

# O REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO NO BRASIL E A ESCOLA NOVO-CLÁSSICA: UMA CRÍTICA PÓS- -KEYNESIANA

**Raphael Calil de Souza**

Bacharel em Economia pela Universidade Presbiteriana Mackenzie (UPM).

*E-mail: calil@hotmail.com*

**José Caio Racy**

Doutor em Economia pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Professor de Economia Brasileira da UPM.

*E-mail: caioracy@mackenzie.br*

## Resumo

Este trabalho visa identificar a escola novo-clássica, criadora do regime de metas para inflação, assim como fundamentar uma crítica a esse modelo por meio de uma argumentação pós-keynesiana. Busca-se situar esse modelo ao caso brasileiro no período pós-1999, mais especificamente no governo do presidente Fernando Henrique Cardoso. O projeto busca analisar a questão da independência *versus* autonomia do Banco Central, realizar uma discussão teórica acerca da execução da política monetária do país e suas relações com o sucesso do regime de metas para a inflação e apresentar um breve descritivo da escola pós-keynesiana com foco em seus postulados sobre política monetária.

**Palavras-chave:** Regime de metas de inflação; Independência do Banco Central; Estabilização inflacionária.

### 1

## BASES TEÓRICAS: UMA INTRODUÇÃO

### ■ 1.1 Regimes monetários e estabilidade de preços

No decorrer da história, diversas escolas do pensamento econômico trabalharam para constituir modelos no âmbito monetário, com o objetivo de realizar controles adequados dos níveis gerais de preços das diversas economias. Modenesi (2005) destaca três principais regimes: regime de metas cambiais, regime de metas monetárias e regime de metas para inflação.

O regime de metas para inflação apresenta-se como foco de estudo deste trabalho, no entanto busca-se identificar as características principais dos modelos anteriores ao seu surgimento, de forma a ambientar os principais axiomas desse regime de estabilização de preços.

Modenesi (2005) define os regimes monetários como regras para a condução da política monetária por meio do estabelecimento de uma âncora nominal para a economia. Para ele, a adoção de uma âncora nominal consiste em fixar para a economia uma variável-chave para a condução da política monetária. Para os principais regimes citados, podem-se citar as seguintes âncoras nominais:

1. Regime de metas cambiais
  - Variável-chave: taxa de câmbio nominal.
2. Regime de metas monetárias
  - Variáveis-chave: estoque monetário e velocidade de circulação da moeda.
3. Regime de metas para inflação
  - Variáveis-chave: expectativa de inflação, demanda e produto potencial *versus* efetivo.

De acordo com Modenesi (2005), a determinação de uma âncora funciona como política determinante da estabilidade de preços, em que a ancoragem da economia realiza duas funções principais: 1. coordenação das expectativas inflacionárias, considerando que a ancoragem é um regime não discricionário de condução da política monetária; e 2. dadas as expectativas coordenadas, os agentes têm seus preços balizados.

Dessa forma, Modenesi (2005) aponta as principais vantagens e desvantagens quando se utiliza a ancoragem da economia:

- *Principais vantagens*: 1. eliminação do viés inflacionário, de modo a funcionar como um instrumento de controle sobre a livre atuação do Banco Central; 2. coordenação das expectativas inflacionárias e do balizamento de preços pelos agentes, o que representa uma forma efetiva de estabilização de preços; e 3. a ancoragem é facilmente compreendida pelo público, dado o estabelecimento de regras e objetivos da condução da política monetária.
- *Principais desvantagens*: 1. a ancoragem serve de limitação à livre atuação dos *policymakers* da política monetária, de forma a restringir sua capacidade de resposta em momentos em que a economia estiver sujeita a choques internos ou externos de demanda e oferta; e 2. a atuação da autoridade monetária, por ser limitada, é ineficaz, o que ocorre pelo fato de esta não ter a capacidade de escolher de forma correta os instrumentos para a condução da política monetária.

### 1.1.1 Regras versus discricionarismo

Segundo Modenesi (2005), a condução da política monetária pode seguir dois diferentes métodos: 1. a adoção de uma regra fixa ou, como já mencio-

nado, a ancoragem da economia; e 2. a adoção de uma política monetária discricionária, em que o agente controlador da oferta monetária age livremente na utilização de seus instrumentos, sem o comprometimento de atingir os objetivos preestabelecidos.

Dessa forma, pode-se visualizar, de acordo com Modenesi (2005), que os cenários econômicos serão a pauta das discussões com relação à adoção das regras ou do discricionarismo. O discricionarismo estaria disposto a adotar políticas monetárias momentaneamente condizentes com o ambiente econômico, e, dessa forma, pode-se concluir que, em ambientes hostis, seriam adotadas medidas mais drásticas no âmbito da política monetária, e, em ambientes controlados, adotar-se-iam medidas mínimas no campo monetário.

No caso da política monetária baseada em regras de condução, as medidas seriam tomadas de forma a atingir uma meta. Dessa forma, ambientes econômicos adversos estariam relacionados a uma atuação mínima da autoridade monetária.

A principal crítica feita ao discricionarismo seria o viés inflacionário, que, segundo Modenesi (2005), incentiva a autoridade monetária a explorar, no curto prazo, o *trade off* entre inflação e desemprego. Nesse caso, a autoridade monetária tenderia a flexibilizar a política monetária com o objetivo de inflacionar a economia e reduzir a taxa de desemprego.

De acordo com Mendonça (2006), a independência do Banco Central seria condicionante necessária para mitigar dois fatores relevantes para a economia relacionados a uma política monetária discricionária: o viés inflacionário correlacionado ao *trade off* entre inflação e desemprego no curto prazo e o papel político que pode ser exercido pela política monetária.

A principal crítica feita à condução da política monetária via regras seria a de que ela restringe a atuação da autoridade monetária e, conseqüentemente, prejudica sua ação em casos de choques inesperados na economia. Dessa forma, impede-se que a autoridade monetária utilize de forma adequada os instrumentos disponíveis para a condução da política monetária, o que contribui para uma possível ineficácia de sua utilização.

### 1.1.2 Regime de metas cambiais

O regime de metas cambiais pode ser adotado em diversos níveis de rigidez. De acordo com Modenesi (2005), o regime pode se apresentar em dez diferentes sistemas, do menos rígido para o mais rígido: flutuação limpa, flu-

tuação suja, banda cambial rastejante, banda cambial deslizante, banda cambial, minidesvalorizações, câmbio fixo ajustável, câmbio fixo, conselho da moeda e dolarização plena.

Como este trabalho não visa abordar o regime de metas cambiais, não se pretende analisar os tipos de regime cambial já mencionados. Vale citar que as economias que utilizam regimes de metas cambiais têm por característica principal, como citado por Modenesi (2005), a oferta monetária como uma variável endógena determinada pelo resultado do balanço de pagamentos. Disso se pode depreender que há uma subordinação da inflação interna à inflação do país-âncora. O país-âncora é aquele para o qual a economia em questão irá direcionar sua economia interna, isto é, o país do qual se está utilizando a moeda como balizadora dos preços internos.

O regime monetário de metas cambiais pode ser então conduzido de três formas principais básicas, como cita Modenesi (2005): 1. a fixação de uma moeda doméstica com relação ao de uma *commodity*; 2. a fixação do valor da moeda doméstica com relação ao valor de uma moeda de um país com inflação reduzida; e 3. a fixação de uma regra que vincule, de alguma forma, a evolução do valor de uma moeda local ao valor de uma moeda estável.

Historicamente, essas três formas podem ser assim vislumbradas:

- A fixação do valor da moeda doméstica ao de uma *commodity* pode ser observada na adoção do chamado padrão-ouro no período entre 1880 e 1914<sup>1</sup>.
- A fixação do valor da moeda doméstica com relação ao valor de uma moeda de um país com inflação reduzida pode ser observada no sistema de Bretton-Woods, que vigorou entre 1946 e 1971<sup>2</sup>.
- A fixação de uma regra que vincule, de alguma forma, a evolução do valor de uma moeda local ao valor de uma moeda estável pode ser observada no Brasil no período de 1994 a 1999<sup>3</sup>, com a criação da unidade real de valor (URV) em adequação à proposta da completa indexação da economia, como proposto por Pérsio Arida e André de Lara Resende.

---

1 Para mais detalhes, ver Mendonça (2006).

2 Para mais detalhes, ver Modenesi (2005).

3 Para mais detalhes, ver Modenesi (2005, p. 241).

Em suma, o regime de metas cambiais busca, por meio da variável moeda, criar o processo de estabilização dos preços de uma economia. Vale ressaltar que, historicamente, a implantação desse regime no Brasil foi de grande importância na adoção do Plano Real, ainda que, anteriormente, tenha sido parte importante dos fracassos das políticas econômicas durante o século XX, como o padrão-ouro.

### 1.1.3 Regime de metas monetárias

O regime de metas monetárias tem sua origem no conhecido monetarismo do tipo I ou então na escola monetarista. Para que se possa compreender como esse regime funciona, deve-se primeiro entender a concepção monetarista de inflação, que será mais bem detalhada à frente. Para a escola monetarista, conforme citam Dornbusch e Fischer (1991), o fator isolado em uma economia que geraria maiores efeitos sobre a inflação seria o das variações do estoque monetário. O maior expoente da escola monetarista, Milton Friedman, argumenta que a moeda e a política monetária teriam papéis extremamente decisivos no fator produção da economia e, como já mencionado, no fator preço da economia. Friedman também argumenta que reduções do estoque monetário, na prática, geram impactos primários na produção e impactos secundários sobre os preços. O embasamento teórico da escola monetarista está ligado de forma direta à ditada neutralidade parcial da moeda no longo prazo.

Dessa forma, de acordo com Modenesi (2005), a adoção de um regime de metas monetárias seria condicionada à utilização por parte dos *policymakers* de regras, de forma a reger os agregados monetários. Usualmente, esse regime está ligado a uma política baseada na inter-relação entre a base monetária e o produto interno bruto (PIB). Isso posto, o regime toma como pressuposto que a manutenção dos níveis de preços seria consequência de uma política monetária capaz de manter a evolução dos agregados monetários de forma proporcional ao nível de produto real da economia.

Como já mencionado, esse regime tem como expoentes os economistas da escola monetarista. Além dos fatores citados anteriormente, Modenesi (2005) destaca como fatores importantes dessa vertente: a existência de uma taxa natural de desemprego e a formação de expectativas adaptativas. Esses fatores serão mais bem analisados nos próximos tópicos.

Por fim, os expoentes dessa escola também conceberam outro importante instrumento na análise econômica, a *curva de Phillips na versão aceleracionista*<sup>4</sup>,

---

4 A versão aceleracionista surge ante a necessidade de entender melhor as relações entre a taxa de desemprego e a taxa de inflação para países com instabilidade macroeconômica. A versão aceleracionista, também conhecida como Friedman-Phelps, tenta englobar no modelo as expectativas dos agentes econômicos. Para mais detalhes, ver Modenesi (2005, p. 62).

que surge após a constatação, por parte dos principais expoentes da escola monetarista, de sua falta de aplicabilidade para economias com baixa estabilidade de preços. A primeira versão da curva de Phillips, de acordo com Modenesi (2005), não tinha como suposição básica o fato de que os agentes formam expectativas para a inflação. Vale ressaltar que essa versão da curva de Phillips utiliza a concepção adaptativa para a formação das expectativas dos agentes, isto é, as expectativas no período T (atual) seriam somente o reflexo da inflação observada no período T-1 (passado). Posteriormente neste artigo, a taxa natural de desemprego será mais bem explicada.

#### **1.1.4 O regime de metas para a inflação**

Considerando que o foco deste trabalho é descrever esse regime de estabilização com ênfase para o caso brasileiro, a descrição apresentada a seguir abordará apenas os principais pontos desse regime.

O principal ponto para iniciar esta discussão é o fator equilíbrio. Conforme cita Modenesi (2005), a abordagem novo-clássica difere da monetarista justamente no ponto em que os novo-clássicos têm um modelo de equilíbrio contínuo (de curto e longo prazos), enquanto os monetaristas admitem desequilíbrios causados pela possibilidade de os agentes da economia não conseguirem maximizar suas funções de utilidade e lucro (conforme o agente), dada sua formação de expectativas adaptativas, e sofrerem de ilusão monetária.

As hipóteses da inconsistência temporal e do viés inflacionário são fontes para uma das principais discussões relacionadas ao regime de metas para a inflação: a independência do Banco Central. De acordo com Modenesi (2005), a hipótese da independência do Banco Central consiste na indicação da condução da política monetária a um agente independente. Essa indicação seria condicional para o objetivo de controlar a inflação, mantendo-se assim a credibilidade de política monetária e a reputação da autoridade monetária.

Dado que o regime de metas de inflação é considerado um desdobramento do modelo de independência do Banco Central, este é postulado por Modenesi (2005) pelos seguintes pressupostos: o anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação e o compromisso institucional com os agentes econômicos da cumplicidade com a meta estabilidade para a inflação e da definição desta como alvo da política monetária

Conforme Sicsú (2006 apud MODENESI, 2005, p. 183), vale entender que a implantação do regime monetário de metas para a inflação sugere que há uma aceitação do pressuposto de neutralidade da moeda no longo prazo.

Isso acontece porque o regime não se baseia somente na aceitação de uma meta quantitativa para a meta, mas também no fato de que a política monetária não deve ser utilizada para execução de políticas em que se esperam efeitos reais na economia (como produto e emprego).

De forma a concluir esta breve explicação sobre o regime de metas para a inflação, vale citar a definição de Modenesi (2005) para esse regime: um sistema híbrido de condução da política monetária. Isso ocorre porque, ainda que o regime adote um sistema baseado em uma regra de condução da política monetária, também se utiliza da ideia de independência do Banco Central. A teoria de independência do Banco Central defende o discricionarismo da política monetária, conferindo ao Banco Central um baixo risco reputacional e alguma credibilidade à política monetária. Vale ressaltar que esses dois fatores são de extrema importância para a condução da política econômica e para as políticas de estabilização, visto que conferem um caráter de constância para servir de embasamento na formação das expectativas dos agentes.

### 1.1.5 A escola novo-clássica

De acordo com Sachs e Larrain (2000), a escola novo-clássica ou das expectativas racionais teve seu início em 1970, com Robert Lucas, da Universidade de Chicago, e Thomas Sargent, do Hoover Institute. Lucas e Sargent iniciaram uma importante discussão sobre a dinâmica inflação-desemprego na economia. Conforme Modenesi (2005), ainda que o modelo novo-clássico represente uma ruptura com o modelo monetarista de Milton Friedman, este contém dois principais axiomas em comum com aquele. Esses pressupostos básicos que serão tratados mais detalhadamente à frente são: a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego e a concepção monetarista de inflação.

De acordo com Modenesi (2005), outras importantes adições ao modelo monetarista pelos novo-clássicos foram as seguintes: os agentes econômicos tomam suas decisões por meio de um comportamento racional e maximizador, e as decisões de oferta de trabalho e de produtos seriam determinadas pelos preços relativos.

Esses pontos serão discutidos principalmente no âmbito do mercado de trabalho e do papel dos preços e salários na oferta agregada.

Conforme Sachs e Larrain (2000), outra ruptura importante do modelo novo-clássico é a inclusão das chamadas *expectativas racionais* em seu modelo. Como os autores definem, as expectativas racionais são ajustamentos realiza-

dos pelos agentes da economia (trabalhadores e empresas) de forma a não cometer erros na previsão da inflação futura, isto é, a hipótese das *expectativas adaptativas*<sup>5</sup> seria puramente arbitrária. A proposta de Lucas e Sargent se baseia necessariamente na ideia de que os agentes economicamente racionais compreendem de forma adequada o “verdadeiro” modelo de funcionamento da economia e, com esse modelo adequadamente postulado, teriam condições de realizar suas previsões da inflação.

Os economistas novo-clássicos consideram que as expectativas adaptativas seriam simplesmente um processo mecânico em que necessariamente os eventos passados poderiam explicar o futuro, no entanto não levariam em consideração as informações disponíveis no presente. Outra hipótese relevante citada por Sachs e Larrain (2000) é a de que, pela hipótese das expectativas racionais, não existiria uma alternativa entre a produção e a inflação. Segundo esse modelo, as autoridades podem conseguir inflação zero no período posterior sem perda de produção ou desemprego. Para concluir o argumento, Dornbusch e Fischer (1991) determinam que, no modelo das expectativas racionais, o equilíbrio depende necessariamente de que as variações no estoque monetário sejam realizadas na forma de “surpresa” para que possam sensibilizar o nível de atividade econômica.

Dornbusch e Fischer (1991) discorrem também sobre uma relação importante postulada pelos novo-clássicos – a relação entre o nível de preços, desemprego e salários. Segundo eles, o argumento novo-clássico seria baseado na ideia de que os salários e preços são rígidos no curto prazo como resultado de problemas relacionados às informações disponíveis na economia. No entanto, os agentes se ajustam proporcionalmente à quantidade de informações que possuem, quando há flexibilidade de preços e salários. No entanto, assim que tomam conhecimento de toda defasagem, ajustam-se totalmente à nova realidade. Essa abordagem é, como mencionado anteriormente, das expectativas racionais. A adequação da teoria econômica a essa nova forma de considerar a formação de expectativas dos agentes representa um grande impacto sobre os modelos então vigentes e representa, conforme citado, o momento em que se entende que choques monetários somente afetam os níveis de preços da economia quando são inesperados.

---

5 Na economia, as expectativas adaptativas são aquelas em que os agentes econômicos formam suas expectativas atuais de acordo com sua memória de um período anterior. O conceito é muito aplicado ao estudo dos fenômenos inflacionários, pois serve de aparato para englobar o fenômeno da adaptabilidade dos agentes em modelos teóricos e/ou quantitativos. Para mais detalher, ver Sachs e Larrain (2000, p. 488).

De acordo com Modenesi (2005), no entanto, existem duas críticas importantes que devem ser citadas com respeito às expectativas racionais. A primeira crítica refere-se ao fato de que não seria correto aceitar que os agentes da economia maximizam a utilização de informações disponíveis, já que isso implicaria dois tipos de custo: de obtenção e de processamento da informação. Essa imposição pode ocorrer de forma que os custos sejam elevados a tal ponto que nem todos os agentes tenham a capacidade de obter e processar tais informações.

A segunda crítica diz respeito à teoria econômica. Segundo os críticos, os agentes não teriam a possibilidade de factualmente aprender o modelo econômico vigente na economia, já que nem mesmo os economistas têm um consenso sobre o assunto.

#### 1.1.5.1 A concepção monetarista da inflação

A concepção monetarista de inflação está diretamente ligada ao modelo postulado por Milton Friedman, denominado teoria quantitativa da moeda (TQM). Conforme Sachs e Larrain (2000), essa teoria postula que a melhor forma de estabilizar uma economia seria estabilizar as taxas de crescimento de demanda por moeda e de oferta de moeda. O modelo é postulado por meio da seguinte equação básica:

$$M \times V = P \times Q$$

*Grosso modo*, o modelo define que o produto da economia (Q) é determinado por fatores exógenos, isto é, por fatores externos e ligados a decisões microeconômicas de oferta das famílias e das firmas. Dessa forma, com o produto definido, a definição da velocidade de circulação da moeda é a seguinte:

- Os preços da economia decorrem do produto (exógeno), da velocidade de circulação da moeda (definida como a proporção entre a renda nacional, geralmente se usa o produto nacional bruto (PNB), e a moeda em circulação (cf. SACHS; LARRAIN, 2000, p. 258), relativamente constante de acordo com os monetaristas) e da oferta de moeda na economia.

Com a equação definida, pode-se depreender que as oscilações de P somente poderão ser explicadas por oscilações de M. Dessa forma, para os mo-

netaristas, a chave para controlar o nível de preços de uma economia estaria no controle do nível de oferta e demanda por moeda.

Para Modenesi (2005), no entanto, existem outros fatores tão importantes e correlacionados quanto os anteriores na determinação da inflação e de outras variáveis econômicas conforme a concepção monetarista. Além do postulado de que o estoque monetário em equilíbrio é proporcional ao nível de preços, Modenesi (2005) cita que, segundo esse modelo, deve haver uma causalidade que vai no sentido de que as variações do estoque monetário precedem as variações de preços. De forma a complementar, Modenesi (2005) também cita que, para a TQM, a moeda seria neutra no longo prazo, isto é, a política monetária não afetaria variáveis reais de forma permanente. Outro fator importante seria a dicotomia entre preços relativos e preços absolutos (teoria monetária do nível geral de preços), segundo a qual alterações na estrutura da economia causadas por fatores não monetários (choques tecnológicos, ganhos de produtividade, estrutura de mercado) podem determinar mudanças significativas de preços relativos que se compensariam e fazer com que o nível geral de preços fique inalterado (variando somente por função de  $M$ ). Por último e não menos importante, que o estoque monetário nominal seria exógeno e a oferta monetária nominal seria determinada por fatores independentes daqueles que determinam a demanda por encaixes nominais.

Em suma, a definição mais adequada da concepção monetarista de inflação é dada por Modenesi (2005): em um instante  $t$ , a autoridade monetária promoveria uma elevação da taxa de expansão do estoque de moeda de uma maneira que a inflação supere as expectativas dos agentes e que o estoque monetário esteja evoluindo em taxas superiores à taxa de elevação do produto real. Dessa forma, segundo a TQM, a evolução do estoque monetário determinaria um processo inflacionário.

#### 1.1.5.2 A hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego

De acordo com Modenesi (2005), a existência da taxa natural de desemprego<sup>6</sup>, aliada à hipótese de que os agentes formam expectativas adaptativas, gera o embasamento teórico da neutralidade da moeda no longo prazo. Na ausência de ilusão monetária<sup>7</sup>, ou seja, um erro expectacional, o nível de de-

6 Mais conhecido como desemprego estrutural. Para mais detalhes, ver Modenesi (2005, p. 69, Box 2).

7 O fenômeno da ilusão monetária corresponde a uma confusão criada pelos agentes econômicos que acreditavam que um aumento do estoque de moeda na economia era, na verdade, um aumento em sua riqueza em níveis reais. Para mais detalhes, ver Oreiro, De Paula e Sobreira (2009, p. 54).

semprego em uma economia converge para a taxa natural. Essa taxa tenderia a ser alcançada quando, na média, as expectativas dos agentes se realizarem. Por sua vez, mudanças não esperadas na inflação e na demanda agregada poderão causar erros sistemáticos de percepção, tanto pelo lado das firmas como pelo lado dos ofertantes de trabalho, causando assim uma tendência de convergência da taxa de desemprego para níveis opostos à taxa natural. Conforme o modelo, a ausência de erros expectationais, aliada ao equilíbrio dos fatores reais da economia, levaria a moeda no longo prazo a ter um efeito neutro na economia. Pelo lado oposto, se os efeitos surpresa acontecerem de forma recorrente, a moeda poderá ter efeitos de longo prazo tanto nos preços como nas variáveis não monetárias da economia.

O nível de desemprego da economia, de acordo com o modelo, poderia ser determinado da seguinte forma:

$$U_t = U_n - 1/a (P_t - P_t^e)$$

em que  $U_t$  é o nível corrente de desemprego;  $U_n$ , a taxa natural de desemprego;  $P_t$ , a inflação observada; e  $P_t^e$ , a expectativa de inflação.

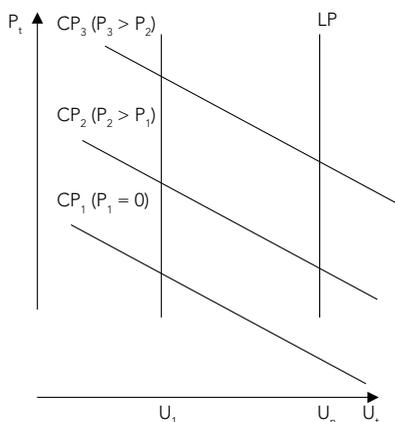
Quando se observa essa equação, pode-se determinar que o nível atual de desemprego será estabelecido pelos erros expectationais ( $P_t - P_t^e$ ) dos agentes. Caso a inflação observada fique acima da esperada, a taxa de desemprego atual ficará abaixo da taxa natural de desemprego e vice-versa. Caso não ocorram erros expectationais, o nível de desemprego atual será igual à taxa natural de desemprego. Pode-se explicar essa afirmação da seguinte forma: se acordo com a TQM, elevações do estoque monetário geram impactos diretos sobre o nível de preços, e a expansão do estoque monetário também irá causar uma elevação da demanda agregada.

De acordo com Modenesi (2005), como os preços das mercadorias se ajustam de forma mais rápida que os preços dos fatores de produção, as firmas irão considerar que, dado o aumento dos preços, há uma redução dos salários reais e, dessa forma, estarão dispostas a aumentar o salário nominal de forma a manter constante o salário real e manter o nível de emprego. Dado que os trabalhadores possuem uma certa defasagem na percepção das variações dos níveis de preços, eles irão interpretar o ganho nominal de salários como um ganho real e estarão, dessa forma, mais dispostos a ofertar trabalho. Pode-se concluir que a taxa natural de desemprego ficará acima da taxa observada na economia.

Para concluir a hipótese da curva de Phillips aceleracionista, deve-se citar o *quantitativismo de longo prazo*, isto é: 1. no curto prazo, as surpresas inflacionárias causadas pelos *policymakers* gerarão erros expectacionais e, consequentemente, efeitos reais na economia; e 2. a moeda é neutra no longo prazo, dados os ajustes expectacionais feitos pelos agentes.

**Figura 1**

**Curva de Phillips aceleracionista ou versão de Friedman e Phelps**



Fonte: Elaborada pelos autores com base em Modenesi (2005).

A Figura 1 representa a curva de Phillips na versão aceleracionista, em que  $U_n$  é a taxa natural de desemprego e taxa de desemprego no longo prazo, em que a moeda não acarreta efeitos reais na economia;  $U_1$ , o nível atual de desemprego; e  $CP_1$ , a situação em que não há erro expectacional. No caso de  $CP_{2,3}$ , erros expectacionais geram situações em que a taxa de desemprego da economia fica abaixo da taxa natural de desemprego.

### 1.1.5.3 Substituição intertemporal

Outro fator importante da teoria novo-clássica é a questão da substituição intertemporal. De acordo com os teóricos novo-clássicos, a economia admitiria dos tipos básicos de desemprego: voluntário e involuntário.

Para Friedman e Phelps, segundo Dornbusch e Fischer (1991), as decisões de trabalho seriam basicamente ligadas aos custos de oportunidade dos agentes. Isso significa que, dado o salário real médio estimado pelos trabalhadores, suas decisões de trabalho e de lazer estariam baseadas no benefício marginal causado pelas horas alocadas em trabalho e pelas horas alocadas em lazer. De acordo com Modenesi (2005), isso é facilmente explicado da seguinte forma:

- Caso o salário real da economia esteja acima do salário real médio, os trabalhadores irão ofertar mais trabalho com expectativa de que, no futuro, obterão mais horas de lazer e com a tendência de o salário real observado atingir o nível do salário real médio.
- Caso o salário real da economia esteja abaixo do salário real médio, os trabalhadores irão alocar mais tempo em lazer, com a expectativa de que, no futuro, deverão dispor de mais horas de trabalho, dada a expectativa de aumento do salário real da economia para o nível médio.

Para concluir, pode-se dizer que os trabalhadores tomam decisões racionais de alocação de tempo de trabalho e lazer.

## 2 ESTABILIZAÇÃO E O REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO

Para estudar de forma adequada o regime de metas para a inflação no caso brasileiro, primeiramente se faz necessária a introdução da conjuntura econômica no período de 1994 a 2002.

A década 1980 é considerada por diversos estudiosos como a “década perdida” para o Brasil em termos econômicos. Nesse período, a inflação está descontrolada e o crescimento econômico se apresenta apenas modesto, atingindo o valor de 2,9% a.a. (FERRARI FILHO, 2001, p. 1). A década de 1990 começa com crescimento baixo e com altos níveis de inflação, culminando em um governo que ainda pratica políticas econômicas heterodoxas de congelamento de preços (Plano Collor) e com as políticas de congelamento de poupança por parte das autoridades monetárias, ainda que esses recursos “emprestados” pelo governo tivessem uma devolução prevista e parcelada.

Nesse contexto, como ministro da Fazenda do presidente Itamar Franco, Fernando Henrique Cardoso e a equipe econômica do governo formulam o Plano Real. De acordo com Ferrari Filho (2001), o Plano Real se apresenta como o triunfo da busca pela estabilização de preços, após um período – década de 1980 e início dos anos 1990 – com diversos planos que fracassaram nessa tarefa<sup>8</sup>.

## ■ 2.1 Contexto macroeconômico e o Plano Real

De acordo com Ferrari Filho (2001), o Plano Real surge com dois principais diagnósticos para o processo inflacionário no Brasil:

- O primeiro considera a inflação um fenômeno inercial, isto é, relacionado à concepção neoestruturalista, segundo a qual a inflação corrente passa a ser determinada de forma adaptativa (pela inflação passada) quando da ausência de choques de preços pelo lado da oferta e da demanda. Na prática, ao reconhecerem esse fenômeno, os agentes procuram, por meio dos mecanismos formais e informais de indexação, recuperar suas perdas reais de salário e, dessa forma, criam um efeito cíclico (inercial) para o presente e futuro. Na prática, esse efeito se torna um fator extremamente complicado de se combater, já que cria uma assincronia nos ajustes de preços (salários e preços de bens) na economia.
- O segundo diz respeito ao desequilíbrio das contas públicas. O diagnóstico culminava na perspectiva de que um ajuste fiscal de curto prazo seria necessário. No entanto, Ferrari Filho (2001) cita que o governo enfrentava dificuldades para operacionalizar essas reformas no âmbito constitucional e culmina em finalmente sugerir a criação do Fundo Social de Emergência com o objetivo de buscar a austeridade fiscal e o aumento de receitas tributárias.

Depois de identificadas as principais causas do processo inflacionário no Brasil, o plano criado por André de Lara Resende e Pêrsio Arida em oposição aos choques heterodoxos anteriormente praticados com embasamento nas teorias de Chico Lopes teria como principal foco a indexação completa da economia. Dessa forma, o primeiro passo seria o balizamento sustentável dos preços

---

<sup>8</sup> Os planos Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989) e Collor (1990) são exemplos de fracassos anteriores na busca pela estabilidade de preços na economia brasileira.

da economia (ou seja, preços também como salários, o preço do trabalho) por meio da criação da URV como referencial monetário para a moeda até então em circulação, o cruzeiro real. Basicamente, os valores em cruzeiro real deveriam ser determinados em termos de URV, a fim de possibilitar o ajuste sincronizado de preços. De acordo com Ferrari Filho (2001), o sucesso do Plano Real está intimamente ligado ao fato de que sua implantação estava ancorada única e exclusivamente em fatores econômicos (mecanismos de mercado) e não em intervenções, como anteriormente implementadas<sup>9</sup>.

A fase final da implantação do Plano Real é a troca do cruzeiro real como moeda oficial pelo real. O real (anteriormente URV) passa a desempenhar todas as funções clássicas da moeda na economia. Com a nova moeda, as autoridades monetárias definiram duas condições necessárias para o funcionamento do novo sistema: a determinação pela autoridade monetária da oferta monetária e das regras de emissão de moeda na economia, e a determinação da paridade entre real e dólar americano máxima.

Como observado por Ferrari Filho (2001), o Plano Real é um plano híbrido de regimes monetários, apresentando tanto uma âncora monetária como uma âncora cambial. Como anteriormente observado por outros economistas, nas economias em que ocorre uma redução significativa da inflação, há uma tendência de expansão da demanda por moeda por parte dos agentes (no curto prazo) e uma certa melhoria na atividade econômica. Dessa forma, a ancoragem monetária seria importante, pois controlaria esse fenômeno e regularia um novo choque de preços pelo lado da demanda. Pelo lado cambial, a equipe econômica buscava reduzir o efeito contágio de crises internacionais nos preços internos.

Os planos do governo incluíam uma possível flexibilização da base monetária (em até 20% da base monetária) e um sistema de bandas cambiais assimétricas, de forma que foi estabelecido que a relação real/dólar americano deveria situar-se sempre próxima a um.

De acordo com Ferrari Filho (2001), a queda repentina do nível de inflação (ver Gráfico 1) ocasionou uma grande expansão do nível de consumo (perfeitamente previsível dado o ganho real de salários dos agentes). A combinação observada na Tabela 1 (queda no nível de inflação aliada a um aumento significativo do PIB) para os anos de 1994 e 1995 gera automaticamente a necessi-

---

9 Podem-se citar o confisco de ativos no Plano Collor (1990), os congelamentos de preços nos planos Cruzado, Bresser e Verão, e o congelamento com reduções graduais no Plano Collor.

dade de uma expansão monetária, ainda que as autoridades tenham estabelecido metas para a ancoragem monetária. Dessa forma, a política monetária no período foi praticada por meio do aumento de necessidade de depósitos compulsórios para os bancos comerciais, de forma a conter o aumento de monetização da economia, que, por sua vez, resultou em um aumento substancial da taxa de juros real.

A relação próxima entre taxa de juros e câmbio encaminha essa questão para o lado da ancoragem cambial, de forma que o aparente distanciamento entre a taxa de juros local e a taxa de juros internacional provoca uma entrada significativa de capital estrangeiro no país. O aumento na entrada de divisas leva o real a uma apreciação perante o dólar americano, e, de forma mais complexa, a relação íntima entre as reservas internacionais e a base monetária provoca, *ceteris paribus*, uma expansão ainda mais significativa de monetização.

A apreciação cambial trouxe efeitos importantes para a economia brasileira, uma vez que seu impacto é direto nas contas externas do país. De acordo com Ferrari Filho (2001), a balança comercial apresenta uma redução significativa tanto pelo lado das exportações como pelo lado do aumento das importações. A balança comercial passa de um saldo superavitário, no primeiro semestre de 1994, de US\$ 6,9 bilhões para um saldo de US\$ 3,4 bilhões, no segundo semestre (FERRARI FILHO, 2001), o que representa um saldo ainda positivo, porém com uma redução de aproximadamente 51%.

**Tabela 1**

**Tabela de evolução IGP-DI versus crescimento real do PIB**

| Período        | IGP-DI/FGV | Taxa de crescimento real do PIB |
|----------------|------------|---------------------------------|
| 1990           | 1476,7%    | - 4,3%                          |
| 1991           | 480,2%     | 1,0%                            |
| 1992           | 1157,8%    | - 0,5%                          |
| 1993           | 2708,2%    | 4,9%                            |
| 1994           | 1093,0%    | 5,8%                            |
| jan./jun. 1994 | 763,2%     | -                               |
| jun./dez. 1994 | 38,1%      | -                               |
| 1995           | 14,8%      | 4,2%                            |

(continua)

## Tabela 1

### Tabela de evolução IGP-DI versus crescimento real do PIB (*conclusão*)

| Período | IGP-DI/FGV | Taxa de crescimento real do PIB |
|---------|------------|---------------------------------|
| 1996    | 9,3%       | 2,7%                            |
| 1997    | 7,5%       | 3,6%                            |
| 1998    | 1,7%       | -0,1%                           |
| 1999    | 19,9%      | 0,8%                            |
| 2000    | 9,8%       | 4,2%                            |

Fonte: Ferrari Filho (2001).

Segundo Ferrari Filho (2001), os déficits recorrentes na balança comercial, no período de 1995 a 2000, foram os principais responsáveis pela deterioração dos saldos em transações correntes.

As autoridades argumentavam, no entanto, que o fluxo elevado de investimentos estrangeiros no país ocasionados pelas elevadas taxas de juros seria suficiente para financiar tais déficits e proporcionar a elevação dos níveis de reservas internacionais. Inicialmente, pode-se considerar que esse argumento de fato é válido. Porém, quando se analisa a forma utilizada de financiamento por parte do governo, isto é, a balança de capitais, que, por sua vez, é altamente dependente da taxa de juros, vislumbra-se uma incoerência na política (uma alta dependência da taxa de juros em uma política econômica que seria teoricamente ancorada pelo lado da base monetária e pelo lado do câmbio, mas que criaria uma alta dependência entre essas duas variáveis e uma pequena margem de “manobra” para os formuladores de políticas econômicas).

Ferrari Filho (2001) cita que alguns economistas renomados, como Maria da Conceição Tavares, Affonso Celso Pastore e Antônio Delfim Netto, consideraram que o principal problema do Plano Real (o fator causador dos déficits na balança comercial) seria a banda cambial assimétrica. Esse sistema de ancoragem cambial funcionaria como uma mistura entre os sistemas de bandas cambiais “deslizante” e “rastejante”.

De acordo com Modenesi (2005), o sistema de regime de bandas cambiais deslizantes poderia ser definido como aquele que não deve apresentar um padrão de comportamento constante ao longo do tempo, no entanto, diferen-

temente do regime de bandas cambiais rastejantes, não exige um grau de comprometimento da autoridade monetária em manter o ponto central e nem a amplitude para oscilação do valor da moeda em questão. Para o regime de bandas cambiais rastejantes, o ponto central e a amplitude de oscilação do valor da moeda estrangeira são definidos, e há um comprometimento da autoridade monetária no cumprimento de uma evolução sistemática e preestabelecida para a moeda estrangeira.

O regime no Brasil se caracterizou por criar um limite superior de oscilação para a taxa de câmbio (deveria oscilar em torno de R\$ 1,00 por dólar americano). Modenesi (2005) também apresenta argumentos para os problemas relacionados a um plano de estabilização baseado em ancoragem cambial. A discussão a seguir se baseará em dois: a endogeneidade da moeda e a perda de autonomia da política monetária.

A discussão sobre esses dois problemas pode ser considerada um referen-

quentemente, um padrão de comprometimento. No entanto, como antes citado, a oferta monetária, no regime de metas cambiais, se torna uma variável endógena e, por isso, provoca a perda de autonomia na condução da política monetária.

Dessa forma, a quebra do problema da inconsistência temporal cria um *trade off* entre esta e a autonomia da autoridade monetária.

Quando se alia essa questão ao fato de que uma das metas do Plano Real era definir, por meio das políticas econômicas, o estoque de moeda na economia, pode-se chegar ao fator que ocasionou a ruptura desse regime, em um momento em que o mundo enfrentava a crise russa e se criou um ambiente de restrição à liquidez internacional, e a economia brasileira estava de forma direta aliada ao seu nível de reservas internacionais em dólar. Com o início da crise, era natural que os países demandassem seus recursos que estavam no Brasil e diminuíssem seus fluxos de investimentos, o que provocou uma crise de liquidez e uma grande evasão de divisas, além de gerar um problema para a autoridade monetária em manter o teto do câmbio.

Dessa forma, em junho de 1999, o governo decide adotar o regime de metas para a inflação, que será mais bem descrito no próximo tópico.

## ■ 2.2 A independência do Banco Central e o novo modelo

De acordo com Modenesi (2005), a tradição keynesiana se viu abalada quando, na década de 1970, o fenômeno da estagflação<sup>10</sup> foi, pela primeira vez, observado e quando se colocou em xeque a existência de um *trade off* estável entre inflação e desemprego. Dessa forma, iniciou-se a chamada “revolução das expectativas racionais”, contrapondo assim um dos principais pressupostos econômicos até então adotados pelo *mainstream* da economia: a existência de expectativas adaptativas.

A discussão sobre a operacionalização de um regime de metas para a inflação deve começar com uma abordagem sobre a tese de independência do Banco Central. Modenesi (2005), em sua obra, utiliza as teses de Rogoff e Walsh para esse assunto, que se baseiam em dois pilares: 1. a existência de um viés inflacionário deve ser aceita e sua importância para a condução da política monetária deve ser considerada; e 2. a existência de evidências empíricas

---

10 O fenômeno da estagflação é caracterizado por uma situação de inflação com estagnação econômica.

que comprovem a existência de uma correlação negativa entre o grau de independência do Banco Central e a inflação.

A independência do Banco Central estaria diretamente aliada a um ambiente institucional em que se garantissem limitações ao poder discricionário da autoridade monetária, ainda que esta pudesse regular o ambiente monetário e fazer livre uso de suas políticas para garantir o nível de preços da economia em um nível *pari passu* com o restante dos indicadores econômicos. Dessa forma, cria-se uma tecnologia de comprometimento que poderia reduzir de forma significativa os problemas da inconsistência intertemporal. De acordo com a tese de Rogoff (MODENESI, 2005), o controle do viés inflacionário somente se faria possível em uma nação que tivesse um presidente conservador<sup>11</sup>.

Dessa forma, a conclusão é simples, em uma nação onde o presidente (aqui como representante da autoridade monetária) apresenta uma aversão maior que os agentes econômicos à inflação, a imagem da autoridade monetária fica garantida, já que as expectativas dos agentes se direcionarão no sentido de uma política que colocará o controle de preços com um peso importante na política econômica.

Para Walsh (MODENESI, 2005), o modelo de independência do Banco Central se apresenta um pouco diferente e de forma mais similar ao que foi adotado no Brasil. O modelo de Rogoff institui uma independência tanto de metas como de instrumentos para o Banco Central, em contrapartida, o modelo de Walsh constitui um modelo de independência instrumental por parte da autoridade monetária. A tese de Walsh postula que o presidente da nação não irá internalizar as consequências da adoção de suas diferentes políticas monetárias, e, por esse motivo, poder-se-á caracterizar uma situação de *risco moral*<sup>12</sup>. Para solucionar esse problema, Walsh propõe a criação de contratos entre a autoridade monetária e o presidente do Banco Central, em que se firma uma meta para a inflação, e a autoridade monetária tem de se comprometer a cumpri-la e estará sujeita à punição, caso não o faça. Podem-se então visualizar uma coordenação das expectativas dos agentes e a criação de um ambiente em que o viés inflacionário é satisfatoriamente reduzido.

---

11 O presidente conservador é determinado por Modenesi (2005) como aquele que possui maior aversão à inflação que os agentes. Esse presidente atribuiria um peso grande ao controle da inflação quando relacionado com seus objetivos paralelos de controle de outras variáveis, como o desemprego.

12 Situação de assimetria de informação.

Modenesi (2005) define então o regime de metas para a inflação como um desdobramento da tese de independência do Banco Central. Seus principais pressupostos são: 1. determinação de uma meta de médio prazo para o nível de inflação; 2. adoção de um comprometimento institucional do cumprimento da meta, sendo este sujeito a penalizações no caso do não cumprimento; 3. subordinação das outras variáveis econômicas ao objetivo de controle de preços, tornando-se estas secundárias na condução da política econômica; 4. criação e melhoria de instrumentos de comunicação entre os agentes e a autoridade monetária, de forma a criar um ambiente em que os objetivos e instrumentos da condução da política econômica sejam claros para ambos os lados.

No entanto, mesmo que o regime de metas para a inflação tenha como seu principal objetivo a manutenção de uma meta quantitativa para a inflação no médio prazo, seu principal e regente pressuposto é o da neutralidade da moeda no longo prazo.

### ■ 2.3 O caso brasileiro

De acordo com Giambiagi e Carvalho (2001), a discussão sobre o regime de metas para a inflação no Brasil teve início em meados de março de 1999, quando da posse do novo presidente do Banco Central brasileiro, Armínio Fraga, e de um cenário macroeconômico de grave crise cambial e com temores de uma retomada no processo inflacionário no país. Dessa forma, passaram-se quatro meses até quando, em junho de 1999, foram anunciadas as metas para a inflação, em um ambiente macroeconômico mais estável e com uma alta apreciação do real perante o dólar americano, para os anos de 1999, 2000 e 2001.

O fator câmbio, dessa forma, se mostrou como uma variável determinante na decisão de início da implantação do regime de metas para a inflação, já que, em janeiro de 1999, a cotação R\$/US\$ era de 1,21, batendo R\$ 2,16 em meados de março, chegando a R\$ 1,66 em abril e entre R\$ 1,70 e R\$ 1,80 quando da implantação. As metas foram determinadas em 8,0% ao ano para 1999, 6% ao ano para 2000 e 4% ao ano para 2001, com uma tolerância de 2,0% para cima ou para baixo até 2001.

Ficou também definido, na implantação do regime, o índice oficial de inflação a ser perseguido pela autoridade monetária, que seria o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) calculado pelo Instituto Brasileiro de

Geografia e Estatística (IBGE). Um fato importante é que o Brasil, diferentemente de alguns outros países que adotaram o mesmo regime, optou por um índice “cheio” de inflação, isto é, não era utilizado como em outras nações o índice *core*, em que são expurgados alguns indicadores.

A tecnologia de comprometimento da autoridade monetária é o fator mais importante do regime de metas para a inflação, e as autoridades monetárias brasileiras decidem instituir que não estariam sujeitas às alterações as metas até então estabelecidas. Da mesma forma, o governo deveria, no mês de junho de todos os anos ( $t$ ) e com as metas já fixadas, conforme já citado, para os anos ( $t$ ) e ( $t + 1$ ), divulgar obrigatoriamente a meta de inflação para o ano ( $t + 2$ ). Como mencionado anteriormente, o principal fator gerador de inflação seria, de forma resumida, um desalinhamento das expectativas dos agentes quanto aos níveis de preços da economia.

A partir da implantação do regime de metas para a inflação, o Banco Central brasileiro passa então a divulgar, de forma periódica, informações macroeconômicas e apresenta uma justificativa para o mercado de como e por que os instrumentos utilizados para atingir a meta de inflação foram utilizados e as projeções do próprio Banco Central para justificar suas tomadas de decisão. O relatório divulgado pelo Banco Central passa a ser chamado de “Relatório de inflação”.

De forma mais concisa, o governo decide criar departamentos de pesquisa com formação técnica bancada por este, com o intuito de criar amostras de dados que pudessem ser utilizadas de forma mais útil para modelagem de expectativas inflacionárias e para o cálculo efetivo da inflação corrente. Além disso, foram criadas instituições complementares nesse quesito, cujo papel era coletar continuamente informações referentes às expectativas dos agentes do mercado financeiro quanto à inflação futura e de analistas independentes. Essas instituições passaram a se comunicar constantemente com o mercado (operadores, economistas, jornalistas) por meio de notas informativas.

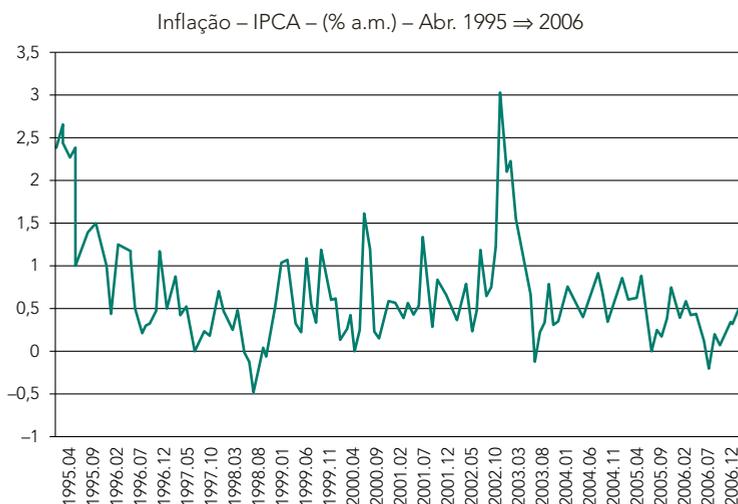
Logo após ser anunciado, o plano passa por seu primeiro teste. Ainda que o ano de 1999 tenha sido considerado um êxito por ter terminado com uma taxa de inflação de um dígito, a pressão inflacionária que se apresentou principalmente nos últimos meses daquele ano foi considerada por muitos analistas como um efeito da acelerada elevação da taxa de juros brasileira a partir de abril. No entanto, dada a tecnologia de comprometimento da autoridade monetária, o governo atuou rapidamente de forma a mitigar os efeitos da redução dos juros para cumprir a meta de 6 %.

Os autores citam que, entre os meses de setembro de 1999 e março de 2000, a taxa de juros brasileira se manteve constante na casa dos 19%. A estabilidade da taxa de inflação em 2000 ocorreu graças a esta atitude rápida do Banco Central, ainda que, nesse ano, o choque do petróleo tenha impactado, de forma significativa, o nível de inflação no Brasil.

O Gráfico 1 mostra o comportamento da inflação dentro da meta estabelecida, já que pode se observar um comportamento ao redor de 0,5% ao mês, chegando-se a um índice de aproximadamente 6% ao ano.

### Gráfico 1

#### Evolução do IPCA



Fonte: Elaborado pelos autores com base no Ipeadata.

O Gráfico 2 mostra o comportamento da taxa de juros *overnight*, em que se pode claramente observar o fator de queda acentuada da taxa de juros no período pós-implementação do regime de metas para a inflação. Esse período é mais bem destacado no Gráfico 4, em que se pode observar a tendência declinante da taxa de juros. O fator econômico por trás de uma redução acelerada da taxa de juros pode ser única e simplesmente a sua relação direta com o crédito disponível no país e seu impacto quase que direto no fator inflação.

## Gráfico 2

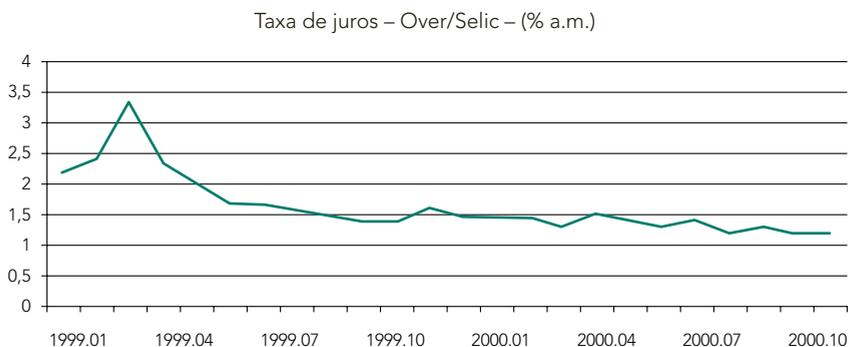
### Evolução da taxa de juros Selic



Fonte: Elaborado pelos autores com base no Ipeadata.

## Gráfico 3

### Evolução da taxa de juros Selic para o período pós-implantação do regime de metas



Fonte: Elaborado pelos autores com base no Ipeadata.

Em conjunto com a adoção de metas inflacionárias e a atuação significativa do governo sobre o controle dessa variável na economia, Giambiagi e Carva-

lho (2001) citam a importância que teve a questão da institucionalização da estabilidade. Esses autores mencionam, por exemplo, a criação, em 2000, da Lei de Responsabilidade Fiscal, que, segundo o Tesouro Nacional do Brasil,

[...] estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal, mediante ações em que se previnam riscos e corrijam desvios capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas, destacando-se o planejamento, o controle, a transparência e a responsabilização como premissas básicas (BRASIL, 2009).

Em suma, essa lei se torna muito importante por tratar diretamente da questão de relações entre políticas na condução da economia, isto é, nos possíveis impactos causados por uma má condução de outras políticas que não a monetária para as variáveis controladas pelo Banco Central. Sendo assim, essa lei, aliada aos instrumentos da autoridade monetária, criou um padrão de condução das políticas econômicas e um padrão na busca pela estabilidade de preços. Acredita-se que o fator mais importante relacionado a essas atitudes seja a continuidade, isto é, a capacidade de sistematização na condução das políticas econômicas não como um fator relacionado ao Estado, mas sim como um padrão do Estado brasileiro.

## ■ 2.4 Noções técnicas: a meta e o intervalo da banda

### 2.4.1 A meta

Os diversos contextos nos quais podem ser implementados modelos de condução da política monetária de um país qualquer causam certo desconforto quando se tenta discutir a definição da meta por si própria. A meta de inflação, já em sua existência, é um fator relativo às condições monetárias, fiscais e estruturais do país em questão. Sendo assim, este tópico tende a definir possíveis padrões a serem adotados na concepção de uma meta adequada para a inflação no Brasil e para sua banda de oscilação, e tenta-se entender a escolha do índice oficial de inflação.

Giambiagi e Carvalho (2001) discutem a questão da meta brasileira, argumentando que a definição de uma meta de 3,5% para 2002 pode ser conside-

rada alta quando comparada com as metas determinadas para as economias avançadas.

Os autores argumentam que, ainda que não exista uma nação na história que tenha apresentado um histórico longo de estabilidade de preços (inflação zero), pode-se definir como um nível aceitável de inflação um padrão observado nas economias avançadas ao longo dos anos, que é de 1% a 3% ao ano.

Por se tratar de um leque de possibilidades muito grande, a questão sobre onde se situar nesse *range* deve ser analisada com base em uma cesta de fatores. De acordo com Giambiagi e Carvalho (2001), essa cesta deve estar ligada, em primeiro lugar, ao nível de inflação cheia dos Estados Unidos, assim como ao seu nível de inflação de núcleo.

Em segundo lugar, deve-se balizar pelo nível de inflação de outros países industrializados e pelo nível de inflação determinado em outros países que adotam o sistema de metas para a inflação.

Por último, devem-se considerar as expectativas para a inflação nas diversas áreas da economia. Com todos esses itens apurados, pode-se teoricamente chegar a um nível de inflação ideal para uma economia. Giambiagi e Carvalho (2001) apuraram que, para o Brasil, esse valor se situava perto de 3,0% ao ano e que representaria, com certeza, uma vitória de curto prazo para o país. No entanto, quando relacionado aos níveis de inflação das nações avançadas, esse valor ainda pareceria muito elevado, e, em um cenário de estabilidade macroeconômica, o Brasil deveria tender a níveis abaixo de 3%.

#### 2.4.2 *O intervalo da banda*

Giambiagi e Carvalho (2001 apud CLIFTON, 1999) quando tratam da discussão sobre o intervalo da banda de oscilação da inflação. A citação trata de uma questão relevante quando se considera a questão da tecnologia de comprometimento: é importante analisar se a autoridade monetária tem por objetivo atuar de forma concisa quando do rompimento da banda inferior, assim como para o rompimento da banda superior.

Essa é uma discussão extremamente importante, pois historicamente a questão de bandas é intuitivamente tratada como uma questão de rompimento do limite superior delas, enquanto, em uma economia com um rompimento da banda inferior, pode estar se formando uma situação de recessão econômica, que, por sua vez, também demandaria algum tipo de atitude ativa da autoridade monetária.

A questão das bandas também pode ser tratada de forma distinta, com a possibilidade de adoção de um sistema com bandas assimétricas e, por conse-

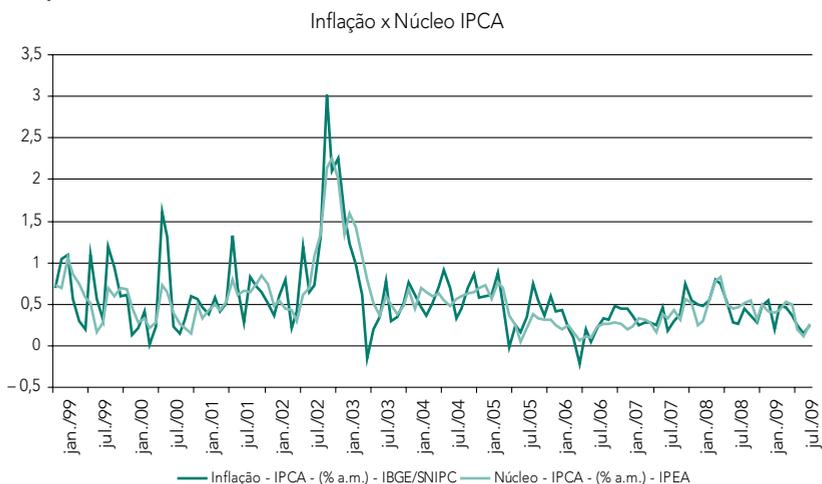
quência, com um sistema que permitiria um enfoque diferenciado para cada Estado da conjuntura econômica (diferenciação entre a gravidade dos impactos de oscilações para cima ou para baixo é indiretamente feita quando da definição de bandas assimétricas). Segundo os autores, essa discussão é essencialmente mais presente em países onde o sistema já está consolidado, por se tratar de um “ajuste fino” da condução da política monetária.

A argumentação para o caso brasileiro de uma banda mais ampla (2% para cima ou para baixo) parte basicamente de duas considerações citadas por Giambiagi e Carvalho (2001): em primeiro lugar, a definição de uma banda mais ampla estaria baseada em uma meta também elevada para o primeiro ano do sistema (8% em 1999), e, em segundo lugar, pelo fato de o sistema brasileiro estar baseado em um índice oficial “cheio” que historicamente possui um nível mais elevado que núcleo (que exclui o IPC de sua composição).

Dessa forma, a adoção de uma meta alta inicial justificaria um intervalo de banda mais amplo, ainda que o principal fator por trás dessa justificativa seja o caráter histórico da economia brasileira, isto é, em um país com altos níveis de inflação, uma banda maior seria mais facilmente aceita pelos agentes do que em um país com histórico de níveis estáveis de preços, permitindo assim uma maior capacidade de manobra da autoridade monetária ao mesmo tempo que garantiria o comprometimento desta com os agentes.

#### Gráfico 4

#### Comparação entre a inflação “cheia” e de núcleo



Fonte: Elaborado pelos autores com base no Ipeadata.

Dessa forma, colocou-se a condução da política monetária no Brasil a partir de 1999. O regime de metas para a inflação como uma das variantes dos regimes monetários tem servido de base para discussão de diversos estudiosos de diferentes frentes da economia, ainda que de embasamento novo-clássico. O próximo tópico apresenta uma crítica ao regime de metas para a inflação, de acordo com uma perspectiva pós-keynesiana.

## 3

# CRÍTICA AO REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO

## ■ 3.1 A política de metas para a inflação sob uma perspectiva keynesiana e pós-keynesiana

De acordo com Montes e Feijó (2009), o primeiro e principal pressuposto da escola pós-keynesiana é a da não neutralidade da moeda no longo prazo. A política monetária assim teria impactos sobre variáveis nominais tanto quanto em variáveis reais. Sobre as variáveis reais, a política monetária teria o papel de estimular o aumento do produto e a geração de empregos, assim como, sobre as variáveis nominais, teria a função de estabilização. A política monetária teria também o papel de funcionar como orientadora das expectativas dos agentes, de orientá-los quanto ao futuro do crescimento da economia e criar um ambiente em que as decisões de alocação de recursos de longo prazo e reais sejam feitas com base em um ambiente econômico com nível controlado ou mínimo de incertezas. Com isso, os economistas pós-keynesianos buscam, por meio de uma perspectiva mais microeconômica, entender os objetivos estabelecidos pelas firmas e suas influências sobre a dinâmica das economias capitalistas. As firmas estariam condicionadas a buscar o crescimento contínuo e elevar de forma cognitiva seus níveis de capital. Dessa forma, estariam contribuindo para o crescimento e desenvolvimento de uma economia capitalista.

Quanto aos objetivos principais da economia pós-keynesiana, pode-se definir que esses economistas buscam entender os mecanismos pelos quais uma política monetária ativa e que utilize como principal instrumento a taxa de juros para fatores relacionados ao controle da demanda agregada pode afetar o movimentos dos preços em uma economia de mercado.

Essa escola também postula que a política monetária, dado seu poder de afetar a economia real, deveria servir de instrumento para coordenação das expectativas dos agentes quanto ao crescimento da economia e servir não apenas como fator decisivo nas decisões de investimento de curto prazo, mas também como influência positiva para as decisões de investimento produtivo de longo prazo.

Isso posto, faz-se necessária uma análise sobre o processo de formação de preços em uma economia. Ao contrário da economia clássica, para os pós-keynesianos, os movimentos de preços devem ser explicados não só por ajustes realizados pelas forças de oferta e demanda, mas também por uma economia em que as preferências dos agentes são mutáveis, as quais serão, na verdade, o fator preponderante na determinação de preços. Montes e Feijó (2009) também citam que o processo de formação de preços seria uma resultante da contínua valorização dos capitais e um movimento relacionado à percepção das firmas quanto ao futuro da economia, quanto à trajetória dos custos de produção e quanto à expectativa sobre as fontes de financiamento. Segundo Kandir (1989 apud MONTES; FEIJÓ, 2009, p. 81), os movimentos nos preços resultam “de um processo de arbitragem coletiva sobre a distribuição de uma produção dada, onde o elemento dinâmico básico é a mutabilidade dos desejos dos consumidores individuais no gozo de sua liberalidade”.

Com esses fatores colocados, as decisões de formação de preços dos agentes se consolidariam em uma variável que necessariamente estaria atrelada ao planejamento de investimento do empresário e com conflitos distributivos entre os detentores de capital e a massa trabalhadora.

Em suma, o processo de formação de preços para a escola pós-keynesiana seria um fator diretamente relacionado a fatores estruturais da economia e fortemente correlacionado com as preferências dos agentes e com as expectativas dos empresários. As economias seriam economias monetárias de produção, isto é, não existiriam mecanismos automáticos como postulavam os economistas clássicos que levariam ao pleno emprego dos recursos.

Para concluir, o controle de pressões inflacionárias por meio da taxa de juros pode ser uma forma efetiva de criar efeitos sobre a demanda agregada. No entanto, os pós-keynesianos dizem que nem sempre os movimentos de preços estão ligados às pressões sobre a demanda, mas podem estar relacionados a choques de custos e ineficiências causados por uma combinação errada de diferentes políticas econômicas. A seguir, o trabalho discutirá esses pontos mais detalhadamente.

### 3.1.1 *A armadilha taxa de juros versus taxa de câmbio*

De acordo com Bresser-Pereira e Gomes da Silva (2009), um regime de metas para a inflação de caráter keynesiano teria de se ater ao principal instrumento de política monetária desse regime, a taxa de juros, como somente um instrumento de balizamento para as diversas políticas. Um plano bem conduzido de política monetária deveria levar em consideração práticas que combinassem de forma adequada as diversas variáveis responsáveis pela determinação do nível de inflação em um país, como a taxa de câmbio, o nível de desemprego, os fluxos de capitais, entre outras. O reflexo de um plano para a inflação em que há uma certa “descentralização” com relação às decisões para as diversas variáveis culmina no caso brasileiro, em que há um ambiente bem-sucedido em sua tarefa de reduzir os níveis de inflação no país, no entanto que se imponham enormes custos sociais e um processo de quase estagnação da economia. Entre 1999 e 2006, a taxa de crescimento anual do PIB do Brasil foi, em média, de 2,3% ao ano, bem abaixo de outros países com renda similar e com mesma capacidade teórica que o Brasil para gerar crescimento (BRESSER-PEREIRA; GOMES DA SILVA, 2009, p. 24).

De forma cognitiva, a implantação do regime de metas para a inflação em 1999 tem sido considerada como o principal fator que levou à redução dos níveis de inflação de curto prazo no Brasil, no entanto argumenta-se que, na prática, a implantação desse regime se deu em um momento em que os efeitos sobre a inflação provenientes da depreciação cambial já tinham se reduzido e que o real impacto da implantação do regime sobre os níveis de inflação é, na verdade, menos importante que os efeitos do câmbio sobre ela.

Da mesma forma, critica-se o modelo baseado na teoria da credibilidade novo-clássica, isto é, como antes citado, a tentativa de eliminação da memória inflacionária dos agentes e a adoção de um sistema baseado em uma condução clara da política monetária. A crítica leva em conta o fato de que a adoção dessa credibilidade não ocorre, já que o regime de metas para a inflação requer somente a independência operacional do Banco Central do país, mas adota-se um regime de “confiança”. Isso ocorreria porque, na prática, as decisões de metas são tomadas pelos políticos eleitos. Dessa forma, os autores sugerem que, na prática, os banqueiros centrais, em de um modelo em que as regras se destacam mais que a discricionariedade, não respeitam de fato as regras na totalidade do tempo, mas agem com um caráter analítico com relação ao comportamento do mercado financeiro, de tentar entender o preço real dos ativos e de se adequar às expectativas dos agentes, de forma a criar um modelo em que, na prática, se mistura a discricionariedade com um modelo baseado em regras.

Nesse ambiente, as autoridades monetárias atuam de forma a criar justificativas para que, em momentos de choques estruturais, possam atuar para realizar ajustes econômicos e que se crie um ambiente de forte comunicação e clareza entre estas e os agentes (ainda que seja uma crítica, essa característica foi antes citada como sendo preponderante para o regime de metas para a inflação. Isso implica que, na prática, o modelo teórico não é aplicável ao Brasil).

Nesse arcabouço teórico, os autores argumentam que, na prática, o problema brasileiro, a partir de 1999, não era mais a variável inflação propriamente dita, mas sim uma combinação perversa de altas taxa de juros e taxa de câmbio valorizada. Essa combinação seria, no entanto, formada em um movimento cíclico no Brasil, dentro de uma armadilha em que não se conseguiria obter sucesso no controle de uma das variáveis sem que se impactasse a outra e então se obtivesse novamente uma piora da primeira. Na prática, essa armadilha funciona baseada em alguns pilares.

Primeiramente, o nível elevado de juros no Brasil seria um efeito direto da determinação pelo modelo de metas para a inflação da taxa de juros de equilíbrio em 9% a.a. em termos reais. Com esse nível elevadíssimo, o país atrai capital estrangeiro (os títulos brasileiros de longo prazo locais também pagam uma taxa mais elevada que os títulos brasileiros no exterior), e, ao atrair o investidor estrangeiro, há uma entrada massiva de dólares, que, por sua vez, pressiona para baixo a taxa de câmbio.

Na prática no Brasil, sempre que há desvalorização do real em relação ao dólar, observa-se uma sobrevalorização posterior, como nas crises no balanço de pagamentos de 1998 e 2002. Ao mesmo passo, uma redução real da taxa de juros praticada pelo governo levaria a uma depreciação da taxa de câmbio, que, por sua vez, causaria uma alteração dos preços relativos dos produtos brasileiros e um consequente processo inflacionário. As autoridades temem, dessa forma, que, quando considerados os fatores internos do país, como também a demanda, a redução dos níveis de juros reais poderia *ceteris paribus* levar também ao desencadeamento de um processo inflacionário, e o custo econômico e social sempre seria elevado caso fossem levados em conta os *trade offs* impostos pela redução da taxa de juros.

Uma segunda questão, que está atrelada a um assunto já antes discutido, é a dependência entre política monetária e fiscal no Brasil. Um dos principais motivos para a taxa de juros no Brasil ser tão elevada está no descontrole dos gastos públicos no país. Os gastos do governo se tornariam um problema em um ponto em que estes se encontrem em descompasso com a renda *per capita*

no país e criariam um ambiente econômico de excesso de liquidez. Os autores também citam a importância relacionada à escolha da taxa Selic como principal instrumento de política monetária e a elevação desta nos casos em que se busca a criação de um mercado doméstico de crédito de longo prazo e um consequente alongamento da dívida. No entanto, a principal razão de acordo com os autores é a indexação da dívida pública à taxa Selic. As autoridades monetárias temem que, ao reduzirem os níveis da taxa Selic, não consigam rolar a dívida, fator que se origina na época de altas taxas de inflação. Por fim, fala-se também da utilização inadequada da taxa de juros Selic para outros fins que não de política monetária (financiar um aumento da poupança do governo, financiar saldos continuamente negativos em transações correntes e atrair capital estrangeiro), para afirmar a posição do Brasil ante o FMI como um país que adota práticas econômicas ortodoxas e pelo governo se colocar em uma posição que, na prática, o mercado necessita de taxas de juros elevadas para possibilitar os ganhos dos “rentistas” (posição criada pelo governo, em um ambiente de possibilidades de arbitragem entre taxas de juros e taxas de câmbio).

Um ponto importante a ser citado e que teoricamente também justifica um ambiente de altas taxas de juros no país é a apontada por Arida, Bacha e Lara Resende (2005) de um ambiente de “incerteza jurisdicional” no Brasil. A inexistência de um mercado doméstico de crédito de longo prazo cria um ambiente em que existe uma “taxa natural de juros”. Um ambiente em que não se garantem os direitos de propriedade de forma adequada e que a não se apresentam garantias firmes de contrato tem uma taxa de juros elevada a ponto de cobrir os enormes “custos de transação”. Dessa forma, existiria uma enorme dependência entre os níveis elevados de taxa de juros e a necessidade de reformas institucionais.

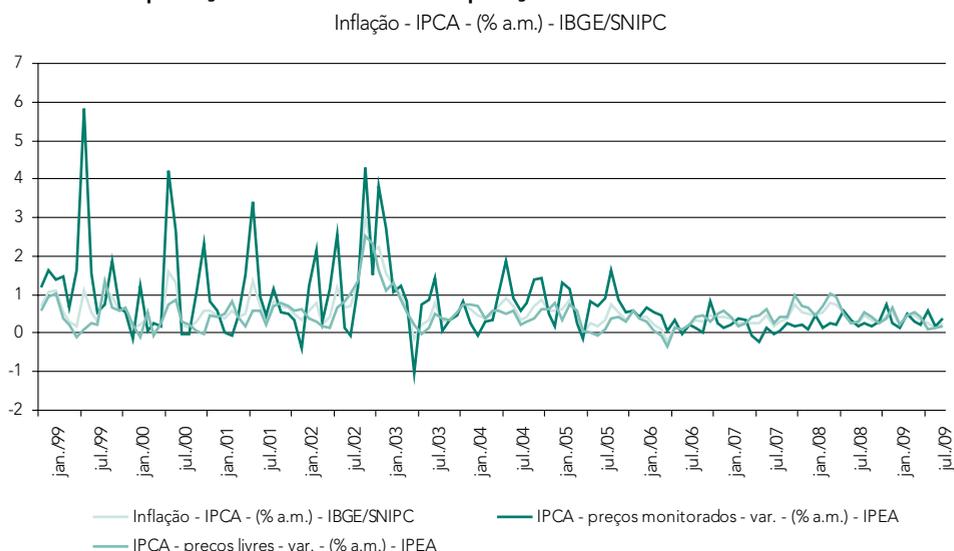
A adoção do índice IPCA como base para a política de controle da inflação também é criticada, visto que sua composição tem cerca de 30% de preços administrados pelo governo. Quando se cria tamanha interdependência entre as variações de preços que balizam a política monetária, a política fiscal e o regimento dos serviços prestados pelo governo, ficam claros os impactos criados sobre a eficiência da política monetária, dado que a determinação da taxa de juros de equilíbrio poderá ser, na maior parte das vezes, dependente das determinações de preços por parte do governo e não pela determinação dos preços livres.

O Gráfico 5 mostra claramente a incoerência criada pelo governo ao utilizar o IPCA, de forma que a política econômica vigente é balizada não por va-

riações de preços na economia real, mas sim por variações de preços que são teoricamente arbitradas pelo governo. Quando se observam as principais variações do IPCA, fica claro que o impacto dos preços administrados é mais que relevante, e, de forma mais relevante, deve-se observar que suas variações ficam sempre acima das variações dos preços livres na economia.

### Gráfico 5

#### Decomposição do IPCA entre preços livres e administrados



Fonte: Elaborado pelos autores com base no Ipeadata.

Apesar disso, a adoção desse modelo então funcionaria de forma a criar um ambiente de estabilidade de preços, no entanto não necessariamente se criaria um ambiente de estabilidade macroeconômica. Desde 2004, o país vem sofrendo movimentos de apreciação cambial, o que representa um problema importante para a questão da estabilidade macroeconômica do país, pois o sistema de flutuação brasileiro é do tipo “sujo” (flutuação que conta com intervenções das autoridades monetárias para manter a cotação da moeda local em termos de dólar dentro de um patamar) e o custo fiscal para as intervenções no mercado de dólar é extremamente elevado (a retenção de dólares por parte do governo se apresenta prejudicial por ter um custo elevado pela taxa elevada de

juros real no Brasil e uma remuneração bem menos vantajosa de títulos estrangeiros onde se situarão as reservas). Dessa forma, os autores concluem que, na prática, o modelo de metas para a inflação se mostra como uma ferramenta da ortodoxia convencional para manter a economia brasileira em um ambiente de altas taxas de juros e de mercado não competitivo, não sendo foco de um julgamento que o dissesse como bem-sucedido ou não, dado que seu bom funcionamento tem sido condicionado a uma taxa de câmbio sobrevalorizada.

### 3.1.2 *A ineficácia da política monetária e suas implicações para o Brasil*

Este tópico se atém a uma discussão sucinta, porém importante sobre a política monetária no Brasil. Entre as mais ativas discussões da teoria econômica, situa-se a da neutralidade de longo prazo da moeda. O cerne desta discussão é com propriedade o papel da moeda na economia. Em oposição aos economistas de orientação clássica, os economistas keynesianos entendem que, em uma economia empresarial moderna, a moeda não assume meramente o papel de um meio de pagamento, e a política monetária não seria somente um instrumento que seria balizado pelas decisões e pelos movimentos relacionados à circulação monetária, mas a moeda assumiria um papel de reserva de valor ao longo do tempo e as decisões de retenção de riquezas seriam preponderantes nas decisões econômicas. A moeda, dessa forma, contrariamente às teorias dos clássicos já apresentadas, apresentar-se-ia como uma forma relativamente segura de riqueza ou então como um *hedge* contra as incertezas futuras relacionadas às flutuações econômicas.

Esse ponto se torna mais importante nesta discussão, pois o regime de metas para a inflação se ampara em um impacto relativamente pequeno da política monetária sobre a economia real, no entanto de Carvalho (2009) argumenta que, de acordo com a teoria keynesiana que é especificamente empírica para o caso brasileiro, essa afirmação não é válida. Isso ocorreria essencialmente por dois principais fatores. Primeiramente, pelo fato de, no Brasil, não existir uma curva de juros clara para a taxa de juros de longo prazo. Isso ocorre porque a taxa de juros de longo prazo é determinada por expectativas de inflação futura e não por uma curva de juros de longo prazo.

seja, os agentes brasileiros de mercado se atêm muito mais à taxa Selic de curto prazo para a tomada de decisão de investimento do que se era de esperar. Essa atenção à taxa de juros de curto prazo pode também se dever ao fato de que os altos rendimentos proporcionados pelas aplicações financeiras de curto prazo podem se mostrar extremamente superiores àqueles proporcionados por investimentos produtivos e, teoricamente, com riscos menores implícitos (os investimentos de curto prazo seriam em títulos do governo, que teoricamente proporcionam um rendimento mais seguro e com maior liquidez que um investimento produtivo). Por esse motivo, ficaria clara a sensibilidade que os agentes econômicos brasileiros possuiriam para com os movimentos de taxa de juros de curto prazo.

Aliando essa questão ao mercado de crédito no Brasil, pode-se entender melhor como a taxa de juros no Brasil de curto prazo pode ser construída, mercado que teoricamente é determinado pelos bancos. O setor bancário é bastante beneficiado pelo ambiente de altas taxas de juros, por causa da amplitude do mercado financeiro global e da consequente elevação do *spread* bancário. Essa alta rentabilidade proporcionou ao setor bancário um poder de seleção na concessão de crédito aos agentes privados. No entanto, os agentes tomadores de crédito, acostumados com um ambiente de pouco capital disponível e com taxas elevadas de juros, são pouco sensíveis a variações pequenas da taxa e, por fim, impõem à autoridade monetária a necessidade de variações mais efetivas da taxa de juros para que se possam observar variações reais sobre a economia. O entrelaçamento dos fatores econômicos cria um ambiente claro de ineficiência da política monetária no Brasil, já que movimentos relacionados ao mercado financeiro criam um movimento cíclico de efeitos sobre a disponibilidade de recursos de curto prazo no mercado de crédito, e ajustamentos no mercado de crédito criam efeitos perversos sobre os investimentos em portfólio.

O segundo fator está relacionado aos choques estruturais e seus efeitos sobre a eficácia da política monetária. De acordo com Carvalho (2009), os choques de custos têm se mostrado, ao longo da história, como os principais geradores de pressões inflacionárias no Brasil e, com isso, criam um ambiente problemático para condução da política monetária, dado que os efeitos de movimentos de juros sobre os custos são questionáveis. Nesse caso, o uso da política monetária implicaria uma contração econômica, já que esta causaria um recuo dos produtores em gerar os aumentos de preços desejáveis. No entanto, com um aumento de custos, além de teoricamente não resistir ao choque de demanda, o produtor tenderá a contrair sua oferta e consequentemen-

te reduzirá a sua escala de produção. Segundo Carvalho (2009), a eficácia da política monetária sobre esses bens é mínima, e essa política atuará de forma a reduzir os preços de outros bens na economia, com o propósito de equalizar os efeitos da inflação para a economia como um todo.

Esses fatores então seriam os criadores da ineficiência da política monetária no Brasil e fator importante quando se analisa o regime de metas para a inflação. Carvalho (2009) cita que o principal problema reside na deficiência da economia monetária em distinguir a circulação financeira da moeda e a circulação industrial, o que implica a incapacidade de se explicar a inflação por meio do mercado de ativos financeiros. Esse fator seria tão importante que, na década de 1990, a política monetária norte-americana impactou tão significativamente os ativos financeiros (muito mais que dos preços de bens e serviços) que se chegou a cogitar que a meta de um Banco Central deveria ter, além da meta usual, uma meta para uma “inflação dos ativos”.

Em suma, Carvalho (2009) argumenta que a política monetária não deveria ser guiada apenas por variáveis nominais da economia, mas também pelas reais. Os impactos da política monetária sobre a economia real deveriam ser qualificados anteriormente à sua execução, haja vista o pressuposto de seu impacto de longo prazo sobre as variáveis reais. Da mesma forma, o autor cita que a política monetária poderia ser considerada a mais importante política econômica de um país, já que se trata de fator preponderante nas decisões de investimento produtivo e nos efeitos sobre a demanda agregada. A política monetária deveria fazer parte da pauta de decisões do governo juntamente com as outras políticas econômicas. O Banco Central não deveria ser um poder à parte, pois a sua área de influência é fundamental para as outras áreas da economia. Esses fatores justificariam a não independência e a não autonomia do Banco Central. Dessa forma, o cerne da questão está nas decisões relacionadas à fixação da taxa de juros e à análise dos *trade offs* impostos pela necessidade de arbitragem entre controle de preços e crescimento econômico.

Certamente, a conjugação de taxa de juros elevada e volátil com câmbio valorizado (para atenuar pressões de custo) praticada no Brasil é a mais destrutiva das combinações, equivalente a conter pressões inflacionárias correntes com uma bomba-relógio datada para um futuro incerto (CARVALHO, 2009, p. 68).

### 3.1.3 *Dominância fiscal*

Cysne (2009), em seu texto “Política de metas de inflação: análise retrospectiva e desafios para o futuro”, faz uma análise das questões relacionadas ao regime de metas para a inflação e de seus impactos em países emergentes com sistema de câmbio flexível e livre mobilidade de capitais e, de forma mais importante, com instituições fiscais fracas.

O autor inicialmente define a questão da dominância fiscal como sendo aquela em que, na ausência de controles fiscais, as políticas econômicas do país podem passar para uma situação em que a política fiscal se torna a principal diretriz da política econômica, isto é, como anteriormente definido, as políticas de superávit primário e a necessidade de financiamento do setor público passam a definir a taxa de juros do país e, dessa forma, como o principal tema neste artigo é a política monetária, fazendo com que a política monetária se torne “escrava” da fiscal.

Isso posto, a possibilidade de inadimplência do setor público gera um problema de confiança por parte do mercado, o que causa uma escassez de demanda por títulos do governo. Os fatos que poderiam anteceder esse contexto estariam relacionados com uma redução acentuada dos investimentos privados (via expectativas e ausência de crédito por um mercado com elevação do grau de risco), valorização cambial, visto que o aumento do risco poderá *ceteris paribus* causar uma evasão de divisas e, com a queda dos investimentos, uma elevação do nível de desemprego.

Nesse contexto, quando ocorre a instauração de um regime de metas de inflação em um ambiente em que há claramente dominância fiscal, os seus reais efeitos seriam questionáveis. As movimentações da taxa de juros ocorrem sem a operacionalização por parte do Banco Central, e este se encontra em uma situação em que a trajetória da dívida pública líquida o impede de atuar livremente ou de forma autônoma. O autor cita que esse ainda não é um caso 100% observável no Brasil, porém se atém a argumentar sobre uma outra questão importante, o deslocamento dos investimentos e das exportações líquidas.

A melhoria das assimetrias de informação com o desenvolvimento da informática e tecnologia tem representado um marco na evolução das economias globais para um cenário de livre mobilidade de capitais. Nesse sistema, existem duas coisas importantes a serem citadas inicialmente: um país com livre mobilidade de capitais, mas que tenha câmbio fixo e seja pequeno, perderá a controlabilidade monetária. No entanto, se tiver o câmbio flutuante, poderá perder o poder de atuação fiscal na economia.

Em um sistema de câmbio flutuante, a contrapartida de uma dominância fiscal representaria um alto custo para o setor produtivo em gerar inovações. Isso ocorreria porque essencialmente uma pequena parcela dos gastos do governo seria direcionada para investimentos produtivos e criar-se-ia uma situação de necessidade de deslocamento da demanda para importações em detrimento de um setor exportador extremamente intensivo em capital tecnológico. Esse fator tem sido pouco observado até então no Brasil, principalmente por dois fatores: uma elevação no tamanho da máquina pública e uma melhoria nos termos de troca dos produtos brasileiros. As melhorias nos termos de troca, no entanto, seriam enviesadas, dado que tem ocorrido nos últimos anos através de variações de preços no mercado internacional de *commodities* em detrimento de uma melhoria de produtividade e de investimentos em tecnologia.

Quanto ao aumento da máquina pública, isso ocorreria de forma a inflar ainda mais o problema da dominância fiscal no médio prazo, visto que os efeitos da política fiscal são retardados em uma economia e o aumento do déficit público causado pelo aumento do Estado elevaria ainda mais a transferência de capital entre os investimentos produtivos e o Estado.

## 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Quando se analisa o regime de metas para a inflação no Brasil, podem-se observar inúmeras questões relacionadas à sua operacionalização e aos *trade offs* colocados quando se olha para seu caráter macroeconômico. De acordo com Paula (2009), faz-se necessária a criação de um ambiente econômico estável, de forma a incentivar as decisões de investimentos e com isso gerar crescimento econômico e elevar os níveis de emprego do país.

A estratégia de continuidade utilizada pelo governo de Luiz Inácio Lula da Silva quanto ao regime de metas para a inflação pode ser questionada, visto que essa estrutura de utilização da taxa de juros como principal instrumento de política monetária, elevada dívida interna e câmbio flutuante apresenta inúmeros riscos e custos tanto para o curto prazo como para o longo prazo.

Os economistas pós-keynesianos, segundo Oreiro, De Paula e Sobreira (2009), aceitam a possibilidade da adoção de um regime de metas para a inflação, no entanto eles se atêm a tentar postular um sistema com instituições mais adequadas que possam gerar tanto a estabilização como o crescimento econômico.

Por fim, pode-se afirmar que, para o Brasil em um contexto de crise cambial em 1999 e em um contexto de problemas globais, a implantação do regime de metas para a inflação foi feito de forma inadequada por problemas institucionais, porém em um momento oportuno e necessário para a recuperação da estabilidade macroeconômica do país.

Conforme citado anteriormente, costuma-se atribuir os níveis reduzidos de inflação em 1999 e 2000 ao novo modelo de condução da política monetária, contudo fez-se claro o motivo real da redução da inflação no Brasil – a retomada da estabilização do câmbio.

Em detrimento disso, deve-se discutir que papel as expectativas criaram nos agentes na implementação do regime e se esses efeitos não foram mais que necessários para auxiliar na redução dos níveis de inflação.

O sucesso do regime está atrelado a inúmeras variáveis econômicas e à condução da política monetária, em conjunto com as outras políticas econômicas à disposição do governo. A sintonia deve ser afinada de forma a criar um ambiente de estabilidade macroeconômica e não somente de estabilidade de preços. Porém, a condução simultânea das inúmeras políticas econômicas deve ser feita de forma a separá-las em suas respectivas funções, ainda que elas devam ter o mesmo fim.

### Quadro 1

#### Regimes flexíveis e rígidos de metas de inflação

| Situação da demanda agregada em relação ao produto de pleno emprego                     | Regime de metas de inflação | Efeitos sobre a formação de expectativas de inflação e produto   |
|---|-----------------------------|--|
| Produto observado menor que o produto de pleno emprego e menor do que o produto crítico | Mais flexível               | A economia pode iniciar um ciclo de crescimento com inflação sob controle.<br>A sustentabilidade do crescimento dependerá do grau de confiança nas expectativas favoráveis de crescimento para induzir as firmas a alocarem cada vez mais recursos a ativos fixos. |
|   | Menos flexível              | A rigidez no controle da inflação retarda/inibe a retomada do crescimento.   |

(continua)

## Quadro 1

### Regimes flexíveis e rígidos de metas de inflação (*conclusão*)

| Situação da demanda agregada em relação ao produto de pleno emprego                    | Regime de metas de inflação | Efeitos sobre a formação de expectativas de inflação e produto  |
|--|-----------------------------|---|
| Produto observado próximo do produto de pleno emprego e maior do que o produto crítico | Mais flexível               | A economia pode manter o crescimento, porém com ligeira aceleração da inflação. Outros instrumentos de política econômica devem ser utilizados para controlar a pressão sobre preços (apresenta menor volatilidade da taxa de juros). |
|  | Menos flexível              | O crescimento da economia é interrompido em prol da estabilidade das expectativas de inflação e da própria inflação (apresenta maior volatilidade da taxa de juros).  |
| Produto de pleno emprego   | Mais flexível               | Após uma aceleração da inflação e das expectativas de inflação, essas convergem mais lentamente para a meta, prejudicando menos o produto e o emprego (ainda assim, apresenta menor volatilidade de taxa de juros).                   |
|  | Menos flexível              | Eficaz no combate à inflação e com sérias consequências sobre o produto e o emprego, devido à urgência em fazer a inflação e suas expectativas convergirem para a meta (fortes modificações na taxa de juros).                        |

Fonte: Montes e Feijó (2009, p. 89).

Para finalizar, o Quadro 1 sintetiza, de forma agradável, as relações entre um dos principais fatores causadores de inflação em um país, a demanda, e a formação de expectativas sobre preços e sobre o produto da economia.

## SCHEME TO INFLATION TARGETS IN BRAZIL AND THE NEW CLASSICAL SCHOOL: A CRITICAL POST-KEYNESIAN

### Abstract

This paper aims to identify and describe the new-classics, which area considered to be the creators of the inflation targeting model and to criticize its adoption

in Brazil through a post keynesian augmentation. The analysis will be specific for the Brazilian Model starting at its implementation on 1999, with more focus on President Fernando Henrique Cardoso's government. The matters of independency versus autonomy of the Country's central Bank, a theoretical discussion regarding the execution of the monetary policy and its relationship with the success of the proposed plan and an overview of the post keynesian scholars and its ideas regarding monetary policies will be discussed as it follows

**Keywords:** Inflation targeting; Central Bank Independency; Economic stability.

## Referências

- ARIDA, P.; BACHA, E. L.; LARA RESENDE, A. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. (Ed.). *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003*. Massachusetts: MIT Press, 2005. p. 265-293.
- BRASIL. LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL. Disponível em: <<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/responsabilidade-fiscal/mais/lrf-lei-de-responsabilidade-fiscal>>. Acesso em: 14 abr. 2009.
- BRESSER-PEREIRA; L. C.; GOMES DA SILVA, C. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. In: OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação – teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: FGV, 2009.
- CARVALHO, F. J. C. Uma contribuição ao debate sobre a eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. In: OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação – teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: FGV, 2009.
- CYSNE, R. P. Política de metas de inflação: análise retrospectiva e desafios para o futuro. In: OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação – teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: FGV, 2009.
- DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. *Macroeconomia*. São Paulo: Makron, McGraw Hill, 1991.
- FERRARI FILHO, F. O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico? *Análise Econômica*, Porto Alegre, v. 19, n. 35, p. 5-21, 2001.
- GIAMBIAGI, F.; CARVALHO, J. C. *As metas de inflação: sugestões para um regime permanente*. Rio de Janeiro: Textos para Discussão BNDES, 2001. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_alphacontent&view=alphacontent&Itemid=351](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_alphacontent&view=alphacontent&Itemid=351)>. Acesso em: 19 mar. 2013.
- MENDONÇA, H. F. Efeitos da independência do banco central e da taxa de rotatividade sobre a inflação brasileira. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 26, n. 4, out./dez. 2006. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572006000400005&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-31572006000400005&script=sci_arttext)>. Acesso em: 30 maio 2009.

- *O regime de metas para inflação no Brasil e a escola novo-clássica: uma crítica pós-keynesiana*, Raphael Calil de Souza, José Caio Racy

MODENESI, A. de M. *Regimes monetários: teoria e experiência do real*. Barueri: Manole, 2005.

MONTES, G. C.; FEIJÓ, C. A. Metas de inflação e política monetária: uma abordagem considerando o processo de formação de preços em economias monetária. In: OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação – teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação – teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

PAULA, L. F. Autonomia do banco central: estabilidade de preços ou estabilidade macroeconômica? In: OREIRO, J. L.; DE PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação – teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

SACHS, J. D.; LARRAIN, B. F. *Macroeconomia*. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.