), estava em curso nesse período (por volta de 1994), a crise do México cujos problemas relacionados ao seu Balanço de Pagamentos gerou sérios problemas ao *currency board* argentino. Isso gerou suspeitas quanto aos regimes de câmbio fixo, que poderiam levar o Brasil a uma crise severa, conforme discutido no capítulo anterior.

fundamentação macroeconômica, o seu desenho institucional e, por fim, faz-se algumas críticas ao referido regime.

3.1 O Novo Consenso e o Tripé Macroeconômico

Conforme já apresentado no capítulo anterior, existem diversas correntes de pensamento econômico que versam, principalmente, acerca da política monetária. Dentre elas, pode-se destacar as correntes clássica e keynesiana, segundo as quais, conduziram a um pensamento único que culminou com o advento da síntese neoclássica, com destaque para o economista John Hicks (1937). Desse modo, a partir do final da década de 1980, quando o neoliberalismo se consolidaria mundo a fora, uma série de estudos

[...] passaram a defender a ideia de que há a emergência de um consenso entre os macroeconomistas acerca do funcionamento da economia e do modo como devem ser conduzidas as políticas econômicas. Nova linha de pensamento foi retratada por alguns autores como uma tentativa de incorporação das principais ideias amplamente aceitas no campo do pensamento macroeconômico dentro do arcabouço teórico neoclássico, daí ter sido inicialmente designado Nova Síntese Neoclássica, e mais recentemente é denominada Novo Consenso Macroeconômico [...] (MIKHAILOVA; PIPER, 2011, p. 108).

Assim, pode-se dizer que o NCM consolidou as mais variadas ideias das correntes de pensamento passadas, como por exemplo, a possibilidade de a moeda afetar as variáveis reais, tendo em vista que não seja neutra no curto prazo, mas no longo prazo, admitia o pensamento clássico de que a política monetária não poderia gerar efeitos duradouros sobre o nível de emprego e, conseqüentemente, a renda.

Desse modo, o arcabouço teórico sob qual se sustenta o NCM parte de duas proposições básicas, conforme destacadas por Silva (2016): i) a política econômica deve objetivar a estabilidade dos preços; e, ii) a inflação é um fenômeno monetário, que deve ser controlado via política monetária. No primeiro ponto, pode-se dizer que ao objetivar estabilidade de preços, esse pensamento não admite que a inflação possa vir a ser causada por fenômenos que não sejam unicamente o excesso de demanda. O segundo argumento, portanto, parece ser um mero complemento ao primeiro, já que se a estabilidade de preços depende do *quantum* de demanda já que esta, por assim dizer, varia de acordo com a quantidade de moeda no mercado. Nesse sentido, seria óbvio que o remédio para o excesso de demanda seria, basicamente, a

quantidade de moeda no mercado, que irá determinar o nível da taxa de juros. Assim, surgiu o princípio de metas de inflação, já que o entendimento desse pensamento é que para corrigir os desequilíbrios, deveria haver uma âncora nominal (a taxa de juros), segundo a qual, conduziria a economia à estabilidade de preços.

Contudo, apesar de se considerar que o NCM é mais consistente com teoria da escola novo-keynesiana, o problema é que sua adoção não se limita apenas ao pensamento desses economistas. Assim,

Mesmo já tendo se passado cerca de 20 anos desde a emergência dos primeiros trabalhos relativos ao NCM, sua estrutura teórica ainda não se encontra consolidada. Isso faz com que se questione a existência mesma de um consenso. Alguns autores expressam dúvida não só quanto à existência de um consenso, mas também quanto à validade de sua definição como “novo”, alegando que o chamado NCM nada mais é do que o ressurgimento da escola monetarista com uma nova especificação para a regra da política monetária (MIKHAILOVA; PIPER, 2011, p. 108).

Em relação a isso, cabe destacar que estrutura teórica do NCM, com base em Neves e Oreiro (2008), apresenta algumas inconsistências dentro desse pensamento que são incompatíveis com o arcabouço teórico novo-keynesiano: i) prevalece a ideia de economia de mercado em que as políticas macroeconômicas, como a política fiscal, são desestabilizadoras; ii) a política monetária tem como objetivo uma taxa de inflação baixa e estável, pois esse cenário favoreceria o crescimento econômico; iii) o nível de atividade econômica flutua ao redor da Non-Acelerating Inflation Rate of Unemployment (NAIRU); e, iv) prevalece a Lei de Say, em que a demanda efetiva não tem papel importante na determinação do nível de equilíbrio de longo prazo, uma vez que os valores de equilíbrio são determinados pelo lado da oferta.

Em linhas gerais, tais inconsistências se traduzem nos seguintes fatos, conforme Neves e Oreiro (2008): i) que a utilização de políticas macroeconômicas (monetária e fiscal) com o intuito de afetar as variáveis reais são ineficazes; ii) para que se possa manter a estabilidade econômica e garantir o crescimento, a política monetária não deveria ser enviesada politicamente e somente um Banco Central independente poderia garantir isso; iii) no longo prazo, portanto, não existiria trade-off entre inflação e desemprego; e, iv) no longo prazo, a inflação não seria de custos, mas sim, decorrente do excesso de demanda.

Nesse sentido, tendo em vista os diversos choques que poderiam afetar a economia, a adoção de uma âncora nominal poderia amenizar os problemas decorrentes da inflação. Essa abordagem convencional foi o pilar para o surgimento do RMI.

Sob essa perspectiva, em 1999 surgiram um uma série de medidas econômicas que culminaram no chamado tripé macroeconômico, orientado por *metas inflacionárias, câmbio flutuante e superávit primário*. O sentido, portanto, não seria simplesmente criar um regime macroeconômico de curto prazo que pudesse auxiliar no processo de desenvolvimento, mas sim, algo bem mais complexo, o que daria as diretrizes segundo as quais se orientaria a política macroeconômica a objetivos de longo prazo. Dessa forma, a elaboração da arquitetura institucional do tripé macroeconômico

[...] teve como pressuposto uma concepção neoliberal do papel do Estado no desenvolvimento econômico. Desenvolvimento, na concepção neoliberal, é um conceito esvaziado, entregue a um pretenso caráter natural do sistema capitalista, cuja operação livre de interferências do Estado levaria a uma alocação de recursos eficiente. Assim, a arquitetura desse regime buscou limitar a discricionariedade da atuação do Estado no manejo das políticas macro. Preconizava-se que o instrumental macroeconômico deveria ser mobilizado para a busca quase exclusiva da estabilidade de preços, identificada como condição primordial para o desenvolvimento (ROSSI, 2015, p. 8)

Logo, conforme visto acima, a busca pela estabilização era algo almejado desde a década de 1980 e, com passar dos anos, esse objetivo foi se intensificando cada vez mais até que se tornasse algo quase exclusivo, de acordo com o autor citado anteriormente, pois somente assim, o desenvolvimento poderia ser alcançado. Por outro lado, esse tipo de política requer certo arrocho monetário, com taxas de juros excessivamente elevadas, pois a própria estabilização requer isso. Assim,

No debate recente sobre o modelo de crescimento brasileiro, o rigor do tripé econômico foi apontado por diversos críticos como o responsável pelo baixo crescimento da economia brasileira e como entrave para o desenvolvimento. Entretanto, ao longo do tempo o regime macro se mostrou flexível e permitiu mudanças na forma de gestão da política macro, no mesmo quadro institucional. Principalmente após a crise de 2008, a política cambial passou a contemplar os controles de capital entre os instrumentos, a política monetária passou a considerar os choques de oferta para a decisão de política e o regime fiscal passou a considerar o uso da política fiscal anticíclica. Resta indagar se essa flexibilidade é suficiente para contemplar, entre outras coisas, um papel mais ativo do Estado na economia, o crescimento sustentado e as transformações estruturais inerentes ao processo de desenvolvimento econômico (ROSSI, 2015, p.8-9).

Destaca-se que mesmo com a flexibilidade experimentada após a crise de 2008, ainda existem dúvidas acerca disso, tendo em vista que, mesmo quando o Brasil experimentou uma taxa de juros nominal de 7,25% (menor taxa entre 1999 e 2015), não foi capaz de manter esse patamar por um longo período, durando apenas 6 meses (de outubro de 2012 a março de 2013). Ainda em 2012, o Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) encerrou em 5,84% (ante 6,5% em 2011), percentual superior ao centro da meta de 4,5% a.a., mas inferior ao teto, que era de 6,5% a.a. Já a partir de 2013, a inflação voltou a aumentar, o que fez os juros crescerem rapidamente, até atingir 14,25% a.a. a partir de julho de 2015. Destaca-se que em apenas 12 meses contados a partir de abril de 2013 até março de 2014, a taxa Selic acumulou alta de 3,25 p.p., saindo de 7,5% a.a. para 10,75% a.a., respectivamente.

Portanto, fica evidente que os problemas relativos à estabilidade concomitantemente com a flexibilidade da política monetária brasileira parecem ser recorrentes, dado que a estabilidade de preços não costuma ser algo contínuo, mas sim, pontual. A partir daqui, destaca-se uma seção que trata do RMI, com três subseções: fundamentação macroeconômica, desenho institucional e algumas críticas.

3.2 Regime de Metas de Inflação

Até o momento, viu-se o arcabouço teórico sob o qual o RMI se sustenta, ou seja, no NCM. Nas subseções seguintes, discute-se com maior propriedade o referido regime, que uma das bases do tripé macroeconômico. Primeiramente, destaca-se sua fundamentação macroeconômica e, a partir disso, mostra-se o seu desenho institucional, finalizado com algumas críticas.

3.2.1 Fundamentação Macroeconômica

Primeiramente, cabe destacar que os defensores do RMI se apoiam na hipótese de que existe uma taxa natural de desemprego e que o principal objetivo é manter a inflação controlada e, além disso, acreditam que uma política monetária que tem como base o aumento da liquidez da economia (ou o contrário) com o intuito de estimular o crescimento econômico “somente pode causar efeitos reais passageiros e

feitos inflacionários permanentes” (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 144). Além do mais, o autor ainda cita Finn Kydland e Edward Prescott, por exemplo, os quais acreditam que “a política monetária não deve ser utilizada para estimular o crescimento econômico de um país” (*idem*, p.144).

Somado a isso, Bernanke *et al.* (2001) destacam que a ideia por trás da âncora nominal é o que ela pode prover à política monetária, pois em determinado sistema atrelado ao papel moeda,

[...] there is a need for some additional constraint on monetary policy, called a nominal anchor, to tie down the price level to a specific value at a given time. A nominal anchor can take the form of a quantity constraint, such as a limit on the amount of paper money that can be put into circulation; or of a price constraint, which legally fixes the value of the paper money in terms of some good or asset (such as gold or a foreign currency). Both types have been used, and both can ensure that the economy's price level takes a well-determined, specific value, despite the fact that paper money itself is intrinsically nearly worthless¹⁰ (BERNANKE *et al.*, 2001, p. 19).

De fato, em uma economia monetária cujo papel-moeda é o principal ator, a autoridade monetária poderia atingir seu objetivo principal, que é a estabilidade de preços, simplesmente por meio do próprio causador do desequilíbrio (a moeda), assumindo que a inflação advém das pressões de demanda causadas pelo excesso de liquidez no mercado. Adiante, Bernanke *et al.* (2001) aponta que caso se tratasse a alocação da inflação como uma regra de política no sentido clássico, isso daria margem para algumas críticas. A primeira delas é que a política monetária não teria outros objetivos, em sentido estrito, que simplesmente a estabilidade de preços. Isso poderia ser insustentável tanto para o público, quanto para os próprios banqueiros centrais e demais economistas monetários. A outra crítica é que os Bancos Centrais preocupam-se também com o nível de atividades, emprego, câmbio e outros indicadores econômicos, e caso o tratamento do controle inflacionário se dê de forma rígida, isso poderá levar a economia a resultados ruins, tais como baixo nível de investimento, desemprego e baixo índice do produto.

¹⁰ [...] existe a necessidade de alguma restrição adicional na política monetária, chamada de âncora nominal, para amarrar o nível de preços a um valor específico em um determinado momento. Uma âncora nominal pode assumir a forma de uma restrição de quantidade, como um limite na quantidade de papel-moeda que pode ser colocada em circulação; ou de uma restrição de preço, que legalmente fixa o valor do papel-moeda em termos de algum bem ou ativo (como ouro ou moeda estrangeira). Ambos os tipos foram usados, e ambos podem garantir que o nível de preços da economia tenha um valor específico e bem determinado, apesar do fato de que o papel-moeda em si é intrinsecamente quase sem valor (Tradução própria).

Em relação a isso, o próprio Bernanke *et al.* (2001) faz a seguinte indagação: mas se a meta de inflação não é uma regra no sentido clássico, então, o que seria melhor?

As we have suggested, we find it fruitful to think of inflation targeting not as a policy rule, but as a framework for policy within which “constrained discretion” can be exercised. It is here that the nominal anchor function of inflation targets is central: Like a real-life anchor, inflation targets keep the economic ship in the desired area in the long term, while permitting it to respond in the short run to unpredictable swells and currents. Less fancifully, we see the inflation-targeting frame-work as serving two important functions: (1) improving communication between policy-makers and the public, and, not unrelatedly, (2) providing discipline and accountability in the making of monetary policy¹¹ (BERNANKE *et al.*, 2001, p. 22).

Assim, com base nos moldes do NCM, um Regime de Metas de Inflação, conforme Dezordi (2004), repousa nos seguintes fundamentos: i) a não existência de "trade-off" entre nível de produção (ou desemprego) e a taxa de inflação, expressa na curva de Phillips de longo prazo, onde a política monetária não surte efeitos reais permanentes; ii) argumentos favoráveis à condução de regras de políticas em vez de alternativas discricionárias que gerem inconsistência dinâmica (KYDLAND; PRESCOTT, 1977); e, iii) o aumento, cada vez maior, da aceitação de argumentos favoráveis advogando que a inflação baixa promove crescimento econômico e eficiência no longo prazo. Somado a isso, deve-se levar em conta que

Em um regime de metas para a inflação, é necessário que haja autonomia operacional do banco central, de maneira que possa gerir a política monetária no sentido do cumprimento das metas. Além disso, é necessário que a situação fiscal esteja sob controle e que o sistema financeiro nacional esteja estável, de modo a não comprometer a perseguição da meta de inflação. Por outro lado, as metas para a inflação devem ser críveis, ou seja, devem ter valor alcançável. Por fim, é preciso que o banco central disponha de conhecimento sobre o funcionamento da economia, em particular dos mecanismos de transmissão da política monetária e sua quantificação por meio de modelos macroeconômicos (BCB, 2016, p. 6).

Portanto, a gestão da política monetária por parte do Banco Central, segundo o receituário da corrente dominante (Novo Consenso Macroeconômico),

¹¹ Como sugerimos, achamos frutífero pensar na segmentação da inflação não como uma regra de política, mas como um quadro para a política dentro da qual "discrição restrita" pode ser exercida. É aqui que a função de âncora nominal dos alvos de inflação é central: como uma âncora da vida real, os objetivos de inflação mantêm o navio econômico na área desejada no longo prazo, permitindo que ele responda no curto prazo a inundações e correntes imprevisíveis. Menos fantasticamente, vemos o quadro de metas de inflação como duas funções importantes: (1) melhorar a comunicação entre os decisores políticos e o público e, de forma não relacionada, (2) proporcionar disciplina e responsabilidade na elaboração da política monetária. (Tradução própria)

deve levar em conta que “[...] não têm efeito real sobre a economia e o banco central deve ser independente e possuir apenas um objetivo: o controle inflacionário, enquadrando-se neste caso o Regime de Metas de Inflação” (TANAKA, 2010, p. 21).

Na subseção seguinte, destaca-se o desenho institucional do RMI.

3.2.2 O Desenho Institucional

Desde o surgimento do RMI, no início da década de 1990, o desenho institucional não é propriamente seguido como regra. Existe um *mix* de países que adotaram o RMI, sejam países desenvolvidos como o Canadá e Reino Unido, sejam aqueles em desenvolvimento, como por exemplo a África do Sul e o próprio Brasil, tendo em vista que “o desenho institucional que é utilizado na prática varia de país para país, de acordo com as condições econômicas iniciais, a cultura local, a concepção dos responsáveis por sua implantação, dentre outros fatores” (NEVES; OREIRO, 2008, p. 118).

Em linhas gerais, as principais características do desenho institucional do RMI são¹²: i) escolha do índice de inflação: usualmente existem duas alternativas - o índice cheio ou um núcleo de inflação; ii) definição da meta, que pode ser pontual ou intervalar. No caso intervalar (banda), ainda existe a alternativa de ter ou não meta central; iii) horizonte da meta: definição do período de referência para avaliar o cumprimento da meta para a inflação; iv) existência de cláusulas de escape: estabelecimento, a priori, de situações que podem justificar o não cumprimento das metas; e, v) transparência: formas de comunicação da autoridade monetária visando informar a sociedade sobre a condução do regime de metas.

Em relação a isso, segue uma tabela que mostra como está estruturado o padrão do RMI em cada país latino-americano que o adotou.

¹² Conforme Banco Central (2016, p. 6)

Tabela 3 - O Regime de Metas de Inflação nos países latino-americanos de acordo com o ano de implementação, forma de estabelecimento da meta e tipo de meta

Ano de Implementação	País	Meta estabelecida pelo*	Meta em 2012***	Tipo de Meta**
1999	Brasil	G e BC	4,5%/ + ou - 2 p.p.	P + T
1991	Chile	BC	3,5%/ + ou - 1 p.p.	P + T
1999	Colômbia	BC	3,0%/ + ou - 1 p.p.	Banda
1999	México	BC	3,0%/ + ou - 1 p.p.	P + T
2002	Peru	BC	4,25%/ + ou - 1 p.p.	P + T

Fonte: Paula e Saraiva (2015) (adaptado)

* BC: Banco Central; G: Governo.

** P: Ponto; T: Tolerância.

*** Exceto Chile, Colômbia, México e Peru que estão atualizadas até 2016. No caso do Brasil, a partir de 2017 o intervalo de tolerância passou a ser de 1,5 p.p.

No Brasil, o RMI foi implementado em um cenário de incerteza, que segundo o Banco Central (2016), derivou do impacto da desvalorização da nova moeda brasileira, o Real, sobre a inflação. Assim, com o Decreto nº 3.088 de 21 de junho de 1999, juntamente com a Resolução nº 2.615 de 30 de junho do mesmo ano, o Comitê de Política Monetária (Copom) definiu índice de preços de referência e das metas para a inflação para 1999 e para os dois anos subsequentes.

Segundo Neves e Oreiro (2008), a escolha de uma meta para a inflação está atrelada ao debate acerca do padrão de metas, conforme destacado na tabela, uma meta pontual ou bandas. Conforme o BCB, as bandas existem por dois motivos

Em primeiro lugar, nenhum banco central tem controle total sobre o comportamento dos preços. O que ele faz é mover a taxa de juros básica de forma a afetar, por vários mecanismos indiretos, a evolução dos preços. A inflação está sujeita a vários fatores externos ao banco. Além disso, existem defasagens nos mecanismos de transmissão da política monetária. Na ocorrência de choque inflacionário hoje, mesmo o banco central respondendo prontamente, ainda se observará aumento da inflação no curto-prazo. Em segundo lugar, a presença de bandas permite ao banco central acomodar parcialmente alguns choques. A existência de banda permite que a autoridade monetária cumpra a meta sem que a política monetária se torne excessivamente restritiva. Contudo, tal banda não pode ser muito ampla, pois criaria a expectativa de falta de compromisso em alcançar seu centro. Sua utilização, portanto, deve ser feita com bastante critério e parcimônia. Assim, se por um lado é importante que existam bandas para acomodar os choques econômicos, por outro lado sua amplitude deve ser limitada de forma a não prejudicar a credibilidade do regime de metas (BCB, 2016, p. 7).

Voltando à Tabela 3, ao observar os países¹³ que fazem parte da América Latina, apenas cinco adotaram o RMI: Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Cabe

¹³ É importante observar que a Argentina e a Venezuela, países que atualmente apresentam as maiores taxas de inflação do continente, sendo 21,9% e 741% respectivamente no acumulado dos últimos 12 meses, não adotaram o regime e sequer sinalizam que irão buscar essa forma de conduzir a inflação

destacar que o Brasil, dentre os países latino-americanos é o que apresenta a maior meta, assim como o maior intervalo de tolerância, mas ainda assim, isso não quer dizer que a política monetária brasileira seja mais rígida quando comparada aos demais países latino-americanos. No entanto,

[...] deve-se observar o tamanho da economia e a complexidade das relações econômicas no Brasil em relação ao resto dos países da América Latina e Caribe. Assim, a definição da meta superior à dos outros países parece seguir esse argumento (LEAL, *et al.* 2013, p. 191).

Contudo, deve-se atentar para o seguinte:

Despite the language referring to inflation control as the primary objective of monetary policy, as we have said, inflation-targeting central banks always make room for short-run stabilization objectives, particularly with respect to output and exchange rates. This accommodation of short-run stabilization goals is accomplished through several means. First, the price index on which the official inflation targets are based is often defined to exclude or down-weight the effects of "supply shocks;" for example, the officially targeted price index may exclude some combination of food and energy prices, indirect tax changes, terms-of-trade shocks, and the direct effects of interest rate changes on the index (for example, through imputed rental costs). Second, as already noted, inflation targets are typically specified as a range; the use of ranges generally reflect not only uncertainty about the link between policy levers and inflation outcomes but is also intended to allow the central bank some flexibility in the short run. Third, short-term inflation targets can and have been adjusted to accommodate supply shocks or other exogenous changes in the inflation rate outside the central bank's control¹⁴ (BERNANKE; MISHKIN, 1997, p. 101).

Quanto aos pontos elencados por Bernanke e Mishkin (1997), chama-se a atenção para o primeiro ponto, que trata do índice de preços de referência para o RMI. O índice utilizado no Brasil é o IPCA, que é calculado pelo IBGE. Os choques de

à patamares menores. Conforme o trading economics em 23 de agosto de 2017. Mais detalhes, ver: <http://pt.tradingeconomics.com>.

¹⁴ Apesar da linguagem referente ao controle da inflação como o principal objetivo de Política Monetária, como dissemos, os bancos centrais de metas de inflação sempre atribuem espaço para objetivos de estabilização de curto prazo, particularmente no que se refere ao produto e às taxas de câmbio. Esta acomodação de metas de estabilização de curto prazo é realizada através de vários meios. Em primeiro lugar, o índice de preços em que os objetivos de inflação oficiais se baseiam é geralmente definido para excluir ou diminuir os efeitos de "choques de oferta"; por exemplo, o índice de preços oficialmente direcionado pode excluir uma combinação de preços de alimentos e energia, mudanças de impostos indiretos, choques de termos de troca e os efeitos diretos das mudanças de taxa de juros no índice (por exemplo, através de custos de aluguel imputados). Em segundo lugar, como já foi observado, os alvos de inflação normalmente são especificados como um intervalo; O uso de intervalos geralmente reflete não apenas a incerteza sobre o vínculo entre as alavancas políticas e os resultados da inflação, mas também se destina a permitir ao banco central alguma flexibilidade no curto prazo. Em terceiro lugar, os objetivos de inflação de curto prazo podem e foram ajustados para acomodar choques de oferta ou outras mudanças exógenas na taxa de inflação fora do controle do banco central (Tradução própria).

oferta, diferentemente do que foi colocado por esses autores, são considerados no IPCA¹⁵ e, inclusive, o grupamento de maior peso é alimentação e bebidas (em torno de 25% do índice geral), os mais vulneráveis aos choques, seguido dos preços monitorados.

Portanto, o ideal seria ter como parâmetro, conforme sugerido pelos autores citados, o índice que excluísse os efeitos de choques, como por exemplo, o núcleo da inflação em contraposição ao índice cheio. Em outras palavras seria o contrário do IPCA, já que tal índice exclui a ação dos preços monitorados e alimentos. Em relação a isso, o BCB defende que

[...] a adoção do índice cheio deveu-se a dois motivos. O primeiro é que, embora no longo-prazo o núcleo e a inflação tendam a convergir, no curto prazo podem divergir significativamente. O segundo, e talvez o mais importante, é questão de transparência e credibilidade. No momento da implantação do regime de metas para a inflação, além da necessidade de explicar à população o que significava o regime de metas, a introdução de novo conceito de inflação (núcleo), que não reflete a inflação efetivamente ocorrida junto ao consumidor, poderia gerar ainda mais dúvidas. Ademais, o índice cheio está mais próximo do conceito de bem-estar, pois é mais representativo para mensurar o verdadeiro poder de compra do consumidor. As pessoas não estão interessadas nos preços de parte de sua cesta de consumo, e sim em sua totalidade. Um fator de cautela adicional na utilização dessas medidas deriva do fato de que, mesmo entre os especialistas na área, há controvérsia quanto aos méritos e deméritos das diferentes metodologias para calcular núcleos de inflação (BCB, 2016, p. 10).

Em relação às cláusulas de escape, no momento em que se observa que a meta não foi cumprida, a fim de mostrar ao público as razões disso, a autoridade monetária, por meio do seu presidente e em carta aberta ao Ministro da Fazenda, apresenta os principais motivos segundo os quais a meta de inflação não foi cumprida. Por exemplo, um dos problemas mais recorrentes são os choques de oferta, que afetam de forma expressiva os preços dos alimentos e dos preços administrados.

Portanto, essas foram as principais considerações acerca do desenho institucional do RMI no Brasil. Adiante seguem algumas críticas ao referido regime.

3.2.3 Algumas Críticas

Como âncora nominal, o RMI pode ser uma boa alternativa para o controle inflacionário. Contudo, esse regime apresenta algumas desvantagens.

¹⁵ O IPCA é o mais relevante dos índices empregados no Brasil no que se refere à da política monetária, já que foi escolhido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) como referência para o sistema de metas para a inflação implementado em junho de 1999. (BCB, 2016, p. 8)

Ao seguir os moldes do NCM, o RMI se sustenta nas seguintes proposições: i) o núcleo ou tendência da inflação é resultado de choques de demanda; ii) a taxa de juros é operada com o objetivo de controlar a demanda agregada; e, iii) alguma variação na taxa de câmbio ocorre como um efeito colateral das mudanças na taxa de juros. De acordo com Serrano (2010, p. 64)

Apesar de sua ampla aceitação, estas três proposições básicas, a rigor, só se sustentam se quatro pressupostos fundamentais do modelo teórico do “novo consenso” forem válidos. Estes pressupostos são: 1) que o hiato do produto (e/ou do emprego) afeta a inflação de forma sistemática; 2) que os choques inflacionários têm persistência total, isto é, os coeficientes de inércia e de expectativas inflacionárias, somados, se igualam à unidade; 3) que o produto potencial é independente da evolução da demanda; 4) que os choques de custo são aleatórios, causados, por exemplo, por safras agrícolas abundantes ou excepcionalmente fracas.

Diante disso, caso esses pressupostos não sejam atendidos, a visão consensual pode funcionar de maneira incompleta, ou seja, a ideia de que o Banco Central deve preocupar-se apenas em combater a inflação, é garantida pelos pressupostos 2 e 3, devido à neutralidade da política monetária e ao fato de que no longo prazo, ela não afeta o produto e o emprego. Além disso, os pressupostos 1 e 4 garantem que o controle da inflação por meio do simples controle da demanda agregada e que não se pode fazer muito para resolver o problema da inflação de custos, respectivamente. O problema é que, “no caso da economia brasileira no período de 1999 até os dias atuais, nenhum destes quatro pressupostos se sustenta” (SERRANO, 2010, p. 64).

Diante disso, faz-se o seguinte questionamento: por que tais pressupostos não se sustentam? Simplesmente por conta dos seguintes problemas: i) estudos econométricos feitos por Ferreira e Jayme Júnior (2005), por exemplo, não apontaram hiato do produto na curva de Phillips. Em outras palavras, *não existe relação empírica entre o hiato do produto e a aceleração da inflação*; ii) a persistência dos choques inflacionários não é total, pois estimativas feitas em relação a esse problema apontam que tal persistência “não pode ser considerada completa, isto é, a soma dos coeficientes da inflação passada (inércia) e futura (expectativas inflacionárias) na curva de Phillips é inferior à unidade” (SERRANO, 2010, p. 64); iii) existe uma independência do produto potencial em relação ao produto corrente, porque evidências empíricas apontam que existe uma correlação muito forte entre a evolução do produto corrente e o potencial, o que a literatura chama de *histerese para o*

*produto*¹⁶; e, *iv*) os choques de custos são aleatórios, porque em primeiro lugar, os choques de oferta não são aleatórios. Existem preços administrados e contratos atrelados ao Índice Geral de Preços, commodities que crescem desde o final dos anos 1990 impondo crescimento dos preços de bens importados e, além disso, o salário nominal vem crescendo com a política de recomposição do poder de compra.

Em trabalhos mais recentes, Barbosa Filho (2017) aponta que a principal crítica ao RMI refere-se à própria eficiência em atingir a meta proposta, que por sua vez, está atrelada ao fato de que os agentes econômicos não são capazes de assumir toda a informação disponível, tendo em vista os custos existentes à obtenção e processamento das informações existentes no mercado. Este seria um problema de assimetria de informações. Ainda segundo Barbosa Filho (2017), mesmo admitindo a existência de vários modelos que tentam descrever o funcionamento da economia, este funcionamento ainda não virou um consenso entre os economistas.

Outra questão é a existência dos preços administrados no IPCA, que dificulta, na maioria das vezes, o processo de convergência da inflação para a meta. Em 2015, por exemplo, enquanto o IPCA encerrou em 10,67%, os preços administrados fecharam o ano em 18,08%. Em relação a isso, faz-se as seguintes observações¹⁷: i) No caso do Brasil, somente os preços administrados representam aproximadamente 30% do IPCA¹⁸, e na composição dos preços dos produtos comercializáveis, há um peso não desprezível de itens altamente voláteis, como os produtos “*in natura*”; ii) Como no Brasil, há uma amplitude grande entre o piso e o teto de tolerância, não faz muito sentido adotar, além de uma banda larga, um índice de preços que não seja o índice cheio; e, iii) se o objetivo da política monetária for o de perseguir um objetivo um ou dois anos à frente, e dado o princípio de que o núcleo tende a flutuar em torno do índice cheio, não há razões “*a priori*” para suspeitar, com tanta antecedência, que dois anos depois da decisão de um comitê de política

¹⁶ A histerese é o fenômeno descrito pela literatura econômica que modifica a taxa natural de desemprego de um país. É possivelmente uma das únicas formas pelas quais a demanda possa ter alguma influência na produção no longo prazo. Geralmente, ela ocorre em períodos longos de desemprego, como crises econômicas agudas. Neles, os trabalhadores tendem a perder competências e habilidades, além de, muitas vezes, desistirem de procurar trabalho. Tal fato provoca um aumento no desemprego friccional e um consequente retrocesso da demanda agregada. Disponível em: <<http://desconstruindoaeconomia.blogspot.com.br/2009/10/histerese-no-japao-os-hikikomoris.html>>. Acesso em 4 dez. 2014.

¹⁷ Conforme Giambiagi *et al.* (2006), p. 460.

¹⁸ Segundo dados do IBGE, em 2015 o peso dos preços administrados no IPCA encerraram em 28,3%.

monetária acerca da taxa de juros os índices “cheio” e de núcleo seguirão trajetórias muito diferentes entre si.

De modo geral, o que se pode afirmar acerca do RMI na América Latina, é que por se tratarem de países em desenvolvimento, a maior parte deles “enfrentam cenários inflacionários mais elevados do que os países desenvolvidos, seja pela dificuldade de se obter um orçamento equilibrado, seja pela irradiação inflacionária nos preços domésticos proveniente das variações da taxa de câmbio (pass-through) [...]” (LEAL *et al.*, 2013, p. 191). Além disso, cabe destacar que para que se tenha uma efetividade, ainda que razoável, no tocante à manutenção da inflação dentro da meta estabelecida, deve-se implementar políticas mais agressivas (como o próprio regime sugere), com por exemplo, levar a taxa básica de juros em níveis bastante elevados, o que acaba comprometendo o crescimento econômico.

Outro problema que pode ser destacado é o fato de que a operacionalização do RMI deveria ser mais flexível, pois as autoridades monetárias “[...] deveriam adotar uma gama maior de instrumentos e objetivos, um índice de preços que excluísse a influência de choques de oferta, a fixação de períodos mais longos e de um intervalo de tolerância maior em relação ao ponto central” (ARAÚJO, 2013, p. 21). Dessa forma, haveria menor necessidade de manipulação da taxa básica de juros.

Vale destacar também que o RMI, baseado nos moldes do NCM, atribui a inflação à pressões na demanda, mas no caso brasileiro isso não é em todo uma verdade absoluta, atribuindo às variações na taxa de câmbio o comportamento do IPCA ao longo de 1999 até 2015. Além disso, com base nos estudos de Silva (2016), em que o mesmo, ao analisar a economia desde 1999 até 2015, destaca vários pontos interessantes em relação ao funcionamento da economia, com destaque para o seguinte: i) as ineficiências dos mecanismos de transmissão da política monetária são responsáveis por não permitir um funcionamento mais próximo àquele que a teoria sobre o regime advoga; ii) as influências de preços que seguem uma lógica independente da política monetária tem impactos sobre a inflação devido à utilização de um índice cheio; e iii) a falta de flexibilidade do sistema em lidar com choques externos, devido à ausência de válvulas de escape, torna o regime mais rígido – de forma a influenciar o desempenho macroeconômico do país.

Portanto, cumprindo o objetivo deste capítulo, discutiu-se os principais ideais do NCM, pensamento único dominante que se consolidou a partir do início dos anos 1990, sob o qual se sustenta o RMI. Em relação a este, mostrou-se além da fundamentação macroeconômica, seguindo os moldes do NCM, a forma como foi instituído o RMI no Brasil, apresentando as principais características e, por fim, fez-se algumas críticas ao referido regime com base em alguns autores que trabalharam essa temática. No capítulo seguinte, destaca-se a dinâmica da inflação no Brasil entre 2000 e 2015.

4 PRINCIPAIS DETERMINANTES DA INFLAÇÃO

Até o momento, discutiu-se a forma como é conduzida a política monetária no Brasil, ou seja, destacou-se os principais objetivos e metas a serem alcançadas pela autoridade monetária. Contudo, como esta última segue as regras do pensamento único dominante, ou seja, a abordagem convencional, não leva em conta que a inflação pode ser frutos de outras variáveis que não somente pelo excesso de liquidez no mercado e, conseqüentemente, pressão de demanda.

Ainda no primeiro capítulo, mostrou-se a abordagem da inflação com base nos estudos de dois economistas estruturalistas, além de apontar os diferentes tipos de inflação a partir de uma perspectiva pós-keynesiana, que mostra como a inflação pode se manifestar, já que o método de análise pós-keynesiano busca identificar a essência do processo inflacionário. Destacou-se, por exemplo, a partir dos estudos do economista chileno Juan Noyloa Vásquez, que a inflação “não é um fenômeno monetário”, haja vista que os seus estudos apontaram para o fato de que a inflação advém de desequilíbrios de caráter real, posto que se manifestam sob a forma de elevações no nível geral de preços, características mais presentes em países subdesenvolvidos que industrializados. Dessa forma, caracterizou seu entendimento acerca da inflação em duas categorias: pressões inflacionárias básicas e mecanismos de propagação, sendo as primeiras, objeto desequilíbrios do crescimento, quase sempre localizados em dois setores (comércio exterior e a agricultura).

Por outro lado, destacou-se também o trabalho de Osvaldo Sunkel, que destaca que as pressões inflacionárias podem ser discriminadas e, somente após fazer isso, poder-se-ia prosseguir com a análise dos mecanismos de propagação. Além disso, Sunkel (2000) destacou três tipos de pressões inflacionárias: básicas ou estruturais, circunstanciais e cumulativas. As pressões básicas estariam ligadas à rigidez ou inflexibilidade da oferta, ou seja, da incapacidade de determinados setores produtivos dar uma resposta mais rápida às modificações na demanda. Por outro lado, as pressões circunstanciais seriam reflexo das elevações nos preços dos produtos importados somado ao gasto público massivo. Por fim, as pressões inflacionárias cumulativas, por sua vez, resultariam da forma como os investimentos, as expectativas e a produtividades estariam orientados.

Nesse sentido, com base no método utilizado pelos autores citados, faz-se um resgate da teoria discutida no primeiro capítulo, a fim de entender o que mais afetou a inflação brasileira no período após a implementação do RMI até 2015. Acredita-se que as variações cambiais afetam diretamente o nível de preços através dos bens comercializáveis internacionalmente (*commodities* e bens de consumo durável), tendo em vista que esse efeito é bastante rápido e, conseqüentemente, afeta a inflação. Mostra-se também como os preços administrados e os custos salariais, a partir de estudos recentes de autores que trabalham com esta temática, podem ser entendidos como principais mecanismos de propagação da inflação. Por fim, o fato mais importante da taxa de câmbio como principal variável de pressão inflacionária básica no caso brasileiro, é a sua estrita relação com os preços das *commodities* internacionais, tendo em vista que ao relacionar as mesmas, com base em estudos recentes, observou-se que quando a taxa de câmbio tende a pressionar os preços, estes acabam sendo atenuados pelas variações nos preços das *commodities*, isto é, ambas apresentam uma relação inversa.

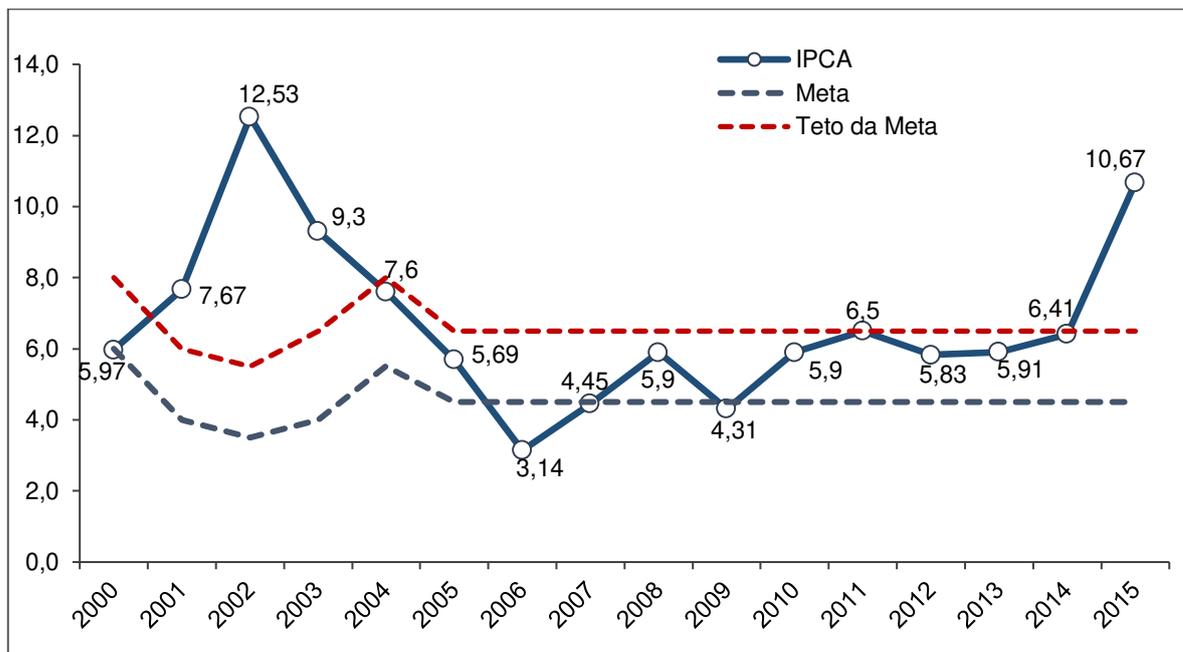
É importante destacar que no caso brasileiro, a taxa de câmbio juntamente com os preços administrados, continuam sendo as principais causas tanto das pressões inflacionárias, quanto da dificuldade em que a autoridade monetária tem em propor uma política de controle inflacionário que realmente afete estes mecanismos, já que erroneamente, o BCB insiste em seguir o receituário do *mainstream*, onde o controle inflacionário deverá ser feito com base em uma política restritiva, com altas taxas de juros.

Para tanto, na seção 04.1 faz-se uma breve apresentação da dinâmica inflacionária brasileira, produto e taxa de juros a partir de 2000 até 2015. Em seguida, na seção 04.2, apresenta-se o que mais pode ter afetado a inflação no Brasil nesse período. Para isso, dividiu-se o tópico em duas subseções. Na primeira delas, busca-se mostrar como o câmbio, os preços administrados e a própria demanda afetaram a inflação a partir da implementação do RMI. Com base nisso, resgata-se a discussão sobre os mecanismos de propagação discutidos no primeiro capítulo, ou seja, os trabalhos dos teóricos estruturalistas realizados há pouco mais de 60 anos, que apontaram elementos que ainda hoje persistem no tocante à inflação.

4.1 Breve análise do comportamento da inflação, produto, taxa de juros exportações e *commodities*

De acordo com o exposto no capítulo anterior, o RMI surgiu para tentar “resolver” o problema das altas taxas de inflação que o país vinha experimentando desde o início dos anos 1980 (a chamada década perdida) até pouco depois da implementação do Plano Real a partir 1994. De fato, não mais experimentou-se períodos de hiperinflação como na década de 1980, mas apesar disso, verifica-se que ainda há certa dificuldade por parte da autoridade monetária em manter o nível de preços estável, conforme pode ser constatado no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Evolução do IPCA, centro da meta e teto da meta entre 2000 e 2015 – % a.a.



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de IBGE;SGS/BCB/Depec (2017)

Conforme observado no Gráfico 1, mesmo dois anos após a implementação o RMI, o BCB ainda teve dificuldades tanto no sentido de fazer com que a inflação convergisse para a meta, quanto nos ajustes da própria meta. Verifica-se que de janeiro de 2000 até o início de 2005, a meta de inflação sofreu diversas modificações e, inclusive, em 2003 e 2004, o BCB lançou quatro resoluções que alteravam a meta de inflação.

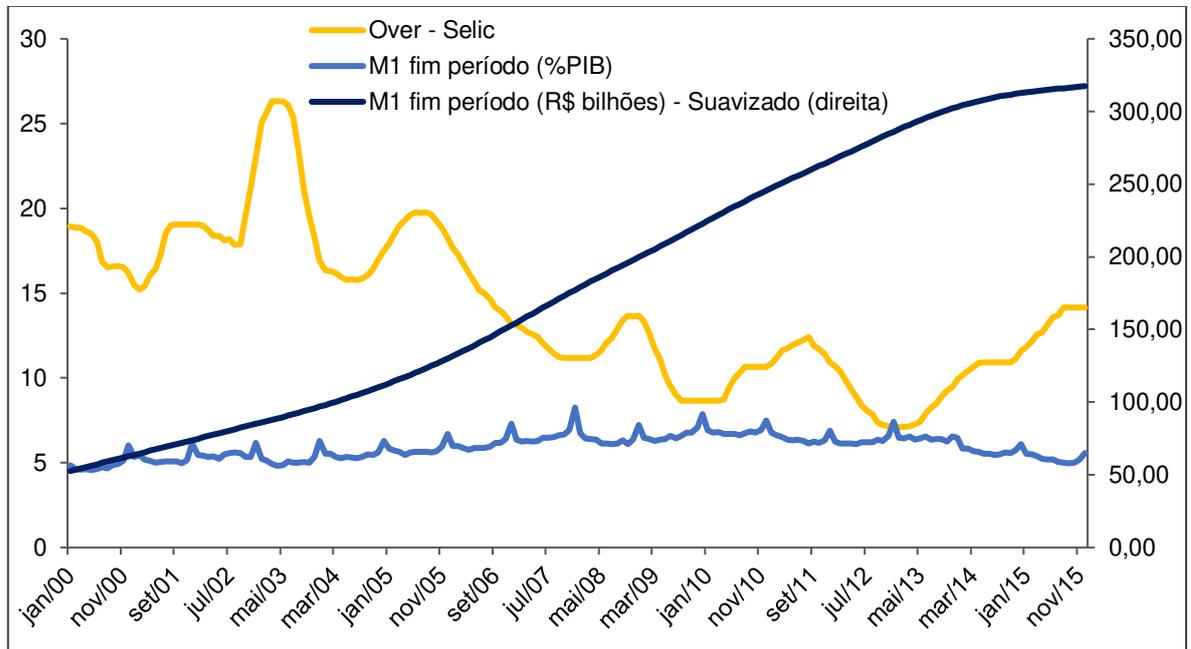
Portanto, isso indica a dificuldade que a autoridade monetária brasileira teve nesses anos iniciais para consolidar o RMI e, conseqüentemente, restaurar sua credibilidade. Mesmo com esse esforço inicial, a inflação chegou a 17,24% a.a. em maio de 2003, tendo encerrado o ano em 9,3% a.a. e reduzido significativamente a partir de junho do mesmo ano¹⁹. No entanto, a partir de maio de 2004 até dezembro de 2015, a inflação ficou oscilando entre a meta e o limite superior. Vale ressaltar que entre janeiro de 2000 e dezembro de 2015, período escolhido para as análises, contabiliza-se 16 observações (anos), dentre as quais, em 4 delas a meta não foi cumprida.

Com base nessas características, o que se aprende nos manuais é que, quando a inflação está fora de controle, basta que a autoridade monetária²⁰ faça uso de uma política monetária contracionista. No entanto, essa política não é tão simples como se apresenta nos manuais de macroeconomia. É algo muito mais complexo, que depende não somente da “boa vontade” da autoridade monetária em lançar ou contrair a base monetária. Quanto a isso, o Gráfico 2 mostra o comportamento da taxa básica de juros da economia brasileira, a Over-Selic, assim como a quantidade de liquidez do mercado (M1) e a relação desta com a evolução do PIB ao longo dos anos 2000 até 2015.

¹⁹ Nesse período houve uma tremenda contaminação dos preços por conta, principalmente, do dólar, que já estava em patamares elevados (acima dos R\$ 3,40) desde julho de 2002 até meados de 2003.

²⁰ Uma maneira didática e também convencional de perceber a importância e o impacto da política monetária pode ser através da descrição do modelo IS-LM padrão. A principal característica da política monetária nesse modelo é o aumento ou diminuição da oferta de moeda, o que gera um impacto diretamente na taxa de juros. No modelo econômico da estática comparativa – modelo IS-LM –, a economia pode sofrer impacto tanto do lado da demanda, por meio de alterações no lado real que afetam a curva IS e notadamente a curva DA (Demanda Agregada), ou por alterações no lado monetário que correspondem a fatores ligados à curva LM, o que surtirá um efeito na OA (Oferta Agregada).

Gráfico 2 - Evolução da taxa básica de juros (over-selic) acumulada em 12 meses (%) e o M1(em R\$ bilhões série suavizada e % do PIB) entre jan/2000 e dez/2015

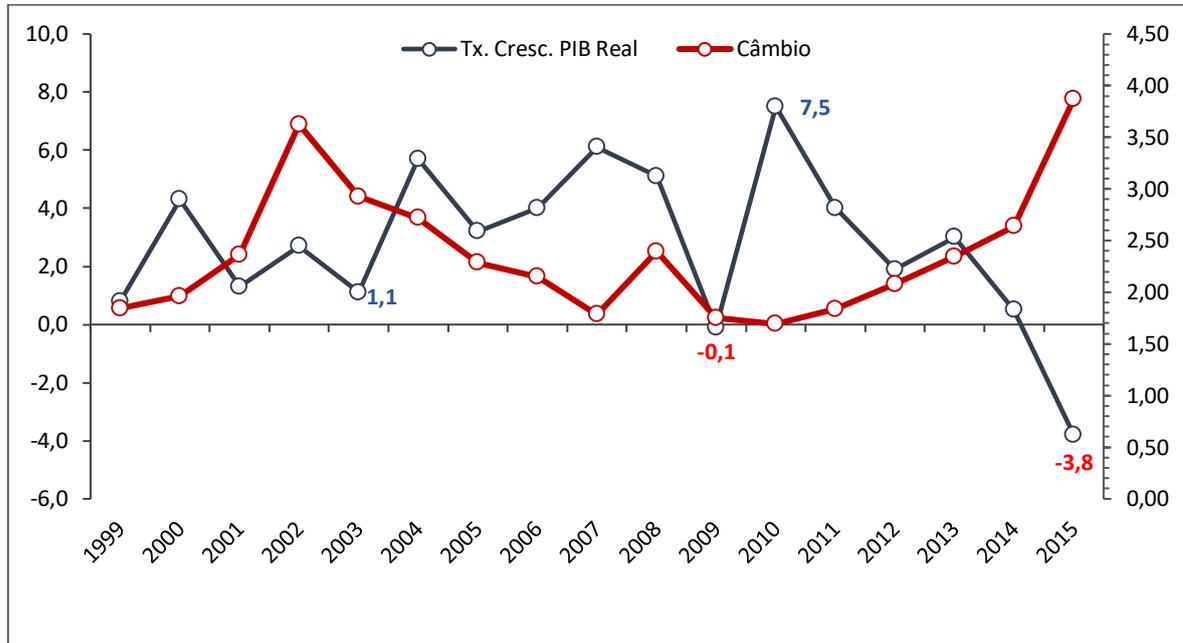


Fonte: Elaborado pelo autor a partir de SGS/BCB/Depec/2017

De fato, ao observar o Gráfico 2, percebe-se que a taxa básica de juros reduziu à medida em que a base monetária aumentava, ou seja, pela própria lógica da política monetária, quanto maior a liquidez do mercado, menor tende a ser a taxa de juros. Fazendo-se um exercício bem simples, considerou-se a matriz de correlação entre a base monetária e a taxa básica de juros e resultado foi uma correlação forte e inversa, cujo coeficiente de Pearson foi de -0,78.

Contudo, observa-se que o M1 em relação ao PIB permaneceu praticamente constante, o que pode indicar que não exerceu grandes pressões na demanda. O percentual máximo do M1 em relação ao PIB no período destacado foi de 8,25% em dezembro de 2007. Nesse período, a taxa de crescimento real do PIB oscilou significativamente, tendo atingido picos de 7,5% em 2010, e mínimos de -0,2 em 2003 e 2009, conforme destacado no Gráfico 3.

Gráfico 3 - Evolução da taxa de crescimento real do PIB (%) e taxa de câmbio média (R\$/US\$ à direita) entre 1999 e 2015



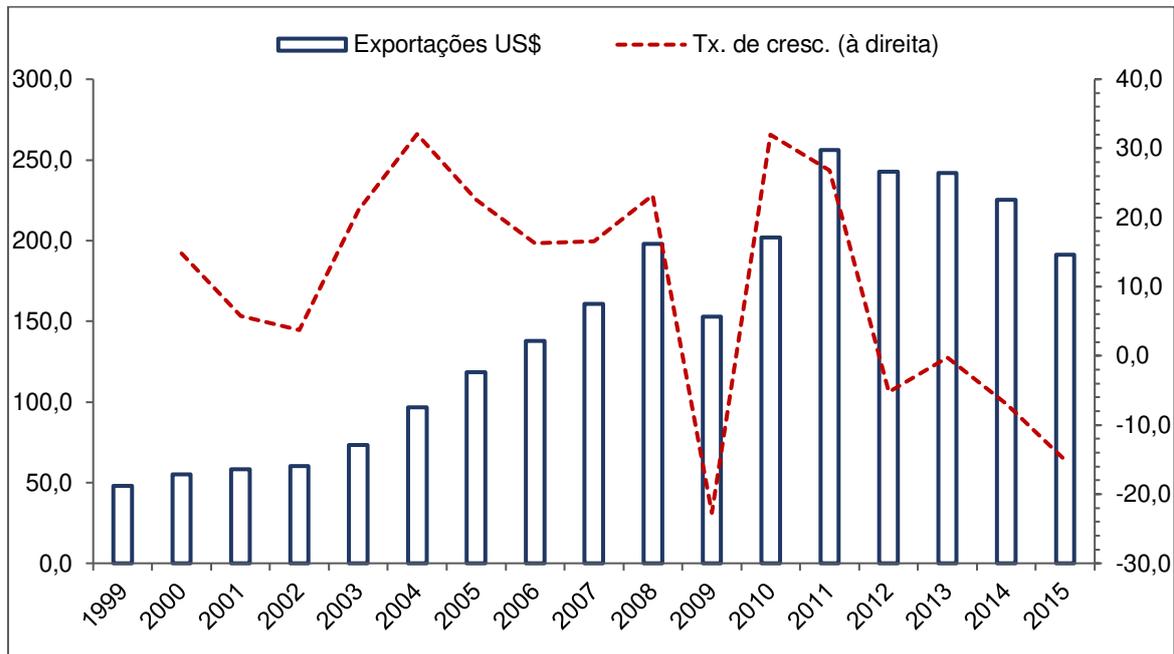
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de IBGE; BCB (2018)

Os quatro pontos destacados no Gráfico 3 marcam situações bem peculiares na conjuntura econômica brasileira. Em 2003, pode-se destacar, inicialmente, a mudança no quadro político brasileiro, com a saída de Fernando Henrique Cardoso do poder, após oito anos de mandato e a entrada do presidente Luís Inácio Lula da Silva²¹. Esse cenário de incerteza quanto aos rumos da economia brasileira gerou alguns problemas, dentre os quais, a forte desvalorização cambial entre 2001 e 2002, tendo em vista que a taxa de câmbio chegou ao patamar de R\$ 3,89 em setembro de 2002, pouco antes das eleições de outubro, o que representa um aumento aproximado de 68% em apenas seis meses.

Mesmo assim o cenário das exportações brasileiras não foi o melhor para o ano, tendo apresentado uma leve redução no ritmo de crescimento em relação aos anos anteriores, dado que entre 2000 e 2002, a taxa de crescimento das exportações saiu de 14,8% para 3,7% respectivamente, conforme destacado no Gráfico 4.

²¹ A sua posse em 2003 teve dois significados importantes. Em primeiro lugar, em termos político-ideológicos, representou a ascensão da esquerda ao poder, através do Partido dos Trabalhadores (PT). Pelas posições deste desde a primeira vez que Lula foi candidato a presidente, em 1989, o novo governo parecia encarnar uma mensagem de transformação talvez apenas comparável, na América do Sul, à posse de Salvador Allende no Chile, nos anos de 1970. (GIAMBIAGI *et al.*, 2011, p. 197)

Gráfico 4 - Exportações brasileiras (total em US\$ bilhões) e taxa de crescimento (%) entre 1999 e 2015



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BCB (2018)

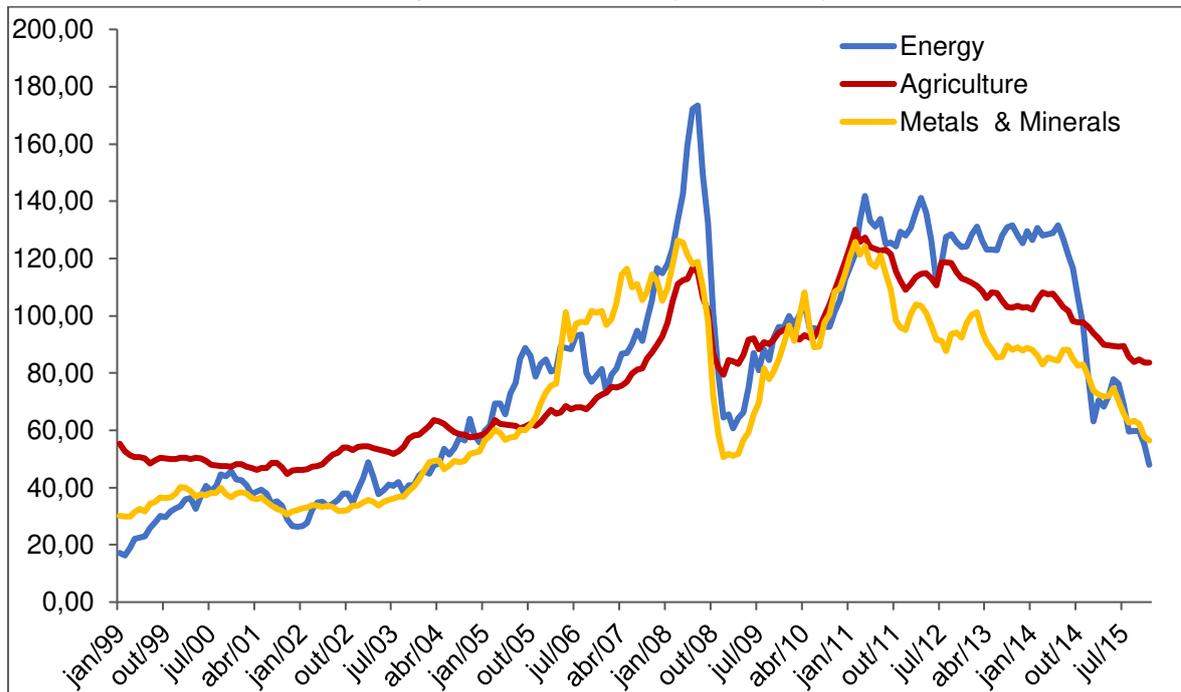
Destaca-se que mesmo tendo apresentado esse arrefecimento entre 2000 e 2002, as exportações brasileiras cresceram significativamente no período imediatamente posterior, notadamente a partir de 2003 até 2010, com exceção de 2009, em que houve recessão, e mesmo com o processo de valorização cambial a partir de 2003, as exportações continuaram crescendo. Sobre este ponto, cabe destacar, segundo a Associação de Comércio Exterior do Brasil (AEB) que

Após a balança comercial brasileira apresentar déficits comerciais no período de 1995 a 2000, época de implantação do Plano Real e de crises internacionais em diferentes países, não por coincidência, a partir do ano 2001 o Brasil voltou a gerar superávits comerciais, que apresentaram crescimento contínuo até atingir seu valor mais alto, e recorde histórico, em 2006.

A partir de 2007, como reflexo da valorização do real, as importações passaram a crescer em índices percentuais maiores que as exportações, e como resultado, os superávits comerciais começaram a diminuir gradativamente, situação revertida em 2011, graças à nova elevação das cotações das *commodities*, com destaque especial para o minério de ferro (AEB, 2012, p. 3).

Sobre esse crescimento expressivo nos preços das *commodities*, segue o Gráfico 5 para melhor ilustrar essa situação.

Gráfico 5 - Índice de preços das *commodities* energéticas, agrícolas e minerais/metálicas entre jan/99 e dez/15 - (2010=100)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de FMI (2018)

Portanto, o desempenho da economia brasileira a partir de 2003 foi marcado, principalmente, pela influência da economia internacional que, segundo Giambiagi *et al.* (2011), atrelado à continuidade do RMI, da valorização cambial e da convergência, ainda que tímida, da inflação, abriu espaço para reduções gradativas na taxa básica de juros para que se pudesse retomar o crescimento econômico, que ocorreu substancialmente no ano seguinte, vindo a cair bruscamente só em 2009, por conta dos reflexos da crise financeira internacional.

Ainda nesse contexto, cabe destacar que

[...] a ortodoxia fiscal e monetária abraçada pelo novo governo gerou resultados positivos em termos de combate à inflação, ajudada naturalmente pela queda do câmbio no início de 2003 — causada, em parte, pelo rigor da política monetária. Para isso, contribuiu não apenas a política econômica como também a abundância conjuntural de liquidez internacional, face às baixíssimas taxas de juros vigentes nos Estados Unidos, na época em torno de 1% a.a. Com a perspectiva de que o mercado de câmbio revertesse em parte a desvalorização de 2002, isto é, tendo pela frente a possibilidade de um importante ganho de capital medido em dólares, houve uma grande entrada de recursos que, por sua vez, contribuiu para fazer cair a cotação do dólar (GIAMBIAGI *et al.*, 2011, p. 209).

Nesse momento, houve uma nova redução na taxa básica de juros, pois com a crise que se iniciara, buscava-se políticas anticíclicas e, para isso, o governo

tinha que fazer tanto uma política monetária expansionista quanto uma política fiscal que colocasse novamente a economia nos trilhos. Assim, a taxa Selic somente em 2009 reduziu 4 p.p., saiu de 12,75% a.a. em janeiro de 2009 para 8,75% a.a. em julho do mesmo ano. Ressalta-se que entre dezembro de 2008 e janeiro de 2009, a Selic reduziu em 1,0 p.p., já indicando um reflexo negativo da crise que estourou em 2009 com o PIB encerrando em -0,2%. João Sicsú, em um texto publicado na Carta Capital, afirmou o seguinte:

De 2008 para 2009, o governo somente aumentou as despesas com juros em R\$ 6,8 bilhões. Em 2009, o déficit nominal das contas do setor público aumentou.

O déficit mais que dobrou, saiu de 1,53% para 3,34% do PIB (de 2008 para 2009). E o resultado geral foi que a dívida líquida do setor público aumentou de 38,5% do PIB para 42,1%.

Na época, isso foi considerado um escândalo pelos analistas ligados ao sistema financeiro que queriam mais renda (pagamento de juros) para os seus patrões.

No entanto, como a política de transformar “tsunami em marolinha” estava dando certo, os financistas, empresários rentistas e banqueiros foram neutralizados. Vale enfatizar o tripé fiscal adotado pelo governo para enfrentar a crise de 2008-9: redução da meta de superávit primário, alívio das despesas com juros e aumento consciente (programado) do déficit nominal do setor público.

Esse tripé fiscal possibilitou ao governo, em primeiro lugar, aumentar o gasto social per capita de 2.690 (em 2008) para 2.968 reais (em 2009), uma elevação superior a 10%. Gasto social é o dinheiro utilizado em saúde, educação, previdência, seguro-desemprego e segmentos afim (SICSÚ, 2016).

A partir desse momento, a economia deu um salto gigantesco que resultou em um crescimento real nada modesto de 7,5% em 2010. Pode-se afirmar, portanto, que um conjunto de medidas anticíclicas adotadas pelo governo, especialmente aquelas atreladas à desoneração de uma série de impostos, como por exemplo, o IPI, deram um *upgrade* em 2010, ou seja, não foi somente a redução da taxa básica de juros, que caiu mais significativamente em 2012 (7,25% a.a.) impulsionou a economia nesse momento. Conforme Graupen (2015), a redução das alíquotas do IPI incidentes sobre os eletrodomésticos da linha branca, somada à desoneração desse mesmo imposto sobre os bens de capital e materiais de construção, foram as políticas anticíclicas de maior destaque nesse momento.

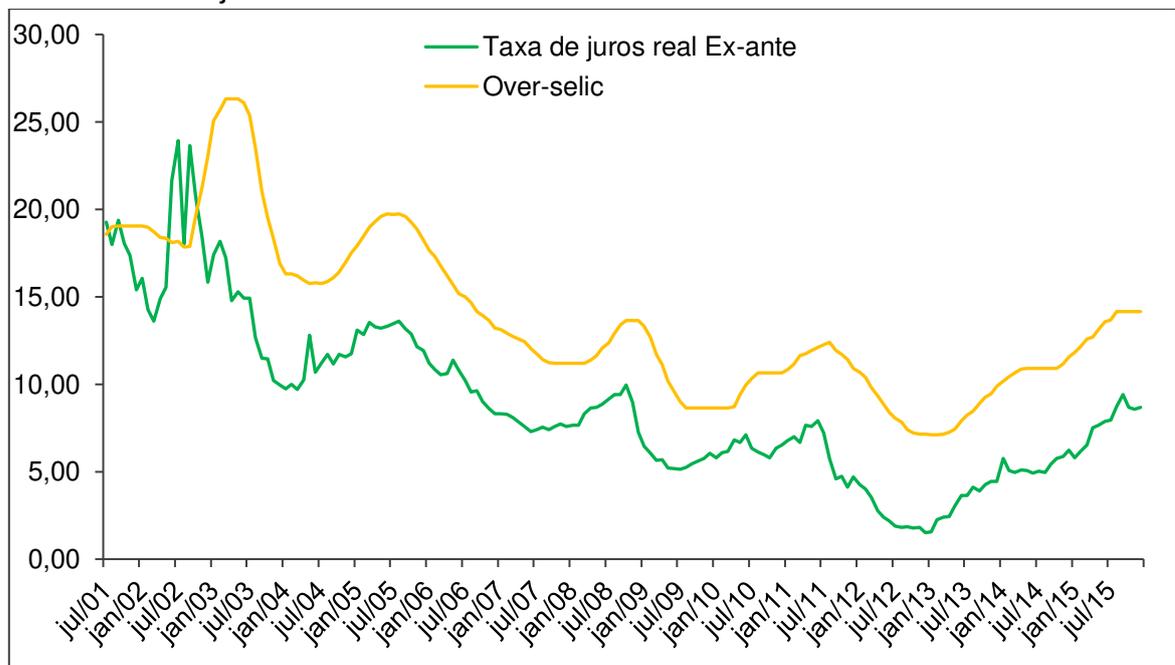
Pode-se considerar também, a redução da taxa de juros de longo prazo que, a partir de janeiro de 2009, com a Medida Provisória nº 453, garantiu ao BNDES recursos adicionais de R\$ 100 bilhões, cujo objetivo era aumentar a disponibilidade

de crédito de longo prazo. Com isso, pode-se fazer uma afirmação a priori, que acaba corroborando com o exposto no parágrafo anterior:

[...] os bancos públicos (BNDES, Caixa e Banco do Brasil) reduziram as taxas de juros e ofertaram crédito. A ampliação da oferta de crédito é uma boa medida, mas sozinha não resolve nada porque ninguém quer pegar dinheiro emprestado para gastar ou investir durante uma crise (SICSÚ, 2016).

Ainda no tocante aos juros, antes de passar para a seção seguinte, segue a evolução da taxa básica de juros (over-selic) e a taxa de juros real esperada ou taxa de juros Ex-ante (DI x Pré 360 dias descontada da expectativa de inflação em 12 meses à frente) no Gráfico 6.

Gráfico 6 - Evolução da taxa básica de juros (over-selic) e a taxa de juros real Ex-ante entre jul/2001 e dez/2015 – em %



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de SGS; BCB (2017)

Estudos realizados por Barboza (2012) concluem que a taxa de juros Ex-ante tem o poder de antecipar os movimentos na taxa nominal e, além disso, com base em seus estudos, “[...] os resultados encontrados parecem corroborar a hipótese de que o efeito da política monetária é pouco expressivo no Brasil” (BARBOZA, 2012, p. 46). De fato, essa antecipação tem a ver com a própria metodologia de cálculo dessa taxa, tendo em vista que ela depende da inflação esperada. Dessa forma, quanto a expectativa de inflação é de arrefecimento ao longo dos meses, espera-se

que o comportamento da taxa de juros nominal se dê da mesma forma, isto é, reduza ao longo do tempo, já que não faz sentido manter uma taxa de juros elevada quando a inflação está convergindo para baixo, admitindo-se que esta é fruto de pressões na demanda. Os agentes, nesse caso, podem antecipar duas decisões de investimento, tanto aqueles que desejam fazer um investimento produtivo quanto os indivíduos que desejam investir em títulos públicos.

Quanto ao ano de 2015, a combinação de diversos fatores foi responsável pela maior queda no PIB desde 2009, como por exemplo, a crise político-institucional, que culminou posteriormente com o Impeachment da presidenta Dilma Rousseff, somado a um conjunto de choques de oferta e demanda, que segundo Barbosa Filho (2017), derivou de certa fragilidade da chamada Nova Matriz²² Econômica (NME), conjunto de políticas adotadas a partir de 2011, que acabou por reduzir a produtividade da economia brasileira. O resultado disso foi a retração exacerbada da economia (3,8%), alta inflação (10,67%) e o estouro da dívida pública, que beirou os R\$ 2,8 trilhões, sendo que a despesa com juros de cerca de R\$ 367,7 bilhões foi a maior responsável, segundo dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Desse modo,

O esgotamento da NME devido à perda de capacidade financeira do governo reduziu diversos investimentos da economia brasileira a partir de 2015, com a forte redução do investimento da Petrobras sendo um exemplo marcante. A crise de sustentabilidade fiscal que se seguiu elevou o risco país, a taxa de juros de longo prazo e a incerteza, reduzindo consumo e investimento de forma substancial em 2015 e 2016. A recomposição de preços e a política monetária necessária para recolocar a inflação na meta também contribuem para a recessão, principalmente devido à perda de credibilidade do Banco Central. Por último, a consolidação fiscal de 2015 devido à pouca duração e intensidade não deve ter contribuído de forma significativa para a recessão atual (BARBOSA FILHO, 2017, p. 58).

No tocante à perda de credibilidade do Banco Central, um dos grandes problemas é que a inflação é, em sua grande parte, influenciada pelos preços administrados que representam quase 30% do índice geral de preços. Este é um dos principais determinantes da inflação a partir do surgimento do RMI, além de outras variáveis, discutidas mais detalhadamente na seção seguinte.

4.2 Os principais determinantes da inflação no Brasil: pressões básicas e mecanismos de propagação

²² Baseava-se em expansão fiscal, crédito abundante a juros subsidiados, e taxa de câmbio controlada.

A visão convencional (ortodoxa) acerca dos determinantes da inflação, segundo Trajtenberg, Valdecantos e Vega (2015) consiste, essencialmente, na oferta monetária, na política fiscal e no hiato do produto. Contudo, por mais que se possa admitir (em certa medida) que o excesso de moeda é um dos principais fatores que levam à um aumento generalizado no nível de preços, vale destacar também que essa não é uma hipótese irrefutável, já que existem outras formas da inflação aumentar (diminuir) que não seja somente pelo excesso ou escassez de liquidez no mercado. Além disso, se essa hipótese fosse válida em todo o momento, a própria liquidez da economia se encarregaria em controlar os preços e a credibilidade do Banco Central não ficaria comprometida quando o nível de preços extrapolasse.

Com o intuito de entender o que tem determinado a inflação no Brasil a partir de 1999, buscou-se fazer um breve estudo das variáveis que podem ter afetado mais fortemente a inflação a partir da implementação do referido regime. Neste estudo, resgata-se o método de análise estruturalista, que considera a inflação como resultado das pressões inflacionárias básicas e dos mecanismos de propagação. Para tanto, esta seção está dividida em duas subseções. Na primeira delas, apresenta-se uma análise bastante simplificada da taxa de câmbio, principal indicador de pressão básica e a forma como a mesma pode ter afetado a inflação brasileira nos últimos 18 anos. Na segunda subseção, discute-se os mecanismos de propagação da inflação, ou seja, os preços administrados, que além de afetar a inflação, servem de blindagem contra as variações nas taxas de juros, já que estes preços não estão diretamente ligados às pressões de demanda.

4.2.1 Câmbio

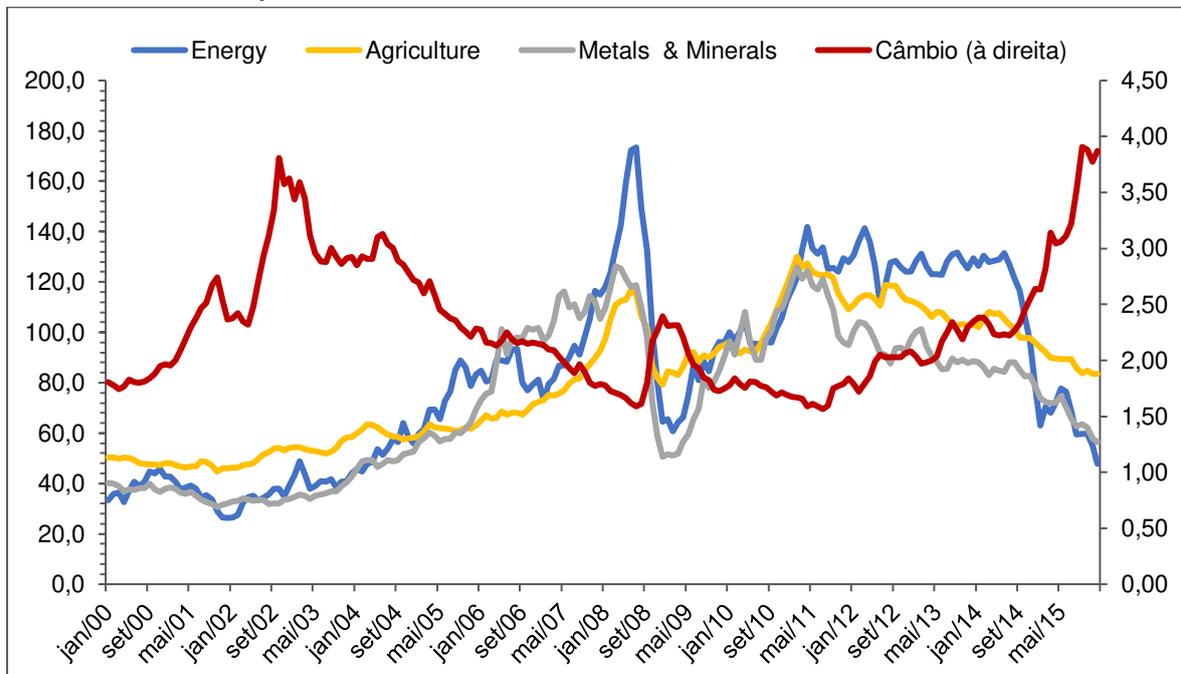
Um dos princípios mais elementares da macroeconomia, em especial, na economia monetária, é o fato de que uma forte competitividade internacional, segundo Génèreux (1995), contribui para a melhora do saldo das trocas comerciais, fazendo com que a moeda nacional se valorize frente à moeda estrangeira. O oposto ocorre quando a competitividade e as trocas comerciais são deficitárias, o que acaba gerando uma desvalorização na taxa de câmbio.

A taxa de juros também é importante na determinação da taxa de câmbio. Génèreux (1995) aponta que as entradas de capitais causadas pela alta da taxa de

juros interna geram um excedente no Balanço de Capitais do país. Esse excedente se revela por uma forte demanda internacional da moeda nacional que contribui para a valorização da taxa de câmbio. O efeito inverso ocorre quando a taxa de juros interna está aquém da taxa de juros externa. Uma taxa de juros interna baixa acaba gerando saídas de capital e conseqüentemente, déficit no Balanço de Capitais e desvalorização da moeda nacional. Ademais, tanto a apreciação quanto a depreciação da taxa de câmbio transmitem seus efeitos para a economia, conforme Souza (2016), afetando diretamente o nível de preços através dos bens comercializáveis internacionalmente (*commodities*), tendo em vista que esse efeito é bastante rápido e, conseqüentemente, afeta a inflação.

Diferentemente da taxa de juros, instrumento de política monetária segundo o qual, o Banco Central tem o total controle, a transmissão monetária via taxa de câmbio é impulsionada, segundo Souza (2016), pelos choques externos, neste caso, por meio das variações nos índices de preços das *commodities*, como se observa no Gráfico 7.

Gráfico 7 - Índice de preços das commodities energéticas, agrícolas e minerais/metálicas (2010=100) e taxa de câmbio (R\$/US\$ venda média do período) entre jan/00 e dez/15



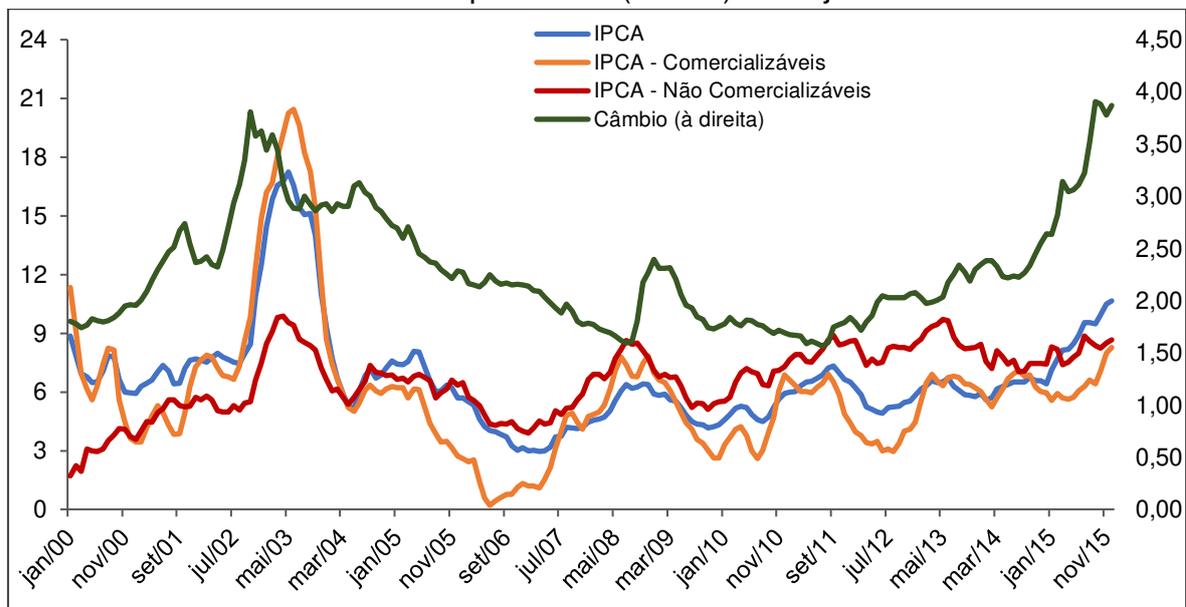
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de SGS/BCB/Depec/ IMF (2017)

Conforme verificado no Gráfico 7, entre janeiro de 2000 até outubro de 2002, a taxa de câmbio desvalorizou significativamente. Por outro lado, os índices de preços das *commodities* permaneceram basicamente constantes. No entanto, quando os índices das *commodities* começaram a aumentar, a taxa de câmbio valorizou de forma expressiva, tendo saído de R\$ 3,81 em outubro de 2002 para R\$ 1,61 por volta de agosto de 2008, sendo que esta voltou a desvalorizar apenas quando os índices de preços das *commodities* declinaram devido à recessão de 2009.

Calculou-se o coeficiente de correlação entre a taxa de câmbio e os índices de preços das *commodities* para o período destacado no gráfico e os resultados foram, em média, -0,55 para as três *commodities*, o que indica uma correlação pelo menos moderada e negativa. Portanto, a relação entre os preços das *commodities* e a taxa de câmbio não deve ser desprezada, já que o repasse cambial é algo persistente na economia brasileira e possui relação direta com o nível geral de preços.

Em relação isso, segue um gráfico com a evolução da taxa de câmbio nominal desde 2000 até 2015 juntamente com o IPCA, IPCA-Comercializáveis e IPCA-Não comercializáveis.

Gráfico 8 - Evolução da taxa de câmbio mensal (R\$/US\$ venda média do período) e o IPCA e demais componentes (% a.a.) entre jan/00 e dez/15



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de SGS/BCB/Depec/2017

Observa-se que a taxa de câmbio média mensal aumentou significativamente a partir de 2011, o que, posteriormente, afetou o IPCA de maneira

mais severa, a partir de 2014, quando saltou de R\$ 2,22 em julho desse ano para R\$ 3,87 em dezembro de 2015. Fazendo-se um exercício bastante simplificado, o coeficiente correlação entre IPCA (e componentes) e câmbio no período de 2011 a 2015 foi de 0,81, o que indica uma correlação positiva forte, ou seja, mostra o quanto a alta do IPCA pode ter sido influenciada pela taxa de câmbio.

Complementar a isso, estudos realizados por Modenesi e Araújo (2010), apontam que entre 2000 e 2008, período de análise escolhido pelos autores, ao final de 12 meses, o IPCA é explicado pela taxa de câmbio em 45%. Esta situação corrobora com o fato de que o canal mais relevante da política monetária brasileira é o canal da taxa de câmbio. Em outras palavras, sugere-se que o *pass-through*²³ da taxa de câmbio para os preços é bastante significativo.

Somado a isso, fazendo-se uma relação do que foi apresentado nesta subseção entre taxa de câmbio, índice de preço das commodities e nível geral de preços, tomando como referência o trabalho de Souza (2016), destaca-se que

[...] os choques das *commodities* afetam os preços domésticos de forma direta e indireta. De forma direta através das mudanças dos preços relativos através da taxa de câmbio, afetando diretamente o índice de inflação geral, à medida que este contém itens como alimentos e energia (*commodities*). Em relação aos efeitos de segunda rodada, tem-se que o aumento dos preços das *commodities* provocam expectativas de inflação, aumentando salários e o núcleo de inflação. Desta forma os efeitos indiretos estão relacionados principalmente a equalização dos salários entre os setores *tradable* e *non tradable* e mudanças nos termos de troca no qual conduz a um aumento dos preços domésticos e a uma apreciação da taxa de câmbio real para países *commodity currencies*. Os canais pelos quais os preços das *commodities* afetam os preços domésticos são através da expectativa de inflação, custo dos insumos, variações de estoques futuros e pela demanda de Hedge (SOUZA, 2016, p. 47)

No tocante à expressiva desvalorização cambial a partir de 2011, ressalta-se que ela veio acompanhada pela queda no preço das *commodities*, principalmente agrícolas e minerais/metálicas, o que sugere que os preços das *commodities* foram os principais responsáveis por amenizar a passagem das variações cambiais para a inflação, caso contrário, nessa conjuntura se poderia ter experimentado taxas de câmbio acima dos R\$ 5,00 e índice de inflação mais elevados.

Portanto, com base no que foi discutido até o momento, fazendo-se um link com as teorias estruturalistas apresentadas no primeiro capítulo, a taxa de câmbio se

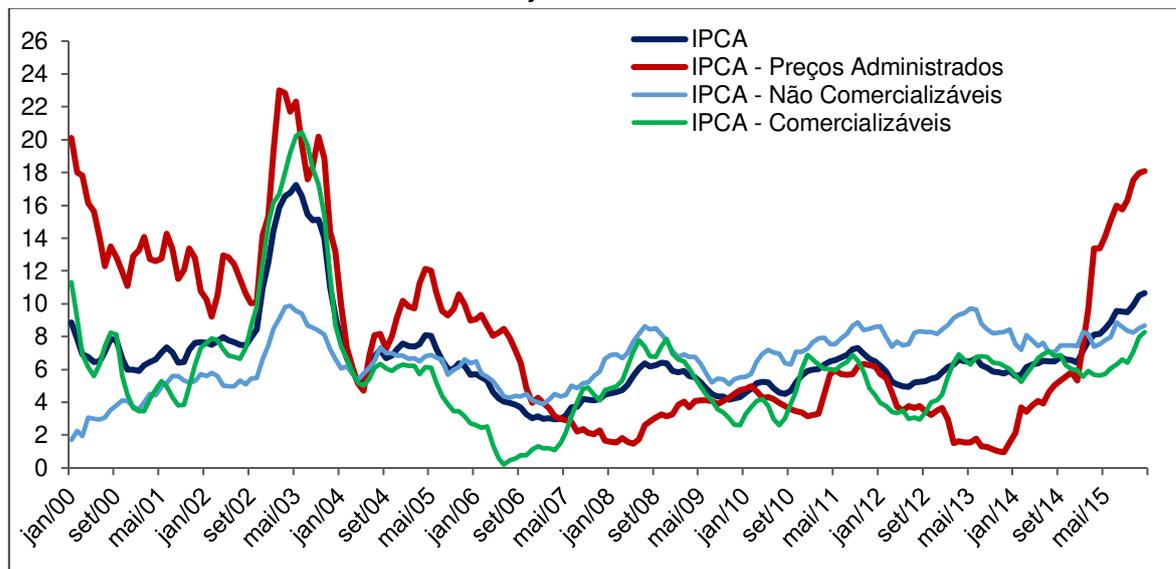
²³ Passagem do câmbio para a inflação.

destaca na economia brasileira como principal mecanismo de transmissão de pressão inflacionária básica. Quanto aos mecanismos de propagação, destaca-se, principalmente, os preços administrados e os custos salariais, conforme apresentado nas subseções seguintes.

4.2.2 Preços Administrados

Além da taxa de câmbio, como um dos mecanismos de propagação, os preços administrados, além de afetarem o nível geral de preços, funcionam como uma barreira que impede o controle da inflação por meio das taxas de juros, já que estes preços dependem de outras fontes e não estão relacionados às pressões de demanda. Para iniciar esta discussão, segue o Gráfico 9 com o IPCA mensal anualizado e seus principais componentes a partir de 2000 até 2015.

Gráfico 9 - Evolução do IPCA índice geral, preços administrados, comercializáveis e não-comercializáveis entre jan/2000 e dez/2015 – em %



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de IBGE; SGS/BCB/Depec/2017

Conforme pode ser observado no Gráfico 9, os preços administrados, pela magnitude das suas oscilações e também pela sua permanência superior aos demais preços, exercem maior influência no índice geral. Além disso, os preços comercializáveis também exercem uma pressão significativa no IPCA, ainda que menor quando comparada aos preços administrados.

Ainda sobre os indicadores apresentados no Gráfico 9, pelo menos de janeiro de 2000 até o primeiro trimestre de 2007, visivelmente os preços administrados explicavam as variações no IPCA. Isso se dá pelo seguinte fato:

[...] os preços administrados mantiveram um crescimento superior aos preços livres [...] tendo exercido forte pressão sobre a inflação ao consumidor até 2005, especialmente devido ao preço dos combustíveis (mais especificamente, gasolina), energia elétrica e telefonia. Isso porque parcela relevante dos preços monitorados manteve seus reajustes, parcialmente, determinados por algum indexador após as privatizações, em geral o IGP, a despeito da extinção dos mecanismos formais de indexação de preços no Plano Real. Como o IGP sofre influência direta das variações cambiais, alguns desses itens da cesta de monitorados acabaram por atrelar seus preços de forma indireta aos movimentos da taxa de câmbio, permitindo reajustes muito acima da média da inflação durante o período de desvalorização cambial. Deste modo, os contratos de serviços públicos reforçavam o canal de transmissão da taxa de câmbio à inércia inflacionária. (PAES, 2014, p. 84).

Ressalta-se que essa mudança no sentido dos preços administrados a partir de 2007, deve-se às mudanças institucionais nos setores de energia elétrica²⁴ e telefonia²⁵ que, “[...] em 2006, após o vencimento dos contratos firmados durante as privatizações desses setores, [...] passaram a seguir índices que refletem melhor a estrutura e critérios mais apropriados de repasse de custos e ganhos de produtividade de cada setor” (PAES, 2014, p. 85). Outro fator que explica redução nos preços administrados a partir de 2007 foi o comportamento mais favorável dos preços dos combustíveis, tendo em vista dois fatores:

i) pela política adotada pela Petrobras desde 2002, na qual seriam considerados intervalos de tempo longos para repassar as oscilações internacionais do petróleo aos preços internos, isto é, a regra de reajuste da Petrobrás é de não repassar oscilações de curto prazo aos preços dos combustíveis; e ii) pela variação na alíquota da Contribuição por Intervenção de Domínio Econômico- CIDE sobre combustíveis definida em 2006 pelo Ministério da Fazenda, com o objetivo de atenuar a volatilidade dos preços ao consumidor, reduzindo temporariamente a tributação sobre a gasolina e o óleo diesel durante picos de preço do petróleo no mercado internacional (PAES, 2014, p. 85).

²⁴ PAES (2014) aponta que algumas mudanças na forma de regulação desse setor foram de suma importância: (i) a designação do valor do repasse dos custos de aquisição de energia termelétricos de outras empresas à Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), fruto da nova lei do setor elétrico deliberada em 2004. O antigo marco regulatório concedia às distribuidoras de energia elétrica o repasse direto desses custos; e, (ii) a adoção do IPCA como novo indexador para os leilões realizados a partir de dezembro de 2004.

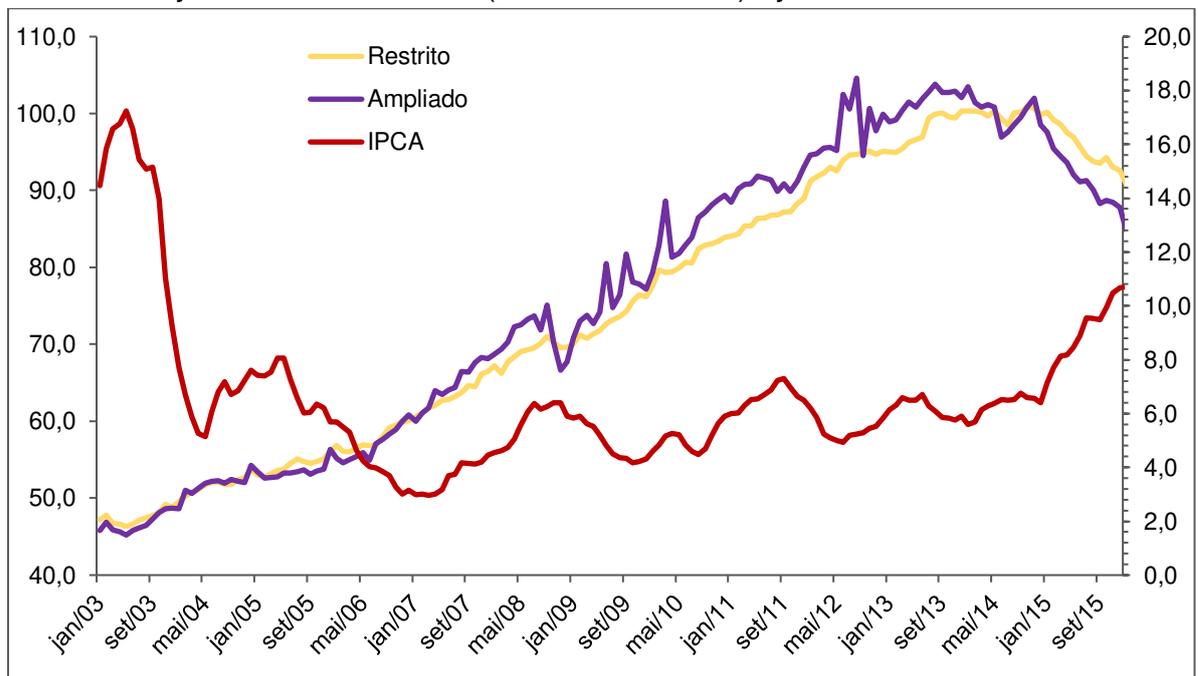
²⁵ O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP – DI) que corrigia os preços dos serviços telefônicos (de acordo com os novos contratos firmados a partir de 2006), por exemplo, foi substituído pelo Índice de Serviços de Telecomunicação (IST) que é composto pelo IPCA, Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), o IGP – DI e o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP – M). Portanto, “a mudança do índice de certa forma amorteceu as fortes oscilações do IGP-DI. Em 2008, por exemplo, em que se observa uma baixa influência dos preços administrados no IPCA, enquanto o IGP-DI aumentou 11,2%, a variação do IST foi de 6,6%” (PAES, 2014, p. 85, grifo do autor).

Mesmo assim, os preços administrados ainda passaram a exercer, pois conforme observado na tabela no anexo, estes preços apresentam peso significativo (28,3%) no índice geral, o que dificulta a eficácia da política monetária no sentido de reduzir a inflação ou, pelo menos, deixá-la estável por um longo período. Somado a isso, pode-se destacar que o estudo realizado por Carrara e Correa (2012), concluem que

[...] a presença dos preços ajustados por contrato na formação do **IPCA** pode ser uma provável explicação para a resistência da inflação brasileira de se manter em patamares baixos por longos períodos sem a necessidade de se utilizar de taxas de juros elevadas. Isso porque a inflação produzida por estes preços não responde bem a aumentos na taxa de juros, que é o principal instrumento de contenção dos preços utilizado pelo regime de metas inflacionárias, sem falar que os mesmos são vulneráveis à variação da taxa de câmbio (CARRARA; CORREA, 2012, p. 458-459, grifo do autor).

Aqui abre-se um parêntese para mostrar a relação entre IPCA e um dos indicadores de demanda, conforme o Gráfico 10.

Gráfico 10 - Índice de volume de vendas do comércio varejista restrito e ampliado com ajuste sazonal e IPCA (% a.a. – à direita) - jan/03 a dez/15



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de IBGE (2018)

De acordo com os dados do índice de volume de vendas do comércio varejista, observa-se um crescimento contínuo desde o início da série em janeiro de 2013 até 2015, mesmo que este último tenha apresentado recuo devido à recessão. Como um indicador *proxy* da demanda, calculou-se o coeficiente de correlação com o

IPCA e o resultado foi -0,22 para o varejista restrito e -0,26 para o varejista ampliado. Isso sugere que a demanda não foi a principal causa da inflação no período citado, dado que o coeficiente de correlação desse indicador *proxy* da demanda é negativo e fraco, portanto, não explica a inflação.

Assim, fica evidente que tanto os preços administrados quanto a taxa de câmbio, além de pressionar a inflação para cima, podem fazer com que a mesma diminua, dependendo da intensidade de cada variável. Em outras palavras, quando o câmbio está desvalorizado e, da mesma forma, os preços estão mais elevados do que o próprio índice geral, a inflação irá aumentar concomitantemente com ambas as variáveis. Caso contrário, a inflação poderá recuar. Nesse sentido, uma política de aperto monetário nem sempre poderá surtir efeito, a menos que a inflação seja exclusivamente causada por excesso de demanda, o que é difícil de se comprovar no caso brasileiro, conforme visto até aqui.

Portanto, a partir do que foi exposto neste capítulo, apesar da inflação brasileira não ter mais apresentado a chamada hiperinflação, ainda há certa dificuldade de mantê-la por longos períodos dentro da meta estabelecida pela autoridade monetária. Além disso, a partir dos resultados do trabalho de Modenesi e Araújo (2010), corrobora-se com a tese da reduzida eficácia da política monetária, levantada pelo autor em um dos seus trabalhos, haja vista o peso nada desprezível dos preços administrados no índice geral. Além disso, os testes obtidos pelos autores apontam para um impacto de apenas 0,29% da taxa Selic sobre o IPCA ao final de 24 meses.

Quanto aos determinantes da inflação, ficou evidente, com base nos estudos apresentados aqui, que a taxa de câmbio tem um papel extremamente relevante na determinação da inflação, tanto na aceleração quanto na desaceleração, já que os testes realizados por Modenesi e Araújo (2010), mostram que o canal da taxa de câmbio é afeta rapidamente os preços e seu efeito acelerador mostra persistência considerável. Somado a isso, observou-se também, a partir dos estudos apresentados neste capítulo, que não há evidência empírica que aponte como principal causa da inflação, as pressões na demanda.

Nesse sentido, a autoridade monetária deveria rever sua política de controle de preços, já que o cerne da inflação brasileira está mais presente na oferta, e não na demanda. O exemplo mais recente é o caso da inflação de 2015, em que os

preços administrados atingiram 18%, principalmente por conta das tarifas de Energia Elétrica (51%), Gás de botijão (22,5%) e Gasolina (20,1%). No caso da Energia Elétrica, o fator primordial nesse aumento foi a seca, que reduziu o nível de água dos reservatórios e teve-se que utilizar energia a partir das Termelétricas, cujos custos são maiores. Além disso, vale destacar que a seca prejudicou a safra de grãos, que afetou significativamente o preço dos alimentos, que apresentou alta de 12%. Portanto, uma política monetária restritiva com altas taxas de juros não surtiria efeito algum, já que tais problemas não se traduzem em pressões na demanda.

Ademais, depreende-se que a condução da política monetária, portanto, não se justificaria somente em termos conter a demanda agregada, já que a inflação brasileira no período analisado tem se mostrado mais vulnerável a variações na taxa de câmbio e aos preços administrados do que grandes picos de pressão de demanda.

Por fim, cabe destacar ainda que em países em desenvolvimento, “[...] se por um lado, a taxa de câmbio valorizada auxilia no controle dos preços, por outro pode comprometer a competitividade da indústria brasileira” (SQUEFF, 2009, p. 98). Assim, a taxa de câmbio ameniza os efeitos da inflação de um lado e pressiona de outro, o que compromete a atuação da política monetária via juros e, portanto, sugere que o RMI não é uma política de controle inflacionário mais adequada no caso brasileiro.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Economia, como ciência universal, sempre buscou interpretar os problemas econômicos e buscar soluções. Contudo, apesar dos problemas parecerem ser os mesmos, como por exemplo, altos índices de inflação, baixo crescimento do produto e desemprego, as soluções podem não ser as mesmas, dado as especificidades de cada economia em particular. Dentre tais problemas, a busca pela estabilização parece ter sido encarada com maior rigor, visto que em uma economia estável, pode-se gerir melhor as políticas de estímulo ao crescimento econômico, sem que haja preocupações quanto às pressões inflacionárias que poderão surgir.

Dessa forma, viu-se que os problemas em relação ao nível geral de preços, especialmente nos países latino-americanos, manifestam-se de forma bastante peculiar. A partir dos estudos de Vásquez e Sunkel (2000), buscou-se compreender não somente o processo inflacionário vigente no Chile e no México, mas entende-se que, pelas características similares da maioria dos países latino-americanos, esse estudo serve para explicar a inflação também no Brasil. Além disso, percebeu-se que mesmo sendo um estudo antigo (década de 1950), os elementos elencados pelos referidos autores, permanecem firmes até o presente momento, isto é, ainda dão características específicas que ajudam a compreender o processo inflacionário brasileiro recente. Em outras palavras, as pressões inflacionárias básicas e os mecanismos de propagação contribuem significativamente para que se possa entender o que realmente tem afetado a inflação no Brasil, mesmo após a implementação do RMI.

No tocante ao RMI, entende-se que esta foi a alternativa mais sensata (mas não a melhor) no momento em que todas as demais alternativas de conduzir o país à tão sonhada estabilização estavam esgotadas. Desse modo, com o RMI, o Brasil passou a direcionar sua política monetária por meio das regras impostas pela visão convencional. Um dos grandes problemas em relação a isso é que, conforme já adiantado acima, o método estruturalista de análise não considera as pressões de demanda como principais causadoras da inflação e, além disso, mostrou-se, a partir de uma proxy da demanda no caso brasileiro a partir de 1999, que esta não teve um papel tão importante. Com base nisso, é plenamente questionável essa política

monetária nos moldes do RMI, já que este regime entende que as pressões de demanda são as principais causadoras do aumento generalizado no nível geral de preços e que o remédio único que poderia conter a inflação seria a taxa de juros.

Ainda em relação ao RMI, mostrou-se que o desenho institucional básico varia de país para país, portanto, evidencia-se as particularidades e singularidades de cada nação mesmo ao adotar políticas ou regimes ditos como universais. No caso específico da economia brasileira, observou-se que ainda existe um debate acerca da utilização do índice cheio ou núcleo da inflação, tendo em vista que as vantagens deste último é que ele expurga os efeitos dos choques de oferta (principalmente relativos à alimentos, levando em consideração as quebras de safra) e preços administrados. É interessante destacar que estes são justamente os principais mecanismos de propagação da inflação e, caso se utilizasse o núcleo, talvez a inflação brasileira não fosse em sua totalidade “superestimada”, fato que pode justificar o não cumprimento das metas em alguns períodos, conforme destacado nos capítulos anteriores.

Por fim, com base no exposto no Capítulo 4, evidenciou-se que os custos têm sido a principal causa da elevada volatilidade da inflação a partir de 1999. Com base no método de análise de Vásquez (2000), observou-se que a taxa de câmbio é o mecanismo de transmissão que mais explica as pressões básicas inflacionárias no período analisado. Além disso, pôde-se constatar que os choques de custos, atrelados principalmente aos preços administrados, se mostraram como os mais relevantes para explicar a inflação, juntamente com as pressões cambiais. Destaca-se que além da importância dos preços administrados como mecanismo de propagação da inflação, evidenciou-se que os mesmos acabam por blindar o nível geral de preços da economia brasileira, tendo em vista que são preços amarrados por contratos e não têm qualquer relação com a demanda de mercado. Nesse sentido, seria importante reavaliar o modo e também a estrutura do RMI, pois depreende-se, com base em tudo o que foi discutido aqui, que esse regime talvez não seja o mais indicado ao caso brasileiro, tendo em vista as particularidades da estrutura e também da conjuntura econômica deste país.

REFERÊNCIAS

- Associação de Comércio Exterior do Brasil – AEB. **Radiografia do Comércio Exterior Brasileiro**: presente, passado e futuro. Rio de Janeiro, 15 de janeiro de 2012. Disponível em: <<http://www.aeb.org.br/userfiles/file/AEB%20%20Radiografia%20Com%C3%A9rcio%20Exterior%20Brasil.pdf>>. Acesso em: 1 abr. 2018.
- Banco Central do Brasil – BCB. **Regime de Metas para a Inflação no Brasil**. Série perguntas mais frequentes. Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) Brasília – DF, 2016. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%2010-regime%20de%20metas%20para%20a%20infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20brasil.pdf>>. Acesso em: 6 ago. 2016.
- _____. **Relatório de Inflação**. Brasília, junho de 1999, v. 1, n. 1, p. 1-97. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htmls/relinf/port/1999/06/ri199906P.pdf>> Acesso em: 28 jul. 2016.
- BARBOSA FILHO, F. H. **A crise econômica de 2014/2017**. Estudos avançados. v.31, n .89. São Paulo, jan./abr. 2017.
- BARBOZA, R. M. **Mecanismos de Transmissão da Política Monetária e Nível da Taxa de Juros no Brasil**: existe relação? Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012. 64 f.
- BERNANKE, B.; MISHKIN, F. Inflation Targeting: a new framework for monetary policy? **The Journal of Economic Perspectives**, v. 11, n. 2 (Spring, 1997), pp. 97-116.
- _____. *et al.* **The Rationale, for Inflation Targeting**. Princeton University Press and copyrighted, 2001. Disponível em: <<http://assets.press.princeton.edu/chapters/s026380.pdf>>. Acesso em: 22 jan. 2018.
- BIELSCHOWSKY, R. **Pensamento Econômico Brasileiro**: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo. Rio de Janeiro, Contraponto: 2000.
- CARRARA, A. F.; CORREA, A. L. O Regime de Metas de Inflação no Brasil: uma análise empírica do IPCA. **Rev. Econ. Contemp.**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p. 441-462, set./dez., 2012.
- CARVALHO, F. J. C; *et al.* **Economia Monetária e Financeira**: teoria e política. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2007.
- DATHEIN, R. **O crescimento do desemprego nos países desenvolvidos e sua interpretação pela teoria econômica**: as abordagens neoclássica, keynesiana e schumpeteriana. 2000. 256 f. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2000.

DEZORDI, L. L. **A condução da política monetária brasileira no regime de metas de inflação uma abordagem teórica**. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) – Universidade Federal do Paraná. Curitiba, 2004, 142f.

FERREIRA, A. B.; JAYME JÚNIOR, F. G. Metas de inflação e vulnerabilidade externa no Brasil. **Anais do XXXIII Encontro Nacional de economia da ANPEC**, 2005.

FILHO, F. F. **“Keynesianos”, monetaristas, novos-clássicos e novos-keynesianos: uma crítica pós-keynesiana**. Ensaio FEE, Porto Alegre, 1996.

Disponível em:

<<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1876/2249>> Acesso em: 16 ago. 2017.

FRIEDMAN, M. **The Roles of Monetary Policy**. The American Economic Review, v. 58, n. 1., mar. 1968, pp. 1-17. Disponível em:

<https://wwz.unibas.ch/fileadmin/wwz/redaktion/witheo/lehre/2009_FS/vwl4/doc/chapter8/Friedman_AER1968.pdf>. Acesso em: 18 set. 2017.

FUINHAS, José Alberto. **Os canais de transmissão da política monetária**. Texto Para Discussão DGE - 02/2002. Departamento de Gestão e Economia (DGE), Universidade da Beira Interior, Covilhã, Portugal, 2002.

GÉNÉREUX, J. **Introdução à Política Econômica**. São Paulo: Edições Loyola, 1995.

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

_____; MATHIAS, A.; VELHO, E. **O aperfeiçoamento do regime de metas de inflação no Brasil**. Economia Aplicada, v. 10, n. 3, p. 443-475. São Paulo, jul./set., 2006.

GRAUPEN, A. G. G. **Políticas Anticíclicas Brasileiras da Crise Financeira de 2008: uma análise setorial**. Dissertação (Mestrado em Economia). Escola de Economia de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2015.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística-IBGE. **Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor - SNIPC**. Disponível em:

<<https://sidra.ibge.gov.br/pesquisa/snipc/ipca/quadros/brasil/setembro-2017>>. Acesso em: 16 set. 2017.

_____. **Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor: métodos de cálculo**. Série Relatórios Metodológicos. v. 14, 7. ed. 2013.

KUHN, C. V.; TOSTES, F. S. **Regimes Monetários no Brasil: uma análise pós-keynesiana para o período 1994-2008**. Estudos do CEPE. Universidade de Santa Cruz do Sul – UNISC, Santa Cruz do Sul – RS, 2010. Disponível em: <<https://online.unisc.br/seer/index.php/cepe/article/view/1207>>. Acesso em: 17 ago. 2017.

KYDLAND, F.E.; PRESCOTT, E. C. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **Journal of Political Economy**, v. 85-3, 1977, pp. 473-491.

LACERDA, A. C. de. Por uma nova gestão macroeconômica: crescimento, contas públicas, câmbio e juros. **Revista Política Social e Desenvolvimento**, v. 1, p. 10-15, 2015.

LEAL, P. Q.; SILVA, M. M.; CAETANO, S. M. **A efetividade do Sistema de Metas de Inflação para a América Latina e Caribe**. Cadernos de Ciências Sociais Aplicadas, n.13, p. 181-201, Vitória da Conquista – BA, 2013.

MIKHAILOVA, I.; PIPER, D. Novo Consenso Macroeconômico: tentativa de sintetização e aplicabilidade à economia brasileira. **Pesquisa e Debate**, n. 22, v. 42, 2012, pp. 203-222.

MODENESI, A. M. Política Monetária no Brasil pós Plano Real (1995-2008): um breve retrospecto. **Economia & Tecnologia**, ano 6, v. 21 – abr./jun. 2010.

_____. ARAÚJO, E. C. Custos e benefícios do controle inflacionário no Brasil (2000-2008): uma análise empírica do mecanismo de transmissão da política monetária com base em um modelo VAR. **Anais do XXXVIII Encontro Nacional de Economia (ANPEC)**, 2010.

MOLLO, M. L. Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a questão da neutralidade da moeda. **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 3 (95), jul./set., 2004, p. 323-343.

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

OREIRO, J. L. C. **Macroeconomia do Desenvolvimento**: uma perspectiva keynesiana. Rio de Janeiro: LTC, 2016.

_____. Novo desenvolvimentismo, crescimento econômico e regimes de política macroeconômica. **Estudos Avançados**, ago. 2012, v. 26, n.75, p. 29-40. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ea/v26n75/03.pdf>> Acesso em: 16 abr. 2017.

PAES, T. A. G. **Análise da eficácia da política monetária brasileira sob o regime de metas para inflação (1999-2013)** Dissertação (Pós-Graduação em Economia). Instituto de Economia - Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2014. 98 f.

ROSSI, P. **Regime Macroeconômico e o Projeto Social-Desenvolvimentista**. Texto para discussão. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília, 2015.

SANTOS, C. H. M. *et al.* Por que a elasticidade-preço das importações é baixa no Brasil? Evidências a partir das desagregações das importações por categorias de uso. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 26, n. 1 (59), p. 141-164, abr. 2017.

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

SICSÚ, J. Keynes e os Novos-Keynesianos. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 2 (74), abr./jun., 1999.

_____. **Lições da crise de 2008 e 2009**. Carta Capital. São Paulo, 15 de fevereiro de 2016.

_____. **Política não-monetárias de controle da inflação**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Revista Análise Econômica, v. 21, n. 39, março de 2003.

Disponível em:

<<http://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/10725/6336>>. Acesso em: 29 set. 2017.

SILVA, M. M. C. D. e. **Regime de Metas para a Inflação no Brasil (1999-2015): implementação, limites e desafios**. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas). Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – IE/UNICAMP. Campinas, 2016.

SOUZA, R. G. **Três ensaios sobre política monetária: preços de commodities, taxa de câmbio real e inflação**. Tese. Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio de Janeiro – IE/UFRJ, Rio de Janeiro, 2016. 138 f.

SQUEFF, G. C. **Repasse cambial “reverso”**: uma avaliação sobre a relação entre taxa de câmbio e IPCA no Brasil (1999-2007). In: II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Porto Alegre, 2009.

SUNKEL, O. A Inflação Chilena: um enfoque heterodoxo. In: BIELSCHOWSKY, R. **Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL**. Rio de Janeiro: Record, 2000. p. 307-346.

TANAKA, H. R. B. C. **Política monetária e operacionalidade dos recolhimentos compulsórios na economia brasileira de 1999 a 2009**. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas). Universidade Estadual de Maringá, Maringá, 2010. 78 f.

TRAJTENBERG, L.; VALDECANTOS, S.; VEJA, D. Los determinantes de la inflación en América Latina: un estudio empírico del período 1990-2013. In: Alicia Bárcena, Antonio Prado, Martín Abeles (editores), **Estructura productiva y política macroeconómica: enfoques heterodoxos desde América Latina**. Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2015.

VÁSQUEZ, J.F.N. **Inflação e desenvolvimento econômico no Chile e no México**, In: BIELSCHOWSKY, R. (Org.). Cinquenta anos de pensamento na Cepal. Rio de Janeiro, Record, 2000. p. 293-306

ANEXO

ANEXO A: ASPECTOS METODOLÓGICOS E COMPONENTES DA INFLAÇÃO BRASILEIRA

Conforme o IBGE (2013), o índice oficial de inflação no Brasil, foi criado com o intuito de mostrar o movimento dos preços do comércio varejista juntamente com o indicador de consumo pessoal, utilizado pelo BCB a partir de janeiro de 1999, como principal parâmetro para que se pudesse monitorar o então sistema de metas de inflação. A partir disso, foram definidos alguns critérios e parâmetros²⁶:

- **Cobertura populacional** – acima de 90% das famílias residentes nas áreas urbanas de abrangência do SNIPC²⁷, qualquer que seja a fonte de rendimentos, de modo a assegurar cobertura próxima da totalidade, tendo em vista o objetivo do IPCA; e
- **Estabilidade da estrutura de consumo** – excluídos os extremos da distribuição, ou seja, aquelas famílias cujos rendimentos estão abaixo de 1 salário mínimo e aquelas com rendimentos considerados muito altos. Os argumentos são a instabilidade e a atipicidade dos hábitos de consumo das famílias componentes desses segmentos.

Além disso, o SNIPC considera uma estrutura de ponderação, segundo a qual, refere-se ao conjunto de bens e serviços representativos do consumo e dos valores de despesa que lhes são associados. Além disso, destaca-se o seguinte:

Dependendo da população-objetivo, são obtidas estruturas diferenciadas, por exemplo: a estrutura das famílias que integram a faixa de rendimento de 1 a 5 salários mínimos é diferente daquela cuja faixa de rendimento compreende 1 a 40 salários mínimos. Essas diferenças podem ser tanto para as espécies de produtos e serviços quanto para as despesas relativas efetuadas. No primeiro caso, como exemplo, tem-se os subitens “estacionamento” e “aluguel de veículos” que, em geral, constam da estrutura de maior faixa de rendimento, sendo mais difícil de serem encontrados na faixa de rendimento mais baixa. No segundo caso, o subitem “arroz” pode ser identificado nas duas estruturas, porém com proporções de despesas, em relação ao total, diferenciadas (IBGE, 2013, p. 15)

Feitas estas considerações, as estruturas são divididas hierarquicamente, do menor para o maior nível de detalhamento em: grupos, subgrupos, itens e subitens. A título de exemplo, a maçã é um subitem do item frutas, que está inserida no

²⁶ Conforme a Série Relatório Metodológicos do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2013.

²⁷ Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor

subgrupo “alimentação no domicílio”, que por sua vez, faz parte do grupo “Alimentação e Bebidas”. Adiante, segue uma tabela com os grupos e seus respectivos pesos no IPCA.

Tabela 4 - Índice de Preços ao Consumidor Amplo por Grupos e respectivos Pesos²⁸

IPCA Grupos	Peso (%)
Alimentação e bebidas	25,10
Habitação	15,81
Artigos de residência	4,30
Vestuário	6,11
Transportes	18,37
Saúde e cuidados pessoais	11,17
Despesas pessoais	10,68
Educação	4,56
Comunicação	3,89

Fonte: IBGE (2017) Elaboração Própria

Conforme observado na Tabela 4, o IPCA²⁹ é dividido em nove grupos, cada um com seu respectivo peso no índice geral. Quanto ao grupo Alimentação e bebidas, devido ao seu peso ser o maior em relação aos demais, obviamente é o que exerce maior influência no IPCA. Observa-se também que Transportes, Habitação, Saúde e cuidados pessoais e Despesas pessoais, juntos somam 56,1%. Justamente dentro destes grandes grupos estão os preços administrados.

Além do que foi destacado acima, para efeito de análises, o IPCA pode ser desagregado em IPCA – preços livres, que por sua vez, dividem-se em comercializáveis e não-comercializáveis (serviços) e o IPCA – preços administrados. Quanto a este último, cabe destacar que

[...] o termo “preços administrados por contrato e monitorados” – doravante simplesmente preços administrados – refere-se aos preços que são menos sensíveis às condições de oferta e de demanda porque são estabelecidos por contrato ou por órgão público. Como esses contratos preveem, muitas vezes, reajustes de acordo com a inflação passada, pode-se afirmar que essa indexação parcial à inflação ocorrida torna esses preços efetivamente “dependentes do passado” e pouco sensíveis ao ciclo econômico.

Os bens e serviços cujos preços são administrados incluem, entre outros, impostos e taxas, serviços de utilidade pública cujas tarifas são reguladas ou autorizadas pelo poder público (como energia elétrica, planos de saúde e pedágio) e derivados do petróleo. É importante salientar que nem todos os preços administrados são captados por índices de preços. Os preços de cartório, por exemplo, não são mais captados pelo IPCA do IBGE (BCB, 2016, p. 5)

²⁸ Referência: dezembro de 2015, período final escolhido para análise.

²⁹ O IPCA é calculado nas regiões metropolitanas de Curitiba, Belém, Belo Horizonte, Fortaleza, Porto Alegre, Recife, São Paulo e Rio de Janeiro, além da cidade de Goiânia e do Distrito Federal.

Devido a tais características, parte-se da hipótese de que os preços administrados exercem maior influência no IPCA, isto é, faz com que ele se mantenha em patamares superiores à meta por determinados períodos e dificulta o processo de convergência desse índice para a meta. Em relação a isso, destaca-se uma tabela com a classificação dos preços administrados por categoria e item.

Tabela 5 - Itens Classificados Como Preços Administrados no IPCA por Grupo, Item e respectivos pesos³⁰

Grupo	Item	Peso no IPCA (%)
Habitação	Total Itens	6,8
	Taxa de água e esgoto	1,5
	Gás de botijão	1,2
	Gás encanado	0,1
	Energia elétrica residencial	4,0
Transportes	Total Itens	10,7
	Ônibus urbano	2,6
	Táxi	0,4
	Trem	0,1
	Ônibus intermunicipal	0,7
	Ônibus interestadual	0,2
	Passagem aérea	0,4
	Metrô	0,1
	Transporte hidroviário	0,0
	Emplacamento e licença	0,9
	Multa	0,0
	Pedágio	0,1
	Gasolina	4,1
	Etanol	1,0
	Óleo diesel	0,2
Gás veicular	0,1	
Saúde e cuidados pessoais	Total Itens	6,6
	Produtos farmacêuticos	3,2
	Plano de saúde	3,3
Serviços pessoais	Total Itens	0,5
	Jogos de azar	0,5
Comunicação	Total Itens	3,7
	Correio	0,0
	Telefone fixo	1,1
	Telefone público	0,1
	Telefone celular	1,3
	Acesso à internet	0,2
	Telefone com internet - pacote	0,7
TV por assinatura com internet	0,3	
Total Preços Administrados		28,3

Fonte: IBGE (Elaboração própria); Conforme BCB (2016)

Conforme verificado na Tabela 5, o somatório dos pesos dos itens em

³⁰ Referência: dezembro de 2015, período final escolhido para análise.

relação ao IPCA é superior ao próprio grupo Alimentação e bebidas (ver Tabela 4), que apresenta o maior peso no tocante à relação grupo/IPCA. Com exceção o item Jogos de azar, todos os demais itens afetam diretamente as famílias, tendo em vista que tratam de preços atrelados a bens e serviços essenciais. Cabe destacar que, independentemente do peso, as variações percentuais nos preços de cada um desses itens devem ser observadas com bastante rigor, tendo em vista que mesmo quando a inflação está em processo de arrefecimento, alguns desses preços podem estar aumentando. Às vezes isso é quase imperceptível para alguns agentes econômicos, visto que o IPCA puxa a atenção dos indivíduos apenas para os preços dos itens da “cesta básica”. Isso quer dizer que o IPCA pode estar reduzindo, mas as tarifas de Energia Elétrica e Gás de botijão, por exemplo, estão aumentando.