

**FUNDAÇÃO ARMANDO ALVARES PENTEADO
FACULDADE DE ECONOMIA**

**O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO:
EMPECILHO AO CRESCIMENTO ECONÔMICO DO BRASIL
JOSÉ LOURENÇO CASSANDRE JUNIOR**

Monografia de Conclusão de Curso
apresentada à Faculdade de Economia para
obtenção do título de graduação em *Ciências
Econômicas* sob a orientação da Prof^a. Carla
Cristiane Lopes Corte.

São Paulo, 2009

CASSANDRE, José L. Jr. . REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: EMPECILHO AO CRESCIMENTO ECONOMICO DO BRASIL, São Paulo, FAAP, 2009, p.48.

(Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Economia da Fundação Armando Alvares Penteado)

Palavras-Chave: Metas de Inflação, Teoria Quantitativa da Moeda, Mecanismos de Transmissão de Política Monetária, Formação de Preços, Crescimento Econômico Brasileiro.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha orientadora e amiga, Prof. Dra. Carla Cristiane Lopes Corte por toda dedicação, empenho e ajuda na realização desta monografia. E por ter me ajudado e incentivado durante toda a minha graduação.

Agradeço a toda a minha família, em especial minha mãe Julieta e ao meu pai José Lourenço, por terem acreditado e investido em mim durante toda a minha formação.

Agradeço a todos os professores da faculdade de economia pela dedicação e amizade, especialmente ao Profº Dr. Áquilas Nogueira Mendes que sempre conseguiu transmitir a matéria de suas aulas de forma estimulante e sempre se mostrou disposto a me ajudar.

Agradeço a todos que de alguma maneira me ajudaram e acreditaram em mim durante meu período de graduação e na realização desta monografia.

SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS

LISTA DE QUADROS

RESUMO

INTRODUÇÃO.....	1
1. A REFERÊNCIA TEÓRICA: A TEORIA QUANTITATIVA DA MOEDA.....	3
1.1 A Teoria Quantitativa da moeda segundo os Clássicos.....	3
1.2 A Teoria Quantitativa da moeda segundo os Neoclássicos.....	6
1.3 A Teoria Quantitativa da moeda segundo os Monetaristas.....	8
1.3.1 A “Velha Chicago”.....	8
1.3.2 O Monetarismo Moderno.....	10
2. O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E OS CANAIS DE TRANSMISSÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA.....	13
2.1 O Regime de Metas de Inflação: Uma resposta para a manutenção da estabilidade sobre critérios ortodoxos.....	13
2.1.1 O Regime de Metas de Inflação no Brasil: A implementação.....	20
2.2 Canais de Transmissão de Política Monetária.....	21
2.2.1 O Canal da Taxa de Juros.....	21
2.2.2 O Canal da Taxa de Câmbio.....	23
2.2.3 O Canal de Outros Preços de Ativos.....	23
2.2.4 O Canal do Crédito.....	25
3. BRASIL: A ESTRUTURA DE FORMAÇÃO DE PREÇOS E CRÍTICAS AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	27
3.1. O Banco Central e o Regime de Metas de Inflação.....	27
3.2. Transmissão da Política Monetária e Estrutura de Formação de Preços.....	29
3.2.1. Preços de bens Comercializáveis.....	30
3.2.2. Preços Administrados.....	31
3.2.3. Preço de bens não-comercializáveis.....	35
3.3. Críticas ao Regime de Metas de inflação.....	36
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	43
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	45

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Inflação (IPCA) ao mês (1985 – 1988).....	15
Gráfico 2 – IPCA acumulado dos preços administrados e livres (1999 – 2009).....	35
Gráfico 3 – IPCA e núcleos de inflação acumulados em 12 meses (1999 – 2005).....	38
Gráfico 4 – Crescimento do PIB (%) 16 países selecionados.....	40
Gráfico 5 – Média da Formação Bruta de Capital Fixo 16 países selecionados.....	41

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Preços Administrados por Contrato no IPCA até 2002.....	32
--	----

RESUMO

Esta monografia analisa o regime de metas de inflação desde sua implantação no Brasil no ano de 1999. Em função das altas taxas de inflação que o Brasil apresentou na década de 80 e 90 e após o fracasso de vários planos de estabilização durante esse período, se viu necessário a adoção de um plano mais rígido de controle de preços. Foi sob esse contexto que foi adotado o regime de metas de inflação no Brasil.

Pelo fato de o sistema de metas de inflação ser baseado na teoria Clássica de que a moeda, no longo prazo, é neutra e, portanto, não tem o poder de afetar variáveis reais da economia, muitas das políticas econômicas adotadas no regime de metas de inflação acabaram por criar barreiras ao crescimento econômico do Brasil desde sua adoção. Neste sentido esta monografia irá mostrar que o sistema de metas de inflação foi bem sucedido na questão da busca pela estabilidade de preços, entretanto, em função da maneira como o sistema foi implantado e as ferramentas de política econômica utilizadas no país, o regime de metas de inflação se apresentou como o principal empecilho ao crescimento econômico do Brasil na última década.

Introdução

Desde que os neoclássicos defenderam a existência de uma dicotomia entre mundo real e monetário colocando a moeda como um mero instrumento de trocas capaz de facilitar o processo de trocas, mas também ocasionar tensões na estrutura de preços relativos, o tema sobre neutralidade ou não neutralidade da moeda tem acarretado controvérsias.

O chamado pensamento *mainstream*, por intermédio da chamada Teoria Quantitativa da Moeda (doravante TQM) defende tal clivagem. Na verdade, a neutralidade da moeda é o núcleo duro de todo o constructo clássico, amparado na lei de Say, que defende ser a dinâmica econômica promovida pelo lado da oferta, o que mitigaria qualquer possibilidade de as políticas econômicas serem capazes de promover a geração de renda e emprego.

Quando a teoria clássica é questionada por Keynes, ele o faz atingindo o cerne da estrutura: justamente a negação da chamada hipótese da neutralidade da moeda.

Keynes, ao defender a não neutralidade da moeda, inicia uma revolução sobre o modo de pensar da dinâmica econômica. Todas as decisões macroeconômicas capazes de gerar emprego e renda estariam fortemente relacionadas ao lado da demanda da economia. O autor, através do chamado Princípio da Demanda Efetiva, não somente define ser a dinâmica econômica dada pelo lado da demanda, como demonstra serem decisivas as formulações de política econômica para promover o crescimento econômico quando a iniciativa privada necessitarem de estímulo para fazer valer o seu “*animal spirits*”.

Nesse sentido, o fato de a moeda importar não somente do “lado” monetário da economia, mas também do “lado” real, uma vez que a moeda é instrumento de trocas, mas também um ativo, no qual os agentes podem se proteger, dada a condição geral de preferência por liquidez, em períodos em que a incerteza aumenta, leva a necessidade de se pensar a moeda não somente como um elemento desestabilizador, mas também que pode ser utilizado para fomentar a recuperação dos interesses privados em promover o crescimento do lado real da economia.

Essa discussão entre neutralidade ou não neutralidade da moeda não se limita a discussões meramente econômicas. Pode estar na base da formulação de políticas econômicas. O chamado “regime de metas de inflação” implementado no Brasil em 1999 é um exemplo. Tal regime está ancorado, em bases teóricas, na avaliação clássica que pressupõe neutralidade da moeda, uma que a chamada TQM é o balizador do regime.

O presente trabalho tem como objeto uma avaliação do Regime de Metas de Inflação implementado no Brasil. Trabalha-se com a aceitação da tese proposta por Keynes de que a moeda não é neutra e, nesse sentido, a hipótese que sustenta o trabalho é de que o regime implementado, se por um lado, permitiu a manutenção da estabilidade de preços atingida com o Plano Real, por outro limitou sobremaneira a utilização da política monetária como instrumento de estímulo ao crescimento.

Como forma de defender tal ponto de vista, a monografia estrutura-se da seguinte forma. No primeiro capítulo descreve-se os diversos formatos da chamada TQM. O intento é dar sustentação teórica ao trabalho. No capítulo seguinte descreve-se o regime de metas de inflação implementado no Brasil e o contexto no qual se opta por tal instrumento. Finalmente, no capítulo final, evidencia-se a crítica ao regime, tanto do ponto de vista técnico (limites), quanto do ponto de vista teórico, que está associado à aceitação da tese de não neutralidade da moeda.

Capítulo 1

A referência Teórica: A Teoria Quantitativa da Moeda

Introdução

O presente capítulo tem como objetivo evidenciar as bases doutrinárias que amparam o chamado “regime de metas inflacionárias”. O argumento de que a administração da base monetária poderia (e deveria) ser o caminho para o equacionamento das tensões que levam a desajustes e descontroles de preços e que configuram um quadro de instabilidade. Tal leitura remonta a chamada Teoria Quantitativa da Moeda. Tal teoria foi alvo de constantes reavaliações e “revisitações” de várias concepções teóricas, que tinham em comum a base de pensamento clássica. Será discutida a Teoria Quantitativa da Moeda segundo a perspectiva da visão dos Clássicos, dos Neoclássicos e segundo a visão dos Monetaristas. Serão analisadas as bases das três teorias e serão enumeradas suas principais características.

1.1 A Teoria Quantitativa da Moeda segundo os Clássicos

As primeiras discussões acerca da Teoria Quantitativa da Moeda foram feitas por Ricardo, na Inglaterra no século XIX. Tal análise ocorreu em um período na qual a Inglaterra passava por dificuldades inflacionárias. Esse período também se caracterizou pelas prolongadas guerras com a França, por um impulso vigoroso da revolução industrial, por um crescimento populacional, pela urbanização e por um período de longas safras ruins. Foi nessa época também que iniciou a competição entre as notas de banco e a moeda metálica propriamente dita, o que levou aos pensadores da época a iniciar a discussão sobre os efeitos inflacionários em função da emissão de papel moeda (Simoens, 1989).

Vários são os pressupostos e fundamentos da Teoria “Ricardiana”. Primeiramente, é importante tratar da teoria monetária de Ricardo descrevendo as características de valor e preço do dinheiro, bem como, da taxa de juros e taxa de câmbio, segundo a análise de Ricardo.

É importante analisar que para Ricardo o dinheiro era apenas um “lubrificante” do sistema econômico, pois dinheiro não possuía sentido de capital, uma vez que capital tinha sentido de algo produtivo, como pode ser visto: *“Os produtos são sempre comprados com outros produtos ou serviços. O dinheiro é apenas o meio pelo qual se efetua a troca.”* (RICARDO, 1817 p.198). Evidencia-se, assim, a noção de que a moeda é apenas um mero instrumento operativo, como caminho para facilitar as trocas.

Neste sentido, como para Ricardo a moeda é apenas um meio de troca, o valor da moeda seria então definido pelo seu custo de produção, ou seja, o valor da moeda se daria em função dos custos de extração dos metais (ouro e prata), uma vez que na análise de Ricardo a moeda seria sinônima de ouro e prata mais os custos de transformação deste metal em moeda. Ricardo interpretou o papel-moeda também como moeda, e seu valor seria dado em função da senhoriagem. (Martins, 2007).

Nesse sentido,

“Os emissores de papel moeda deveriam regular suas emissões somente pelo preço da barra e nunca pela quantidade de papel em circulação. A quantidade não pode nunca ser muito grande nem muito pequena, enquanto preservar o mesmo valor como padrão.”

(RICARDO, 1816, p.64)

O debate sobre a Teoria Quantitativa da moeda se tornou mais intenso no século XIX, devido à perda do lastro das notas bancárias e títulos em ouro, em 1797 na Inglaterra. (Martins, 2007). Ou seja, até então todas as notas que haviam sido emitidas tinham lastro em ouro podendo ser convertidas a qualquer momento em uma instituição bancária. A partir do momento em que se suspende tal conversibilidade, se perde o lastro das emissões, sendo assim, caso todos os portadores de títulos corresse aos bancos para converter seus títulos por barras de ouro, isso não seria possível, pois naquele momento existiam mais títulos emitidos do que barras de ouro em poder dos bancos. Dava-se origem então à moeda fiduciária.

Quanto à discussão sobre a taxa de câmbio, a análise de Ricardo englobava uma série de países com todos eles sustentando seus meios circulantes em metais preciosos, embora houvesse emissões de papel moeda. Para Ricardo, a grande emissão de moeda (senhoriagem) é a principal responsável pela queda da taxa de câmbio nominal de um país, da mesma forma que uma restrição às emissões tende a gerar um aumento na taxa de câmbio nominal uma vez que tornará a importação de barras de ouro mais rentável. (Simoens, 1989)

Quanto à taxa de juros, é importante salientar que, para os Clássicos, a análise desta variável pode ser subdividida em duas: teoria monetária e teoria real. Para Ricardo, “ [...] a taxa de juros para empréstimos de longo prazo era vista como o produto da interação da demanda dos empresários por capital para investimento e da oferta de recursos reais disponíveis de capital, o que equivale a dizê-la dependente da produtividade marginal do capital e da existência de poupanças brutas” (SIMOENS, 1989, p.19). Ou seja, no longo prazo a política monetária não fazia efeito, dado que no longo prazo a moeda não tinha efeito sobre o setor real da economia. Inicia-se assim, uma discussão que vai ser uma das pilstras centrais do pensamento clássico: a clivagem entre variáveis reais e variáveis monetárias.

Já para o curto prazo, “[...] houve necessidade de se desenvolver uma teoria de um mercado de crédito, onde a taxa de juros era função da demanda e oferta de fundos disponíveis para empréstimos. O equilíbrio monetário, no caso, passava a depender de a taxa de retorno do capital fixo (uma questão de longo prazo) ser equivalente a taxa de retorno de mercado dos fundos disponíveis para empréstimo (uma questão de curto prazo).” (SIMOENS, 1989, p.19).

Sendo assim, de certa maneira o mercado de bens se conectava ao mercado monetário. Em resumo é possível, portanto, enumerar quais eram os fundamentos da Teoria Quantitativa da Moeda para os Clássicos, tal análise pode ser verificada na transcrição a seguir:

“[...] primeiramente que a quantidade de moeda é uma variável independente [...]; em segundo lugar, que a velocidade de circulação é um dado institucional que varia lentamente ou não varia [...] e é independente dos preços e dos volumes das transações; em terceiro lugar, as transações – ou, melhor dizendo, a produção – não são relacionadas a quantidade de moeda, e somente devido ao acaso é que ambas variarão juntas; em quarto lugar que as variações na quantidade de moeda, a não ser que sejam absorvidas por variações

na produção na mesma direção, agem mecanicamente sobre todos os preços, independentemente de como uma elevação na quantidade de moeda é usada em com que setor da economia ele se comunica em primeiro lugar.”

(SCHUMPETER, 1964, v.2, p.400).

Neste sentido, é possível enumerar alguns pressupostos econômicos adotados pelos Clássicos:

- 1- A quantidade de moeda é uma variável independente;
- 2- A velocidade da moeda é constante;
- 3- A Moeda é uma variável exógena e, portanto, não afeta a produção.
- 4- Políticas monetárias geram apenas alterações no nível de preço da economia e não no setor real.

Ainda no campo de análise de Ricardo é importante ressaltar que uma desvalorização da moeda só pode ser explicada pelo excesso de dinheiro em circulação, pois para ele, “[...] nenhum choque de oferta, para usar a expressão contemporânea, pode estar na raiz dos desequilíbrios internos (inflação) ou externos (déficit na balança comercial)”. (SIMOENS, 1989, p. 102)

1.2 A Teoria Quantitativa da Moeda segundo os Neoclássicos

Para analisar a Teoria Quantitativa da Moeda segundo a visão dos neoclássicos, opta-se por fazer a análise da Teoria Monetária a partir da visão de Wicksell, levantando as principais diferenças entre essa visão e a visão Clássica da Teoria Quantitativa da Moeda.

Primeiramente, Wicksell deixou explícito em seus materiais que o objetivo de sua teoria era de “completar” a Teoria Quantitativa da Moeda Clássica, a fim de torná-la mais sofisticada e capaz de analisar problemas mais complexos.

Wicksell define que o valor de um bem é “[...] *meramente a importância que nós damos à posse deste com o propósito de satisfazer nossas necessidades[...]*” (WICKSELL, 1965, p.29). Outro fator que é importante ser destacado da teoria de Wicksell é a questão da definição do “objeto” moeda. Inicialmente, Ricardo defendia a idéia de que a moeda era apenas uma mercadoria intermediária, melhor dizendo, um mero meio de troca que tinha por objetivo facilitar as transações que antigamente eram feitas entre mercadorias (Martins, 2007).

Entretanto, para Wicksell a moeda tinha características próprias que a diferenciava das outras mercadorias, como pode ser compreendido pela passagem que segue:

“O dinheiro é desprovido de Utilidade Marginal direta, já que não se destina ao consumo diretamente em qualquer tempo futuro. Talvez ele possua uma Utilidade Marginal indireta, equivalente às mercadorias que possamos obter em troca dele, porém isso depende, por sua vez, do valor de troca ou do poder de compra do próprio dinheiro, e não será ele que regulará a si mesmo.”

(WICKSELL, 1986, p. 173).

Simoens (1989) destacou um ponto importante da teoria de Wicksell, que difere bastante da Teoria Quantitativa da Moeda Clássica.

Segundo Simoens (1989), Wicksell, diferentemente dos Clássicos, conseguiu explicar a relação entre poupança, investimento, juros e preços através da diferença entre a taxa de juros do mercado (manipulável pela política monetária) e a taxa de juros real (dependente da produtividade marginal do capital fixo). A explicação dessa relação pode ser observada na passagem a seguir:

“na medida em que a taxa de juros do mercado (r_m) for menor que a natural (r_n), haverá um prêmio artificial à despesa de capital financiada por crédito, empurrando os preços para cima até que a escassez de fundos disponíveis para empréstimos eleve (r_m) de modo a igualá-la a (r_n)”

(SIMOENS, 1989, p.50)

Ainda segundo Simoens (1989), Wicksell defende que existe uma série de motivos para que os preços subam caso “ r_m ” for menor que “ r_n ”. O primeiro motivo é de que quando a remuneração que os bancos dão aos depósitos é baixa, os agentes econômicos tendem a ter uma queda no estímulo à poupança, fazendo assim com que parte da renda que antes era poupada seja destinada ao consumo. O segundo motivo, é que nessa situação os investidores demandam mais fatores de produção e o aumento da renda dos agentes econômicos iria estimular ainda mais o consumo, gerando aumento dos preços, cenário este, que se manterá até que “ r_m ” esteja menor que “ r_n ”.

Sendo assim, ainda segundo Simoens (1989), a taxa de juros é o elo entre o setor real e o setor monetário. Portanto, para os neoclássicos, o aumento dos preços em função de um maior consumo não se dá devido a um aumento da oferta monetária, mas sim devido aos “desvios da taxa de juros em relação à sua posição de equilíbrio que originam simultaneamente as variações na quantidade de moeda e na intensidade da procura global” (Simoens, 1979, p. 191).

1.3 A Teoria Quantitativa da Moeda segundo os Monetaristas

O debate da visão Monetarista pode ser dividido em duas vertentes distintas de análise: o monetarismo clássico (velha Chicago) e o monetarismo moderno (Friedman).

1.3.1 A “Velha Chicago”

O debate do monetarismo clássico se iniciou nos anos 30 em Chicago com a intenção de se chegar a uma conclusão sobre qual política monetária seria a mais adequada e viável para tirar os Estados Unidos da “grande depressão”. Segundo Simoens (1989), de maneira geral, os principais economistas teóricos da época se mostravam voltados a explicar tal fenômeno da depressão como sendo um ciclo de negócios e aceitavam a idéia de que a demanda por dinheiro era instável.

É importante ressaltar também a contribuição de Foster e Catchings para a análise monetarista, pois na década de 20, antes mesmo da “velha” Chicago, ambos os autores já defendiam a idéia de que a melhor ferramenta econômica para “tirar” os Estados Unidos da depressão era o aumento do déficit público financiado por expansão monetária, sendo que

“um programa de obras públicas só seria expansionista se acompanhado por acréscimo na oferta de moeda (expansão de crédito), porque déficits financiados por impostos ou empréstimos teriam efeitos compensatórios” (SIMOENS, 1989, p. 56)

Ou seja, como o próprio Simoens (1989) exemplificou que no caso de um aumento na capacidade de produção de 4% a.a., tal aumento teria de ser acompanhado por uma política de expansão monetária, para que assim possa se gerar poder de compra. Entretanto, em uma situação de depressão medidas monetárias tradicionais, como *open market* e redesconto, poderiam não surtir efeito devido a uma falta de tomadores de empréstimo, portanto, o governo teria de financiar obras publicas com medidas monetárias para reaquecer a economia.

Segundo Simoens (1989), existiam em “Chicago” duas vertentes que explicavam o ciclo de negócios: a primeira que explicava os ciclos em função das flutuações na velocidade de circulação da moeda, e a segunda em função da relação entre a oferta de moeda e um aumento na produção de bens. Vale ressaltar que a análise da primeira vertente acabou dominando o campo teórico de estudo e está nas bases dos estudos de Friedman.

Para a primeira vertente, a quantidade de dinheiro existente na economia não tinha muita importância e a oferta de moeda era considerada passiva na economia, ou seja, não tinha capacidade de gerar flutuações econômicas. Sendo assim, para teóricos da primeira vertente, “[...] dada a natural volatilidade do nível de preços, era óbvio para os teóricos da época que a velocidade de circulação da moeda flutuaria e, conseqüentemente, a estabilidade econômica requeria variações no estoque de moeda.” (SIMOENS, 1989, p.58).

Diferentemente da primeira, a segunda vertente não derivava o ciclo da velocidade de circulação de moeda, mas sim do ciclo “[...] da falha em a oferta de moeda aumentar proporcionalmente com o secular aumento na produção de bens” (SIMOENS, 1989, p.59). Ou seja, no caso de um aumento da oferta de moeda ser inferior ao aumento na produção, o preço dos produtos tenderia a cair e os custos aumentarem, o que geraria uma redução da margem de lucro e conseqüentemente geraria, também, uma redução na produção; isso resultaria em uma situação de recessão (Simoens, 1989).

Nesse sentido, Paul Douglas (1932, *apud* Simoens, 1989) concluiu que a grande depressão dos anos 30 ocorreu nos Estados Unidos em função dos salários não terem sido

corretamente reajustados nos anos 20. Tal análise de Douglas pode ser observada na passagem a seguir:

[...] a severidade da Grande Depressão decorreu de os salários reais não terem subido o suficiente durante os anos 20; isto é, os custos declinaram naquela década, mas do que a pequena redução nos preços. Como consequência, subiram as margens de lucro, mas só parte desses lucros foi reservada para investimento em bens de consumo, enquanto grande proporção voltou-se à produção de bens e serviços de luxo. O resultado foi que sobraram bens de produção em massa devido aos baixos salários e daí a Depressão.”

(SIMOENS, 1989, p. 59)

1.3.2 O Monetarismo Moderno

É impossível falar em monetarismo moderno sem falar sobre a teoria de Friedman. Segundo Simoens (1989), os primeiros artigos de Friedman datados entre 1948 e 1953, apresentavam uma visão bem tendenciosa a de Chicago, onde a Política Monetária era subordinada a Política Fiscal. Entretanto, em 1953 ele testou empiricamente a Teoria Quantitativa da Moeda e concluiu que a velocidade de circulação da moeda era estável e que as mudanças no estoque de moeda são os principais responsáveis por alterações nos níveis de preço e renda nominal, portanto tal visão já se afasta de certa maneira da visão de Chicago dado que Friedman considerou a velocidade da moeda estável e conseqüentemente a demanda por dinheiro, também. Simoens (1989).

Sendo assim, para Friedman “o nível de preços (P) resulta da interação de forças reais (nível de tecnologia e estrutura de preços relativos) com a política monetária” (SIMOENS, 1989, p. 67). Nesse sentido, o nível geral de preços expressa os movimentos do estoque nominal de moeda, e esse é determinado pela política econômica.

Segundo Simoens (1989), na discussão sobre a taxa de juros, Friedman defende a idéia de que as mudanças da taxa de juros ocorrem em função das decisões da autoridade monetária que atua através da compra e da venda de títulos para alterar a taxa nominal, o nível

de crédito e a quantidade de moeda. Segundo a visão de Friedman os impactos ocorreriam da seguinte maneira:

“[...] a expansão da moeda traria não só acréscimo nos preços, como também nas expectativas do público de que eles continuariam a subir. Os tomadores de empréstimo estariam dispostos a pagar e os emprestadores exigiriam juros mais altos.”

(SIMOENS, 1989, p. 68)

Ainda segundo Simoens (1989), o que Friedman quer dizer com isso é que políticas monetárias não podem determinar o nível da taxa de juros, a não ser em períodos bastante limitados. Para fechar a discussão sobre a taxa de juros é possível destacar, portanto, o que diferencia a taxa de juros segundo a concepção de Wicksell e segundo a concepção de Friedman:

“[...] para Wicksell, mudanças nos preços são reflexos da passividade dos bancos e não a sua atividade no mercado de empréstimos; para Friedman, são consequência da atuação da autoridade monetária ao manipular a taxa nominal de juros.”

(SIMOENS, 1989, p. 68)

Um ponto que é importante destacar sobre a visão de Friedman é que esse, diferentemente dos Clássicos, trabalhava sua teoria sobre um pressuposto de que a economia não funcionava em pleno emprego, ou seja, existe uma taxa natural de desemprego, mas que, no entanto, o Governo não possui controle sobre essa variável.

Para fechar a análise monetarista sobre a Teoria Quantitativa da Moeda é possível afirmar que para Friedman a política monetária é o instrumento capaz de neutralizar os choques econômicos, entretanto, ao conduzir tal política monetária é importante que o Governo se atente a dois preceitos:

“[...] deve guiar-se (política monetária) pela magnitude que pode controlar, o que inclui a taxa de câmbio, o nível de preços e,

principalmente, a quantidade de um total monetário (M1, M2 ou qualquer Ms), excluindo a taxa de juros ou o nível de desemprego.”

“[...]deve evitar oscilações bruscas na política; na prática ela agiria tarde demais e demasiadamente, frente aos “lags temporais””

(SIMOENS, 1989, p.73)

Evidencia-se que o pensamento ortodoxo defende que os instrumentos de política monetária podem e devem ser utilizados para os processos de reajustamentos de preços. A concepção sob domínio clássico de que a moeda é apenas um instrumento de trocas acaba criando uma distinção entre o fato de que variáveis reais (como níveis de consumo, investimento, renda e emprego) são determinadas por variáveis reais (como tecnologia e melhora de produtividade dos fatores de produção) e que variáveis monetárias (taxa de juros, taxa de câmbio, nível geral de preços) afetam somente variáveis monetárias. Portanto, de acordo com esse arcabouço, as variáveis monetárias (como quantidade de moeda, por exemplo) não podem e não devem ser utilizadas para atingir variáveis reais (aumentar o volume de emprego, por exemplo) uma vez que não somente não têm essa capacidade, como podem criar tensões no âmbito monetário, como inflação, por exemplo.

Essa foi a matriz teórica que acaba por instituir um regime de controle sobre o nível geral de preços que uma gama enorme de países passa a utilizar para controlar seus problemas inflacionários. Dentre esses países, o Brasil, a partir de 1999 também lança mão de tal instrumento e que até o presente momento perdura. Resta agora avaliar como se dá esse movimento no Brasil. Esse é o objeto de discussão dos capítulos que se seguem.

Capítulo 2

O Regime de Metas de Inflação e os Canais de Transmissão de Política Monetária

Introdução

O objetivo desse capítulo é descrever o ambiente econômico sob o qual é implementado o regime de metas de inflação no Brasil. Para atingir tal propósito, o capítulo está dividido em duas seções. Na primeira seção serão definidos os conceitos e bases que fundamentam o regime de metas de inflação e o contexto histórico na qual o regime foi implantado no Brasil e na segunda seção serão discutidos e analisados os principais canais de transmissão da política monetária.

2.1 – O Regime de Metas de Inflação: Uma resposta para a manutenção da estabilidade sobre critérios ortodoxos.

Basicamente, um regime de metas de inflação “consiste na definição e divulgação oficial de uma meta para um determinado índice de inflação e o comprometimento da autoridade monetária em perseguir tal meta. Assim, tais metas coordenam a formação de expectativas inflacionárias dos agentes e a fixação de preços e salários”. (PELICIONI & RESENDE, 2007, p. 7).

Ainda segundo Pelicioni e Resende (2007), nesse tipo de sistema se definem regras fixas de emissão de moeda. As emissões são fixadas publicamente e políticas monetárias são adotadas para adequar a inflação à meta previamente estipulada, ou seja, a meta é perseguida durante todo o período e caso haja extrapolação dos limites impostos, políticas monetárias são tomadas para que a meta seja cumprida. Sendo assim, em uma situação onde a inflação ultrapassa a meta estipulada à autoridade monetária, competente as políticas monetárias, tende aplicar uma política monetária contracionista, ou seja, aumentar a taxa de juros visando uma queda na inflação.

O país pioneiro na adoção desse tipo de sistema foi a Nova Zelândia em 1990 após o país sofrer com uma década de altas taxas de inflação (década de 80). Logo após, outros países também se utilizaram deste tipo de sistema, tais como o Canadá em 1991, Suécia, Finlândia e a Austrália em 1993 e a Espanha em 1994¹.

No Brasil, o Regime de Metas de Inflação foi implantado no final da década de 90, mais precisamente no ano de 1999, com o título de regime oficial de política monetária do país. Antes de aprofundar a pesquisa sobre as bases teóricas da criação do regime é importante analisar o processo inflacionário brasileiro a partir do início dos anos 80, para que seja possível compreender as razões que ocasionaram a utilização de tal modelo.

Segundo Lanzana (2001), devido a um processo inflacionário que o Brasil desenvolveu ao longo dos anos 80 e início dos anos 90, vários planos de estabilização dos preços foram criados para tentar frear as altas taxas de inflação que o país vinha apresentando.

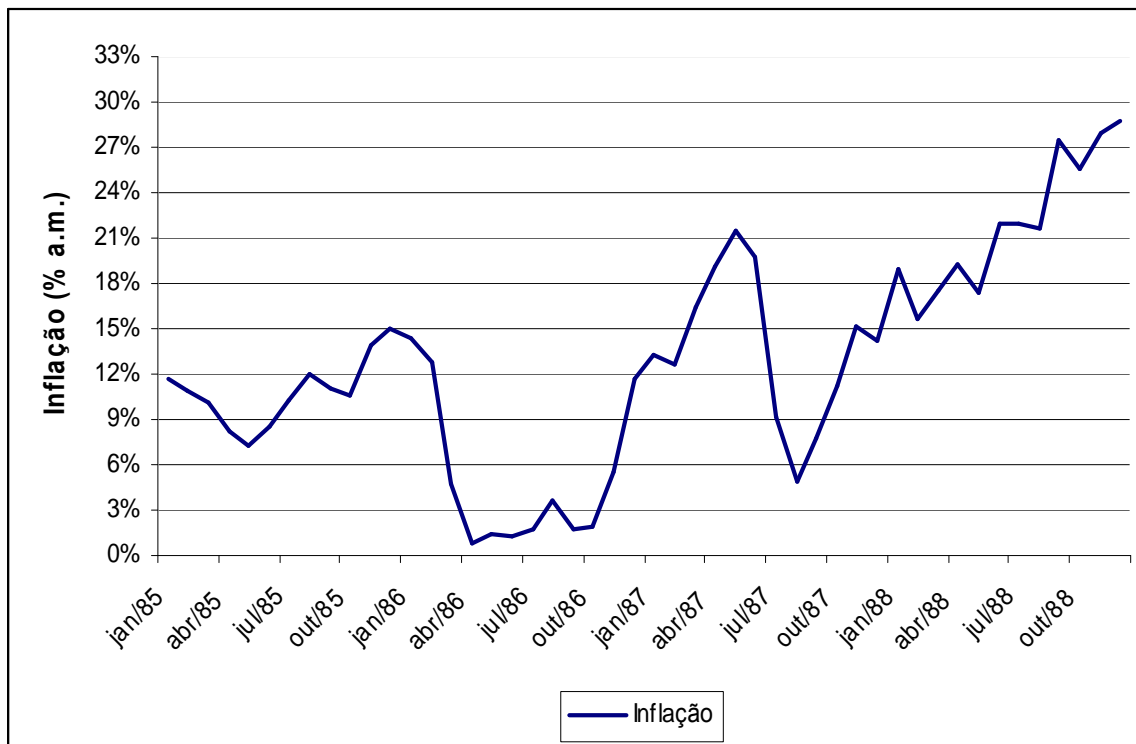
Um dos primeiros planos focados na estabilização da inflação foi o Plano Cruzado (1986). Segundo Marques (1988), em meados de 1984 começaram a ser discutidos no meio acadêmico e na imprensa brasileira, planos de combate à inflação de caráter “heterodoxo”. Segundo a autora, o plano cruzado, como sendo um plano “heterodoxo”, tinha como ferramentas principais o controle da inflação, o congelamento de preços e salários em comunhão a políticas monetárias e fiscais. O plano tinha objetivo de ser finalizado em dois anos, sendo que as medidas políticas seriam divididas em duas etapas. A primeira etapa duraria cerca de 6 meses, onde os preços estariam congelados durante esse período e em um segundo momento os preços seriam controlados dentro de uma faixa de reajuste mensal de 1,5%.

De acordo com Marques (1988), em um primeiro momento (primeiros 6 meses) a inflação cedeu às medidas e o Plano Cruzado foi extremamente favorável ao controle das taxas de inflação, embora em nenhum momento as taxas de inflação chegaram a zero, que era a meta que o Governo buscava alcançar no período.

¹ Segundo Sicsú (2002), para todos os países citados argumentou-se que a utilização do modelo teria apresentado êxitos no controle de preços, dado que após a implementação do regime apresentaram uma rota de deflação. Não obstante, há controvérsias uma vez que à exceção do Canadá, todos os outros países já apresentavam de alguma forma, uma certa tendência de queda dos preços em anos anteriores.

Entretanto, segundo Lanzana (2001), após o descongelamento dos preços, a inflação voltou a subir devido a um acentuado crescimento da demanda, fazendo com que a inflação se elevasse novamente e a níveis até superiores aos registrados antes do plano, como pode ser visto no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Inflação (IPCA) ao mês (%)



Fonte: IPEA - Elaboração própria

Sobre esse contexto foi implantado o Plano Bresser em junho de 1987, na tentativa de alcançar o equilíbrio externo e combater a inflação, que não tinha sido eficazmente controlada com o Plano Cruzado. As principais medidas adotadas de combate à inflação, implementadas no Plano Bresser foram: “a) duas minidesvalorizações cambiais e variação cambial igual à inflação a partir de então; b) congelamento dos preços e salários (criação da URP, indexador para corrigir salários); c) aumento de impostos; d) elevação das taxas de juros”. (LANZANA, 2001, p. 115). Entretanto, mais uma vez, o plano criado pelo governo não obteve sucesso, isso ocorreu devido a um aumento gigantesco dos gastos do governo com pessoal e salários (os aumentos chegaram a 26%) e devido a uma desvalorização cambial ocorrida no período.

Após o desempenho ruim dos Planos Cruzado e Bresser, outras medidas foram implementadas durante o governo Sarney (1985 – 1990), dentre os quais o chamado Plano Verão. Segundo Baer (1995), o plano verão consistiu-se de medidas como eliminação da indexação (exceto para depósitos de poupança), introdução do “cruzado novo” como sendo a nova moeda no lugar do cruzado, tentativa de controle do crédito e uma desvalorização cambial. Entretanto, essas medidas não foram suficientes para controlar a inflação galopante que o Brasil apresentava no período e, tal como os seus antecessores, o Plano Verão fracassou.

No início do ano de 1990, Fernando Collor de Mello assumiu a presidência do Brasil. Nesse período, a inflação atingiu uma taxa mensal de 81%. Em fator da situação na qual se encontrava a economia brasileira, Collor introduziu, imediatamente, após assumir a presidência, um plano antiinflacionário de enormes proporções. O programa implantado foi o Plano Collor I que, segundo Baer (1995), consistia, resumidamente, nas seguintes medidas: introdução do cruzeiro em lugar do cruzeiro novo, criação do IOF (imposto sobre operações financeiras), congelamento de preços e salários, aumento do preço dos serviços públicos, indexação imediata dos impostos, eliminação de incentivos fiscais específicos a algumas áreas e, por último, uma das medidas de maior importância, que foi a cobrança de uma taxa para cada transação de *overnight* que antes não tinha custos.

O plano Collor I teve, no início, um impacto positivo sobre a inflação, entretanto, no início de 1991 a inflação voltou a subir e chegou a atingir 20% em janeiro. De acordo com Lanzana (2001), com o fracasso do primeiro programa de Collor foi instituído em fevereiro de 1991 o Plano Collor II. Neste plano foram adotadas medidas de congelamento dos preços e salários e foi criada a TR (Taxa Referencial) com o intuito de funcionar como a taxa *libor*, flutuando de acordo com a inflação futura. Assim como os planos antecessores, o Plano Cruzado II foi eficaz no controle da inflação apenas por um curto período de tempo, pois em dezembro de 1991 a taxa de inflação atingiu novamente a casa dos 20%.

Com o fim do mandato de Collor, Itamar Franco assume a presidência em um período marcado pela constante troca de ministros da área econômica. De acordo com Lanzana (2001) do período do início do governo Itamar até o início do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), a inflação descola do patamar de 22% e chega a casa dos 40%.

Em dezembro de 1993, Fernando Henrique Cardoso, até então Ministro da Fazenda, propôs um programa de estabilização da inflação que posteriormente gerou a criação do Real. O programa desenvolvido, segundo Baer (1995), possuía dois pontos fortes: primeiro, um ajuste fiscal e, segundo, um novo sistema de indexação que daria origem futuramente ao Real.

De acordo com Baer (1995), o regime de indexação desenvolvido por FHC foi introduzido em fevereiro de 1994 e consistia em um indexador chamado URV (Unidade Real de Valor) a qual estava vinculada com o Real na base de um pra um. O governo estimulou, ao poucos, a utilização da URV, de maneira que os impostos foram convertidos em URV e gradualmente os comerciantes passaram a cotar as mercadorias em URVs mesmo que as transações ocorressem em cruzeiros reais.

À medida que boa parte dos preços já estava cotada em URVs o governo iniciou a introdução do Real, que substituiria o cruzeiro novo. A cotação era que US\$ 1 era igual a CR\$ 2.750. Os resultados iniciais apresentados pelo programa foram positivos, dado que inflação caiu bruscamente e o Brasil apresentava uma ascendente taxa de crescimento (Baer, 1995).

Porém, não seria possível sustentar a política do real se algo não fosse feito, como pode ser observado na passagem a seguir:

“ Uma análise mais detalhada não deixava dúvidas de que a política econômica dessa fase do real era insustentável no longo prazo: pelo menos três fatores justificavam essa posição: a) a prática de juros elevados pressionava a dívida interna, a qual passou de 29% do PIB em 1993 para 50 % em janeiro de 1999; b) os recursos da privatização tenderiam a esgotar-se ao longo do tempo, reduzindo a perspectiva de captação de recursos externos, via investimentos diretos; c) o grau de endividamento externo também era limitado; d) a dependência em relação ao capital externo, devido ao elevado déficit em conta corrente, tornava o país extremamente vulnerável a qualquer mudança no cenário internacional.”

(LANZANA, 2001, p. 168)

Devido à situação dramática das contas externas, em janeiro de 1999 foi elaborado um novo conjunto de políticas econômicas com o objetivo de equilibrar as contas externas, uma vez que a inflação já estava sob controle. Na política cambial foram adotados dois sistemas em momentos distintos. Primeiramente, o governo deixou a taxa de câmbio flutuar livremente, até que a incerteza gerada por essa situação fizesse com que o governo viesse a intervir no mercado cambial (inflação suja), fazendo com que o mercado se tornasse menos volátil (Lanzana, 2001).

Nesse sentido de estabilização econômica, em 21 de junho de 1999 o governo aderiu ao sistema de metas de inflação para manter a ordem econômica que já estava instaurada Brasil.

Vale indagar, por que a estabilidade de preços foi definida como objetivo principal da política monetária do país? Como define o próprio Banco Central² (BC), a década de 80 foi marcada por dois fatores: queda intensa da taxa de crescimento econômica e grande aumento da inflação, esta última permaneceu até meados dos anos 90, o que gerou a adoção de sete planos diferentes de estabilização econômica. Conforme o BC define: “... estabilidade de preços, condição necessária para que possa haver crescimento auto-sustentado.” Ou seja, a estabilidade de preços é pré-condição necessária para o crescimento econômico do país, por isso o controle da taxa de inflação é o foco principal da Política Monetária no Brasil.

É necessário analisar, as bases na qual o sistema de metas de inflação foi criado. De fato, existem diferentes visões quanto às bases teóricas do sistema de metas de inflação. Segundo Pelicioni e Resende (2007), o sistema de metas de inflação se baseou na idéia Clássica de neutralidade da moeda, ou seja, no longo prazo, a moeda não pode afetar variáveis reais da economia e, no longo prazo a única variável que seria afetada seriam os preços. Essa visão pode ser observada na passagem a seguir:

“[...] o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e manutenção da estabilidade de preços[...] é importante notar que a política monetária produz efeitos reais apenas no curto e médio prazos, ou seja, no longo prazo a moeda é neutra. O único efeito existente no longo prazo é sobre o nível de preços da economia .- [...]”

² www.bcb.gov.br, Série PMF 2007

Neste contexto da ortodoxia econômica foi desenvolvido o sistema de metas de inflação[...].”

(PELICIONI e RESENDE – 2007)

Entretanto, a visão de que o Regime de Metas de inflação se baseia na idéia clássica de neutralidade da moeda, não é compartilhada por todos os economistas. Segundo Oreiro, Pascualote e Padilha (2005) é possível observar uma visão, tanto quanto diferente das idéias de Pelicioni e Resende. Os autores consideram que o regime de metas de inflação foi desenvolvido com base tanto na teoria keynesiana quanto na teoria Clássica, considerando que, da primeira teoria, foi extraída a idéia de que são necessárias regras para conduzir a política monetária, e da segunda que a flexibilidade também é necessária para a condução da política monetária. A posição dos autores pode ser observada em passagem a seguir³:

“[...] Além disso, um estudo sobre o processo de evolução das idéias que culminou com o surgimento do regime de metas de inflação mostra que o mesmo foi uma espécie de solução de compromisso entre” keynesianos” e “clássicos” na qual os primeiros reconheceram a importância da existência de “regras” para a condução da política monetária; ao passo que os últimos reconheceram que a “flexibilidade” é um atributo importante na condução da política monetária, face à ocorrência de choques de demanda não causados pelo governo ou pela autoridade monetária². Daqui se segue que o regime de metas de inflação não pode, ao contrário do que afirmam alguns críticos do mesmo, ser considerado como parte de uma estratégia econômica de cunho nitidamente ortodoxo.[...]”.

(OREIRO, PASCUALOTE e PADILHA – 2005)

³ Não obstante, acredita-se que a inoperância da política monetária para a condução de recuperação econômica (em cenários de desemprego) não é compatível com todo o constructo teórico de Keynes. Por esse motivo, o capítulo teórico que busca dar sustentação ao argumento, ampara-se somente na visão clássica.

2.1.1 O Regime de Metas de Inflação no Brasil: A implementação

No início do ano de 1999 foi adotado o regime de câmbio flutuante no Brasil, dado que até então o regime de câmbio utilizado no país era o administrado, sendo que esse era, na época, o principal instrumento de controle da inflação utilizado pelo governo (Delgallo, 2006). Assim, no ano de 1999, os formuladores de política econômica basearam seus interesses em três fatores: taxa de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais, taxa de juros real elevada e superávit primário crescente (CINTRA, 2005).

Como a adoção do câmbio livre, o Brasil perdeu o principal instrumento de controle de preços e necessitava assim de um novo instrumento de controle da inflação, nesse sentido foi adotado, em julho do mesmo ano, o regime de metas de inflação como principal instrumento de política monetária do país.

De acordo com Delgallo (2006), existiram oito pontos que nortearam a adoção do regime de metas de inflação como âncora nominal da economia no Brasil no ano de 1999: (i) determinação de uma meta para a inflação com base em um índice de preços pré-definido; (ii) determinação de uma meta específica (meta numérica) e dos intervalos (limites superior e inferior) na qual a meta deveria estar enquadrada; (iii) as metas de 1999, 2000, 2001 foram determinadas em 30 de junho de 1999 e a meta dos anos subsequentes deveriam ser definidas na mesma data, 30 de junho, com dois anos de antecedência; (iv) o Banco Central do Brasil é a instituição responsável pelo alcance da meta; (v) o índice de preços base para o regime deve ser escolhido pelo Conselho Monetário Nacional; (vi) para que a meta seja considerada cumprida, a inflação acumulada entre janeiro e dezembro do ano em questão deve se manter entre o limite superior e o limite inferior; (vii) caso a meta não seja alcançada, o presidente do Banco Central deve enviar uma Carta Aberta ao Ministro da fazenda explicando os motivos pela qual a meta não foi cumprida, quais medidas devem ser tomadas para que a inflação volte ao intervalo de tolerância e qual o período necessário para que isso ocorra e; (viii) o Banco Central deverá publicar um relatório trimestral de inflação, informando a população sobre o andamento do regime de metas, o resultado das ações de política monetária e as perspectivas para inflação para os próximos períodos.

Não obstante, acredita-se que a inoperância da política monetária para a condução de recuperação econômica (em cenários de desemprego) não é compatível com todo o constructo

teórico de Keynes. Por esse motivo, o capítulo teórico que busca dar sustentação ao argumento, ampara-se somente na visão clássica.

Após a definição de que o objetivo principal do governo era a estabilidade de preços e que o regime de metas de inflação iria ser o instrumento utilizado para que esse objetivo fosse alcançado, necessitava-se então definir “o mecanismo de transmissão da política monetária aos preços com o intuito de definir o instrumental a ser utilizado para dar suporte às decisões de política monetária”. (DELGALLO, 2006, p.44).

Neste sentido, segundo Delgallo (2006), foram desenvolvidas uma série de ferramentas que buscavam prever o comportamento e o movimento das principais variáveis macroeconômicas e, após a análise por parte do governo dessas ferramentas, o Banco Central definiu que a taxa de juros de curto prazo (taxa Selic) era o melhor instrumento de política monetária para fazer com que a inflação convirja com a meta previamente estabelecida. Portanto, é possível analisar que tal instrumento de política monetária se baseou na interpretação da escola de pensamento novo-clássica (que assumia a teoria quantitativa da moeda), de que as pressões inflacionárias ocorrem em função das pressões por parte do excesso de demanda.

Realizadas as considerações sobre como se buscou resolver o problema da inflação no Brasil e como o regime de metas de inflação passa a ser utilizado para manter a estabilidade atingida depois de muitas tentativas, resta fazer agora uma discussão mais técnica sobre como a moeda atinge a economia. É o que se propõe o próximo item.

2.2 Canais de Transmissão de Política Monetária

2.2.1 Canal da Taxa de Juros

O canal de transmissão de Política Monetária via taxa de juros se tornou mais aplicável após Hicks (1937) desenvolver o modelo IS-LM. Segundo Fonseca e Vasconcelos (2003), neste modelo: a) a curva IS demonstra os pontos de equilíbrio dos mercados de bens e serviços e a curva LM demonstra os pontos de equilíbrio no mercado monetário; b) a oferta de moeda é determinada pura e exclusivamente pelo Banco Central (BC) e, portanto, é considerada uma variável exógena; c) a demanda por moeda está diretamente relacionada com

o nível da renda real e inversamente relacionada com a taxa de juros real; d) os preços são rígidos no curto prazo.

Ainda segundo Fonseca e Vasconcelos (2003), no modelo IS-LM, uma decisão de aumento da oferta de moeda disponível na economia por parte do BC geraria uma queda na taxa de juros (essa sendo considerada como o preço (P) da moeda na economia). Essa queda da taxa de juros tende a gerar um aumento dos investimentos por parte dos empresários, dado que o custo de oportunidade de deixar o dinheiro aplicado, a taxas fixas de juros, aumenta com a queda da mesma. Considerando que o gasto dos consumidores com bens de consumo duráveis e com moradia são positivamente sensíveis a taxa de juros, o dispêndio com consumo tende a aumentar com a queda da taxa de juros. Esse movimento de aumento tanto dos investimentos quanto do dispêndio dos consumidores acaba por gerar um aumento na renda e esse gera um aumento no consumo que por fim acaba criando um efeito multiplicador na renda final. Esse efeito multiplicador gera, ao final do processo, aumento da demanda agregada, da renda e conseqüentemente do produto.

Entretanto, para Meltzer (1995), o processo de transmissão apresentado pelo modelo IS-LM pode ser considerado restritivo e mecânico. Segundo ele, uma mudança na oferta de moeda não geraria, simplesmente, uma alteração na taxa de juros e no custo dos empréstimos, mas sim de outros ativos reais e financeiros. A crítica de Meltzer (1995) pode ser verificada na passagem a seguir:

“The IS-LM model omits important features of the transmission process. First, the model neglects the adjustment of asset stocks as new investment in capital accumulates. Second, it leaves open whether the single rate of interest is a short-term rate, considered relevant for the demand for money, or a long-term rate relevant for investment and capital accumulation. Third, there is no role for financial intermediaries; money is either the monetary base or directly proportional to the monetary base. Forth, the model leaves open whether money substitutes for bonds only or for a full range of assets including both bonds and real capital. On the latter interpretation, bonds and real capital are perfect substitutes in portfolios (or only differ by a constant risk premium). Fifth, many of the changes in short-term interest rate are transitory disturbances that not affect spending decisions. IS-LM does not distinguish these transitory movements from permanent or persistent changes in nominal and real returns.”

(MELTZER, 1995, p. 52).

Bernanke e Gertler (1995) também apresentaram críticas ao modelo tradicional IS-LM criado por Hicks (1937), segundo eles o modelo apresenta um intervalo que não é bem explicado entre a alteração da taxa de juros e o efeito nas variáveis reais. Segundo os autores, o canal de crédito pode explicar a interação dessas variáveis que não podem ser explicadas pelo modelo tradicional IS-LM. Os canais de crédito serão explicados posteriormente neste capítulo.

2.2.2 Canal da taxa de Câmbio

O movimento da taxa de câmbio em função de uma alteração na oferta de moeda, para Mishkin (1996), dá-se da seguinte maneira: um aumento na oferta de moeda gera uma depreciação da taxa de câmbio. Esse movimento ocorre devido ao fato de, ao aumentar a oferta de moeda, a taxa de juros tende a cair e conseqüentemente as aplicações em moeda doméstica tendem, também, a cair, dado que com esse novo nível de taxa de juros, tais aplicações se tornam menos atrativas. Sendo assim, há uma procura maior por investimentos em moeda estrangeira e esse movimento de aumento de aplicações em moeda estrangeira é o responsável por provocar a depreciação na taxa de câmbio (no caso de regime de taxa de câmbio flutuante). Como consequência do câmbio depreciado, as exportações tendem a aumentar e as importações tendem a cair. Esse movimento gera um aumento de saldo em conta corrente e um aumento do consumo de bens domésticos, isso acaba por criar um efeito multiplicador da renda, e esse, vem a gerar um aumento do produto.

2.2.3 Outros Canais de Preços de Ativos (Other Asset Prices Channels)

Este canal diz respeito aos efeitos que uma política monetária tem sobre variáveis como preço de imóveis, títulos, ações e outros. Segundo Fonseca e Vasconcelos (2003), Mishkin (1996) considera que a análise das ações das empresas para se estudar o canal de outros preços e ativos, pode ser feita segundo duas visões diferentes: primeiro pela chamada teoria q de Tobin, que conseguiria intervir na decisão de investimento e segundo pelo efeito riqueza sobre o consumo.

A análise via q de Tobin pode ser observada na passagem a seguir:

“O q de Tobin é uma razão entre o preço de mercado do capital das firmas (que reflete o valor presente dos lucros esperados dessas firmas), no numerador, e o custo de reposição deste capital, no

denominador. Se o q for maior do que 1 (um), espelha um preço de mercado das firmas superior ao custo de reposição do respectivo capital dessas firmas, tornando-se portanto, incentivo ao aumento do investimento. Por outro lado, caso o q seja menor do que 1 (um), o preço de mercado do capital da firma é menor do que o custo de reposição. Nesse caso, a preferência é, então, deixar o capital se depreciar, não ocorrendo investimento. Assim, existiria uma relação entre o q de Tobin e o investimento.”

(FONSECA & VASCONCELOS, 2003, p. 229).

A forma com que isso afetaria o preço das ações e conseqüentemente o produto é a questão chave da teoria de Tobin. Esse movimento ocorre da seguinte maneira: um aumento da oferta de moeda provocaria um aumento da demanda agregada, via demanda por moeda transacional, como já explicado anteriormente neste capítulo, e com o aumento da demanda agregada, *ceteris-paribus*, as expectativas de lucro das firmas tendem a aumentar. Dado a expectativa de lucro das empresas, a demanda por ações tende a aumentar e conseqüentemente o preço das mesmas tendem a subir. O aumento do preço das ações elevaria o q de Tobin, gerando assim um aumento do investimento e, com isso, um aumento do produto. Existe também outra maneira de analisar esse movimento: o aumento da oferta de moeda geraria queda na taxa de juros, fazendo com que os títulos da dívida se tornem menos atrativos, com isso haveria uma maior procura por investimento em ações fazendo com que as ações subissem de preço. Com a subida dos preços das ações ocorreria uma elevação do q e Tobin, do investimento e do produto.

Para se poder analisar o canal de outros preços de ativos via o efeito riqueza, é necessário resgatar a análise feita por Modigliani (1971, *apud* Fonseca e Vasconcelos, 2003) que considerava ser o consumo composto pela soma dos gastos em bens não duráveis e serviços, ao passo que o patrimônio de um indivíduo era composto da soma da riqueza herdada e da riqueza adquirida ao longo da vida, considerando que a maior parte desta riqueza é composta por ações. Portanto, seguindo essa lógica apresentada, um movimento de aumento da oferta de moeda elevaria o preço das ações, gerando assim, aumento da riqueza dos indivíduos. O aumento da riqueza dos indivíduos criaria uma onda de crescimento do consumo que, por sua vez, criaria condições para o aumento da renda e do produto.

2.2.4 Canal do Crédito

Este canal de transmissão de política monetária, diz respeito a como o crédito teria o poder de afetar o produto da economia. Em Mishkin (1996), é possível observar que esse mecanismo admite ser as informações assimétricas no mercado financeiro, ou seja, os mercados financeiros não trabalham de maneira perfeita na economia.

De acordo com Bernanke e Gertler (1995), existem dois mecanismos de transmissão de política monetária oriundos das assimetrias e imperfeições presentes no mercado financeiro. Os mecanismos são: o mecanismo de empréstimos bancários e o mecanismo dos efeitos sobre os balanços patrimoniais de empresas e indivíduos.

Segundo Bernanke e Gertler (1995), os tomadores de crédito bancário utilizam-se dos bancos, pois não conseguiriam ir diretamente ao mercado de capitais e captar empréstimos diretamente dos investidores, ou seja, existem tomadores que conseguiriam crédito apenas quando os bancos quisessem/pudessem disponibilizar os mesmos. Para que seja possível conceder empréstimos os bancos necessitam ir ao mercado de fundos e captar os recursos, portanto, essa captação dos bancos está diretamente ligada à quantidade de moeda em circulação.

Neste sentido, esse canal de transmissão funcionaria da seguinte maneira: “[...] um aumento na oferta de moeda aumenta as reservas e os depósitos bancários, elevando a quantidade de empréstimos dos bancos. Estes empréstimos são direcionados para certos tomadores que irão realizar investimento ou consumo, aumentando com isso o produto”. (FONSECA & VASCONCELOS, 2003, p.232).

Como citado anteriormente, o canal dos balanços patrimoniais, também se origina do fato de que as informações nos mercados financeiros são assimétricas. Dessa maneira, de acordo com Fonseca e Vasconcelos (2003), a política monetária pode impactar as empresas da seguinte maneira: uma queda na oferta de moeda gera um aumento nas taxas de juros. A queda na taxa de juros tende a gerar queda no preço das ações e com isso o patrimônio das firmas tende a diminuir. A queda no patrimônio das firmas gera uma tendência de escassez de crédito na economia, dado que o risco das empresas não honrarem seus compromissos aumenta e, dado essa escassez se torna mais difícil as firmas conseguirem linhas de crédito no mercado. Com menos crédito, as empresas tendem a reduzir os investimentos e

consequentemente reduzir produção. O resultado que isso pode gerar na economia é queda no produto e no emprego.

Toda essa discussão sobre canais de transmissão de política monetária, de certa forma, evidencia a importância da moeda no sistema econômico. Resta saber agora como, sob uma visão distinta de que a moeda não é neutra (ou seja, é capaz sim de atingir variáveis reais) o sistema de metas de inflação pode limitar o poder da política monetária.

Capítulo 3

Brasil: Estrutura de Formação de Preços e Críticas ao Regime de Metas de Inflação

Introdução

O presente capítulo tem como objetivo tentar “ver com outros olhos” o sistema de metas de inflação que tem como prerrogativa básica (e teórica) o conceito de neutralidade da moeda. Resta avaliar agora que ao se olhar a moeda como não neutra, evidencia-se não somente o limite técnico associados ao regime de metas de inflação, como e principalmente, elimina-se um mecanismo importante para a geração de empregos que é utilização de uma política monetária ativa.

3.1 O Banco Central e o Regime de Metas de Inflação

Existem duas vertentes distintas de economistas sobre o regime de metas de inflação. A primeira vertente é a dos defensores do regime: para esses economistas o objetivo principal do regime de metas de inflação que é a manutenção dos preços a níveis estáveis sempre foi alcançado pelo governo desde sua adoção, mesmo que durante a condução de tal regime o país tenha enfrentado certas dificuldades e pressões inflacionárias. Segundo tal vertente os principais desafios enfrentados pelo Banco Central na condução do regime são relacionados à credibilidade e aos constantes choques de oferta que o Brasil enfrentou em sua história, principalmente nos anos 80 (DELGALLO, 2006).

Ainda segundo Delgallo (2006) a segunda vertente sobre o regime de metas defende a idéia que devido ao objetivo principal do regime de metas de inflação ser a manutenção, a qualquer custo, da estabilidade do nível de preços, o Banco Central, muitas vezes, adota medidas que afetam negativamente variáveis como desemprego e crescimento gerando consequentemente efeitos prejudiciais a economia.

É importante ressaltar que segundo o Banco Central, um dos grandes empecilhos para o alcance das metas de inflação é a credibilidade da autoridade monetária se encontrar em

construção posteriormente a adoção do regime. De acordo com Delgallo (2006) a construção de tal credibilidade se daria a partir de duas condições: comunicação clara com o mercado; e consistência entre as diretrizes do COPOM (Comitê de Política Monetária) e a condução da política monetária por parte do BANCO CENTRAL. Neste sentido, o Banco Central deveria ser transparente quanto a suas ações e medidas de políticas monetárias e deveria por meio de comunicados e relatórios mostrar para o mercado que a meta de inflação está sendo seguida e que a inflação estará sob controle. Sendo assim, caso a autoridade monetária alcance uma total credibilidade seria possível utilizar políticas monetárias capazes de reduzir a inflação sem gerar perdas de emprego e renda.

Outro ponto que é importante ser analisado é a questão das “metas ajustadas”. A meta ajustada é uma ferramenta utilizada pelo Banco Central do Brasil que surgiu em função da constatação de que economias emergentes, como a brasileira, estão mais sujeitas e vulneráveis a choques exógenos do que economias mais desenvolvidas. Neste sentido, a utilização da meta acontece da seguinte maneira, ao ser constatada uma situação de choque de oferta na economia, a autoridade monetária brasileira constata a natureza desse choque.

“A partir dessa constatação, o Banco Central, fazendo uso de modelos econométricos, escolhe as trajetórias ótimas de inflação e produto. No entanto, essa trajetória ótima prevista para a inflação pode implicar uma inflação projetada superior a meta pré-definida. Assim, o Banco Central, não perseguir mais essa meta, mas sim uma “meta ajustada”. Ou seja, a meta é ajustada com o intuito de acomodar os efeitos primários do choque, decorrentes da mudança dos preços relativos e da parcela da inércia dos anos anteriores que deverá ser acomodada.”

(DELGALLO, 2006, p.53)

Neste sentido, a meta ajustada corresponde à meta que foi previamente estabelecida mais os efeitos primários dos choques nos preços e da parcela da inércia inflacionária passada.

3.2 Transmissão da Política Monetária e estrutura de formação de preços

Antes de ser discutida a estrutura de formação de preços de bens comercializáveis, administrados e não comercializáveis no Brasil, é importante analisar de que maneira ocorre a transmissão da política monetária no país, sob os efeitos da política de metas de inflação.

Primeiramente é necessário destacar que segundo Delgallo (2006) a política de metas de inflação tem como objetivo principal controlar o nível dos preços a níveis estáveis, sendo assim, controlar a demanda, através da manipulação da taxa de juros de curto prazo (Selic). Nesse sentido, tal pressuposto está claramente aderente à noção de neutralidade da moeda, discutida a partir da visão clássica.

Entretanto, segundo Carvalho (2005), no caso do Brasil, além da não neutralidade da moeda, o país possui série de características próprias que modificam a maneira como a política monetária opera no país. Para o autor:

“O encurtamento de horizontes temporais causado pela incerteza inflacionária, e depois pelas incertezas com relação ao comportamento futuro das taxas de juros diante das vulnerabilidades da economia brasileira, atinge todas as escolhas de ativos, não apenas os financeiros. Os empresários dos setores produtivos no Brasil tendem a ser muito mais sensíveis a eventos de curto prazo, inclusive, notadamente, às flutuações da taxa de juros nas operações de mercado aberto (taxa SELIC), do que seria de se esperar em uma economia funcionando de modo mais regular.

(CARVALHO, 2005, p.332)

Ou seja, para o autor três décadas de altas taxas de inflação causaram incertezas aos agentes econômicos quanto ao futuro, tornando-se difícil a tomada de decisões de longo prazo, sendo assim, os agentes econômicos no Brasil são mais sensíveis a variações na taxa de juros de curto prazo (Selic) do que em economias que funcionam de forma mais regulada.

Neste sentido, Delgallo (2006) afirma que essa “eficácia da manipulação das taxas de juros sobre a demanda agregada poderia ser um instrumento útil de combate a inflação caso

esta decorresse de pressões de demanda”. Porém, os choques exógenos de custo tem sido os principais causadores de pressões inflacionárias no país. Portanto, as “altas taxas de juros decorrentes da política de estabilização dos preços causam contração da demanda agregada, reduzindo o investimento e o consumo e, por conseguinte, o crescimento econômico. Deste modo, o alcance das metas de inflação pode se mostrar bastante custoso em termos de crescimento econômico, principalmente quando as pressões inflacionárias advêm de choques de oferta”.

Esse custo em termos de crescimento econômico se dá em grande parte devido à formação de preços da economia brasileira. Onde, por um lado, choques exógenos de oferta – derivados de desvalorização cambial e dos preços dos bens internacionais – atingem a maioria dos preços de bens e serviços do país. E por outro lado:

“[...] há expressiva rigidez à baixa de parcela significativa dos preços e da conseqüente necessidade de substancial elevação da taxa de juros, a ponto de promover uma deflação dos demais preços de bens e serviços, de forma que sua queda compense os efeitos secundários dos choques de oferta nos índices de inflação. Assim, choques negativos de demanda impactam apenas parcela reduzida dos preços que compõem o IPCA, acarretando em custos mais altos em termos de crescimento econômico para que se os efeitos secundários (inerciais) de choques de oferta sejam neutralizados.”

(DELGALLO, 2005, p.60)

Portanto, com o objetivo de demonstrar que o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) – índice oficial do Governo Federal para medição das metas de inflação – é muito sensível a choques exógenos e que alterações na demanda agregada geram apenas pequenas mudanças à inflação, serão analisados a seguir os mecanismos de formação de preços das categorias de bens comercializáveis, administrados e não comercializáveis.

3.2.1 Preços dos bens comercializáveis

Pode se dizer que essa categoria de bens é impactada diretamente por choques exógenos, isso ocorre devido aos preços dos bens comercializáveis terem cotações

internacionais, sendo assim qualquer choque de oferta causará alterações nos preços domésticos de tais bens. Vale lembrar que para se chegar à cotação doméstica desses bens é necessário apenas multiplicar o preço do bem no mercado internacional pela taxa de câmbio.

Neste sentido, caso ocorra uma desvalorização cambial, ocorrerão pressões para que o preço aumente, pois ficaria mais caro importar tal bem para ser negociado no mercado doméstico.

Segundo Delgallo (2006), algumas indústrias produtoras de bens comercializáveis homogêneos, como por exemplo, *commodities* agrícolas e papel e celulose, possuem o poder de repassar totalmente o custo da taxa de cambio a seus consumidores, pois caso a demanda doméstica se contraia tais indústrias conseguem recorrer à demanda externa e exportar tais produtos. Sendo assim, “os preços dessa parcela de bens comercializáveis se mostram insensíveis a contrações na demanda agregada”.

Existem ainda empresas que conseguem repassar apenas parcialmente o custo da taxa de cambio, isso ocorre quando não existe um grande mercado externo para esses produtos, portanto, é possível repassar apenas uma parcela do custo da desvalorização cambial ao consumidor e nesses casos para que tais indústrias consigam continuar vendendo no mercado doméstico, elas acabam tendo que reduzir suas margens de lucro para que não necessitem aumentar os seus preços.

Portanto, pode se definir que a maneira como se compõem os preços dos bens comercializáveis vai depender da estrutura do mercado desse bem e com o tamanho da demanda internacional. Sendo assim, “quanto maior a capacidade de transferir a produção ao mercado externo e, portanto, quanto maior a autonomia de determinação dos preços internos, menos sensíveis à política monetária serão os preços desses bens.” Delgallo (2006).

3.2.2 Preços Administrados

Antes da discussão sobre preços administrados é necessário primeiramente definir o que são preços administrados.

“Entende-se por preços administrados por contrato ou monitorados aqueles preços cuja sensibilidade a fatores de oferta e demanda é menor, mas não necessariamente aqueles que são diretamente regulados pelo governo, ou então, aqueles que, a despeito de estarem relacionados com oferta e demanda, dependem de autorização ou conhecimento prévio de algum órgão do poder público.”

(FERREIRA & FIGUEIREDO, 2002, p.5)

Os preços administrados apresentam taxas de variação mais elevadas do que as taxas de variação dos preços livres, isso ocorre por causa da maneira como são definidos os reajustes desses produtos, normalmente os índices de reajuste desses produtos incorporam maiores pesos as variações cambiais e choques de oferta, “fazendo com que os preços administrados sejam um importante vetor da inércia inflacionária”. Outra característica dessa categoria de formação de preços é que os preços administrados tendem a ser menos sensíveis a contrações na demanda e isso ocorre em função da maneira como os reajustes são definidos na economia (Delgado, 2006).

Na quadro 1 é possível verificar todos os subitens do IPCA que são considerados como tendo seus preços administrados por contrato.

Quadro 1 – Preços Administrados por Contrato no IPCA até 2002

<p>a) Preços determinados no âmbito municipal ou estadual Gás encanado Imposto predial e territorial urbano – IPTU Taxa de emplacamento e licenciamento de veículos Taxa de água e esgoto Transporte público Ônibus urbano Ônibus intermunicipal Ferry-boat* Metrô Táxi</p>
--

b) Preços determinados no âmbito federal

Derivados de petróleo
 Gasolina
 Óleo diesel *
 Óleo para veículos
 Gás de botijão
 Álcool combustível
 Carvão vegetal **
 Tarifa de energia elétrica de consumo residencial
 Tarifas de telefonia e correios
 Telefone fixo
 Telefone público *
 Telefone celular *
 Correio *
 Pedágio *
 Transporte público
 Passagens de avião
 Ônibus interestadual *
 Trem *
 Navio *
 Barco *
 Planos e seguros de saúde **
 Jogos lotéricos *
 Cartório *
 Empregado doméstico

* Foram incluídos no IPCA a partir de agosto de 1999

** Excluído do IPCA entre janeiro de 1994 e julho de 1999

Fonte: Ferreira & Figueiredo (2002:4)

Segundo Ferreira e Figueiredo (2002) pode se analisar que, dado o quadro 1, os preços de derivados do petróleo correspondem a um quinto dos preços administrados e que mudanças nesses preços geram alterações nos preços de outros preços administrados, como por exemplo, preço de passagens de transporte público. Segundo os autores, o preço do petróleo no mercado doméstico é determinado pelo preço do petróleo no mercado internacional em conjunto com a taxa de câmbio, sendo assim, caso ocorra uma contração da demanda local por petróleo em função de uma política monetária restritiva, os preços não se alterarão e portanto não responderão a essa redução da demanda. Ou seja, “elevações do preço do petróleo ou desvalorizações cambiais elevam os preços dos derivados no mercado brasileiro, que não respondem a choques de demanda no sentido contrário”. (Delgallo, 2006).

A energia elétrica também possui certas peculiaridades na formação de seus preços. De acordo com o autor, a partir de 1995, quando se iniciaram os processos de privatização das empresas de energia, o preço da energia elétrica é determinado por contratos assinados entre

as empresas concessionárias e a ANEEL (Agência Nacional de Energia Elétrica). Em na maioria dos casos, os contratos são reajustados anualmente, onde uma parte desse reajuste inclui “custos exógenos à empresa, como compra de energia e impostos indiretos, e outra parte envolve custos internos de empresa (pessoal, serviços e materiais), cujo critério de correção é baseado no IGPM, que apresenta forte peso dos preços por atacado e é bastante sensível a choques de oferta” (Delgado, 2006, p.64).

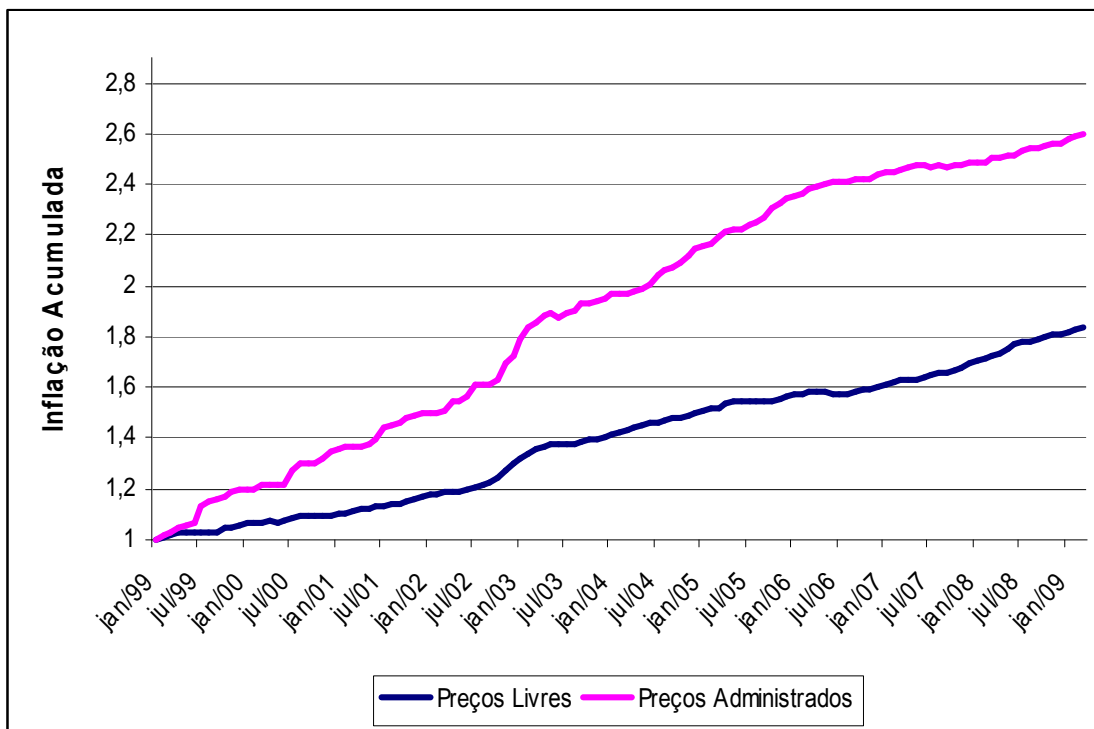
Com base nisso, é possível definir que o preço da energia elétrica não é influenciado por variações da demanda, ressaltando que boa parte do reajuste desse preço ser influenciado por choques de oferta. Portanto, no geral:

“[...]a estrutura de formação dos preços administrados amplifica de forma significativa a transmissão da instabilidade cambial – por meio do passthrough – e dos demais choques exógenos para o nível de preços. Não obstante, a política monetária, por meio de contrações na demanda agregada, não é eficaz no controle dos preços administrados, maiores responsáveis pelas elevações do IPCA no período analisado, já que, como vimos, estes preços apresentam pouca ou nenhuma sensibilidade às alterações de demanda.”

(DELGALLO, 2005, p.67)

Devido a essa pouca sensibilidade dos preços administrados a alterações na demanda, o aumento dos preços dessa categoria tende a ser superior ao aumento dos preços livres como é possível verificar no Gráfico 2.

Gráfico 2 - Inflação (IPCA) Acumulada dos preços administrados e livres (Jan/99 = 1)



Fonte: Dados extraídos do IPEA – Elaboração própria

3.2.3 Preço de bens não-comercializáveis

Os bens não comercializáveis são aqueles que englobam serviços e produtos destinados ao mercado interno, como por exemplo, habitação, atendimento médico e serviços pessoais ou corporativos. Os preços dessa categoria de bens compõem cerca de um terço da composição do IPCA.

De acordo com Delgallo (2006) as estruturas de mercado onde atuam as empresas produtoras de bens não-comercializáveis tendem a ser bastante heterogêneas, uma vez que a formação de preço varia conforme o mercado do bem produzido. E diferentemente dos preços de bens comercializáveis, os preços dos bens não-comercializáveis são muito pouco sensíveis a variações cambiais e choques de oferta, além do fato de sofrerem alterações conforme as mudanças na taxa de juros. Portanto, dada uma redução da demanda, ocasionada devido a políticas monetárias restritivas, os preços dos bens não-comercializáveis tendem a se ajustar através da redução de custos e das margens de lucro por parte das empresas que ofertam esses produtos e serviços.

Portanto, variações na demanda agregada afetam diretamente essa categoria de bens, uma vez que políticas monetárias restritivas surtiriam efeito sobre os preços dos bens não-comercializáveis, entretanto, tal categoria compõe uma parcela muito reduzida do IPCA, índice de preços que serve de parâmetro para a meta de inflação.

3.3 Críticas ao Regime de Metas de Inflação

A maior parte das críticas feitas ao sistema de metas de inflação são críticas com base na forma como o sistema foi implantado no Brasil, na maneira como ele é conduzido e principalmente quanto às ferramentas que são utilizadas, para que a inflação convirja com a meta previamente estipulada.

Conforme já discutido no anteriormente, no Brasil, o índice de inflação a ser perseguindo pelo regime de metas de inflação é o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), porém apenas um terço desse índice (preços não-comercializáveis e parte dos bens comercializáveis) está sujeito a flutuações em função de uma política monetária restritiva (elevação da taxa de juros), neste sentido é possível observar a primeira crítica feita ao sistema de metas de inflação.

“São os preços dos bens não comercializáveis que se ajustam, através da redução de custos (essencialmente salariais) e de margem de lucros, à redução da demanda agregada provocada pela elevação da taxa de juros. Contudo, esses preços só representam um terço do IPCA, contra dois terços dos preços administrados e dos bens comercializáveis. Como este índice é utilizado como parâmetro nas metas inflacionárias, as taxas de juros têm de ser extremamente altas para resultar em quedas muito acentuadas da demanda, fazendo com que a queda dos preços dos bens não-comercializáveis e de parte dos bens comercializáveis compense os reajustes contratuais dos preços administrados e da parcela de bens comercializáveis imune às variações da taxa de juros.”

(FARHI, 2004, p.80)

Ou seja, de acordo com Farhi (2004), devido à utilização do IPCA como índice de inflação a ser perseguido, o Banco Central brasileiro necessita manter as taxas de juros a um nível muito elevado para que haja uma redução drástica da demanda de bens não comercializáveis e parte dos comercializáveis, a fim de que a redução do preço desses bens compensem os reajustes contratuais dos preços administrados e de parte dos bens comercializáveis imune a variações nas taxas de juros.

Segundo Delgallo (2006), a necessidade da manutenção de altas taxas de juros para que se consiga frear a demanda e conseqüentemente controlar parte da inflação é a principal razão pela qual o regime de metas de inflação combinado com o regime de cambio flutuante é inapropriado para o crescimento sustentado da economia brasileira.

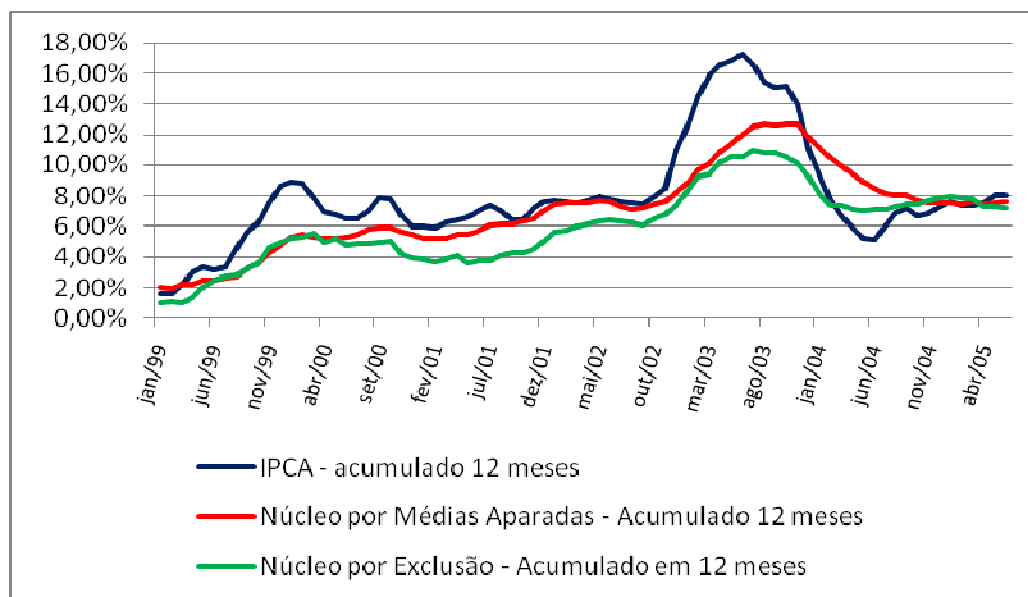
Outra crítica existente entre os economistas contrários a adoção do regime de metas de inflação no país é a questão da escolha do parâmetro da inflação. Segundo Farhi (2004), os Bancos Centrais de diversos países desenvolvidos buscam neutralizar os efeitos de choques exógenos sobre suas políticas monetárias, a fim de que tais “políticas não sejam contaminadas por fatores sobre os quais as taxas de juros só terão efeito se provocarem uma acentuada queda de demanda”. Neste sentido, em tais países é comum a utilização de um método chamado de “Núcleo da inflação” que tem uma menor sensibilidade a choques exógenos, como a variação da oferta em decorrentes de fortes variações cambiais.

Ainda de acordo com Farhi (2004), se fosse empregado o conceito de “Núcleo de Inflação” no Brasil como parâmetro para o regime de metas de inflação a política monetária seria menos afetada por choques externos e não precisaria ser tão rígida.

Segundo Delgallo (2006), o próprio Banco Central parece reconhecer as vantagens da utilização do núcleo como medida da inflação e parâmetro para a política monetária, de modo a isolar choques externos. Tal visão pode ser observado no relatório de inflação de 2005, “*a influência dos choques do petróleo e das commodities metálicas em 2004 pode ser evidenciada pela exclusão desses grupos da variação dos preços livres no IPCA. Excluídos os dois grupos do cômputo da inflação dos preços livres, esta teria sido de 5,9% no ano, variação significativamente menor que a efetivamente registrada de 6,6%.*” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2005).

No Gráfico 3 é possível verificar a evolução comparativa do IPCA as diferentes medidas de núcleo da inflação acumulados em 12 meses. Pode-se verificar no gráfico que as oscilações são menores para os núcleos em relação ao “IPCA cheio” e que por boa parte do período analisado o IPCA cheio se manteve a um nível mais elevado que a dos núcleos por exclusão e por médias aparadas.

Gráfico 3 - IPCA e Núcleos de Inflação, acumulados em 12 meses



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

Segundo Farhi (2004), o horizonte temporal da convergência dos preços também é um problema da forma como foi estruturado o regime de metas de inflação no Brasil. Isso ocorre, pois um espaço de tempo de um ano, como ocorre no Brasil, para que a inflação convirja com a meta previamente estipulada é um período muito curto, comparado com o período de tempo adotado por outros países que possuem metas de inflação. De acordo com Delgallo (2005) na maioria dos países que adotam o regime de metas de inflação, o intervalo temporal para a convergência da inflação a meta é muito mais amplo, algo em torno de dois e três anos

Segundo Delgallo(2005), pelo período de convergência da inflação com a meta previamente estipulada ser muito curto o Banco Central tende a não estipular metas muito ambiciosas, ou seja, a condução da política de metas tende a ser demasiadamente conservador.

De acordo com Farhi (2004), “a adoção de um horizonte temporal curto leva à prática de uma política monetária extremamente restritiva na busca de alcançar as metas definidas, com custos desnecessariamente elevados tanto no que concerne ao crescimento e ao emprego quanto no tocante a seu impacto no estoque de dívida pública. Ademais, esse horizonte muito curto torna muito mais difícil alcançar as metas de inflação, o que pode representar uma fonte de perda de credibilidade do BC.”.

Pelo fato de existirem defasagens para os efeitos da política monetária, a instituição de um período mais longo e flexível para o sistema de metas, faz com que seja muito mais fácil enfrentar choques exógenos, sem a necessidade da adoção de políticas monetárias extremamente restritivas, fazendo também com que o regime tenha mais credibilidade com os agentes econômicos. Porém, conforme afirmou Farhi (2004), isso não ocorre no país, portanto o governo necessita empregar políticas muito mais bruscas para conseguir controlar a inflação no período estipulado, repercutindo assim, negativamente em fatores como crescimento econômico e renda.

Não obstante, Rocha (2007) afirma que a adoção de períodos curtos de tempo pode trazer três grandes problemas a condução do regime de metas. O primeiro problema, como já foi citado anteriormente, está associado à frequente perda da meta da inflação por parte do Banco Central, uma vez que em um espaço reduzido torna-se mais difícil se alcançar a meta. O segundo problema é instabilidade instrumental que o curto horizonte de tempo gera na economia, ou seja, nesse caso, são necessárias movimentações muito mais bruscas na taxa de juros para que a inflação convirja com a meta, quando a horizonte temporal é menor, do que em situações onde o horizonte temporal é mais longo. E o terceiro problema causado pelo curto horizonte temporal apresentado por Rocha (2007) é que o Banco Central acaba se apresentando como “não dando a devida ponderação às flutuações ao produto em sua função de perda”.

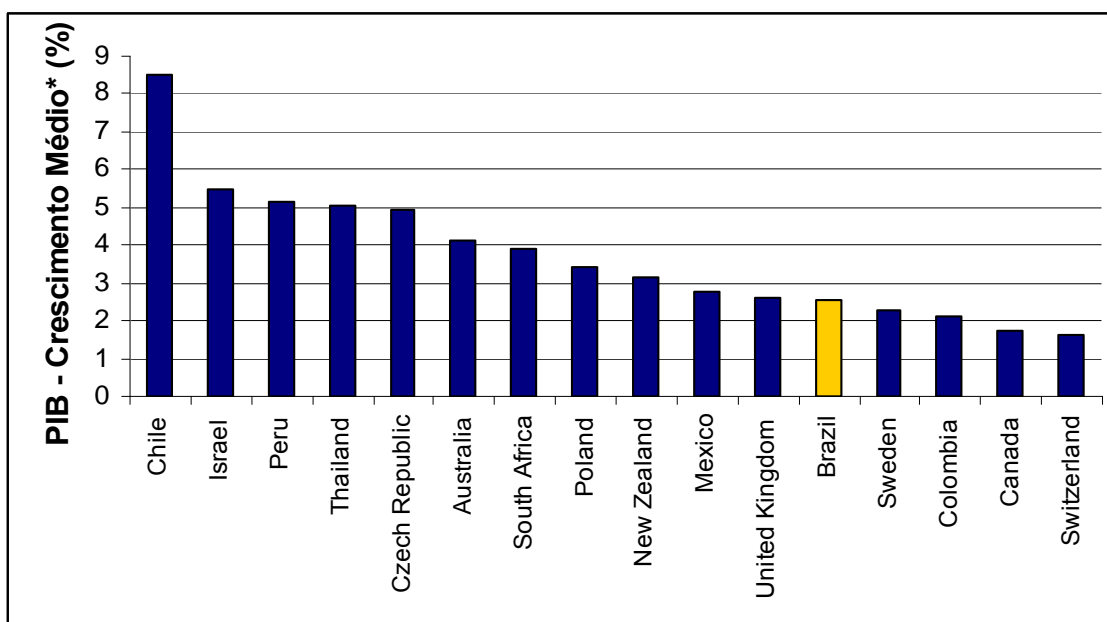
Portanto, é possível afirmar que tal regime gerou uma série de barreiras ao crescimento da economia brasileira, em função, dentre outros vários fatores, da determinação de altas taxas de juros, pela falta de flexibilidade temporal e pela utilização de um indicador que considera a variação de um índice “cheio” de preços. Nas palavras de Delgado (2006):

Em resumo, os custos em termos de crescimento do PIB decorrentes da busca pelo alcance das metas de inflação devem-se, em grande parte, ao conservadorismo do Banco Central associado à vulnerabilidade dos preços internos aos efeitos dos choques de oferta, sobretudo aos efeitos das desvalorizações cambiais.

(DELGALLO, 2006, p.89)

Tais custos ao crescimento econômico do Brasil podem ser observados no Gráfico 4 e no Gráfico 5. O Gráfico 4 mostra a média (%) do crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) dos 5 anos seguintes após a adoção do regime de metas de inflação, em diferentes países que adotaram tal regime. Ou seja, mostra, por exemplo, a média do crescimento econômico do Brasil entre os anos de 1999 (ano em que implementou o regime de metas de inflação no país) e 2004 (5 anos depois) e a média do crescimento do Chile entre 1991 e 1996, tal padrão foi adotado por todos os países do gráfico. O Gráfico 5 apresenta a média, em percentual do PIB, da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) dos 5 anos seguintes a adoção do regime de metas de inflação em diferentes países que adotaram este regime.

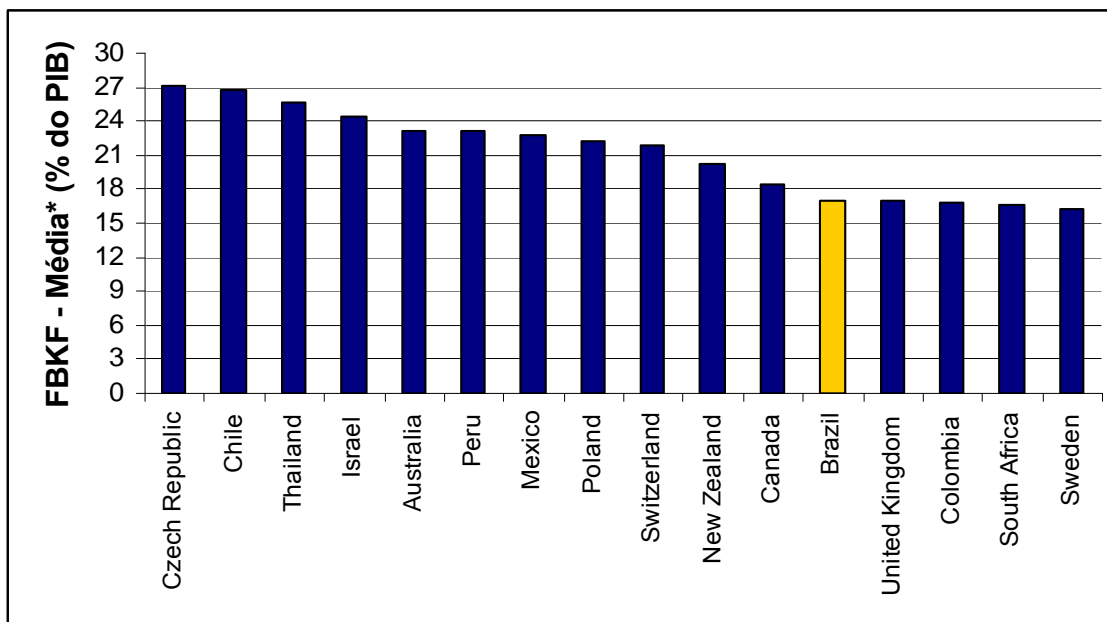
Gráfico 4 - Crescimento médio do PIB (%)



Fonte: Banco Mundial – Elaboração própria

* Crescimento médio 5 anos após a adoção do regime de metas no país em questão.

Gráfico 5 - Média da Formação Bruta de Capital Fixo (% do PIB)



Fonte: Banco Mundial – Elaboração própria

* Média, em percentual do PIB, da Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) dos cinco anos seguintes a adoção do regime de metas no país em questão

Portanto, analisando o Gráfico 4 é possível concluir que, dos países analisados que adotaram o regime de metas de inflação, o Brasil foi um dos que menos cresceu cinco anos após a adoção do regime, período de 1999 à 2004. É importante ressaltar ainda o fato de que economias como a do Chile e Peru, que são significativamente menores que o Brasil, mas também se encontram na América do Sul, tiveram um desempenho melhor do que o do Brasil após a adoção do regime de metas de inflação.

Não obstante, analisando o Gráfico 5 é possível observar que dos países que adotaram o regime de metas de inflação o Brasil foi um dos países onde menos ocorreram investimentos por parte das empresas. Frente ao quadro, é possível inferir que parte dessa escassez de investimento pode ser atribuída às altas taxas de juros existentes no período pós-adoção do regime de metas.

Deste modo, ainda segundo Delgallo (2006), para que seja possível amenizar os custos de crescimento econômico, emprego e renda em função do regime de metas de inflação seriam necessários dois conjuntos de medidas. O primeiro deles, de curto prazo, sugere uma

flexibilização do regime de metas de inflação, através da adoção de metas de inflação menos ambiciosas e horizonte mais longo de tempo para a convergência da inflação à meta.

O segundo conjunto de medidas, de cunho estrutural, refere-se à implementação de políticas que visem amenizar os efeitos nocivos dos choques exógenos sobre a inflação, ou seja, que sejam adotadas medidas que “restringam os canais de transmissão das desvalorizações cambiais aos índices internos de preços e eliminem a indexação formal existente na sistemática de reajuste de preços”. Pois assim, menor seria a necessidade da adoção de medidas de cunho extremamente restritivo por parte do Banco Central, na intenção de se alcançar a meta de inflação estipulada.

Em suma, pode-se dizer que cabem críticas ao regime de metas de inflação implementado no Brasil. Como uma principal crítica, “por dentro”, pode-se citar que o indicador de preços utilizado obriga que o patamar de juros seja muito elevado e que taxas de juros muito elevadas podem sim levar a limites ao crescimento caso se aceite o postulado da não neutralidade da moeda (a chamada “crítica por fora”).

Considerações Finais

O trabalho, como já afirmado na introdução, teve como objetivo principal analisar o Sistema de Metas de Inflação implementado no Brasil. Buscou-se não somente descrever o contexto no qual se passa a utilizar tal instrumental, mas, sobretudo, avaliar quais as consequências em termos de renda e emprego.

É importante ressaltar que apesar da crítica ao regime de metas de inflação, entende-se que era necessária a implementação de uma política rígida de controle de preços no Brasil, uma vez que, por quase duas décadas (80 e 90), foram implementados uma série de planos de estabilização que, sem sucesso, não conseguiram estabilizar o nível de preços do país, à exceção do Plano Real, exitoso nesse aspecto. Portanto, a crítica está limitada ao instrumento utilizado para a manutenção do quadro de estabilidade e não a necessidade de intervenção para o controle de preços.

Em uma análise introdutória entendeu-se ser importante frisar que Clássicos e Keynesianos tinham pensamentos diferentes quanto à validade e resultados das políticas monetárias. Os Keynesianos acreditam que a moeda tem o poder de influenciar variáveis reais como investimento, renda e conseqüentemente o produto da economia, ou seja, a moeda não é neutra. Já os Clássicos se baseiam na idéia de que, no longo prazo, a moeda não tem o poder de afetar as variáveis reais, ou seja, a moeda é neutra na economia real, tendendo somente a afetar variáveis nominais como o nível geral de preços.

Para evidenciar o fato de que o chamado regime de metas de inflação se baseia no pensamento *mainstream*, buscou-se no primeiro capítulo fazer uma revisão teórica sobre a Teoria Quantitativa da Moeda. Inicia-se com a visão “Ricardiana” Clássica de que a moeda é um mero instrumento de troca para finalmente chegar às discussões mais recentes, como a visão de Friedaman.

Na sequência, buscou-se evidenciar que a forma como o sistema de metas de inflação foi implementado no Brasil levou a necessidade de se trabalhar com patamares muito elevados de taxa de juros. Uma vez que no trabalho defende-se a preposição Keynesiana de que a moeda não é neutra, opta-se por fazer uma crítica a tal sistema, dado que a elevação da taxa de juros, em função de políticas econômicas de controle de preços, tende a gerar

contrações na demanda agregada, causando assim, queda no investimento e no consumo e consequentemente freando o crescimento econômico.

As críticas ao sistema não se referiram somente ao fato de não se assumir a neutralidade da moeda como pressuposto teórico. A despeito da aceitação de que a moeda importa, tal como defendeu Keynes, buscou-se também construir uma “crítica por dentro do modelo” quanto ao fato de ter se utilizado o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) como parâmetro oficial de medição da inflação.

Pelo fato de apenas uma parcela do IPCA ser afetado por contrações na demanda agregada, o governo tende a manter taxa de juros muito elevadas para conseguir controlar a inflação, entretanto, tais níveis de taxa de juros tendem a gerar queda em investimentos e no produto da economia.

Nesse sentido, pode-se encerrar a discussão ressaltando a importância do controle de preços, mas que tal busca não seja de tal forma extremada que coloque em questionamento a capacidade de geração de renda e emprego por parte de instrumentos de política econômica.

Referências Bibliográficas

BAER, Werner. *Economia Brasileira*. São Paulo: Nobel, 1995.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de inflação*. Banco Central do Brasil: Brasília, mar., 2005.

BELLUZZO, L.G.M.; CARNEIRO, R. *Bloqueios ao Crescimento*. Política Econômica em Foco, Unicamp, n.3, Jan/Abr, 2004a.

BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. . *Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission*. The Journal of Economic Perspectives, v. 9, n. 4, 1995.

BOGDANSKI, J.; FREITAS, P.S.; GOLDFAJN, I.; TOMBINI, A. *Inflation Targeting in Brazil: shocks, backward-looking prices and IMF conditionality*. Working Paper Series, n. 24, Banco Central do Brasil, 2001.

CARNEIRO, R.; *Desenvolvimento em Crise – a economia brasileira no último quarto do século XX*. Editora Unesp, IE Unicamp, 2002.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de . *Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil*. Revista de Economia Política, São Paulo, 2005, v. 25, n. 4, p. 323-336.

CINTRA, M. A. M. . *Suave Fracasso: a política macroeconômica brasileira entre 1999-2005*. Novos Estudos CEBRAP, São Paulo, 2005.

DELGALLO, Rodrigo H. . *Funcionamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil*. Dissertação (Mestrado) apresentado a Universidade de Campinas (UNICAMP), Campinas, 2006.

DOUGLAS, Paul. *Money, Credit and the Depression*. The World Tomorrow 15, Março 1932.

FARHI, Maryse . *Metas de inflação e o medo de crescer*. Boletim Política Econômica em Foco. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2004, v. v.4, p. 73-91.

FERREIRA, T. P.; FIGUEIREDO, F. M. R. . *Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil*. Trabalhos para Discussão, Banco Central do Brasil, nº 59, Dez. 2002.

FONSECA, M. W. ; VASCONCELOS, M. R. . *Efeitos Reais da Política Monetária: uma discussão sobre os mecanismos de transmissão..* Revista de Economia (Curitiba), Curitiba, v. 28/29, n. ano 26/27, p. 215-237, 2003.

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. *Inflation Targeting In Emerging Market Economies*. Trabalhos para Discussão, Banco Central do Brasil, n.76, jun. 2003.

HICKS, J. . *Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation*. *Econometrica*, 1937. p. 147-159.

LANZANA, Antonio E. T. . *Economia Brasileira: fundamentos e atualidade*. São Paulo: Atlas, 2001.

MARQUES, Maria Sílvia B. . *O Plano Cruzado: teoria e prática*. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 8, nº 3, Julho-Setembro/1988.

MARTINS, Darcio G. . *A Relação entre o Processo Cumulativo e a Teoria Quantitativa da Moeda: uma análise da abordagem monetária de Wicksell e de algumas interpretações posteriores*. Dissertação (Mestrado) apresentado a Pontifícia Universidade Católica de São Paulo PUC-SP, São Paulo, 2007.

MELTZER, A. H. . *Monetary, Credit (and Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective*. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, 1995.

MISHKIN, F. S. . *The Channels of Monetary Transmission: Lessons For Monetary Policy*. NBER – Working Paper 5464, 1996.

MODIGLIANI, F. . *Monetary policy and consumption*. In: FEDERAL RESERVE BANK. *Consumer spending and money policy: the linkages*. Boston: Federal Reserve Bank, 1971. p. 9-84.

OREIRO, J. L. C. ; LEMOS, Breno Pascualote ; PADILHA, R. A. ; PASSOS, M. O. . *A Governança da Política Monetária Brasileira: análise e proposta de mudança*. In: XI ENEP, 2006, Vitória, ES. XI ENEP, 2006

PELICIONI, Luis A.; RESENDE, Marco F. . *Metas de Inflação, Política Monetária e Investimento: um estudo com dados de painel para dezessete países*. In: XXXV Encontro Nacional de Economia-ANPEC, 2007, Recife. XXXV Encontro Nacional de Economia-ANPEC, 2007.

RICARDO, D. (1816). *Proposals for and Economic and Secure Currency*. In “Works of David Ricardo”, ed. por P. Sraffa, Cambridge University Press, Vol. IV, 1966

RICARDO, D. (1817) *Princípios de Economia Política e Tributação*. Coleção Os Economistas. São Paulo: Abril, 1982.

ROCHA, M. A. A. . *A Experiência Internacional com Regimes de Metas de Inflação: um estudo com painel dinâmico*. In: XII Encontro Nacional de Economia Política. 2007.

SCHUMPETER, Joseph A. . *História da Análise Econômica*. São Paulo: Editora Fundo de Cultura, 1964, v. 2.

SICSÚ, João. *Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias*. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 22, nº 1, Janeiro-Março/2002.

SIMOENS DA SILVA, L.A. . *A Teoria Quantitativa da Moeda e a Política Monetária*. Tese (Doutoramento) apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, 1989.

WICKSELL, Knut. *Lições de Economia Política*. São Paulo: Nova Cultural, 1986.

Sites Consultados

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA)

Disponível em: <www.ipeadata.gov.br> Acesso em: 14 mar. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – Série PMF 2007

Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ10-Regime%20de%20Metas%20para%20a%20Infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20Brasil.pdf>>

Acesso em: 26 set. 2008.

WORLD BANK

Disponível em: <www.worldbank.org> Acesso em: 02 abr. 2009.