

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO - CSE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

Jessica Bahia Melo

**ANÁLISE DA EFICÁCIA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO ADOTADO
PELO BANCO CENTRAL DO BRASIL DESDE 1999**

Florianópolis

2018

Jessica Bahia Melo

**ANÁLISE DA EFICÁCIA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO ADOTADO
PELO BANCO CENTRAL DO BRASIL DESDE 1999**

Trabalho Conclusão do Curso de Graduação em
Ciências Econômicas do Centro Socioeconômico
da Universidade Federal de Santa Catarina como
requisito para a obtenção do Título de Bacharel em
Ciências Econômicas

Orientador:

Prof. Dr. Daniel de Santana Vasconcelos

Florianópolis

2018

Jessica Bahia Melo

**ANÁLISE DA EFICÁCIA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO ADOTADO
PELO BANCO CENTRAL DO BRASIL DESDE 1999**

Este Trabalho Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do Título de “Bacharel em Ciências Econômicas” e aprovado em sua forma final pelo Programa de Graduação em Ciências Econômicas, com a nota 9,5.

Florianópolis, 4 de dezembro de 2018

Prof. Dr. Daniel de Santana Vasconcelos
Coordenador do Curso

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Daniel de Santana Vasconcelos
Orientador
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. Wagner Leal Arienti
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. Marcelo Arend
Universidade Federal de Santa Catarina

RESUMO

Desde a década de 90, países tem adotado o Regime de Metas de Inflação (RMI) como mecanismo de controle inflacionário. A partir de 1999, o Brasil passou a utilizar o tripé macroeconômico (superávit primário, câmbio flutuante e Regime de Metas de Inflação). De 1999 a 2017, a inflação medida pelo IPCA ficou acima do centro da meta por 14 anos, sendo 4 deles acima também dos limites estabelecidos. Entre as consequências da aplicação do RMI, estão que as taxas de juros elevadas da economia brasileira podem ter gerado problemas endógenos, contribuindo para um aumento do déficit público. Apesar das recentes diminuições na taxa Selic, o juro real no Brasil foi sistematicamente elevado, sufocando o investimento privado e tornando baixa a dinâmica de crescimento econômico. Este trabalho avalia a eficácia do RMI no país e aborda as críticas estruturalista, pós-keynesiana e ortodoxa sobre este tema.

Palavras-chave: Política Monetária. Regime de Metas de Inflação. Regra de Taylor.

ABSTRACT

Since the 90's countries have adopted the Inflation Target Regime as a mechanism of inflation control. From 1999 onwards, Brazil started to use the macroeconomic tripod (primary surplus, floating exchange rate and Inflation Target Regime). From 1999 to 2017, the inflation measured by the IPCA was above the goal center for 14 years, 4 of them also being above the established limits. Among the consequences of the implementation of the regime, are that the high interest rates of the Brazilian economy may have generated endogenous problems, contributing to an increase in the public deficit. Despite recent decreases in the Selic rate, real interest rates in Brazil were systematically high, stifling private investment and slowing economic growth. This paper evaluates the effectiveness of IMR in the country and addresses the structuralist, post-Keynesian and Orthodox criticisms on this topic.

Keywords: Monetary Policy. Inflation Targeting. Taylor Rule.

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1 – Metas desde o início da implantação do RMI no Brasil.....	55
Gráfico 1 – Taxa SELIC versus IPCA anualizado, Metas de Inflação e bandas, 1999-2017..	56
Gráfico 2. Taxa SELIC (Over), IPCA mensal e variação média no câmbio (1999-2018).....	58
Gráfico 3 – Taxa Selic versus Variação anual do PIB (Brasil, 1999-2017).....	69
Gráfico 4 - Variação da Selic (Over) e variação das NFSP (1999-2018).....	71
Gráfico 5 - Variação da Selic (Over) e estoque da Dívida Fiscal do Setor Público (1999-2018).....	71

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO ..	8
1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	8
1.2 OBJETIVOS	11
1.2.1 Objetivo geral.....	11
1.2.2 Objetivos específicos.....	12
1.3 JUSTIFICATIVA.....	12
1.4 METODOLOGIA.....	13
2 A DISCUSSÃO TEÓRICA SOBRE POLÍTICA MONETÁRIA ÓTIMA.....	465
2.1 POLÍTICA MONETÁRIA ÓTIMA.....	15
2.2 REVISÃO HISTÓRICA DA TEORIA MONETÁRIA.....	17
2.2.1 Teoria Quantitativa da Moeda (TQM).....	17
2.2.2 da TQM para a Regra de Política Monetária de Taylor.....	20
2.2.3 Modelos Neokeynesianos.....	23
2.2.4 Teoria Fiscal do Nível de Preços e Teoria da Dominância Fiscal.....	24
2.3 REGRAS E DISCRICIONARIEDADE NA POLÍTICA MONETÁRIA.....	26
2.4 OPERACIONALIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	29
3 INFLAÇÃO.....	34
3.1 HISTÓRICO DA INFLAÇÃO NO BRASIL.....	36
3.2 O PLANO REAL (1994).....	40
3.3 A MANUTENÇÃO DA ESTABILIDADE DE PREÇOS: O REAL, AS CRISES INTERNACIONAIS E A MUDANÇA EM 1999.....	44
4 NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO E O REGIME DE METAS.....	46
4.1 NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO (NCM).....	46
4.2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (RMI).....	47
4.2.1 Credibilidade e Autonomia do Banco Central no Regime de Metas.....	49
4.2.2 Vantagens e Desvantagens do Regime de Metas de Inflação.....	50
5 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (RMI) NO BRASIL.....	51
6 CRÍTICAS AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	61
6.1 CRÍTICA DO NOVO DESENVOLVIMENTISMO.....	61
6.2 CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA.....	64
6.3 CRÍTICAS ORTODOXAS.....	69
7 CONCLUSÃO	76

REFERÊNCIAS.....77

1 INTRODUÇÃO

1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

Entre as funções típicas de um Banco Central, está de emissor de papel-moeda, controlador de liquidez na economia, banqueiro dos bancos, regulador do sistema financeiro e depositário de reservas internacionais no país (CARVALHO et alli, 2000, p. 101). Com o objetivo de cumprir metas de inflação, níveis de atividade econômica, taxa de desemprego, estabilidade do sistema financeiro, entre outras, Bancos Centrais utilizam instrumentos de política monetária, visando alcançar metas operacionais e metas intermediárias (CARVALHO et alli, 2000, p. 123).

Esses objetivos mudam de acordo com os países, alguns com maior foco na política monetária para controlar a inflação, outros inflação e nível de emprego, ou outros arranjos – o que pode causar alguns tipos de conflitos para que todos eles sejam atingidos, tornando mais difícil a tomada de decisão dos gestores dessas instituições. Assim, os bancos centrais buscam alcançar esses objetivos finais, mas a influência não é direta. Utilizam instrumentos que podem afetar esses objetivos durante um período de tempo (MISHKIN, 2000, p. 287).

A atuação da política monetária sobre a economia leva tempo; sendo assim, o Banco Central estabelece metas intermediárias e operacionais. As intermediárias, normalmente são a taxa de juros de longo prazo e os agregados monetários. As metas intermediárias funcionam como indicadores de política monetária, e assim, pode-se avaliar quais impactos a política realizada teve na economia. Já as metas operacionais são resultado direto da operacionalização: a determinação da taxa de juros de curto prazo e o controle das reservas agregadas.

Segundo Carvalho et alli (2000, p. 125):

É importante ressaltar que o Banco Central não pode controlar simultaneamente a taxa de juros básica e o nível de reservas bancárias. Isto porque se o Banco Central pretende alcançar uma determinada meta de taxa de juros, ele deve abrir mão do controle sobre o nível de reservas, que neste caso funciona como a variável de ajuste; por outro lado, se o Banco Central tenta alcançar uma determinada meta monetária agregada, ele perde o controle sobre a taxa de juros, pois a esta deve ser permitido variar de modo a alcançar o nível consistente com a meta monetária.

Conforme explica Mishkin (2000, p. 300), devido a essa incompatibilidade das metas de juros e as metas monetárias, o Banco Central deve escolher entre as duas com base nos critérios de “mensurabilidade, controle e capacidade de afetar as variáveis de objetivo através de prognósticos”. Os Bancos Centrais podem ter como foco apenas o controle dos agregados monetários, conduzindo sua política monetária “para a fixação da taxa de juros de curto prazo, que é, portanto, na prática, a meta operacional de política monetária” (CARVALHO et alli, 2000, p.123). No Brasil, o Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil, (COPOM), foi instituído em 1996, visando estabelecer diretrizes de política monetária e definir a meta da taxa de juros, sendo, portanto, o responsável pela condução da política monetária do país.

Sendo a inflação uma situação de aumento contínuo no nível dos preços, preocupação de agentes políticos e do público geral, a discussão sobre a importância de mantê-la em níveis adequados ganhou destaque nas últimas décadas. A nova tendência internacional é seguir uma estratégia de política monetária com metas de inflação – o chamado RMI (Regime de Metas de Inflação), com base no Novo Consenso Macroeconômico (NCM), surgido nos anos 1990 no campo teórico *mainstream*. O NCM estabelece que uma taxa de inflação baixa e estável é necessária para o crescimento de longo prazo, e afirma, ainda, que não existe um *trade-off* no longo prazo entre inflação e desemprego, pois as variáveis nominais não afetam as variáveis reais no longo prazo (a moeda é neutra).

Uma vantagem do RMI é de mostrar ao público que a estabilidade dos preços é o objetivo principal, “tornando por conseguinte o banco central mais responsável por manter a inflação baixa, o que pode também ajudar a reduzir as pressões políticas sobre o banco central no sentido de buscar uma política monetária inflacionária” (MISHKIN, 2000, p. 300).

Os primeiros países desenvolvidos que adotaram o RMI a partir da década de 1990 foram Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Finlândia, Suécia e Austrália. Já os países em desenvolvimento foram Chile, Israel, Polônia, República Tcheca, México, África do Sul, Tailândia, Indonésia e Turquia. O Brasil adotou o modelo em 1999, depois do fim da âncora cambial do real.

Segundo Mishkin (2000, p. 300), mesmo que a meta tenha apresentado bons resultados em manter as taxas de inflação baixas nos países que a adotaram, ainda não se realizaram as expectativas de que as metas de inflação levariam ao um controle do nível de preços a um custo mais baixo.

A adoção do RMI traz o reconhecimento que o objetivo principal da política monetária é a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável. A credibilidade passa a ter papel fundamental – é necessário um comprometimento da autoridade monetária com essa meta. Com exceção do Brasil, os BCs que adotaram RMI também possuem independência. Para adoção do índice de metas, pode ser usado um índice cheio, como o caso do IPC ou um núcleo de inflação, que “exclui do índice de preços ao consumidor os itens que causam perturbações transitórias ou autocorrigíveis” (CARVALHO et alli, 2015, p. 154).

Entre os países desenvolvidos a taxa escolhida fica em torno de 1% a 3%, abaixo das estabelecidas pelos países em desenvolvimento – ressaltando que as taxas são positivas, não nulas, evitando o risco de deflação. A meta pode ser pontual, com ou sem banda de tolerância, o que vai alterar a flexibilidade de atuação do BC. Há um *trade off* entre a credibilidade e a flexibilidade, nesse caso.

Ainda, os bancos que utilizam o RMI buscam o aumento da transparência e prestação de contas, com o objetivo de aumentar a credibilidade do sistema implantado. Além de mecanismos de comunicação, como a publicação de relatórios avaliativos e com projeções, são adotados mecanismos de prestação de contas, com procedimentos no caso de não cumprimento da meta. “A transparência reduz as incertezas sobre as preferências do BC, cuja função é reduzir as taxas esperadas de inflação” (CARVALHO et alli, 2015, p. 157).

A partir de 1999 a política econômica brasileira passou a ser baseada no chamado tripé macroeconômico: câmbio flutuante, superávit primário e metas de inflação. No Brasil, o RMI foi adotado após publicação do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999 (BRASIL, 1999), que estabelece a competência do Banco Central executar as políticas necessárias para o cumprimento das metas. As metas são propostas pelo Ministério da Fazenda, mas “decididas e anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que é constituído pelo Ministro da Fazenda, pelo Ministro do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil”. Utiliza o IPCA, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo, como indicador que mede a inflação, e a taxa SELIC como instrumento primário de política monetária. A taxa Selic equilibra o mercado de reservas bancárias, sendo ela “a taxa de juros média que incide sobre os financiamentos diários com prazo de um dia útil (*overnight*), lastreados por títulos públicos registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic)” (CARVALHO et alli, 2015, p. 161).

No Brasil, o RMI estabelece metas de um ano para o ano corrente e para os próximos dois. No caso do não cumprimento da meta, o presidente do Banco Central deve publicar as razões do descumprimento, em carta aberta ao ministro de Estado da Fazenda, contendo: a descrição

detalhada das causas do descumprimento; providências para assegurar o retorno aos limites estabelecidos e as expectativas de prazos. No ano de 1999, a meta estabelecida pelo Banco Central era de 8%. Desde o ano de 2005, a meta é de 4,5%. No entanto, a eficácia da política variou durante os anos. A inflação efetiva ficou acima da meta estabelecida nos anos de 1999, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2008, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 e em 2016. Mesmo fora da meta, estiveram fora da banda permitida (que variou entre 1,5 p.p. e 2,5 p.p.) apenas os anos de: 2001, 2002, 2003 e 2015.¹

Entre as críticas deste regime, está a necessidade do câmbio flexível, o que pode causar instabilidade financeira diante de ataques especulativos. Ainda, quando a variável de controle é a taxa de juros, “a vinculação entre as políticas monetárias e fiscais fica evidente, pois a taxa de juros é um importante determinante do custo da dívida pública” (RESENDE, 2017, p. 132). Neves e Oreiro (2008, p. 121) apontam como problema também o fato de que o regime não pode evitar a ocorrência da chamada dominância fiscal: “Diante da existência de elevados déficits fiscais, a monetização da dívida pública pode ocorrer e, com isso, promover a aceleração inflacionária”.

Segundo Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009, p. 1), embora o regime de metas de inflação possa obter o impacto pretendido de reduzir e estabilizar o nível de preços, os países que não adotam regimes de metas de inflação realizaram processos de estabilização de preços similares:

Por sua vez, elevadas taxas de juros têm contribuído para o baixo crescimento econômico e para a deterioração de outras variáveis macroeconômicas, tais como a dívida pública. Parece, assim, que o atual quadro de juros elevados e câmbio valorizado, por mais que sejam imprescindíveis para estabilizar o processo inflacionário, não tem sido dos mais promissores para a economia brasileira, pois o crescimento econômico tem sido baixo e a inflação, apesar de declinante, ainda é relativamente alta (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009, p. 24).

Desta forma, o problema de pesquisa a ser analisado é como o Banco Central do Brasil aplica o Regime de Metas de Inflação desde o ano de 1999 e qual a eficácia dessa política, vista sob a perspectiva de sua relativa longevidade – próxima de completar duas décadas de aplicação – na economia brasileira.

¹ Essas condições serão vistas mais criteriosamente à frente, neste trabalho.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar a eficácia da política monetária ótima praticada pelo Banco Central brasileiro (RMI) desde 1999.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Discutir origens e abordagens teóricas da política monetária ótima;
- b) Avaliar os resultados *ex-post* do RMI no Brasil no período analisado;
- c) Discutir as críticas ao regime de metas de inflação, em particular para o caso brasileiro.

1.3 JUSTIFICATIVA

Considerando a trajetória de altas taxas de juros aplicadas ao longo dos quase 20 anos de RMI na economia brasileira com o objetivo de controlar a inflação no país, o trabalho busca analisar a eficácia da utilização da política monetária ótima pelo banco central brasileiro e quais as críticas aos procedimentos adotados. Sendo a estabilidade de preços condição desejável para diminuir a incerteza no cenário econômico, o Brasil já adotou diversas medidas para reduzir os problemas causados pela inflação (como os “planos econômicos” do período de 1985 a 1994), adotando o RMI em 1999 como política para controlá-la, com base no NCM.

Apesar de implantado em diversos países a partir da década de 1990, economistas ainda possuem visões controversas a respeito de sua eficácia, mesmo porque as teorias de política monetária também divergem sobre temas significativos nessa área, como a existência ou não de um *trade off* entre inflação e desemprego (como prevê a curva de Phillips), sobre validade empírica da taxa natural de desemprego (do tipo “não aceleracionista” de inflação, como tratada na literatura *mainstream*), entre outras hipóteses que possuem consequências na política monetária a ser adotada (CARVALHO et al., 2000, p. 119). A taxa de juros alta é considerada um entrave para o desenvolvimento da economia, e a reversão recente para níveis mais baixos da taxa SELIC, após o prolongado período de recessão da economia brasileira

nos últimos anos é realidade bem diferente daquela das taxas altas que foram sistematicamente utilizadas desde a implantação do regime de metas em 1999.

É importante, ainda, entender como funciona a política monetária, devido à sua influência no nível de atividade econômica e, em consequência, no bem-estar da população (MISHKIN, 2000, p. 285). O tema voltou à tona na academia brasileira após uma série de artigos publicados pelo economista André Lara Resende, em jornal de grande circulação, *O Valor Econômico*, além do livro “*Moeda, Juros e Ortodoxia*”, publicado pelo mesmo autor, questionando os fundamentos sobre os quais se erigiu o RMI brasileiro. A provocação de Lara Resende reacendeu a discussão sobre o RMI no país, em especial pela combinação de altas taxas de juros com inflação relativamente persistente e desempenho macroeconômico em geral ruim. O livro de Lara Resende resgatou o debate no estado da arte em que vem sendo conduzido na academia, mas em geral desprezado no debate interno brasileiro. Nesse sentido, mesmo que uma teoria seja considerada *mainstream*, é importante para o trabalho do economista conhecer outras vertentes teóricas com o objetivo de complementar seu trabalho e para analisar de forma mais crítica uma política adotada.

Por isso, o trabalho irá discutir o referencial teórico que justifica o RMI, além de analisar quais os pontos, hipóteses e métodos utilizados na sua aplicação no país são fonte de crítica para os economistas brasileiros. É de fundamental importância que as teorias que abrangem políticas que impactam no bem-estar da população sejam não só fonte de análise, mas também de crítica dos economistas.²

1.4 METODOLOGIA

Lakatos e Marconi (2007, p. 23) caracterizam a ciência como um “pensamento racional, objetivo, lógico e confiável”, que é sistemático, mas definitivo. Deve ser verificável, podendo passar por experimentos. Não há ciência sem os métodos científicos. A partir desse conceito os autores afirmam que:

Diríamos que a finalidade da atividade científica é a obtenção da verdade, por intermédio da comprovação de hipóteses, que, por sua vez, são pontes entre a observação da realidade e a teoria científica, que explica a realidade. O método é o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo – conhecimentos

² Vale ressaltar, ainda, que, como a autora do presente trabalho é também jornalista, discussões com esse enfoque são adequadas também sob o ponto de vista de poder levar as diferentes visões sobre determinado tema ao conhecimento do público em geral.

válidos e verdadeiros -, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista.

A economia, como ciência, possui suas particularidades. Para Bêni, (1998, p. 38) a investigação econômica pode ser orientada por um tripé, de estudos teóricos, empíricos e históricos. O estudo empírico compreende a articulação entre esses três blocos, sendo o primeiro o que estabelece os conceitos relevantes do marco teórico do trabalho; o segundo a descrição dos dados a serem utilizados, verificando se está de acordo ou não com a teoria em que é embasada, e o terceiro, a análise dos resultados, com o objetivo de verificar ou estabelecer associações entre as variáveis. “Merecem referência ainda duas peculiaridades do estudo empírico. A primeira é concernente à amplitude do estudo, dizendo respeito a todo o universo de abrangência de um fenômeno ou apenas a uma fração deste”.

O estudo pode ser ou quantitativo ou qualitativo. Para este trabalho bibliográfico, será utilizada a análise qualitativa (LAKATOS; MARCONI, 2007).

Segundo Bêni (1998, p. 38):

É através da realização do estudo qualitativo que conjuntos de dados até então desconexos podem repentinamente passar a representar algum padrão significativo. Em ambos os casos, pode-se fazer avaliação do papel explicativo dos modelos e a própria avaliação dos fatos em si. Busca-se saber se as variáveis relevantes presentes no modelo tomaram ou não o rumo previsto por este, ou se houve distorções artificiais. No caso do modelo estar “calibrado”, isto é, as variáveis estarem reproduzindo a realidade econômica de um certo período, pode-se fazer recomendações sobre a implantação da política pública.

Lakatos e Marconi (2007, p. 272) também destacam que na pesquisa qualitativa, de início, é feita a coleta dos dados “a fim de poder elaborar a teoria de base, ou seja, o conjunto de conceitos, princípios e significados.” A partir de então, é preciso relacionar a pesquisa com o universo teórico.

A fim de estabelecer os limites do trabalho, a análise será feita para o Brasil no período após a aplicação do regime de metas de inflação, ou seja, de 1999 até 2017. Serão utilizados com fontes livros, periódicos, artigos em meio impresso e eletrônico, notas técnicas e relatórios oficiais, assim como a análise dos dados existentes com vistas a uma avaliação sobre o desempenho do RMI no Brasil, ao longo desse período.

O trabalho será dividido em sete capítulos. O primeiro com introdução do tema, objeto de pesquisa e metodologia; o segundo traz o referencial teórico sobre política monetária ótima; o

terceiro discute o problema da inflação; o quarto aborda o novo consenso macroeconômico e o regime de metas de inflação; o quinto foca no RMI no Brasil; o sexto traz as críticas ao regime e o sétimo conclui o tema.

2 A DISCUSSÃO TEÓRICA SOBRE POLÍTICA MONETÁRIA ÓTIMA

Neste capítulo, trataremos das mudanças na visão *mainstream* sobre a política monetária, desde a Teoria Quantitativa da Moeda até as regras utilizadas pelas autoridades monetárias hoje, com embasamento na Regra de Taylor. Também traremos o debate de regras versus discricionariedade na política monetária e sobre a autonomia do Banco Central.

2.1 POLÍTICA MONETÁRIA ÓTIMA

Os economistas monetaristas, ecoando a proposição normativa de Friedman, defendem que a autoridade monetária deve manter a oferta monetária crescendo a um ritmo estável, como forma de manter os preços estáveis. No entanto, Mankiw (2008, p. 308) ressalta que “embora regras políticas monetaristas tenham evitado muitas das oscilações econômicas que atravessamos, a maior parte dos economistas acredita que essa não é a melhor regra de política monetária possível”. Ao longo do fim dos anos 1970 e início dos anos 1980, foi se cristalizando a percepção de que regras de política monetária precisam permitir que a oferta monetária varie de acordo com choques, e a regra do tipo monetarista pura caiu em desuso.

De acordo com Mishkin (2007, p. 434), acertar na política monetária é essencial para o bem-estar econômico: caso ela seja muito expansionista, aumenta a inflação e diminui a eficiência. E, caso ela seja muito restritiva, pode levar a recessões severas, com diminuição expressiva do nível de emprego. Como a estabilidade de preços é necessária como objetivo de longo prazo, um elemento que vem sendo apresentado com sucesso seria o uso de algum tipo de âncora nominal - uma variável como uma taxa de inflação ou de oferta de moeda. Essa âncora colocaria para baixo o nível de preços para alcançar a estabilidade, pois promoveria o direcionamento de baixas expectativas de inflação.

A âncora nominal seria uma maneira de limitar o comportamento e teria sua importância reforçada pelo problema das falhas de inconsistência temporal de políticas fiscais versus

política monetária. Na perspectiva ortodoxa, os *policy makers*, ao formular política econômica, são tentados a promover práticas expansionistas, com o objetivo de diminuir o nível de desemprego no curto prazo – o que não seria a política mais benéfica para atingir mais benefícios no longo prazo, pois aumentaria a inflação. Mishkin (2007, p. 435) reforça que o Banco Central vai ter um desempenho melhor se não buscar esse resultado com políticas expansionistas, mas manter a inflação estável.

Mesmo que a inflação estável seja o primeiro objetivo de muitos bancos centrais, podem existir outros objetivos, citados por Mishkin (2007, p. 436), como alta taxa de emprego, crescimento econômico, estabilidade dos mercados financeiros, estabilidade das taxas de juros e estabilidade do mercado de câmbio. No longo prazo, não existiriam inconsistências entre o objetivo de estabilidade de preços e esses outros, mas pode haver no curto prazo. Os mandatos dos Bancos Centrais podem conter um ou mais objetivos – os países geralmente determinam como principal meta a estabilidade de preços. Os mandatos podem ser hierárquicos, colocando outras metas como secundárias; ou até duais, com dois objetivos principais. Um exemplo de mandato dual seria com estabilidade de preços e o máximo de emprego.³ Se a estabilidade de preços for um objetivo de longo prazo, mas não de curto prazo, é possível focar em reduzir flutuações de crescimento – ao permitir que a inflação desvie um pouco. Mas, se os agentes formadores de políticas tiverem esse mandato dual e focarem no produto sem se preocupar com o objetivo de longo prazo de manter a inflação sob controle, acontece o problema da inconsistência temporal. Por isso, de acordo com o autor, muitos países preferem os mandatos hierárquicos (MISHKIN, 2007, p. 439). Dentro do objetivo de manter os preços estáveis, num contexto em que as regras do monetarismo à la Friedman perderam entusiasmo teórico, a política monetária dos países avançados e em desenvolvimento viu surgir, a partir do início dos anos 1980, um conjunto de práticas que passou a ser mais amplamente conhecido como *Política Monetária Ótima* (PMO).

Para Martinez, (2015, p. 9), a política monetária ótima pode ser definida como um:

Problema de minimização de uma função perda descontada a valor presente, a qual é microfundamentada na função de utilidade do agente representativo e deve abranger variáveis que afetem o bem-estar dos agentes e possam ser afetadas pela política monetária [...] Considerando que o Banco Central tem controle direto da taxa de juros, seu instrumento de política monetária, o problema consiste em minimizar a função perda, sujeita à restrição imposta pela curva de Phillips. A solução de equilíbrio com expectativas racionais

³ O Federal Reserve, nos EUA, é um caso conhecido de banco central com duplo mandato: preços estáveis e pleno emprego.

determinará o caminho ótimo das variáveis [...]. Demonstra-se que a taxa ótima de inflação de longo prazo deve ser zero [...].

Já Barbosa (1990, p. 2), explica também que o problema da política monetária ótima está “na escolha da taxa de expansão monetária μ , de tal sorte que o valor atual do custo social do programa de estabilização seja minimizado, com a condição de que as equações de estado da economia sejam satisfeitas”.

2.2 REVISÃO HISTÓRICA DA TEORIA MONETÁRIA

De acordo com Mishkin (2000, p. 319), “uma pergunta fundamental com respeito à teoria monetária é até que ponto a quantidade de demanda por moeda é afetada pelas mudanças nas taxas de juros”. E, conforme destaca André Lara Resende (2017, p. 13), “a teoria monetária é indissociável de seu contexto histórico e institucional”, pois:

Foi desenvolvida em íntima associação com a história do sistema monetário e financeiro inglês, sobretudo a partir dos debates, entre bulionistas e antibulionistas, em torno da interrupção da conversibilidade da libra em ouro, de 1797 a 1821. Enquanto os bulionistas criticavam o fim da conversibilidade e defendiam sua restauração, os antibulionistas sustentavam que a moeda poderia ser puramente fiduciária, dispensando seu lastro metálico. Os bulionistas saíram vitoriosos. (RESENDE, 2017, p. 13).

A teoria monetária estabelecida na época debatia principalmente a vinculação da moeda com o lastro metálico, sendo que a teoria antibulionista passa a ser resgatada pelo economista Knut Wicksell, em contraste à Teoria Quantitativa da Moeda. Wicksell afirmava que o problema da política monetária poderia ser concebido como uma questão da política de juros, arcabouço teórico que foi retomado por Woodford na teoria de determinação do nível de preços (RESENDE, 2017, p. 58).

Na visão de Wicksell, nas economias com sistemas financeiros desenvolvidos, a criação e destruição da liquidez é endógena, via sistema bancário/financeiro, “seria comandada pela dinâmica entre a taxa nominal e a taxa natural de juros, ou seja, entre a taxa financeira e a taxa de retorno real dos investimentos (RESENDE, 2017, p. 14). Como ele observa, (idem, p.11) a Teoria Quantitativa da Moeda teve domínio absoluto sobre o pensamento econômico durante grande parte do século XX, até começar a ser deixada de lado na década de 1980 e, desde então, a macroeconomia “foi para o extremo oposto, abandonou o monetarismo quantitativista sem que nenhuma teoria monetária ocupasse seu lugar” (*ibid, loc. cit.*).

2.2.1 Teoria Quantitativa da Moeda (TQM)

A Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) foi desenvolvida por economistas clássicos no século XIX e XX. Assume que a moeda é necessária para que as transações ocorram, mas seu comportamento é neutro, não afetando variáveis reais, sendo somente veículo das trocas entre bens. Principalmente com a pressão exercida nos preços após a entrada do ouro do Novo Mundo na Europa, “a hipótese de que as transações exigiriam um nível proporcional de saldos monetários provavelmente teve um apelo intuitivo no passado” (RESENDE, 2017, p. 53). Sobre a TQM, afirma Mishkin:

É uma teoria sobre a forma como é determinado o valor nominal da renda agregada. Como ela também indica a quantidade de moeda mantida para uma dada quantia de renda agregada, ela também representa a teoria da demanda por moeda. A característica mais importante dessa teoria é que ela indica que as taxas de juros não têm nenhum efeito sobre a demanda por moeda (MISHKIN, 2000, p. 319).

Na década de 1920, Irving Fischer formalizou a equação quantitativa da moeda, em que “o estoque de moeda na economia é proporcional ao valor de todas as transações em determinado período de tempo” (RESENDE, 2017, p. 50). A equação de troca é dada por:

$$MV = PT \quad (1)$$

Em que M é a quantidade de moeda; V é a velocidade de circulação da moeda, P é o nível geral de preços e T é o volume físico das transações realizadas. Ou seja, a equação “afirma que a quantidade de moeda multiplicada pelo número de vezes que essa moeda é gasta em um determinado ano deve ser igual à renda nominal (a quantidade nominal total gasta em bens e serviços naquele ano)” (RESENDE, 2017, p. 50). Quando Fischer formalizou essa relação de identidade, argumentou que a velocidade estaria quase sempre constante no curto prazo, pois “é determinada pelas instituições de uma economia que afetam a maneira com os indivíduos realizam as transações” (MISHKIN, 2000, p. 320).

Com a velocidade constante no curto prazo, a teoria quantitativa da moeda indica que “a renda nominal é determinada apenas pelos movimentos na quantidade de moeda”, implicando que se M dobra, Y também deve dobrar no curto prazo, pois “os movimentos no nível de preços resultam apenas das mudanças na quantidade de moeda” (MISHKIN, 2000, p.320). Ainda, dividindo os dois lados da equação por V têm-se que:

$$M = \frac{1}{V} . PY \quad (2)$$

Quando o mercado monetário está em equilíbrio, a demanda e a quantidade de moeda são iguais, Md , substituindo na equação, e, como a velocidade é constante, substituindo $1/V$ por k , chega-se à equação:

$$Md = k.PY \quad (3)$$

Essa equação indica que a “demanda por moeda é puramente função da renda [nominal], e as taxas de juros não produzem nenhum efeito sobre ela” (MISHKIN, 2000, p. 320).

Os economistas de Cambridge, na Inglaterra, como Alfred Marshall e Pigou chegaram à mesma equação, mas com um diferencial quanto à abordagem, reconhecendo a moeda como meio de troca e reserva de valor. Neste modelo, “os indivíduos têm uma certa flexibilidade para decidir se querem possuir dinheiro e não estão completamente sujeitos às restrições institucionais” (MISHKIN, 2000, p. 321). No entanto, k poderia flutuar no curto prazo, com as escolhas individuais, não descartando os efeitos das taxas de juros.

John Maynard Keynes ampliou a versão dos economistas de Cambridge, sugerindo três motivações para se reter moeda: os motivos transacional (para efetuar trocas), precaucional (precaução é constituir reservas para contingências imprevistas) e especulativo (com vistas a ter liquidez para aproveitar oportunidades de ganhos com ativos), sendo esse último sensível às taxas de juros, implicando ainda que a velocidade é instável e não deveria ser considerada uma constante, como previa Fisher. (MISHKIN, 2000, p. 332; KEYNES, 1992; CARVALHO, 1992)

Já o economista Milton Friedman, ao retomar e reafirmar a TQM em 1956, em sua teoria da escolha de portfolio, destacou que a moeda era afetada como qualquer outro ativo. Mas ao contrário de Keynes, Friedman acreditava que as mudanças nas taxas de juros possuem um efeito pequeno sobre a demanda por moeda. Friedman propunha que variações temporárias na renda não afetavam significativamente o padrão de consumo, que seria, portanto, adequado a um padrão de consumo de acordo com a “renda permanente”, de tal forma que a demanda por moeda poderia ser dada por:

$$\frac{Md}{P} = f(Yp) \quad (4)$$

Onde Md é a demanda por Moeda, P descreve os preços, que são função de Yp , a renda permanente. A função de demanda de Friedman, assim, afirma que a renda permanente

é o principal determinante da demanda por moeda. Ainda, não considera a velocidade (V) uma constante, mas sim altamente previsível:

$$V = \frac{Y}{F(Yp)} \quad (5)$$

De acordo ainda com Mishkin (2000, p. 329), Friedman utilizou uma abordagem semelhante à teoria keynesiana e dos economistas de Cambridge, “mas não entrou em detalhes sobre os motivos para reter moeda”. Além disso, sua teoria de escolha de *portfolio* indica “que a demanda por moeda será uma função da renda permanente e dos retornos esperados sobre ativos alternativos em relação ao retorno esperado sobre a moeda”. Friedman e Schwartz (1963) escreveram um tratado sobre a história monetária dos EUA, com uma análise de dados históricos sobre inflação e expansão monetária nos Estados Unidos ao longo de cada década desde os anos de 1870. Segundo Mankiw (2008, p. 65), os dados confirmaram essa relação entre inflação e crescimento da moeda, dado que “As décadas com grande expansão monetária (como a década de 1970) tendem a ter inflação alta, enquanto as décadas com pequena expansão monetária (como a década de 1930) tendem a ter inflação baixa.”⁴

Segundo Resende, a questão da estabilidade da velocidade da moeda foi o grande debate da época, entre monetaristas e John Maynard Keynes.

A chamada “velocidade-renda” da moeda deixa assim de ser constante e passa a ser uma função estável da taxa de juros. Isso não só deixa incólume a crença em certa proporção entre o estoque de renda e a renda nominal como também ajudou a transformar a identidade da equação quantitativa da moeda numa teoria de demanda por moeda (RESENDE, 2017, p. 50).

Objetivamente falando Keynes refuta a TQM no escopo da Teoria Geral (Keynes, 1992; Carvalho, 1992), ao demonstrar que não necessariamente a ampliação da oferta monetária leva sempre a uma elevação dos preços, mas a teoria obteve sobrevida a partir da síntese neoclássica. O modelo IS-LM, de Hicks, que passa a ser o referencial teórico da teoria macroeconômica na segunda metade do século XX, “adotou uma versão revista da TQM, em que a demanda por saldos monetários reais é também função da taxa de juros” (RESENDE, 2017, p. 50). Com Friedman, a TQM voltou ao debate com certa força, no âmbito da defesa monetarista de regras monetárias explícitas com vistas à estabilidade de preços.

⁴ Outras variáveis que afetaram o desempenho dos preços nos mesmos períodos (a grande depressão, nos anos 1930; os choques do petróleo, nos anos 1970), parecem ser escamoteados dessa forma de analisar o problema.

2.2.2 da TQM para a Regra de Política Monetária de Taylor

Para tomar decisões sobre a fixação da taxa de juros, dados diversos objetivos, bancos centrais podem optar por seguir determinadas regras de política monetária, sendo um exemplo geralmente aceito a Regra de Taylor. Regras como essa foram criadas com o objetivo de diminuir a instabilidade do período da chamada *grande inflação* dos anos 1970, nos EUA. John Taylor formulou a primeira regra prática de condução de política monetária em substituição à regra monetarista de Friedman (TAYLOR, 2010, p.2). A chamada regra de Taylor deveria englobar as preocupações com o ciclo econômico e a inflação – inclui a taxa de inflação e o hiato do produto e, em alguns casos, a taxa de desemprego (KRUGMAN e WELLS, 2015). O formato geral é dado pela equação abaixo, sendo r^* a taxa de juros real natural, “correspondendo à taxa de juros que teríamos se a economia estivesse em equilíbrio na taxa natural de desemprego, ou, de forma equivalente, no PIB potencial” (DORNBUSCH; FISCHER, STARTZ, 2013, p.181), i_t é a taxa de juros nominal no tempo t , π_t a taxa de inflação no tempo t , π^* é a meta da taxa de inflação, Y^* o PIB potencial, Y_t o PIB no tempo t , α coeficiente de sensibilidade à variação da inflação e β coeficiente de sensibilidade à variação do produto .

$$i_t = r^* + \pi_t + \alpha (\pi_t - \pi^*) + \beta \left(100 \cdot \frac{Y_t - Y^*}{Y^*} \right) \quad (6)$$

A medida utilizada é o hiato do produto, $\frac{Y_t - Y^*}{Y^*}$, assim, a autoridade monetária muda as taxas de juros para levar o produto ao seu potencial. No caso de α ser grande em relação a β , “a autoridade monetária responderá muito mais agressivamente à inflação do que responderia ao nível de atividade econômica. O caso em que $\beta = 0$ corresponde à meta de inflação pura” (DORNBUSCH; FISCHER, STARTZ, 2013, p.181).

Taylor (1998, p.1), define como regra de política monetária uma descrição que pode ser colocada de forma algébrica, numérica ou gráfica, de como os instrumentos da política mudam, de acordo com as variáveis econômicas – como, por exemplo, um crescimento constante da base monetária. A regra pode ser normativa ou descritiva (TAYLOR, 1998, p. 2). Na análise da TQM, um aumento do estoque de moeda levaria a um aumento do nível de preços. Taylor (1998, p. 9) troca a equação elaborada na TQM por uma que denomina como *regra de política monetária*, na qual a taxa de juros de curto prazo é função da taxa de inflação e do PIB. A equação é diferente, mas poderia ser facilmente derivada da equação utilizada na TQM. A partir da equação da TQM, $MV=PY$, Taylor inicia a derivação supondo

que a oferta de moeda ou é constante, ou cresce a uma taxa constante. Sabendo que a velocidade-renda depende da taxa de juros e do nível de produção ou renda, Isolando a taxa de juros, Taylor chega a uma função de duas variáveis, na qual a taxa de juros é função do nível de preços e do nível de produto. A forma funcional que Taylor utiliza é linear na taxa de juros e em logaritmos no nível de preços e produção. A equação de Taylor tem a forma:

$$r = \pi + gy + h(\pi - \pi^*) + r^f \quad (7)$$

Onde r é a taxa de juros de curto prazo, π é a inflação (ou o percentual de mudanças nos preços), y é o percentual de desvio do crescimento real de sua tendência. São parâmetros constantes g , h , π^* e r^f . A constante g mede sensibilidade da variação de y e h mede a sensibilidade do desvio da inflação da sua meta, π^* é meta de inflação do Banco Central, r^f é a estimativa da autoridade monetária da taxa de juros real de equilíbrio.

Para Taylor, o estudo da evidência empírica (advinda da história) não é a única forma de avaliar a efetividade da política monetária, dado que o sucesso ou insucesso relativo também pode ser testado por simulação de modelos estocásticos com diferentes regras e parâmetros. A melhor regra iria depender dos resultados obtidos em projeção, diante de alguns itens como inflação, variação da inflação e produção. Esse tipo de abordagem auxiliou na prática de políticas monetárias e, segundo Taylor, passaram por um refinamento das propostas feitas anteriormente. Taylor (1998, p. 4), embora observando que nenhuma teoria seria um “guia para o completamente confiável para o futuro”, enfatiza que a regra simples que propôs foi sugerida como recomendação para o Federal Reserve em 1993, ganhando o contorno típico da forma como é implementada atualmente: a taxa de juros é ajustada em resposta a mudanças na inflação e na taxa de crescimento real (TAYLOR, 1998, p.5). Em certo sentido, a regra de Taylor acabou sendo traduzida por uma frase síntese: uma meta, e um instrumento. A meta seria preços estabilizados, o instrumento seria taxa de juros. Ao invés de atuar sobre agregados monetários diretamente, o banco central deveria utilizar a taxa de juros como instrumento para afetar a inflação e, dessa forma, também o nível de produto.

Taylor considera que o FED teve um processo gradual de aprendizado prático sobre a condução da política monetária, por meio de pesquisas do próprio banco, críticas de economistas monetaristas, pela observação da realidade e pelo aprendizado também da forma atuação de outros bancos centrais pelo mundo. Segundo Taylor, (1998, p. 35), mesmo sem explicitamente assumir que uma política é melhor que outra, é possível concluir que, na

comparação das regras de políticas monetárias em conjunto com os resultados, a regra que leva o seu nome, utilizada mais recentemente pelo FED, tem tido melhores resultados.

Taylor (2007, p. 2) define uma regra de política monetária como um plano de contingências para a tomada de decisões. Sob esse prisma, a Regra de Taylor não foi feita a princípio para ser usada de forma mecânica, mas como uma recomendação, uma regra normativa, derivada da teoria monetária do tipo novo-keynesiana, com base em otimização de modelos dinâmicos estocásticos, incluindo expectativas racionais⁵ e rigidez de preços⁶. Nesse sentido, embora seja uma *regra*, Taylor defende que, em termos de teoria econômica, sua regra possui as duas características, de ser tanto normativa quanto positiva.

2.2.3 Modelos Neokeynesianos

De acordo com André Lara Resende (2017, p. 11), desde que a Teoria Quantitativa da Moeda foi deixada de lado, na década de 1980, a moeda, “foi simplesmente banida dos modelos macroeconômicos chamados de Real Business Cycle (RBC). A hipótese clássica de que a moeda não afeta a economia real foi levada ao paroxismo”. Em termos de política aplicada, no entanto, esses modelos foram substituídos pelos modelos chamados *Dynamic Stochastic General Equilibrium* (DSGE), modelos de equilíbrio geral dinâmicos e estocásticos, dentro do recorte novo-keynesiano. Esses modelos passaram a dominar a política monetária conduzida pelos bancos centrais, substituindo tanto o antigo referencial IS-LM (que ainda mantinha a TQM, reformulada para um modelo de demanda por moeda em função da taxa de juros), quanto a abordagem monetarista pura à la Friedman.

Uma vantagem dos modelos DSGE é que eles podem incorporar casos de preços perfeitamente flexíveis. “Com flexibilidade de preços, eles reproduzem a dinâmica do modelo RBC do ciclo econômico real (*Real Business Cycle*), em que a política monetária só afeta as variáveis nominais e não tem nenhum efeito sobre as variáveis reais” (RESENDE, 2017, p. 62). Da mesma forma que o modelo IS-LM, tais modelos podem ser representados de forma reduzida por uma curva IS, relacionando o hiato do produto variando inversamente à taxa de

⁵ Conforme apontam Donrbusch, Fischer e Startz (2013, p. 546) "em um modelo de expectativas racionais, as pessoas formam expectativas consistentes de acordo com o modo como a economia opera. A política monetária antecipada não apresenta efeitos reais em curto ou longo prazo". A perspectiva, defendida pelo Nobel de Economia Robert Lucas, da *University of Chicago*, prevê que os agentes utilizam todas as informações a seu dispor da melhor forma, com o objetivo de obter as melhores previsões.

⁶ Richard Froyen (2013) explica os modelos de preços rígidos como aqueles em que os custos de mudança nos preços impedem os ajustes nos mesmos quando há alterações na demanda

juros real, e uma curva de Phillips,⁷ relacionando a inflação, variando positivamente ao hiato do produto (idem, 2017, p. 62).

Os modelos DSGE, segundo Taylor (2010, p. 3), constituíram-se, no que diz respeito às suas aplicações empíricas, a um laboratório prático, pois não só incorporaram as expectativas racionais, mas também eram sofisticados o suficiente ao analisar como as regras de política monetária realmente funcionam. A sua regra, no final, é um exemplo de aplicação de modelos DSGE ao mundo real.

Em síntese, segundo Taylor (2010, p. 8) ao analisar os resultados das simulações de diferentes modelos DSGE, em suma, o que a literatura permite concluir é que as melhores regras de política monetária tinham três características principais:

(1) an interest rate instrument performed better than a money supply instrument, (2) interest rate rules that reacted to both inflation and real output worked better than rules which focused on either one, and (3) interest rate rules which reacted to the exchange rate were inferior to those that did not. (TAYLOR, 2010, p. 8).⁸

A regra de Taylor, em certo sentido, por incorporar expectativas racionais explicitamente, permitiu o chamado Grande Consenso macroeconômico (que pôs fim, pelo menos em termos mais visíveis, às discordâncias entre novos-clássicos e novos-keynesianos), e permitiu aos novos-keynesianos estabelecerem-se como dominantes na seara da política econômica. Levando em conta que os agentes se comportam de acordo com expectativas racionais, o princípio de Taylor, que esta por trás da regra, é fácil de descrever: a lógica é de que quando a inflação sobe, a política monetária precisa subir a taxa de juros para desaquecer a economia; o inverso também é válido. A literatura novo-keynesiana chama isso de “curvar-se de acordo com o vento”: quando o PIB vai acima do potencial, a taxa de juros também sobe (e vice-versa), fazendo com que ele volte a uma trajetória para o PIB potencial.⁹ É fácil notar que as

⁷ A curva de Phillips utilizada atualmente nesses modelos é do tipo aceleracionista, substituindo a inflação salarial pela inflação de preços, em termos de inflação esperada (como nos trabalhos de Friedman e Phelps), mas também levando em conta choques de oferta (MANKIWI, 2008, p. 285) – de onde deriva, também, a denominação estocástica dos modelos, já que tais choques são assim tratados nos modelos.

⁸ (1) um instrumento de taxa de juros teve performance melhor que um instrumento de estoque de dinheiro, (2) regras de taxas de juros que reagiram tanto com a inflação quanto com o produto real trabalharam melhor que as regras que se focaram em apenas um dos dois, e (3) regras de taxa de juros que reagiram à taxa de câmbio foram inferiores àquelas que não o fizeram.

⁹ A imagem evocada pela metáfora é de uma pessoa que caminha contra o vento. Se o vento é forte, ela precisa se curvar muito mais para conseguir seguir adiante enfrentando a resistência do vento, ao passo que quando o vento é suave, ela pode andar sem curvar-se tanto. A regra estabelece que o juro sobe em resposta a uma maior aceleração do nível de produto, capaz de elevar a inflação (quando o hiato do produto diminui muito, a inflação esperada se eleva). Os juros seriam assim a variável de ajuste – o tamanho do esforço, ou curvatura, que a economia precisa dosar para enfrentar o vento (a inflação esperada).

políticas do tipo *metas de inflação* derivam, explicitamente, de proposições normativas como as da regra de Taylor para política monetária.¹⁰

2.2.4 Teoria Fiscal do Nível de Preços e Teoria da Dominância Fiscal

Um desenvolvimento posterior e mais recente dos modelos DSGE e da regra de Taylor levou à chamada Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFPN), desenvolvida por autores como Woodford (1995) e Cochrane (2011). Esses autores questionam se a relação entre juros e inflação é tal que a taxa de juros de curto prazo consiga de fato ancorar as expectativas inflacionárias. Formulada originalmente como modelo DSGE, a TFPN introduz “de forma explícita a restrição orçamentária intertemporal do governo, ausente nas análises macrotradicionais” (RESENDE, 2017, p. 132). A restrição orçamentária do governo, ao afetar a taxa de juros, deveria, seguindo esse insight, afetar de alguma forma o nível de preços.

Nessa teoria, portanto, a âncora da inflação é fiscal. A política monetária influencia o passivo do governo por meio das taxas de juros (maiores taxas implicam custos maiores de rolagem das dívidas e elevação do estoque da dívida do governo). Assim, o nível de preços dependeria do passivo financeiro do governo, ou seja: as políticas monetária e fiscal são inseparáveis, pois uma influencia a outra. O aumento/redução na taxa de juros só é verdadeiramente contracionista/expansionista se for acompanhado por uma adequada contração/retração fiscal (RESENDE, 2017, p. 134). Um resultado dessa abordagem é o debate sobre a importância da situação fiscal para os preços, que passou a ser conhecida como *dominância fiscal*. A dominância fiscal pode ser entendida como um caso extremo que ocorre “quando o efeito secundário – o fiscal – da política monetária domina seu efeito primário e assim inverte seu sinal” (RESENDE, 2017, p. 136), isto é, causando, contrariamente a uma redução da inflação, uma continuidade ou elevação dela, à medida que ela se ajusta para cima juntamente com uma taxa de juros mais elevada para financiar uma dívida fiscal persistente. Essa possibilidade, chamada de hipótese neofisheriana, seria uma inversão ao que é ensinado na macroeconomia convencional (que a taxa de juros de curto prazo afeta a inflação em sentido contrário ao da variação das taxas). Embora seja esse o efeito de curto prazo, a inflação, no longo prazo, sob dominância fiscal, não seria afetada pelos juros, convergindo para a diferença entre a taxa nominal e a taxa real de juros de longo prazo (RESENDE, 2017; WOODFORD, 1995). E, assim, a taxa de juros que é fixada pela autoridade monetária seria

¹⁰ Mas vale observar que, como sempre ocorre nesses casos, a teoria (e a regra) chegaram bem depois dos fatos empíricos. Na verdade, foi Paul Volker que, ainda em fins dos anos 1970, mesmo sem ter uma teoria explícita que justificasse sua ação, elevou as taxas de juros norte-americanas para forçar uma queda da inflação.

determinante para a tendência da inflação no longo prazo. Uma taxa de curto prazo consistentemente elevada afeta as taxas de longo prazo na mesma direção, afetando os preços de acordo: os preços serão persistentemente mais elevados.

Conforme aponta Resende (2017, p. 119) “a possibilidade de que o juro alto agrave de tal forma o desequilíbrio fiscal que se torne contraproducente, foi primeiro ventilada para o caso brasileiro, em 2004, por Olivier Blanchard”, em sua hipótese da dominância fiscal. Ela foi inicialmente tratada como logicamente possível, mas como apenas uma possibilidade teórica. No entanto, a ideia “reapareceu com o agravamento da situação fiscal durante os últimos anos dos governos do PT” (idem).

Ao analisar a situação do Brasil, em 2002, com as eleições e a vitória de Lula, considerando a incerteza por parte dos investidores sobre o que ele de fato teria como política econômica, Blanchard (2004, p.3) explica o que poderia ser um efeito “perverso” do controle da inflação por meio dos juros. Seria mais provável que o aumento da taxa de juros levasse a uma depreciação, e não apreciação da moeda, pelo fato de que, contrariamente à proposição padrão na macroeconomia, de que um aumento na taxa de juros real faz com que os títulos do governo fiquem mais atrativos, causando uma apreciação, diante de condições específicas, como no caso de uma elevada dívida pública, o efeito pode ser o contrário. Como um aumento da taxa de juros leva também a um maior encargo da dívida, ao se elevarem as taxas de juros, como ocorre, por exemplo, no caso de o banco central buscar reduzir a inflação, o efeito dessa elevação sobre o estoque da dívida poderia gerar um efeito colateral perverso: os investidores podem acreditar que existe um aumento do risco de *default*, o que levaria a uma fuga de capitais e depreciação da taxa de câmbio, afetando a inflação positivamente.

Numa situação assim, na teoria, o Banco Central aumentaria mais ainda a taxa de juros para conter a inflação, mas tal política, desvencilhada de uma contrapartida do lado fiscal, seria contraproducente. Uma política fiscal contracionista seria a maneira mais eficaz de lidar com a situação. Numa situação específica que envolvesse alto endividamento, elevada aversão ao risco dos investidores estrangeiros, ou a dívida em dólar, poderiam levar a uma depreciação, após um aumento da taxa de juros. Todos esses fatores poderiam ser encontrados no Brasil em 2002 (BLANCHARD, 2004, p. 16).

Apesar dessa análise, Blanchard (2004, p. 34) conclui que seu “experimento conceitual” não refletiu a realidade do Brasil devido à atuação do Banco Central, e a política monetária

não foi de aumentar as taxas de juros em 2002. Ainda, a taxa de juros caiu e a política fiscal austera do governo fez com que não ocorresse o que havia denominado de efeito perverso, com maior elevação das taxas de juros. Segundo Resende, (2017, p.120), a teoria da dominância fiscal e também a hipótese neofisheriana, que relaciona os juros altos à inflação no longo prazo, sugerem que “não se pode pedir da política monetária e dos Bancos Centrais mais do que moderar a inflação no curto prazo”. Pois, como, em última instância, o trabalho de controle da inflação depende também do equilíbrio fiscal de longo prazo, sem ele “não há saída” (idem).

2.3 REGRAS E DISCRICIONARIEDADE NA POLÍTICA MONETÁRIA

Desde a proposição de Friedman de uma regra monetária para os bancos centrais, e das políticas de Volker para o combate da inflação americana em fins dos anos 1970, o debate entre economistas se dá a sobre condução da política monetária: se deveria ser feita por regras ou ser discricionária. Mankiw (2008, p. 308), afirma que não devemos interpretar o estabelecimento de metas de inflação como um tipo de compromisso com uma determinada regra de política econômica. Os Bancos Centrais, por sua vez, têm em seu poder bastante espaço de atuação discricionário.

Com regras, os formuladores anunciam de forma antecipada como a política reagirá a diferentes situações e contingências. Já a política econômica é discricionária “caso seus formuladores estejam livres para dimensionar os eventos à medida que ocorram, optando pela política que considerem apropriada na ocasião” (MANKIW, 2008, p. 305). A inconsistência temporal da política econômica discricionária é um argumento em favor das regras.

Para Taylor (2017, p. 4), economistas têm sugerido regras de política monetária desde o início da economia, desde Adam Smith (que sugere uma regulação no papel-moeda para melhorar o crescimento e a estabilidade), ou Ricardo (para quem o governante não poderia ter o poder de imprimir o papel moeda). Taylor também destaca que no início dos anos 1900, Knut Wicksell e Irving Fisher propuseram teorias sobre como evitar hiperinflações e depressões. Da mesma forma, Simons e Friedman também reconheciam que regras de política monetária poderiam evitar esse tipo de problema.

Taylor (2017) resgata o fato histórico de que o primeiro modelo macroeconômico estruturado em equações simultâneas, com 32 equações estocásticas, de Jan Tinbergen, em 1936, pretendia discutir política monetária: especificamente, se a desvalorização da moeda

numa pequena economia (no caso, a Holanda) traria estímulos à economia, afetando emprego e produção. A partir de então, novos modelos, cada vez mais complexos, foram construídos para simular possíveis políticas econômicas, como o utilizado pelo Fed nos anos 1960, com 75 equações estocásticas. A partir de então, cria-se um novo paradigma sobre como os modelos seriam usados para a política monetária (TAYLOR, 2017, p. 5-6). Ainda, as políticas com modelos estocásticos passaram a ser avaliadas com simulações de regras – de forma análoga às aplicações na engenharia.¹¹

Froyen (2013, p. 431) acredita que o reconhecimento dos problemas de inconsistência temporal favorece a argumentação em favor de políticas com regras. Ele explica o problema descrevendo que “problemas surgem quando um plano de política econômica para o futuro não é mais ótimo em uma data posterior mesmo sem que nenhuma nova informação tenha chegado nesse intervalo” (idem). Haveria uma inconsistência no anúncio de determinada política se os agentes souberem que, na hora da ação, o formulador de políticas não vá atender essa decisão.

Segundo Taylor, (2007, p. 3) havia resistência ao uso de regras de política monetária, mas isso cessou após o final da década de 1980 e início dos anos 1990. Elenca como possíveis fatores, no âmbito teórico, a crítica de Lucas e o problema da inconsistência temporal de políticas discricionárias, mas destaca, em termos factuais, o período de desinflação do FED durante a presidência de Paul Volker. A queda na volatilidade da inflação e do PIB real, na perspectiva, de Taylor (2007, p.7), talvez tenha sido um dos eventos macroeconômicos mais importantes dos últimos 50 anos: “a grande moderação” que econométricos apontaram desde 1980.

Uma visão alternativa para as regras simples seria a de política ótima em tempo real, que trata o problema de política monetária como uma otimização do problema de inconsistência temporal. Assim, a política ótima poderia ser formulada em uma equação com diversas variáveis, levando em conta todas as informações relevantes – o que para Taylor é a vantagem desta abordagem teórica. Mas Taylor critica o fato de que o valor dessas informações adicionais tem se mostrado muito pequeno nas simulações de modelos, até mesmo quando a autoridade monetária possui um “conhecimento perfeito do modelo” (TAYLOR, 2010, p. 28).¹² Em síntese, Taylor defende a simplicidade das regras de política monetária em termos

¹¹ Taylor (2010, p. 4) afirma então que a ideia de que a política monetária ótima em tempo real, em vez da utilização dessas simples regras, poderia ter resultados mais eficazes é uma abordagem mais recente, com autores como Mishkin e Walsh.

¹² A política monetária ótima com modelos “de perfeito conhecimento” prevê uma reação modesta à inflação, segundo Taylor. A abordagem bayesiana de política monetária com incerteza requer algo praticamente

tanto de sua praticidade, quanto de sua robustez frente a alternativas mais complexas. Como ele observa:

To this day people say that such rules are too simple because they omit certain variables. Well, they were simple, because they were made to be simple. At the time people were coming up with all sorts of complex rules that included many types of variables, including asset prices. These rules were too complex to be workable in practice. It was amazing that they could be simplified. Rules from which certain variables were removed gave just as good a performance in many models as more complex rules. Simple rules were more robust than optimal rules over a wide range of models, and they were certainly something more practical for policy makers to work with (TAYLOR, 2017, p. 9).¹³

Taylor (2017, p. 17) acredita que, entre os motivos para “atar as mãos” da autoridade monetária, estão a inconsistência temporal, a possibilidade de dar informações mais claras ao público, menores pressões políticas no curso prazo e a redução na incerteza. Além disso, as regras seriam uma boa forma de “instruir” os novos banqueiros centrais sobre política monetária, podem promover melhores prestações de contas sobre o desempenho do banco central e são úteis como referência histórica. A partir do final dos anos 1980 e início dos anos 1990, os Bancos Centrais começaram a defender políticas mais transparentes, como foco na estabilidade de preços e melhoria da performance econômica. Esse período de convergência entre ideias e práticas marcou a chamada *grande moderação*. O período de moderação não durou perpetuamente, todavia: na segunda metade da primeira década dos anos 2000, ocorre a crise financeira, com possíveis desvios das regras de política antes adotadas e a volta de políticas um pouco mais discricionárias por parte dos bancos centrais dos países avançados (TAYLOR, 2017).

2.4 OPERACIONALIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA

A razão de utilizar regras reside no fato de que os bancos centrais precisam fazer opções de como conduzir a política monetária. A política monetária deve ser conduzida para que haja um crescimento estável da demanda agregada. “O Banco Central deve impedir que a demanda

impossível ou até impossível de ser feito, que é especificar as probabilidades dos diversos modelos. Uma possível solução para o que chama de falta de robustez seria a adequação de regras de controle. No entanto, também existe o problema da dificuldade de comunicar essas políticas ótimas, que seriam mais complexas (TAYLOR, 2010 p. 30).

¹³ Atualmente as pessoas dizem que essas regras são muito simples porque elas omitem certas variáveis. Bem, elas eram simples, porque elas foram feitas para serem simples. Na época as pessoas estavam vindo com todo tipo de ideias complexas que incluíam muitos tipos de variáveis, incluindo preços de ativos. Estas regras eram complexas demais para serem trabalhadas na prática. Foi incrível que elas puderam ser simplificadas. Regras que tiveram algumas variáveis removidas tiveram performance tão boa quanto muitos modelos de regras mais complexas. Regras simples foram mais robustas que regras ótimas sobre uma grande gama de modelos, e elas eram certamente mais práticas para formuladores de políticas trabalharem.

cresça depressa demais, levando a inflação, ou devagar demais, levando a alto desemprego e crescimento econômico lento” (FROYEN, 2013, p. 414). Normalmente a condução dessa política foi feita diretamente com agregados monetários (a oferta monetária direta, de M1 e M2, por exemplo). As regras do tipo regra de Taylor focam no uso da taxa de juros, somente. As metas de agregados ou de taxa de juros seriam concorrentes.

A autoridade monetária busca controlar metas finais que são “variáveis de metas macroeconômicas, como a taxa de desemprego, taxa de inflação e crescimento do PIB real” (FROYEN, 2013, p. 415). Já as metas intermediárias são controladas não porque são importantes nelas mesmas, mas porque os formuladores de políticas, segundo o autor, acreditam que por meio delas influenciam as metas finais com uma certa previsibilidade:

Com um agregado monetário como meta intermediária, a suposição implícita na estratégia do Banco Central é que, outros aspectos mantendo-se constantes, taxas mais altas de crescimento da oferta de moeda aumentam a inflação e reduzem o desemprego, elevando o nível de atividade no curto prazo. Taxas de crescimento monetário mais lentas, novamente sendo tudo o mais constante, estão associadas a taxas de inflação mais baixas e taxas de desemprego mais altas no curto prazo (FROYEN, 2013, p. 415-416).

De acordo com Carvalho (2015, p. 1999), a política monetária, na prática, é conduzida com o objetivo de “influenciar o nível da taxa de juros de curto prazo através de mudanças nas condições de liquidez do mercado de reservas e de títulos públicos dos quais participam diretamente as instituições financeiras”.

A alternativa a metas de agregado monetário é uma meta de taxa de juros – que são utilizadas pelo Banco Central dos Estados Unidos e também pelos bancos centrais de várias das principais economias industrializadas com instrumento para controlar os preços. O controle, nesse caso, é indireto, pois as taxas de juros afetarão primeiramente as condições de liquidez e crédito.¹⁴

Ao detalhar o mercado de reservas bancárias, Carvalho (2015, p. 200) explica que os as instituições financeiras possuem contas no Banco Central e, por meio delas, “recebem débitos

¹⁴ Dornbusch et alli explicam, no caso do Fed, Como a política é conduzida na prática: “O Fed ‘fixa’ a taxa de juros ao comprar ou vender letras do tesouro para baixar ou aumentar a taxa de juros. Um elemento importante é que o Fed compra letras do Tesouro com a moeda que ele emite (‘emite’ eletronicamente, é claro). Consequentemente, uma redução das taxas de juros significa um aumento da oferta de moeda. Pensando na economia, uma maior oferta de moeda leva, no final, a preços mais altos (DORNBUSCH; FISCHER, STARTZ, 2013, p.181).

e créditos das demais instituições financeiras, do Tesouro Nacional e do próprio Banco Central”. Assim, realizam operações com o BC e entre elas próprias e a taxa de juros vai ser determinada pela relação entre oferta e demanda de reservas. No entanto, ressalta que o fluxo de reservas dos superavitários pode não ser igual ao dos superavitários em um dia, por causa dos compromissos que foram assumidos no passado. Os bancos recorrem a empréstimos entre si, no mercado interbancário, *overnight*, e a taxa praticada pelos bancos é diretamente afetada pela taxa pela qual qualquer banco poderia obter recursos diretamente do Banco Central, caso não obtivesse financiamento de seus congêneres. A taxa de juros então estabelece o valor de referência a partir do qual o mercado interbancário funcionará.

Froyen (2013, p. 416) explica o sistema de metas utilizando a metodologia do Federal Reserve dos Estados Unidos como exemplo: O banco define uma taxa alvo para a taxa dos fundos federais e, depois, o *Open Market Desk* do *Federal Reserve Bank of New York* realiza operações no mercado aberto para que a taxa efetiva se mantenha na meta ou próximo dela.

Se essa taxa se elevar para um patamar acima da meta, o órgão compra títulos do governo para aumentar as reservas dos bancos, pois “isso aumentaria a concessão de empréstimos e reduziria a tomada de empréstimos nos fundos federais, levando a uma queda na taxa de juros”. No entanto, para que essas operações sejam realizadas, há alteração nas reservas bancárias e depósitos, ou seja, na oferta de moeda (FROYEN, 2013, p. 416)

A taxa de juros é uma variável que pode ser mais fácil e objetivamente controlada, em vez dos agregados monetários. Os dois não podem ser controlados ao mesmo tempo. Ainda, Froyen (2013, p. 416) destaca que a meta de taxas de juros foca na taxa de juros de curto prazo, como a taxa dos fundos federais:

Taxas de juros de curto prazo podem ser observadas no tempo em que ocorrem e controladas de perto. O *Open Market Desk* apenas olha para a tela do computador e confere a taxa dos fundos federais atual. Portanto, a taxa dos fundos federais é uma meta operacional de curto prazo. A oferta de moeda só é observada com um atraso de uma ou duas semanas e, mesmo assim, com erros (FROYEN, 2013, p. 416-417).

A atuação da autoridade monetária nas operações de mercado aberto ocorre por meio das “operações definitivas (leilões primários formais e leilões informais de títulos) e operações compromissadas (leilões informais de dinheiro e operações de compra de títulos com compromisso de revenda no âmbito de redesconto)” (CARVALHO et alli, 2015, p. 199).

Froyen (2013, p. 425) destaca que as fontes de incerteza possuem implicações a respeito da escolha da estratégia utilizada de política monetária. O autor afirma que se a incerteza tiver como fonte a imprevisibilidade do deslocamento da curva IS, a meta de oferta seria mais eficaz do que a de juro. No entanto, se a incerteza vier de mudanças imprevisíveis como “gastos com investimentos do setor empresarial, investimentos em construção de moradias e compras de bens de consumo duráveis (...) a meta de oferta de moeda é preferível”. Já a meta para a taxa de juros, é melhor quando a incerteza vem do deslocamento da curva LM por causa da instabilidade da demanda por moeda. “Quando a fonte predominante de incerteza centra-se em deslocamentos das demandas por ativos (títulos e moeda), a taxa de juros é a meta intermediária preferível”.

Segundo Resende (2017, p. 55), os Bancos Centrais já utilizavam os juros como variável de política monetária mesmo quando tinham metas para os agregados monetários, embora não seja assim que estudantes de economia aprendam que um banco central operava, por exemplo, sob o tipo de análise macroeconômica dos modelos IS-LM. Ao perceber que “Bancos Centrais usavam a taxa de juros de curto prazo como instrumento de política monetária, a premissa teórica de que a oferta de moeda era a variável exógena de política monetária foi por fim abandonada”. Completa:

Agora que eles têm metas de taxas de juros, ao contrário do que às vezes se supõe, os Bancos Centrais não ajustam - nem poderiam - a oferta de moeda para cumprir a meta de juros. A taxa de juros diária sobre as reservas é sempre a variável sob controle direto dos Bancos Centrais, mesmo quando eles optam por perseguir metas para os agregados monetários. Foi só com o livro de Woodford (2003), que essa “curiosa disjunção entre a teoria e a prática”, como ele a denominou, ou essa “infeliz dicotomia entre a teoria e a prática”, de acordo com Goodhardt (1989), chegou ao fim. (RESENDE, 2017, p. 57).

2.5 ARRANJOS INSTITUCIONAIS E POLÍTICA MONETÁRIA

Romer e Romer (1996) fazem uma análise das principais motivações para que haja desvios do que seria considerado ideal para um melhor aproveitamento da política monetária, tendo como embasamento a história dos Estados Unidos. Afirmam que os principais problemas ocorrem não apenas por inconsistência dinâmica, mas também pelo conhecimento limitado de economistas, formadores de políticas e outros agentes. Acreditam que o esforço deve ser na melhoria não apenas da política em si, mas em promover arranjos institucionais que tornem mais eficazes as políticas utilizadas. As evidências apontam que a eficácia da

política dependeria dos arranjos institucionais que privilegiassem a independência do banco central e também de seus objetivos, além do comprometimento das instituições com tais políticas. São diversas as motivações para possíveis fracassos na política monetária. Entre elas, a inconsistência dinâmica, que pode ser fonte de alta inflação:

Dynamic inconsistency arises when expectations are forward-looking and the socially optimal level of output exceeds the equilibrium level. In this situation, the rate of money growth that is optimal after expectations are determined is greater than the rate is optimal *ex ante*. As a result, rational policymakers who wish to maximize social welfare have an incentive to be overly expansionary (ROMER; ROMER, 1996, p. 4).¹⁵

Os autores também elencam como fontes potenciais de problemas os limites disponíveis do conhecimento, tanto dos líderes eleitos, dos eleitores, e dos legisladores. Mesmo os especialistas apresentam limitações cognitivas e não são perfeitos, eles apenas atuam de acordo com as evidências que estão disponíveis para a tomada de decisão naquele determinado momento.¹⁶

A alternativa a essas fontes potenciais de erros sistemáticos de política seriam, portanto, institucionais. Por exemplo, para os problemas de inconsistência dinâmica, a melhor forma seria a adoção de regras para que os formuladores de políticas persigam os objetivos de longo prazo. Para diminuir problemas com a limitação do conhecimento, uma saída seria deixar a política monetária, portanto, sob controle de especialistas sobre o assunto e, dada a limitação dos legisladores, caberia delegar esse controle para um Banco Central independente (ROMER; ROMER, 1996, p. 12).¹⁷

A principal defesa dos autores é em torno da independência dos bancos centrais. Romer e Romer (1996, p. 31) concluem que é preciso considerar as limitações de conhecimento, dado que ele continua evoluindo, e, ainda, as habilidades dos formadores de políticas, dos líderes eleitos e dos votantes em geral são heterogêneas e limitadas. Para reduzir os erros, seria preciso designar a especialistas a escolha dos objetivos de política e sua operacionalização, mas também sugerem uma avaliação da performance. Essas abordagens são, todas

¹⁵ Inconsistência dinâmica surge quando expectativas são voltadas para o futuro e o nível ótimo social de saída excede o nível de equilíbrio. Nesta situação, a taxa de crescimento monetário que é ótima depois que as expectativas são determinadas é maior que a taxa é ótima *ex ante*. Como resultado, os formuladores de políticas, que são racionais, desejam maximizar bem-estar social e incentivam ser excessivamente expansionistas.

¹⁶ A política monetária dos Estados Unidos na Grande Depressão teria sido um reflexo da falta de conhecimento dos legisladores sobre evidências do funcionamento da economia. Para as experiências mais recentes, elencam como exemplo experiências em países subdesenvolvidos e, em alguns casos, conhecimento sobre a importância do crescimento da moeda para a inflação não é universal (ROMER; ROMER, 1996).

¹⁷ Sobre os problemas com os líderes eleitos e votantes, tornar os mandatos mais longos, visto as discrepâncias de benefícios e custos nas alterações de políticas (ROMER; ROMER, 1996, p. 12).

compatíveis, em termos de orientação teórica e política, numa perspectiva ampla, com uma política monetária do tipo regime de metas de inflação, como a praticada no Brasil, embora sem um banco central independente, mas autônomo na gestão da política monetária segundo uma regra explícita.

3 INFLAÇÃO

A inflação pode ser caracterizada como um aumento contínuo e generalizado no nível de preços (quando ocorre o contrário, há deflação). Dependendo do tamanho, ela pode ser moderada ou até chegar a uma hiperinflação. Não há um ponto específico que defina claramente a linha entre uma e outra. Uma definição comum é a de Philip Cagan, que considera como período de hiperinflação quando a taxa atinge 50% mensais (FRANCO, 2005, p. 264).

“De forma geral, pode-se dizer que a hiperinflação é uma situação em que a inflação é tão alta que a perda do poder aquisitivo da moeda faz com que as pessoas abandonem aquela moeda” (GREMAUD et alli, 2006, p. 117). Entre as consequências, está a distorção na alocação de recursos, efeitos negativos sobre o balanço de pagamentos, distribuição de renda e finanças públicas. Dornbusch et alli afirmam que "Os custos da inflação extremamente alta são fáceis de ver. A moeda lubrifica a economia. Em países onde os preços dobram a cada mês, a moeda deixa de ser um meio útil de troca, e às vezes o produto cai drasticamente" (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2013, p. 144).

A inflação pode ser de demanda, de custos ou inercial. A inflação de demanda é causada por um excesso de demanda em relação ao volume de produto disponível, e pode ter como fatores o aumento da renda disponível, a expansão dos gastos do governo, a expansão do crédito e as expectativas dos agentes econômicos. Já a inflação de custos é aquela causada por pressões de custos, tais como aumento das taxas de juros e impacto na elevação dos custos de produção, a desvalorização cambial, o aumento de preços externos, custos com mão-de-obra, aumento da carga tributária. Já o caso específico da economia brasileira, que criou nos anos 1960 instrumentos que possibilitaram a “convivência” com a inflação, por meio de instrumentos de correção monetária e indexação de contratos, possibilitou o surgimento de uma tendência inercial na inflação, causada justamente pela indexação: a inflação passada retroalimentando a inflação futura, por meio da correção monetária e indexação dos contratos. Para Bresser-Pereira, (1998, p. 142), “o caráter inercial da inflação se deve também à indexação da economia”. Contratos como aluguéis e contratos de trabalho podem ter cláusulas de indexação ligadas à inflação passada, por exemplo. As diferentes visões sobre as causas da inflação brasileira fizeram surgir três correntes interpretativas do fenômeno: os monetaristas, para quem a inflação era causada pela expansão descontrolada de meios de pagamento; a fiscalista, que identificava essa expansão com o descontrole fiscal do governo; e a

estruturalista, que via na estrutura oligopólica da economia brasileira e na forma da industrialização do país a fonte de um sistema de preços que apresentava tendências descontroladas (GREMAUD et al., 2006).

Segundo Gremaud, Vasconcellos e Toneto Jr. (2006, p. 119), a concepção monetarista e fiscalista partem de um diagnóstico de inflação de demanda, enquanto os estruturalistas colocam o foco como os custos. Os monetaristas priorizam a política monetária e os fiscalistas as políticas fiscal e de rendas. Já os estruturalistas acreditam que a inflação é associada ao processo de industrialização.¹⁸

A teoria monetarista, de acordo com Bresser Pereira (1998, p. 138-139), com a equação de trocas $MV = YP$, coloca que a variável velocidade V é relativamente estável, pois depende dos hábitos da sociedade, e o aumento de P ocorre devido ao aumento de M maior do que o aumento de Y . Isso acontece porque os governos gastam mais do que a receita, e o déficit orçamentário é coberto por emissões de moedas. O segundo motivo seria que o governo, “também pressionado pelas empresas, acaba permitindo que os bancos concedam empréstimos que se transformam em depósitos bancários (e, portanto, em criação de moeda) em um nível maior do que o aumento da produção nacional”.

Em contraponto às visões monetaristas e fiscalistas, segundo Bresser Pereira (1998, p. 140), as teorias da inflação keynesiana, estrutural e administrada vêm a emissão de moeda como “mero fator sancionador de uma inflação em curso”. Assim, com as perdas de valor do dinheiro, e diminuição da quantidade real de moeda, o dinheiro evita as “crises de realização”. Acredita que “não há outra alternativa senão aumentar a quantidade de moeda. E, assim, a moeda torna-se passiva, endógena, um fator sancionador de uma inflação que já ocorreu em vez de uma causa da inflação” (idem). A inflação keynesiana seria aquela em que há pleno emprego e capacidade e a demanda agregada continua maior do que a oferta, causando pressão inflacionária. Já a estrutural ocorre quando “em determinados setores, a demanda cresce mais rapidamente que a oferta ou então a oferta diminui por algum incidente”. E a inflação administrada, que segundo Bresser Pereira é a única que é compatível com a

¹⁸ Como a oferta de produtos agrícolas não acompanhou o desenvolvimento da indústria na mesma medida, há pontos estrangulamento, que: “Elevam os preços dos produtos primários (choques de oferta), repassados aos preços dos produtos finais. As taxas de inflação tenderiam a perpetuar-se, devido aos diversos mecanismos de propagação: a política protecionista do governo para estimular a indústria que permitia o repasse da elevação dos custos aos salários e aos produtos industriais, e a estrutura oligopólica do mercado, pela qual as empresas repassavam quaisquer aumentos de custos aos preços de seus produtos (GREMAUD et al., 2006, p. 119).

estagflação, “decorre da capacidade dos monopolistas ou oligopolistas (e também os sindicatos, nos países centrais) de aumentarem suas margens e, portanto, seus preços, mesmo que a demanda não esteja maior do que a oferta”.

As diferentes visões a respeito das causas da inflação refletem nas metodologias utilizadas na tentativa de diminuir quadros inflacionários no Brasil.

3.1 HISTÓRICO DA INFLAÇÃO NO BRASIL

O Brasil enfrentou, desde os anos 1950, problemas em lidar com inflação, e esse problema agravou-se na segunda metade dos anos 1980, levando a uma hiperinflação, cujos reflexos foram o abandono gradual da moeda. Por essa razão, o país conviveu, ao longo de uma década, entre 1985 e 1994, com vários planos econômicos de combate à inflação que tentavam, entre outras medidas, mudar o nome da moeda, de forma a reestabelecer a confiança no novo padrão monetário. No entanto, essas tentativas, à exceção da última, foram mal sucedidas. (GREMAUD et alli, 2006).

O Brasil, em seu longo histórico de convivência com taxas de inflação elevadas, experimentou de tudo para buscar a estabilização: desde a criação de órgãos de controle de preços, com a criação da Comissão Nacional para Estabilização de Preços (Conep), na década de 1950, tentativas de congelamento de preços,¹⁹ além das diversas intervenções na forma de planos econômicos de natureza monetária e fiscal. Foram cinco: Plano Cruzado (1986, mas com desdobramentos posteriores, gerando o Cruzado I e II, ou Cruzadinho), Plano Bresser (1987), Plano Verão (1989) e Plano Collor (1990, desdobrado em Collor I e II), e finalmente a implantação do Real, em 1994. Cada um desses planos ora davam ênfase aos remédios propostos por uma visão da inflação brasileira (como o plano Collor, mais eminentemente monetarista, mas também com elementos da leitura inercial), mas quase sempre tendendo a uma combinação de visões (como o Cruzado, que apresentava elementos de visão fiscal e inercial) (Gremaud et alli, 2006; Giambiaggi et alli, 2012).

A eliminação da inflação foi um dos principais objetivos do regime militar brasileiro e, até 1973, os governos foram relativamente bem-sucedidos nesse sentido. Houve uma expressiva redução da taxa anual, de 92% em 1964 para 15,5% em 1973. Após 1968, a queda

¹⁹ A ideia de congelamento de preços no país teve forte apelo popular, e visava atacar o problema da inflação na ponta, mas errando o combate na causa. Conforme explica Lanzana (2005, p. 83), “pode-se depreender também que, sem o manejo adequado das políticas fiscal, monetária e cambial, o congelamento de preços não contribui sequer para ‘quebrar’ a inflação inercial, a não ser por um curto espaço de tempo”.

da inflação foi acompanhada de altas taxas de crescimento, como resultado de medidas de estabilização fiscal e monetária, política salarial restritiva, realinhamento de preços controlados, controles cambiais e – uma das causas do processo de indexação que se tornou maléfico para a economia, nos anos subsequentes – da introdução de um sistema de indexação de instrumentos financeiros (a correção monetária), cujo objetivo era permitir ao governo obter recursos de maneira não inflacionária, estimulando a poupança e tentando evitar várias distorções causadas pela inflação (mas vindo a causar outras) (BAER, 2002, p. 139).

O sucesso das medidas foi temporário, e inflação voltou com o tempo. A média anual da inflação no período 1974-78 foi de 37,8%, enquanto de 1979-80 subiu para 93%. Em 1981-83 a média ao ano chegava a 129,7 (HERMANN, 2005, p. 106). Em fins da década de 1980, o fantasma da hiperinflação já preocupava. Ao analisar o período de abril de 1980 a maio de 1995, Franco (2005, p. 165) destaca:

Observa-se que, no Brasil, a inflação “muito alta” durou 182 meses e acumulou nesse período o fantástico número de 20.759.903.275.651%, o que apenas serve para evidenciar a arbitrariedade dos 50% mensais. Com efeito, se abaixarmos o patamar definidor de uma hiperinflação para 25% - um número que Michael Bruno argumenta ser mais apropriado à experiência internacional - acharíamos que o Brasil esteve em hiperinflação continuamente durante os sete anos anteriores à julho de 1994.

Os planos econômicos vieram com a redemocratização, e o período é marcado por sucessos e fracassos, e também por grandes oscilações nas taxas de inflação e também do produto, conforme completam Gremaud, Vasconcellos e Toneto Jr. (2006, p. 431-432).

Todo esse processo se deu em um ambiente de democratização, que colocava novas pressões políticas e sociais, por exemplo, a elaboração da nova Constituição (1988), dificultando ainda mais a estabilização. Deve-se notar ainda que, com a exceção do Plano Real, todos os demais planos se deram em um contexto em que o Brasil se encontrava praticamente excluído do fluxo de capitais internacionais, o que impunha outras restrições ao processo de estabilização.

No início da década de 80, a inflação estava elevada mesmo em quadros recessivos, ou seja, não se verificava a Curva de Phillips. Assim, o diagnóstico que se fortalecia era de que a inflação não estava relacionada à atividade econômica e “a recessão no período 1981/83 havia contribuído para melhorar o balanço de pagamentos e reverter o déficit existente na balança comercial e transformá-lo em expressivos superávits, mas não havia tido efeito sobre a inflação” (GREMAUD et alli, 2006, p. 433).

Carneiro e Modiano (1990, p. 323-324) acreditam que o aumento dos preços do petróleo e a “aceleração das taxas de juros internacionais no início dos anos 80 tornaram mais custoso e mais prolongado o processo de ajuste de oferta doméstica iniciado na segunda metade da década anterior”. Acreditam que a maior consequência do fracasso da política econômica utilizada para combater a inflação e buscar diminuir o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos foi a “perda de confiança no gerenciamento de curto prazo da economia”, o que resultou num discurso, nos anos a seguir, da “fé ortodoxa nos controles de demanda, como forma de lidar com a inflação”.

Castro (2005, p. 116) aponta que o período da Nova República (1985-89) foi marcado pelo “conjunto de experiências malsucedidas de estabilização da inflação” e “embora frustrantes do ponto de vista do combate à inflação, esses planos colaboraram para que se verificassem momentos de rápido crescimento”. Durante esse período, o desequilíbrio fiscal se agravou e a política monetária foi, em maior parte, acomodatória (MODIANO, 1990, p. 382). A instabilidade era de tal maneira que, em fevereiro de 1990, a taxa mensal de inflação era de quase 90%. A cada fracasso, a estabilização se tornava tarefa cada vez mais difícil. O processo “vinha acompanhado por acentuadas flutuações da atividade econômica e distorções no setor externo associadas à elevada dívida externa e ao impacto da volatilidade do câmbio sobre o comércio exterior” (LEVY, 2015, p.36).

Baer (2002, p. 140) aponta que “quando a inflação acelerava na década de 70, o mesmo aconteceu com as discussões sobre sua origem, seu impacto, e a maneira de controlá-la”. Dois pontos de vista distintos seguiram as tradições de monetaristas e estruturalistas, porém com diferentes argumentos dos utilizados nas décadas de 50 e 60. O debate contava com, de um lado, economistas que seguiam a teoria clássica e ortodoxa e, de outro, com os neo-estruturalistas.

Os ortodoxos, como Carlos Lemgruber e Cláudio Contador, viam a causa da inflação como o excesso de liquidez, devido ao excessivo gasto do governo. Ou seja a abordagem acredita que a taxa de crescimento monetária deveria ser baixa e constante. Já os neo-estruturalistas, como Bresser-Pereira e Francisco Lopes, buscavam uma explicação alternativa. “Essa escola encara o dinheiro como uma variável dependente, isto é, que cresce como resultado de aumentos gerais de preço”. Ou seja, a origem está ligada ao monopólio de empresas, sindicatos e do Estado (BAER, 2002, p. 141).

Dadas as leituras, e a percepção, em comum, de que a excessiva indexação era um problema a ser tratado, para o combate à inflação do país, os mecanismos para desindexar a economia eram motivo de polêmica. Castro (2005, p. 119) aponta que no ano de 1984 eram quatro as principais propostas: o *Pacto Social*, de economistas do PMDB e da Unicamp, um *choque ortodoxo*, de economistas da FGV, um *choque heterodoxo*, de Francisco Lopes, da PUC-Rio, e a *reforma monetária*, proposta por André Lara Resende e Pêrsio Arida, da PUC-Rio. Para os proponentes do Pacto Social, o motivo da inflação era um conflito distributivo. “Nele, cada grupo buscava se apropriar de uma parcela da renda maior para si, que, somadas, eram incompatíveis com a renda agregada da economia”. Os economistas acreditavam que o fim desse problema só seria possível em uma democracia, e que “bastaria que todos concordassem em não aumentar seus preços em determinado período para dar fim à inflação”. Já grupo do Choque Ortodoxo tinha como base a TQM - a inflação era causada pela expansão monetária, ocasionada pelo excesso de gasto público. Seria necessário cortar gastos, aumentar receitas e diminuir a moeda e títulos da dívida.

Os economistas do choque heterodoxo defendiam que a causa da inflação era inercial e questionavam a importância do déficit público para a inflação. Apesar de verem como problema as cláusulas de indexação, não acreditavam que um Pacto Social poderia ocorrer. A maneira de promover a estabilização seria o congelamento de preços (CASTRO, 2005, p. 121). Francisco Lopes recomendava um congelamento total de preços e salários, com política fiscal e monetária passivas.²⁰

Já os proponentes da reforma monetária acreditavam que o congelamento de preços iria engessar a economia e causar distorções alocativas. A Proposta Larida, como ficou conhecida a proposta de Lara Resende e Pêrsio Arida, visava “desindexar a economia através da introdução de uma moeda indexada que circularia paralelamente à moeda oficial brasileira (na época, o Cruzeiro)”. Tanto os planos Cruzado, Bresser e Verão utilizaram o congelamento, e o plano Real optou pela fórmula proposta no “Larida” (CASTRO, 2005, p. 121), por meio da introdução da Unidade Real de Valor (URV).

²⁰, como explica Bauer (2002, p. 168): “Antes do congelamento, os salários e preços seriam fixados de acordo com um valor real (quando deflacionados pelo novo nível de preços congelados) igual a valores presumíveis de “equilíbrio” – por exemplo, suas médias nos seis meses precedentes. O congelamento seria temporário e seguido por uma descompressão com afrouxamento gradual do controle de preços. No período final, seriam permitidos aumentos dos preços moderados a fim de corrigir distorções surgidas durante um congelamento.”

Carneiro e Modiano (1990, p. 340) explicam que a proposta de moeda indexada pretendia fazer circular, de forma paralela, “ uma moeda que tivesse paridade fixa com a ORTN, corrigida mensalmente de acordo com a inflação, e com a conversão voluntária de preços e salários para a nova moeda de acordo com regras preestabelecidas”. A proposta Larida faria então com que a estabilidade e a credibilidade da nova moeda induzissem de forma paulatina e natural a conversão para a nova moeda, fazendo conviver uma moeda ruim, com elevada memória inflacionária, e uma moeda boa, estável, que se tornaria gradativamente o padrão de valor na economia, e tornariam a reindexação desnecessária. Foi, de certa maneira, o que acabou acontecendo na implantação do Plano Real.

3.2 O PLANO REAL (1994)

Segundo Gremaud, Vasconcellos e Toneto Júnior (2006, p. 471), o Plano Real é o mais “engenhoso no combate à inflação no país” e consegue reduzir e manter a inflação sob controle, após as diversas tentativas fracassadas dos anos anteriores. No entanto, o sacrifício do crescimento econômico, na estratégia de estabilização, influenciou de forma a aumentar a taxa de desemprego, e os instrumentos utilizados para estabilizar os preços levaram à deterioração das contas externas, verificando-se também que a dívida pública passa a ter trajetória ascendente.

O diagnóstico do desajuste das contas públicas como principal causa da inflação diferia de muitos dos planos já implementados, mas o novo plano também deu importância à necessidade da desindexação. A visão fiscalista, interpretada por economistas como Edmar Bacha era de que a coexistência entre déficit operacional baixo (menos de 1%, na média, entre 1991-93) e alta inflação não deveria ser interpretada (como no diagnóstico que orientara o Plano Cruzado) como prova de que o desajuste fiscal fosse pouco relevante para a inflação”. Haveria um efeito Tanzi²¹ às avessas na medida em que as receitas “estariam mais protegidas da inflação do que as despesas” conforme aponta Castro (2005, p. 152).

O ajuste fiscal não foi, ainda segundo Castro (2005, p. 154) condição para a estabilidade, mas sim a desindexação. Assim como o Plano Cruzado, o Plano Real também destacou o caráter inercial da inflação como o diagnóstico. No entanto, a escolha não foi pelo choque heterodoxo, mas a reforma monetária conhecida por “proposta Larida”. A concepção da

²¹ Giambiagi (1998, p.1) explica o efeito Tanzi como a situação em que ocorre a perda do valor real dos tributos devido ao aumento dos preços “entre o momento da ocorrência do fato gerador e o momento em que o tributo é efetivamente recolhido aos cofres públicos”.

proposta “correspondia à simulação dos efeitos de uma hiperinflação com o convívio de duas moedas, uma boa e uma ruim, com a primeira substituindo a última ao longo do tempo” (idem). Ao assumir a pasta no ministério da Fazenda, em maio de 1993, Fernando Henrique Cardoso passa a preparar o plano de estabilização, que seria gradual e não iria fazer congelamentos. Outro diferencial era o contexto do plano, como ainda destacam Gremaud, Vasconcellos e Toneto Júnior (2006, p. 472):

O país havia reingressado no fluxo voluntário de recursos externos, tendo acumulado um volume significativo de reservas; a economia estava mais exposta à concorrência devido ao processo de abertura comercial, limitando a capacidade dos agentes de repassarem para preços os choques. Enfim, a inserção internacional do país era completamente distinta da vigente nos planos anteriores (GREMAUD et alli., 2006, p. 473).

Assim, o plano foi dividido em três fases: ajuste fiscal, indexação completa da economia e reforma monetária. Segundo Gremaud et alli (2006, p. 473), o objetivo do ajuste seria “equacionar o desequilíbrio orçamentário para os próximos anos e impedir que daí decorressem pressões inflacionárias”, sendo baseado em diminuição dos gastos, elevação de tributos e diminuição das transferências do governo federal. A segunda fase buscava a criação de um padrão estável, denominado URV, e a terceira “concedia poder liberatório à unidade de conta e estabelecia as regras de emissão e lastreamento da nova moeda (real) de forma a garantir sua sustentabilidade” (CASTRO, 2005, p. 151)

Foram dois esforços no ajuste fiscal: o Plano de Ação Imediata (PAI) lançado em maio de 1993, previa um corte de cerca de US\$ 7 bilhões em despesas e a arrecadação seria elevada pelo novo imposto denominado IMPF, Imposto Provisório Sobre Movimentação Financeira – que ficou conhecido como imposto do cheque. Posteriormente foi aprovado, em fevereiro de 1994, o Fundo Social de Emergência, FSE, visando ampliar os recursos livres à disposição do governo, sem vinculações determinadas na Constituição Federal. Essas medidas seriam de caráter temporário (GREMAUD et alli, 2006; CASTRO, 2005; BAER, 2002).

O início da segunda fase ocorre em fevereiro de 1994, com novo sistema de indexação. O governo criou a URV (Unidade Real de Valor), com paridade fixa com o dólar. Em 1994 o governo determinou que os salários seriam estabelecidos nessa unidade, induzindo também os empresários a fixarem os preços com a nova medida e assim, tanto preços e salários ficavam constantes em URV. “O governo, de forma indireta, pretendia acomodar a participação dos salários e dos lucros na composição da renda e, com isso, evitar os conflitos distributivos presentes nos planos anteriores” (LANZANA, 2005, p. 87).

A medida simulava os efeitos de uma hiperinflação, com menores prazos de reajustes – mas sem viver as consequências (CASTRO, 2005, p. 154). Assim, haveria uma substituição parcial da moeda, e os desequilíbrios dos preços relativos seriam corrigidos. O valor da URV em cruzeiros reais seria corrigido diariamente pela taxa de inflação, segundo os principais índices. Assim, “Foi instituído um sistema bimonetário em que a URV funcionava como unidade de conta, expressando o preço das mercadorias, mas as transações eram liquidadas em cruzeiro real, que mantinha a função de meio de troca” (Gremaud et alli, 2006, p. 474) . A inflação se mantinha na moeda em circulação, mas não na URV. Já os preços que variavam em URV refletiam um ajustamento de preços relativos, pois “As correções dos valores das mercadorias em URV (para cima e para baixo) refletiam o processo de disputa dos agentes pela participação da renda, ou seja, o processo de ajustamento dos preços relativos” (GREMAUD et alli, 2006, p. 474).

O real foi introduzido em 1º de julho, quando praticamente todos os preços estavam expressos em URV (GREMAUD et alli, 2006, p. 475), pelo valor da cotação da URV com o dólar naquela data. A URV deixou de existir, e o Real passou a ser a moeda de curso em lugar da moeda antiga, que poderia ser trocada ao valor da taxa de câmbio da URV com o dólar naquela data. O Real nascia, assim, ancorado em termos de uma moeda forte, externa, o dólar. Extinta a URV, os preços caíram sem que fosse preciso fazer novos congelamentos de preços e de salários, conforme aponta Lanzana (2005, p. 121).

Com a extinção da URV, os preços passam a ser cotados em reais. O valor era igual ao da URV, e à cotação do dólar do dia: CR\$ 2.750,00 e “assim, todos os preços em CR\$ eram convertidos em R\$, dividindo-se pelo valor da URV no “dia D”. Com o diagnóstico de inflação inercial, “seu sucesso estava vinculado à importância do componente tendencial da inflação e à ausência de choques no momento posterior à conversão”, e assim, o governo anuncia metas de expansão monetária restritivas. Ainda, “restringiu operações de crédito e impôs depósito compulsório de 100% sobre as captações adicionais do sistema financeiro”, como destacam Gremaud et alli (2006, p. 475):

Mesmo com a posterior revisão dessas metas, sinalizava-se que a política econômica pós-plano tentaria controlar a demanda e desestimular processos especulativos, mantendo as taxas de juros elevadas, Com o controle da demanda e da expansão monetária, limitar-se-ia a capacidade dos agentes de repassar custos para os preços. Esse controle ficou conhecido como a âncora monetária do Plano nessa fase.

Castro (2005, p. 155-156) reforça que PÉrsio Arida fez uma contribuição importante nesse sentido, destacando que era preciso uma política monetária com juros altos para evitar a aceleração da inflação (como a que ocorreu no Plano Cruzado). A outra ponta da estabilidade viria na ancoragem da nova moeda ao dólar, seguindo a leitura de Gustavo Franco, que passou a ser presidente do Banco Central no governo Fernando Henrique Cardoso. Na visão de Franco, a experiência que deveria servir de modelo para a implantação do real seria não da hiperinflação húngara, que chegara a ser estudada em planos anteriores, mas o caso da hiperinflação alemã e sua experiência de criação de uma moeda indexada, o *rentenmark* alemão. Castro explica a defesa de Franco na medida em que a hiperinflação alemã teve fim porque o governo atuava em duas pontas, pois “ trocava marcos por rentenmarks a uma paridade fixa e, ao mesmo tempo, empenhava suas reservas internacionais para intervir no mercado de câmbio e sustentar a taxa entre o marco e o dólar”. Assim, “como os preços da economia eram cotados em marcos, mas atrelados ao dólar, a estabilidade do câmbio marco/dólar trouxe a estabilidade de preços”.

Em um contexto de economia aberta e reservas internacionais que estavam na ordem de 40 bilhões de dólares, o governo adota então a âncora nominal, com o real ancorado em termos de dólar, em particular com taxa de câmbio valorizada, devido à atração de capitais externos por meio das elevadas taxas de juros praticadas pelo Banco Central, atraindo capitais externos. Para não acumular reservas e pressionar a demanda, o câmbio se manteve flutuante dentro de margens (*crawling peg*). A estratégia de estabilização com moeda com taxa de câmbio fixa ao dólar foi estratégia utilizada em alguns países da América Latina como forma de combate à inflação, em particular com o uso de algum tipo de *currency board* (que implicava paridade fixa), em que a emissão da moeda ficava vinculada ao comportamento das reservas internacionais. O Brasil evitou o *currency board*, no entanto, assim como nos outros países, a estratégia estava na utilização da âncora nominal (GREMAUD et alli, 2006, p. 476-477).

O impacto do plano foi uma queda na taxa de inflação – sendo que não houve deflação. Em agosto de 1994, estava em 3% ao mês e, com a tendência de queda, em 1995 a inflação anual cai para 14,8%, e para 9,3% em 1996. Em 1997, foi para 7,5% e em 1998 chega a 1,7% ao ano. De imediato, entre as consequências estavam o aumento da demanda e da atividade econômica, com aumento do poder aquisitivo das famílias de baixa renda, a recomposição dos mecanismos de crédito na economia, com a redução das incertezas (GREMAUD et alli, 2006, p. 477).

3.3 A MANUTENÇÃO DA ESTABILIDADE DE PREÇOS: O REAL, AS CRISES INTERNACIONAIS E A MUDANÇA EM 1999

Após Fernando Henrique Cardoso ser eleito presidente já no primeiro turno em outubro de 1994, foram estabelecidas medidas contenção da demanda, notadamente através de maiores restrições ao crédito e elevação de juros (GREMAUD et alli, 2006, p. 483). Ainda em outubro o governo reforça o papel da âncora cambial, como defendera Gustavo Franco (CASTRO, 2005, p. 157). A elevada taxa de câmbio passa a ser instrumento para manter a estabilidade de preços, o que dependia “explicitamente da abertura da economia brasileira”, iniciada com Collor (BAER, 2002, p. 224). Nos anos que seguiram, o Real passou por duros testes, advindos das condições externas da economia brasileira.

A crise mexicana teria sido um teste para o plano, e o que se verificou é que a situação externa também precisava de cuidados para impedir uma crise cambial. Houve uma desvalorização do câmbio e alargamento das bandas de flutuação da moeda, além de incentivos para exportação como o Adiantamento dos Contratos de Câmbio (ACC) e aumento do protecionismo em relação a alguns produtos, sendo os automóveis um exemplo. A desvalorização estava projetada em 7% ao ano, mas não compensava da mesma forma a apreciação tida nos meses anteriores (GREMAUD et alli, 2006, p. 484). Giambiagi (2005, p. 169) comenta que o Plano Real foi salvo tanto pela política monetária com juros altos e a situação do mercado financeiro internacional, “pois se este não tivesse retornado à ampla liquidez e busca pela atratividade dos mercados emergentes, a política monetária per se teria sido incapaz de segurar o êxito do Plano”.

No episódio da crise mexicana, em 1995, o Banco Central perdeu U\$12 bilhões em reservas para conter o ataque especulativo no câmbio. A elevação da taxa de juros foi a forma encontrada de recuperá-las, chegando, assim a mais de U\$50 bi ao final do mesmo ano. “Nessa nova fase, o principal instrumento passou a ser a política monetária, buscando conter a demanda e com isto impedir que os déficits comerciais se tornassem muitos elevados” e, além disso, as taxas de juros são utilizadas como forma de “manter o país atraente ao capital estrangeiro, para continuar financiando os déficits em transações correntes”. Política esta que resultou na queda da atividade econômica brasileira. Uma crise no setor bancário não se espalhou devido à atuação do Banco Central, que socorreu o sistema. Também foram lançados programas de reestruturação do sistema financeiro (GREMAUD et alli, 2006, p. 487).

A partir de 1996, “praticamente se estancaram as reduções nas taxas de juros”, que se estabilizou em um patamar de 20% ao ano em termos nominais. O governo ainda dobrou a taxa no final da crise asiática, no ano de 1997 e na crise russa, em 1998. Outras alterações foram na dinâmica de crescimento e de emprego, com trajetória “stop and go em que os condicionantes externos (fluxo de capitais) definiam a condução da política monetária e o ritmo da economia” (GREMAUD et alli, 2006, p. 489-490).

Com a perda de reservas na crise russa, aumenta a descrença sobre a manutenção da âncora cambial e, após esse período, foi feita negociação de pacote de ajuda com o FMI em 1998. Apesar da maior estabilidade da inflação entre 1995-98, a situação fiscal se deteriorava (BAER, 2002, p. 226). Em janeiro de 1999, o dólar é descolado do real, com desvalorização drástica da moeda brasileira. (BAER, 2002, p. 231). O Banco Central passa a adotar, a partir de julho de 1999, já no segundo mandato de FHC, o Sistema de Metas de Inflação como regra de política monetária, visando cumprir a meta estipulada por meio do instrumento da taxa de juros. Conforme acordado com o FMI:

A existência de superávits primários seria necessária para permitir a absorção de choques na economia, liberar a taxa de juros para ser usada para fins de política monetária (controle da inflação) e permitir a estabilização/redução da dívida pública ao longo do tempo, diminuindo o risco do país, a volatilidade cambial e a taxa de juros de longo prazo (GREMAUD et alli., 2006, p. 503)

Essa seria a realidade do novo contexto macroeconômico. O sistema de metas possuiria margens de tolerância para acomodar “variáveis exógenas, procurando evitar grandes flutuações no nível de atividade” (GIAMBIAGI, 2005, p. 176). O Banco Central, após deixar as taxas de juros em 45% no início do ano, inicia o processo de queda, devido aos “avanços nas contas externas e do sucesso em conter a aceleração inflacionária (GREMAUD et alli., 2006, 2006, p. 503).

4 NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO E O REGIME DE METAS

O Regime de Metas de Inflação é visto como um tipo de política monetária no “estado das artes”, para o chamado Novo Consenso Macroeconômico (NCM). O NCM advogava uma taxa de inflação baixa e estável é condição *sine qua non* para o crescimento de longo prazo, não havendo um trade-off no longo prazo entre inflação e desemprego. O RMI seria o melhor arranjo institucional para conduzir a política monetária, sendo que a discricionariedade desta deveria ser limitada (CARVALHO et alli, 2015, p. 149).

Ao tratar do debate entre regras e discricionariedade, Mishkin (2017, p. 2-3) aponta que o Banco Central não precisa optar apenas entre um e outro (regras versus discricionariedade). A autoridade pode optar por um regime discricionário, mas com atributos de regras. Por exemplo, com a âncora nominal, como uma meta de inflação e comunicação do processo de reação da política monetária adotada. Assim, não apenas a discricionariedade estaria restrita, mas também o mercado poderia responder de forma mais eficaz aos choques. A discricionariedade envolve que os formuladores de política definam seus instrumentos no dia-a-dia, sem compromissos firmados a respeito de seus objetivos.

4.1 NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO (NCM)

O NCM tem fundamentação teórica de escolas monetarista, novo-clássica, ciclo real de negócios e novo-keynesiana. As hipóteses relacionadas são de neutralidade da moeda no longo prazo, inconsistência temporal na política monetária, expectativas racionais e taxa natural de desemprego, mas o NCM também assume, de sua matriz novo-keynesiana, a existência de rigidez de preços e salários, de modo que a demanda agregada tem relevância na condução da atividade econômica, no curto prazo. A formalização matemática do NCM pode

ser sintetizada nas seguintes equações: uma função dinâmica IS *forward looking*, uma curva de Phillips expectacional (ou função de oferta agregada); e uma função de reação da política monetária – a chamada curva de reação do Banco Central – com base na regra de Taylor (CARVALHO, 2015, p. 150). As equações são:

$$\text{IS: } y_t = a_1 y_{t-1} + a_2 E_t y_{t+1} - a_3 (i_t - E_t \pi_{t+1}) + g_t \quad (8)$$

$$\text{Curva de Phillips: } \pi_t = b_1 y^*_{t-1} + b_2 \pi_{t-1} + b_3 E_t (\pi_{t+1}) + z_t \quad (9)$$

$$\text{Curva de reação do BC } i_t = r^* + c_1 y^*_{t-1} + E_t (\pi_{t+1}) + c_2 (\pi_{t-1} - \bar{\pi}) \quad (10)$$

Nessas equações, y_t é o produto corrente; y^*_{t-1} é o hiato do produto; i_t representa a taxa de juros nominal, r^* a taxa de juros real de equilíbrio; π é a inflação e $\bar{\pi}$ a meta de inflação. $E_t(\pi_{t+1})$ é a expectativa futura da inflação, enquanto $E_t y_{t+1}$ representa o valor esperado do produto. Já π_{t-1} se refere ao efeito rigidez de preços. As equações preveem acomodação de choques, sendo g_t (choque de demanda) e z_t (choque de oferta). O comportamento descrito é *backward looking* e *forward looking*. Na primeira equação, a taxa de juros e as expectativas de inflação são os principais elementos de transmissão da política monetária sobre a demanda. A segunda equação demonstra a relação direta entre inflação e hiato do produto, efeito defasado da inflação, expectativas futuras e choque de oferta. Já a terceira apresenta uma função de regra de política monetária, a regra de Taylor, relacionando a taxa de juros nominal de curto prazo com a taxa de juros real, o hiato do produto defasado e as expectativas inflacionárias. Assim, a regra de política monetária se daria ao responder aos desvios do produto e da inflação (CARVALHO, 2015, p. 151).

4.2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (RMI)

As duas principais premissas do Regime de Metas de Inflação (RMI) são o reconhecimento que o dos benefícios de manter uma taxa de inflação baixa e estável e a importância das expectativas inflacionárias para a realização da política monetária (CARVALHO et alli, 2015, p. 153).

Para Bernanke e Mishkin (1997, p. 4), a maior parte dos economistas acredita que a política monetária afeta as variáveis reais da economia apenas no curto prazo e, por isso, o tratamento da inflação se tornou o objetivo principal da atuação da autoridade monetária. Mesmo assim, os Bancos Centrais que utilizam o regime de metas adequam suas políticas aos objetivos de estabilização de curto prazo, como crescimento e taxas de câmbio. Mathias

(2009, p. 139) lembra que o regime metas surgiu como “uma reação ao fracasso e à instabilidade gerada pelas âncoras clássicas (agregados monetários e câmbio)”. Mesmo que desde a década de 1990 a inflação tenha apresentado queda generalizada, e não apenas nos países que adotaram o RMI, “o novo regime estabeleceu um histórico de desenvolver, ampliar e institucionalizar apoio público e político em favor da estabilidade de preços”.

Um número cada vez maior de países tem optado pelo RMI como forma de promover a estabilidade de preços (NEVES; OREIRO, 2008, P. 117). Mishkin (2000, p. 299) aponta que a “busca por uma âncora nominal levou muitos países a buscar metas de inflação como estratégia monetária básica”. Nova Zelândia (1990), Canadá (1991), Reino Unido (1992), Finlândia (1993), Suécia (1993) e Austrália (1993) foram os primeiros países desenvolvidos que adotaram RMI. Entre os países em desenvolvimento foram: Chile (1991), Israel (1992), Polônia (1998), República Tcheca (1998), Colômbia (1999), México (1999), África do Sul (2000), Tailândia (2000), Indonésia (2005) e Turquia (2006).

Na Nova Zelândia, a legislação para o RMI no país entrou em vigor em janeiro de 1990 e tornou o Banco Central em um dos mais independentes, com compromisso único com a estabilidade de preços. Já no Canadá as autoridades optaram pela estabilidade de preços como objetivo final em 1988, mas as metas formais passam a ser determinadas após declaração do ministro da Fazenda e do presidente do *Bank of Canada* de 1991. A meta numérica, em ponto ou banda, tem um período para ser alcançada, um ano ou até mais e, a partir desse regime, a meta oficial a ser perseguida é anunciada publicamente. A autoridade monetária, o Banco Central do país, então, utiliza seus instrumentos de política para chegar a essa meta, principalmente a taxa de juros nominal (NEVES; OREIRO, 2008, p. 116). A regra de Taylor pode descrever a adoção das taxas de juros escolhidas e a política fiscal deve estar subordinada à política monetária (CARVALHO et alli, 2015, p. 153). No entanto, o RMI seria uma estrutura, não uma regra, pois não propõe um mecanismo operacional simples para o Banco Central, mas permite que a instituição utilize seus julgamentos sobre a forma de chegar àquela meta (BERNANKE; MISHKIN, 1997, p. 11).

Carvalho et alli (2015, p. 153) sintetiza os elementos centrais da estrutura operacional do RMI como:

1. Os objetivos do banco central.
2. O anúncio público da meta quantitativa para inflação, com definição do índice a ser usado e do tipo de meta (pontual, banda).

3. Definição do horizonte da meta.
4. Grau de independência do banco central.
5. Procedimentos de prestação de contas e de transparência.
6. Utilização de instrumentos complementares à política monetária

Na maior parte dos países, o Banco Central, em conjunto com o governo, define qual será a meta a ser perseguida. Para os países desenvolvidos, a meta fica entre 1% e 3%, e nos países em desenvolvimento há metas mais elevadas. Para evitar o risco de deflação, as taxas são positivas e não podem ser nulas. A meta pode ser pontual, um intervalo de tolerância em torno de um ponto central ou uma faixa sem meta central, sendo que as faixas ou bandas são mais flexíveis. Na prática, os Bancos Centrais utilizam outras políticas associadas ao regime, como intervenções no mercado de câmbio - diminuindo a volatilidade excessiva. Estudos empíricos não são conclusivos ao mostrar que a adoção do RMI melhorou o desempenho como política antiinflacionária nos países emergentes, mas nos países desenvolvidos aparenta melhores resultados (CARVALHO et alli, 2015, p. 154-157).

Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 2) apontam que com o RMI, as autoridades monetárias precisam assumir postura prospectiva e adotar medidas antecipatórias, devido à defasagem as decisões e seus efeitos. Assim, o Banco Central toma suas decisões de acordo com as projeções sobre a inflação futura “condicionais às diferentes trajetórias da taxa de juros, à melhor estimativa do estado corrente da economia e à provável evolução futura das variáveis exógenas, sobre as quais não se tem controle”.

4.2.1 Credibilidade e Autonomia do Banco Central no Regime de Metas

Os agentes econômicos precisam ter confiança nas autoridades monetárias para que as políticas sejam eficazes. Essa é a visão dominante na base teórica que sustenta o RMI, que prevê que a credibilidade do Banco Central é necessária para o sucesso de um regime monetário. Desde a década de 1970, Kydland e Prescott fundamentaram a discussão sobre a inconsistência dinâmica na condução discricionária da política monetária. O controle ótimo só seria apropriado quando os resultados obtidos dependerem apenas das decisões políticas passadas e atuais. Mas, “como os agentes econômicos consideram as expectativas em relação às ações políticas futuras na tomada de suas decisões, a teoria do controle ótimo não parece ser o melhor dispositivo de planejamento econômico” (NEVES; OREIRO, 2008, p. 121).

Para haver consistência entre as políticas a curto e a longo prazo, regras deveriam ser adotadas pelas autoridades monetárias – visão, como vimos, proposta e defendida com vigor

por Taylor. Mas apenas a utilização de regras não resolve o problema. A autoridade monetária precisa cumprir as responsabilidades que assume. Para uma maior credibilidade, os Bancos Centrais adotam medidas de promoção da transparência, com relatórios de desempenho e resultados. Assim, diminuem as incertezas dos agentes econômicos sobre como funciona o regime e com que objetivos – sendo eles atingidos ou não. A reputação (*backward-looking*) deve ser diferenciada de credibilidade (*forward-looking*), conforme explicam Neves e Oreiro (2008, p. 122-123):

Assim, credibilidade pode ser entendida como a confiança do público na capacidade das autoridades monetárias de alcançarem os objetivos estabelecidos *ex ante*. Um banco central com histórico de comprometimento com a estabilidade de preço (reputação) e que não apresenta sinais de ocorrência de inconsistência dinâmica possui uma maior credibilidade e um menor custo de suas políticas antiinflacionárias.

Com a crescente adoção do regime de metas desde a década de 1990, volta ao debate a discussão sobre a importância da credibilidade das autoridades monetárias para que as políticas aplicadas sejam realmente eficazes. A adoção de um BC independente, na perspectiva *mainstream*, traria mais credibilidade e sinalização de comprometimento. Todos os Bancos Centrais que utilizam o RMI hoje possuem independência operacional (sendo que apenas o Brasil não possui também independência estatutária).

4.2.2 Vantagens e Desvantagens do Regime de Metas de Inflação

O regime de metas de inflação consegue responder aos choques domésticos, ao contrário do regime de metas de taxas de câmbio, pois não depende da relação entre moeda e inflação para ter eficácia. Defensores do regime destacam a transparência e simplicidade, que torna a política monetária de maior entendimento do público, diminuindo as incertezas. Ainda, o RMI ajuda “a ancorar as expectativas inflacionárias dos agentes quanto à inflação futura” (CARVALHO et alli, 2015, p. 165).

Entre as desvantagens, com a necessidade de que o câmbio seja flutuante, o país fica sujeito a fortes movimentos de oscilação do câmbio. O regime também não pode evitar o problema do risco de ocorrência da dominância fiscal: com a monetização da dívida, se os déficits fiscais forem elevados, a inflação pode acelerar. Ainda, a rigidez da meta pode permitir “um nível de discricionariedade que compromete a estabilidade do produto e o crescimento econômico” (NEVES, OREIRO, 2008, p. 121). Mishkin (2000, p. 300) reforça que entre as lições aprendidas com as experiências estão que “as metas de inflação não têm podido produzir uma queda na inflação sem um declínio significativo da produção e uma

elevação no nível de desemprego”. A expectativa era de que a desinflação teria um custo mais baixo. Não foi o caso.

5 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (RMI) NO BRASIL

O Brasil sofreu fortemente os impactos da Crise Asiática (1997) e da Crise Russa (1999), ambas envolvendo ataques especulativos contra moedas que estavam apreciadas em relação ao dólar. Devido à âncora cambial, o Real também apresentava uma relativa valorização em relação ao dólar, cuja correção se deu por meio de ataques especulativos em 1998. Em janeiro de 1999 o plano quase fracassou: o país perdera a maior parte de suas reservas internacionais e a âncora cambial se revelava insustentável, tendo sido substituída pelo câmbio flutuante. Outro mecanismo seria necessário para ancorar as expectativas inflacionárias, em substituição à âncora cambial. Esse mecanismo veio na forma do chamado tripé macroeconômico, cujo elemento novo, em política monetária, seria justamente o RMI (Gremaud et alli, 2006; Baer, 2002).²²

Após o colapso do regime de câmbio fixo, o país adota o RMI. O Decreto nº 3088, de 21 de junho de 1999, estabeleceu a sistemática do Regime, com metas representadas por variações anuais de índice de preços. O Conselho Monetário Nacional (CMN) possui desde então a responsabilidade de fixar as metas e os intervalos. O Banco Central, assim, executa as políticas necessárias para que as metas sejam cumpridas. Em caso de descumprimento, o presidente do BCB deve divulgar publicamente as motivações. A carta aberta ao Ministro da Fazenda deve conter descrição das causas, providências a serem tomadas e prazo para que os efeitos surjam. É o ministro quem propõe as metas, que são decididas e anunciadas pelo CMN. Já a resolução 2.615, de 30 de junho de 1999, fixou as metas para inflação e os intervalos de tolerância para os primeiros anos, de 1999, 2000 e 2001 e também determinou que o indicador utilizado seria o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado

²² Como observou depois Armínio Fraga Neto, que foi o presidente do Banco Central responsável pela introdução e implementação do RMI, a adoção do regime de metas de inflação veio da exclusão das alternativas, que seriam, naquele momento, em 1999, “a volta ao câmbio fixo ou administrado (...); a criação de uma caixa de conversão como a da Argentina (um rígido *currency board*); a introdução de metas monetárias (notoriamente instáveis); ou a simples condução da política monetária sem meta explícita para a inflação” (BCB, 2011, p. 26).

pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).²³ Além do centro da meta, o intervalo de tolerância permite alguma flexibilidade para a autoridade monetária. Em 2018, a meta está em 4,5%, com banda de 1,5 p.p. para cima ou para baixo. Na maior parte dos anos, desde 1999 até 2017, as bandas de flutuação foram em torno de 2 p.p.²⁴

Com o RMI, o Conselho Monetário Nacional (CMN) passou a balizar as decisões de política monetária do Banco Central (BC) que são tomadas pelo Comitê de Política Monetária (Copom). “Este toma decisões acerca de taxa Selic com base em um modelo no qual a hipótese adotada quanto à taxa de juros gera um certo resultado da inflação, nos termos desse modelo” (GIAMBIAGI, 2005, p. 178-179). A política monetária foi rígida em 1999, com taxa de juros real de 15%. No entanto, “cumpriu o papel esperado de conter o ritmo de remarcações e de apreciar o real, após o *overshooting* inicial” (idem)..

O instrumento primário de política monetária utilizado é a taxa de juros de referência do sistema SELIC, que equilibra o mercado de reservas bancárias, pois é “taxa de juros média que incide sobre os financiamentos diários com prazo de um dia útil (overnight) lastreados por títulos públicos registrados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic)”. No país, as metas são determinadas para o ano corrente e os próximos dois, sendo que o sucesso depende de a inflação ter ficado dentro dos limites estabelecidos dentro do ano calendário. O Copom faz reuniões periódicas – que diminuíram de reuniões mensais, como eram no início do RMI, para oito encontros ao ano, após 2006 – para decidir se altera a taxa de juros e avaliar o viés da tendência da taxa (se é de alta, baixa ou neutro) nos períodos subsequentes. A ata do Copom descreve os fatores e as motivações para as mudanças nas taxas de juros. No fim de cada trimestre, o BCB publica o Relatório de Inflação do Copom, com mais detalhes da situação econômica brasileira (CARVALHO et alli, 2015, p. 161-162).

Entre os fatores condicionantes para a decisão da taxa de juros, estão os resultados esperados da política monetária, a atividade econômica e a situação do mercado de trabalho, a evolução recente e a expectativa inflacionária, o ambiente externo, situação do balanço de

²³ Para Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 10) a escolha de um índice cheio de inflação – como é o caso do IPCA, que mede a inflação para o grupamento de famílias com rendimento até 40salários-mínimos – foi inevitável por razões de credibilidade durante o início de implementação do RMI.

²⁴ O RMI não veio sozinho: o tripé macroeconômico implantado em 1999 incluía a política de geração de superávits fiscais primários (principalmente representada pela Lei de Responsabilidade Fiscal, aprovada naquele ano) e o câmbio flutuante. Armínio Fraga, figura que marcou a implantação dessa nova política, reforçaria mais tarde a visão de que “não há possibilidade de um regime monetário ter sucesso sem o amparo de um regime fiscal responsável e sustentável. Sem a Lei de Responsabilidade Fiscal, o regime de metas para a inflação provavelmente não teria sobrevivido até hoje” (BCB, 2011, p. 28).

pagamentos e o mercado monetário. O RMI, então, funciona da seguinte forma: o CMN estabelece qual a meta de inflação, o Copom calibra a política monetária segundo a meta e o Banco Central coordena as expectativas de inflação, sendo que a credibilidade da instituição é fundamental nesse processo (BCB, 2007).

O Departamento de Estudos e Pesquisas do Banco Central do Brasil desenvolveu um conjunto de ferramentas técnicas para balizar a política monetária, como modelos estruturais de pequeno porte “que tratam do mecanismo de transmissão da política monetária para os preços, complementados com modelos de previsão da inflação no curto prazo, indicadores antecedentes de inflação e medidas do núcleo da inflação”. Além disso, são feitos levantamentos com setor privado a respeito das expectativas sobre indicadores como PIB, inflação, entre outras variáveis. Na construção dos modelos, o Banco Central verificou, sobre os canais de transmissão, que há uma defasagem de 3 a 6 meses para que a taxa de juros afete a demanda de bens duráveis e investimentos; e cerca de três meses para que o hiato do produto tenha influência significativa na inflação. Como apontam Bogdanski; Tombini e Werlang (2000, p. 12):

Em resumo, a transmissão da política monetária através do canal da demanda agregada tarda 6 a 9 meses para completar-se; (ii) através de um canal direto: mudanças na taxa nominal de juros afetam simultaneamente a taxa nominal de câmbio; esta afeta, também simultaneamente, a taxa de inflação por meio da inflação ‘importada’; (iii) dada a alavancagem historicamente baixa do setor empresarial brasileiro, em conjunto com as políticas creditícia e monetária extremamente restritivas praticadas durante o Plano Real, o mecanismo de transmissão via crédito não tem operado e sua importância em termos de canalizar os impactos da taxa de juros para a inflação tem sido desprezível.

Para que o Banco Central tenha uma previsão alternativa e que possa simular choques específicos, os modelos estruturais são complementados por modelos de curto prazo, que incluem modelos de vetores auto-regressivos (VAR) e modelos de séries temporais de médias móveis auto-regressivas (ARMA) (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000, p. 13).

O RMI nasceu como resposta às necessidades de ancorar expectativas, num contexto de mudanças significativas de condução do plano Real. A situação externa e interna da economia brasileira mudou nos anos subsequentes. Já partir de 2001 começam a surgir pressões (ou choques). As metas de inflação no país iniciaram-se com um patamar em torno de 8% a.a., e planejava-se que fossem caindo gradativamente ao longo dos anos (Vide Tabela 1). Diversos choques afetaram a economia nos anos seguintes, como o ataque terrorista aos EUA, em 2001, os problemas do racionamento de energia elétrica naquele mesmo ano, as incertezas

eleitorais em 2002, e a eleição de Lula, que no primeiro momento criou certa instabilidade no câmbio e isso levou a reflexos nos preços. Nesses períodos, mudanças na meta ou nas bandas de flutuação foram feitas para acomodar as oscilações. Entre 2001 e 2003 a inflação registrada situou-se acima da meta e fora da banda de flutuação. Após 2003, buscou-se restaurar a credibilidade do regime, com maior consolidação a partir de 2006 (BCB, 2007). Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 10) apontam a motivação para a escolha de metas descendentes nos primeiros anos do RMI, ligadas ao recente histórico inflacionário brasileiro:

É importante distinguir um processo inflacionário sistemático de uma alta temporária da inflação causada por um choque. No primeiro caso, há uma contínua aceleração do nível de preços. No segundo, pode haver uma única elevação, definitiva, no nível de preços, mas sem pressões altistas adicionais. O caso brasileiro pertencia claramente à segunda categoria: a desvalorização da moeda iniciada na metade de janeiro de 1999 foi um choque que colocou em marcha um realinhamento dos preços relativos. Antes de sua ocorrência, porém, os preços no Brasil mantinham-se estáveis: na média, a inflação ao consumidor foi de 1,7% em 1998.

Segundo Armínio Fraga (BCB, 2011, p.29) na fase inicial, imaginava-se uma taxa de inflação oscilando entre 3% e 4% anuais, repetindo a experiência chilena, caminhando para uma taxa parecida com a média mundial posteriormente. Nesse período, o RMI teve papel de âncora para inflação e de mecanismos para combater a inflação, ao coordenar as expectativas:

Tal papel duplo voltou a se repetir quando da bem sucedida administração dos efeitos da devastadora crise de confiança que nos assolou na transição de 2002-2003. Em geral, em momentos de crise, o sistema de metas tem se mostrado bastante eficaz. Podemos dizer que, até estes dias, a experiência brasileira representa o maior teste de estresse de um sistema de metas para a inflação já registrado. Em diversos momentos difíceis, o Banco Central tem podido agir de acordo com a prática hoje universalmente aceita de acomodar desvios temporários da meta, com o objetivo de suavizar as flutuações no nível de atividade da economia (BCB, 2011, p.29).

O histórico de metas estabelecidas após a implantação do RMI no Brasil consta na tabela 1. O Gráfico 1 mostra a taxa SELIC, dia a dia, de 01 de janeiro de 1999 a 20 de novembro de 2017, e a taxa de inflação dada pelo IPCA anualizado, para o mesmo período. O centro da meta e as bandas de flutuação determinadas para cada período também são exibidos no gráfico.

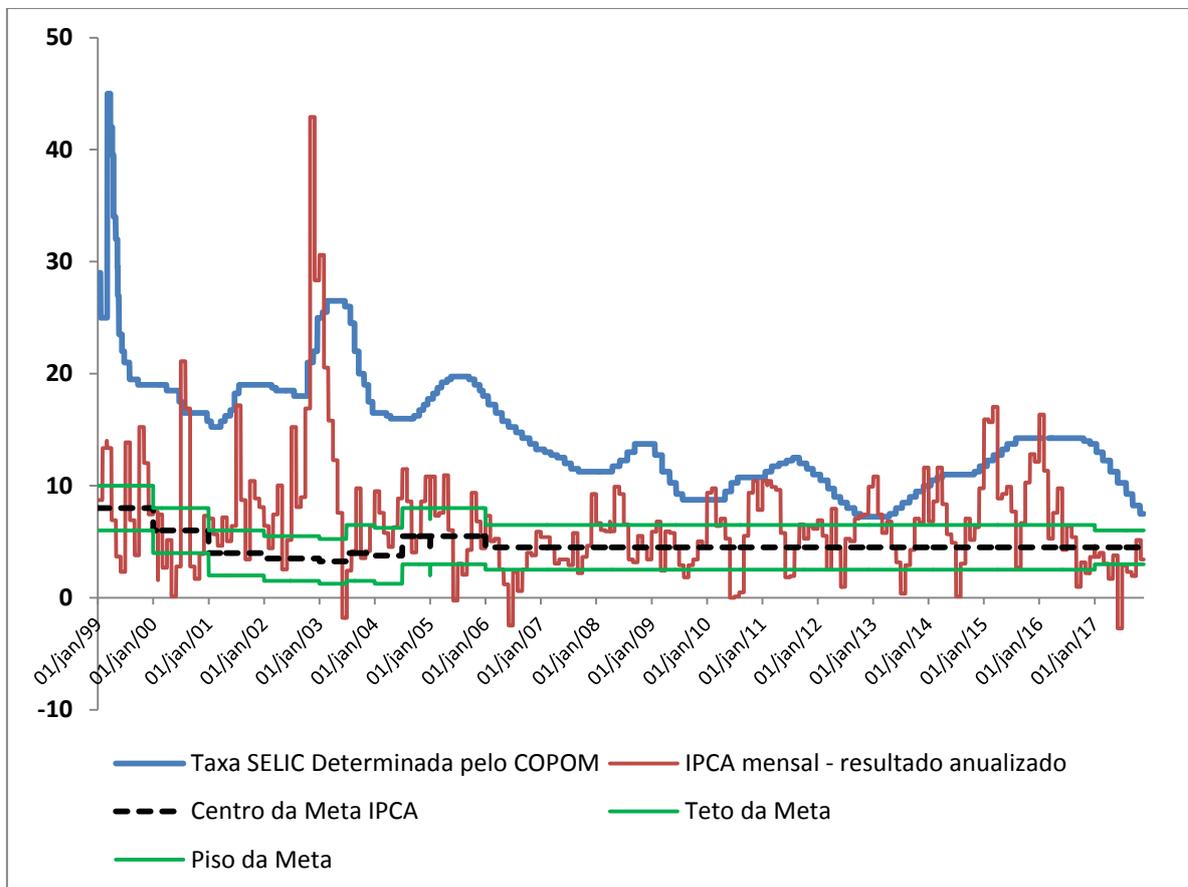
Tabela 1: Metas desde o início da implantação do RMI no Brasil.

Ano	Data	Meta	Banda	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação efetiva (IPCA)	Cumprimento
1999	30/6/1999	8	2	6-10	8,94	Acima do centro da meta, dentro da banda
2000	30/6/1999	6	2	4-8	5,97	Abaixo do centro da meta, dentro da banda
2001	30/6/1999	4	2	2-6	7,67	Acima da meta
2002	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53	Acima da meta
2003	28/6/2001 27/6/2002	3,25 4	2 2,5	1,25-5,25 1,5-6,5	9,30	Acima da meta, mesmo com alteração
2004	27/6/2002 25/6/2003	3,75 5,5	2,5 2,5	1,25-6,25 3-8	7,60	Acima do centro da meta, dentro da banda (apenas porque foi trocada)
2005	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69	Acima do centro da meta, dentro da banda
2006	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14	Abaixo do centro da meta, dentro da banda
2007	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46	Abaixo do centro da meta, dentro da banda
2008	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90	Acima do centro da meta, dentro da banda
2009	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31	Abaixo do centro da meta, dentro da banda
2010	1/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91	Acima do centro da meta, dentro da banda
2011	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	6,50	Acima do centro da meta, dentro da banda
2012	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5	5,84	Acima do centro da meta, dentro da banda
2013	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5	5,91	Acima do centro da meta, dentro da banda
2014	28/6/2012	4,5	2	2,5-6,5	6,41	Acima do centro da meta, dentro da banda

2015	28/6/2013	4,5	2	2,5-6,5	10,67	Acima da meta e da banda
2016	25/6/2014	4,5	2	2,5-6,5	6,29	Acima do centro da meta, dentro da banda
2017	25/6/2015	4,5	1,5	3-6	2,95	Abaixo do centro da meta e também da banda

Fonte: Elaboração própria, com dados do Banco Central do Brasil.

Gráfico 1 – Taxa SELIC versus IPCA anualizado, Metas de Inflação e bandas, 1999-2017.



Fonte: Elaboração própria, com dados da SELIC e IPCA anualizado (Ipeadata).

A excessiva oscilação da inflação e seus afastamentos em relação às metas em diferentes períodos ao longo dessa série são interpretadas de forma diversas, pelos analistas. Em geral, analistas mais favoráveis ao regime de metas enfatizam o sucesso relativo do regime em ancorar a inflação e mantê-la controlada, frente a diversos choques, ao passo que analistas que tem resistência ao RMI destacam o fato de que este entregou em geral uma inflação média em

geral elevada, com elevado custo em termos de crescimento (dado o uso dos juros como instrumento para debelar a inflação).

Fabio Giambiagi (2005, p. 189) aponta que no período de 1999-2002, a tríplice mudança de regimes, cambial, monetário e fiscal, possibilitou que o país pudesse enfrentar melhor as crises e desequilíbrios econômicos. “Se a inflação preocupa, o BC atua através do instrumento da taxa de juros; se há uma crise de BP, o câmbio se ajusta e melhora a conta corrente; e se a dívida pública cresce, há que se “calibrar” o superávit primário”.

A partir de 1999, o Brasil retoma o crescimento e completa o ano com 3,3% no quarto trimestre em relação ao mesmo período de 1998, “mas o *carry over* estatístico decorrente do fato de que o PIB tinha contraído ao longo de 1998 – gerando um baixo nível de atividade no começo de 1999 – levou a um resultado muito baixo no ano como um todo”. No ano seguinte, já sem o efeito estatístico, o PIB aumentou em mais de 4%. “Em termos de inflação, os resultados do IPCA foram excelentes, pois a alta de preços foi de 9% em 1999 e de 6% em 2000, neste último caso atingindo estritamente a meta de inflação” (GIAMBIAGI, 2005, p. 179).

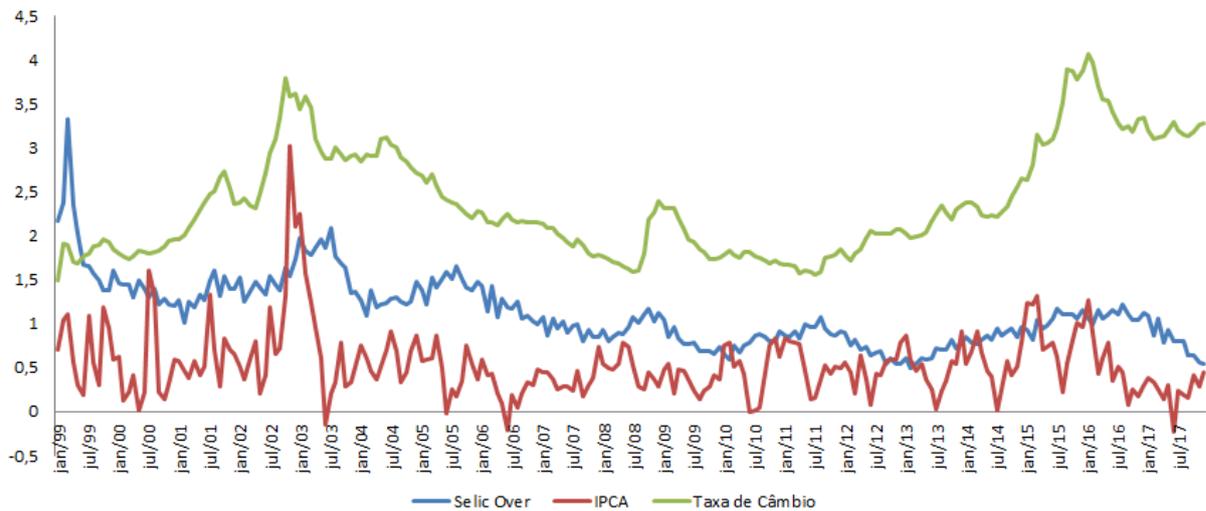
Sendo assim, o BCB cumpriu de forma rigorosa as metas nos primeiros dois anos, mas apresentou dificuldades no período posterior, “sempre em razão de flutuações cambiais acentuadas. Mas nada que, de longe, significasse a perda de controle do processo ou o retorno a velhos patamares” (FRANCO, 2005, p. 178).

Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009, p. 11) apontam os choques domésticos externos em 2001 e 2002, “como a crise energética no Brasil, os efeitos de 11 de setembro de 2001, a crise argentina e a crise de confiança com as eleições presidenciais de 2002”, que influenciaram na inflação no período. Concordam sobre o impacto do câmbio no não cumprimento das metas, com aumento de “20,3% e 53,5%, em 2001 e 2002, respectivamente. Como resultado, em 2001, 38% da taxa de inflação podem ser explicados pela depreciação cambial, enquanto, em 2002, a contribuição da variação cambial ficou em 46%”. Em 2003, o não cumprimento teria sido devido à inércia inflacionária do ano anterior, mesmo com as altas taxas de juros estipuladas.

O Gráfico 2 mostra o comportamento da taxa de juros (SELIC over), inflação (mensal) e flutuação do câmbio perante o dólar durante o período de implantação do regime de metas até o final de 2018. Pode-se perceber a grande volatilidade do câmbio e, principalmente, que as

oscilações no nível de inflação não parecem responder de forma sistemática às oscilações na SELIC.

Gráfico 2 - Taxa SELIC (Over), IPCA mensal e variação média no câmbio (1999-2018).



Fonte: Elaboração própria, com dados do Bacen e IBGE, via Ipeadata.

Para Fabio Giambiagi (2005, p. 181) em 2002, a economia brasileira sofreu com uma série de eventos, citando “a crise de energia, o contágio argentino – que diminuiu a entrada de capitais – e os atentados terroristas de 11 de setembro, que abalaram fortemente os mercados mundiais”. Com o aumento do risco para o mercado brasileiro, diminuiu a disponibilidade de capitais, com reflexo na taxa de juros:

O balanço do período de 1999 a 2002 é ambíguo. De um lado, o crescimento permaneceu baixo e o país continuou amargando taxas de juros reais elevadas; de outro, houve melhora sistemática da balança comerciais e do resultado em conta corrente e o país fez um ajuste fiscal que no início do processo até os mais otimistas julgavam que seria muito difícil de implementar: entre 1998 e 2002, a melhoria do resultado primário foi de quase 4% do PIB

Giambiagi (2005, p.197) ressalta que havia dúvidas se a estabilidade iria de manter e se os compromissos seriam mantidos pelo governo sucessor de FHC. A desconfiança aumentou em 2002 durante a campanha eleitoral e a “observadores internacionais temiam a decretação de uma moratória em 2003, no contexto da adoção – que alguns julgavam certa – de políticas populistas por parte de um novo governo, encabelado pelo PT”. No entanto, o PT rompe com a ideia de ruptura e apresenta documentos como a Carta ao Povo Brasileiro, com compromisso da preservação do superávit primário; um programa de governo moderado e ainda promete respeitar o acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Ao mesmo tempo, a política monetária também estava exigindo decisões urgentes. Em que pesem as sucessivas elevações das taxas de juros Selic a partir de outubro de 2002 – quando, em aproximadamente 60 dias, a taxa nominal definida pelo Banco Central passou de 18% para 25% a.a. – um número crescente de analistas entendia que essa reação, além de tardia tinha sido insuficiente, face à intensidade da alta de preços que estava se verificando, e defendida novas rodadas de aperto da política monetária (GIAMBIAGI, 2005, p. 205)

Após a vitória de Luís Inácio Lula da Silva, foi nomeado para o cargo de presidente do Banco Central Henrique Meirelles. As metas de inflação anunciadas reforçaram a política anti-inflacionária, além do aumento da meta de superávit primário, que subiu de 3,75% para 4,25 do PIB em 2003. Ainda, as taxas Selic foram elevadas “mostrando que isso não era mais um tabu para o PT” (GIAMBIAGI, 2005, p. 206).

Giambiagi (2005, p. 207) explica ainda que “com a disparada do dólar e o contágio da inflação mensal no último trimestre – que elevou a inflação de 2002 a quase 13% - a equipe do Banco Central de FHC elevou os juros até 25%”. No entanto, a medida não alcançou o efeito esperado, devido às incertezas sobre as políticas que seriam aplicadas com o novo presidente em 2003.

Nos anos de 2003 e 2004, as metas foram alteradas no decorrer do ano. Em 2003, inicialmente era de 3,25, com 2% de tolerância, foi alterada para 3,5% (ainda com 2% de tolerância) e depois o Banco Central mudou a meta para 4%, também aumentando o intervalo para 2,5%. Mesmo com o aumento, a inflação efetiva foi superior, ao limite do intervalo superior que passou para 6,5%, e alcançou 9,3%. Em 2004, a meta era inicialmente 3,75%, com tolerância de 2,5%, mas aumentou para 5,5%, mantido o intervalo. A inflação efetiva chegou a 7,6% no ano.

Após a adoção de uma série de medidas vistas como “pró-mercado”, como a renovação do acordo com o FMI, mesmo sem a utilização dos recursos, e a queda da inflação, foi somente a partir do segundo semestre de 2003 que a autoridade monetária “se viu à vontade para seguir com convicção uma política de redução das taxas de juros” (GIAMBIAGI, 2005, p. 206).

Ao longo de 2003, a ortodoxia fiscal e monetária abraçada pelo novo governo gerou resultados positivos em termos de combate à inflação, ajudada naturalmente pela queda no câmbio a partir de 2003 – causada em parte, pelo rigor da política monetária. Para isso, contribuiu não apenas a política econômica como também a abundância conjuntural de liquidez internacional, face às baixíssimas taxas de juros vigentes nos Estados Unidos, na época em torno de 1% a.a. Com a perspectiva de que o mercado de câmbio revertisse em parte a desvalorização de 2002, isto é, tendo pela frente a possibilidade de um importante ganho de capital medido em dólares,

houve uma grande entrada de recursos que, por sua vez, contribuiu para fazer cair a cotação do dólar. A contrapartida da queda da inflação foi a elevação da taxa de juros real Selic – usando o IPCA como deflator – de 6% em 2002, para 13% em 2003. Na sequência desse processo, a atividade econômica sofreu as consequências e o desempenho do PIB ficou comprometido em 2003 (GIAMBIAGI, 2005, p. 208).

A partir de 2004, a inflação se comporta dentro dos limites estabelecidos, em alguns períodos acima do centro da meta, mas dentro da banda de tolerância. De 2005 a 2014, embora frequentemente acima da meta, o IPCA oscila dentro da banda de flutuação estabelecida. É o período mais longo de relativa estabilidade anual do índice de inflação. Em 2014 uma nova aceleração inflacionária se inicia, com reflexos que vão surgir mais claramente em 2015. Em 2015, a inflação ultrapassou o limite de forma expressiva e alcançou 10,67% a.a. De acordo com Carta Aberta divulgada pelo presidente do Banco Central da época, Alexandre Tombini (BCB, 2016), entre as causas estariam o realinhamento dos preços administrados e dos preços domésticos em relação aos internacionais. O aumento de preços administrados em 2015, que foi de 18,07%, foi a maior variação anual desde 1999 e também impactou na inflação dos preços livres, “decorrentes de efeitos de segunda ordem, como, entre outros, o repasse pelas empresas, mesmo que parcial, dos aumentos da energia elétrica e dos combustíveis para os preços de suas mercadorias e serviços”. Ainda, em relação ao câmbio, destaca que “nesse contexto, a taxa nominal de câmbio acumulou desvalorização de 47% ao longo de 2015”.

Como mostrou a Tabela 1, pode-se observar que a inflação tem se comportado sistematicamente acima da meta, mesmo que na maior parte das vezes dentro da banda. Chegou a extrapolar as bandas superiores em 2001, 2002, 2003 e 2015. No ano de 2017, ficou abaixo do limite inferior, após forte crise econômica. O Gráfico 1 mostra, adicionalmente, que em termos anualizados (a inflação mensal levada em conta numa projeção de 12 meses, que é um indicativo das expectativas inflacionárias) é difícil concluir que o RMI tenha conseguido, de fato, ancorar as expectativas de forma sistemática. As oscilações escapam às bandas de flutuações de forma errática, e não há uma tendência de longo prazo de convergência das flutuações dos preços para o piso e o teto dado pelos intervalos de flutuação em torno do centro da meta.

6. CRÍTICAS AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O Regime de Metas tem como alicerce teorias monetárias que não aceitas por todos os economistas. Entre os que não apoiam o sistema, estão alguns economistas que acreditam na taxa natural de desemprego e na curva de Phillips. Já os pós-keynesianos fazem críticas a políticas de aperto por atacar o sintoma, e não a causa da inflação. Alguns críticos questionam o tripé em que se apoia o regime de metas. Após o debate de Keynes com os clássicos, as teorias monetárias também não foram aceitas por economistas como Robert Eisner, William Vicrey e James Tobin. Já os economistas pós-keynesianos se contrapõe à neutralidade da moeda tanto no curto quanto no longo prazo. A crítica também está relacionada ao impacto da taxa de juros sobre a demanda, pois afeta as decisões de escolha de portfolio dos agentes econômicos, que afetam as variáveis reais da economia. As alterações nas taxas de juros de curto prazo impactam o investimento, o que interfere não só no nível de demanda agregada, mas também na taxa de desemprego de equilíbrio. Ainda, os pós-keynesianos divergem sobre a natureza da inflação, pois acreditam que a inflação é originada no lado real da economia e é resultado de conflitos distributivos (CARVALHO, 2015, p. 159). A seguir, iremos destacar as principais críticas ao regime de metas de inflação no país, de acordo com as correntes de pensamento heterodoxas, mas incluindo também as recentes críticas de economistas ortodoxos.

6.1 CRÍTICA DO NOVO DESENVOLVIMENTISMO

Para Luiz Carlos Bresser-Pereira e Cleomar Gomes (2009, p. 47), a reforma com o Plano Real obteve sucesso na desindexação da economia e neutralização da inércia inflacionária, mas “ficou incompleto, na medida em que os preços administrados e a dívida pública continuam indexados”. Em vez de trabalhar para diminuir essa indexação, o Brasil optou primeiro por uma âncora cambial e depois pelo RMI. Sugere que as autoridades monetárias poderiam ter escolhido uma estratégia de convergência de longo prazo, como agiram Chile e México antes das políticas de metas, equilibrando as contas e liberando as projeções com objetivos de longo prazo. Acreditam que a convergência suave registrou um custo social menor do ocorrido no Brasil. Antes de ser implementado o regime, não houve uma preparação adequada da economia:

Se tivessem se concentrado, primeiramente, em livrar o país da armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio, as metas inflacionárias poderiam ter sido adotadas num segundo momento. Em vez disso, excessivamente

preocupadas com a inflação, as autoridades se apressaram em adotar uma nova âncora nominal. Como consequência, a taxa de câmbio permaneceu altamente instável e a economia não conseguiu atingir os objetivos de inflação em alguns anos. Pior, a taxa de juros real em relação à dívida pública continuou anormalmente elevada - que envolveu elevados custos fiscais e de desenvolvimento (BRESSER-PEREIRA; GOMES, 2009, p. 48).

A alta taxa de juros seria o problema, não a inflação. Bresser-Pereira e Gomes (2009, p. 48) acreditam que o país só vai conseguir alcançar níveis internacionais de inflação se as taxas de juros diminuïrem para níveis de acordo com o risco-país do Brasil e que “o sucesso dessa ação dependerá do envolvimento de toda a sociedade e do governo”.

O RMI é geralmente visto como política de sucesso, com o controle da inflação, mas “vem apresentando problemas relacionados ao alcance de seus objetivos e, principalmente, aos elevados custos de cunho social e de desenvolvimento econômico”. Defendem que a regra de Taylor só deveria ser aceita na aplicação de política monetária se combinada com outras variáveis como a taxa de câmbio e/ou emprego. Acreditam também que há um problema de inconsistência, pois o RMI visa a administração e não uma mudança da política monetária (BRESSER-PEREIRA; GOMES, 2009, p. 21).

Existiria uma armadilha de taxa de juros/taxa de câmbio na economia brasileira desde a implementação do real. Entre as características desse problema, estão as taxas de juros de curto prazo que não ficavam, até o ano de 2006, abaixo de 9% em termos reais e que, ainda “os juros de longo prazo dos títulos federais pagam uma taxa Selic similar àquela paga pelas LTNs, e são geralmente mais altas que os juros pagos pelos títulos brasileiros no exterior”. (BRESSER-PEREIRA; GOMES, 2009, p. 36). Ainda, com o estímulo da alta taxa de juros para a entrada de capital externo, a taxa de câmbio é normalmente pressionada para baixo, deixando o real sobrevalorizado e, quando há uma desvalorização, o processo é revertido. Quando o Banco Central estipula o valor de equilíbrio em aproximadamente 9% de juros reais, as metas de inflação teriam o papel de reforçar a armadilha ao formalizar qual seria o limite.

A armadilha deixa o país num círculo vicioso de curto prazo, que pode ser observado de diversas formas. Por exemplo, quando o câmbio deprecia e as alterações nos preços elevam a inflação, o Banco Central reage com um aumento da taxa de juros para diminuir a ameaça, mas, utilizam uma política de redução da demanda para combater uma inflação que teria vindo do lado da oferta. Bresser-Pereira e Gomes (2009, 41) avaliam que:

Sempre que a taxa de juros é reduzida e há algum sinal de crescimento econômico e como o déficit em conta corrente aumenta, o governo tenta evitar uma depreciação elevando a taxa Selic e, conseqüentemente, provocando o aumento do desemprego. A elevação das taxas de juros provoca efeito similar no déficit público e na relação dívida pública/PIB. Conseqüentemente, há uma redução no crédito internacional do país, a não ser que o superávit primário seja aumentado na mesma medida, geralmente por meio de um acréscimo na carga tributária.

Segundo Bresser-Pereira e Gomes (2009, p. 42-43), a teoria convencional do RMI afirma que as metas cambiais prejudicam o desempenho desse sistema, mas “não significa que os bancos centrais possam negligenciar os efeitos dos movimentos da taxa de câmbio sobre a inflação e a demanda agregada”. Quando comentam sobre a eficácia do regime, afirmam que ele foi eficaz no controle da inflação, mas teve como contrapartida a quase estagnação da economia.

A indexação pela Selic seria uma herança do período de inflação elevada, que não conseguiu ser atenuada mesmo com os diversos programas de estabilização anteriores ao plano Real. Outro motivo para o nível da taxa de juros seria a utilização do Banco Central da taxa Selic para atrair capital estrangeiro, reduzir déficit em corrente em período de crescimento contínuo ou aumentar a poupança pública. Bresser-Pereira e Gomes (2009, p. 38) ainda veem um problema de economia política, com uma suposta influência rentista sobre o Banco Central e, ainda, uma hegemonia ideológica em relação ao apoio do FMI para a política ortodoxa utilizada.

A redução na taxa Selic em termos reais só seria possível, para Bresser-Pereira e Gomes (2009, p. 44) com o fim da indexação dos títulos federais pela Selic, ou seja “da indexação pela mesma taxa de juros usada pelo Banco Central em sua política monetária”, prática que consideram uma peculiaridade brasileira e “a principal explicação institucional para a alta taxa de juros usada para pagar o serviço da dívida pública”. Também seria preciso o fim de qualquer indexação de contratos e preços administrados, que são aqueles estabelecidos por contrato ou órgão público.

Nesse sentido, portanto, Bresser-Pereira (2006, p. 12-13) faz uma crítica à ortodoxia convencional e ao tripé macroeconômico, pois acredita que as reformas neoliberais falharam para promover estabilização e crescimento na América Latina. O desenvolvimento seria impedido, no curto prazo, pela elevada taxa de juros básica de curto prazo, pressionando a taxa de longo prazo e deixando-a desconectada com o risco do país. Assim, seria necessária a elevação do investimento “devendo o Estado contribuir para isso por meio de uma poupança

pública positiva, fruto da contenção da despesa de custeio”. Entende estabilidade macroeconômica como taxa de inflação sob controle e razoável pleno emprego, que serão alcançados desde que:

(1) o governo controle suas despesas e o déficit público, e logre uma poupança pública positiva para financiar seus investimentos; (2) o Banco Central tenha um duplo mandato: o controle da inflação e o equilíbrio do balanço de pagamentos, e dois instrumentos, a taxa de juros e o câmbio; e (3) a taxa de câmbio seja administrada para ser mantida competitiva, usando-se para isto dos controles de capital quando for necessário, e a taxa de juros seja mantida a mais baixa possível compatível com a estabilidade de preços. Para os dois enfoques, a estabilidade macroeconômica é fundamental para o desenvolvimento, e a disciplina fiscal, essencial para essa estabilidade, mas a divergência começa pelo conceito de estabilidade. O nível de emprego é um elemento essencial da verdadeira estabilidade macroeconômica. (BRESSER-PEREIRA, 2006, p 20-21).

Os dois enfoques, neoliberalismo e novo desenvolvimentismo, na visão de Bresser-Pereira, reforçam a necessidade da estabilidade macroeconômica, mas a conceituam de forma distinta, pois na visão novo desenvolvimentista o nível de emprego é elemento essencial para a estabilidade. Cita que nos Estados Unidos, o mandato do FED, a autoridade monetária do país, possui duplo mandato (inflação e emprego), e ainda prevê que as taxas de juros sejam moderadas. Para a ortodoxia convencional, o Banco Central deve ter como meta *somente* a inflação, enquanto para o novo desenvolvimentismo, também deveria haver uma meta de emprego, sendo este fundamental para o desenvolvimento do país. Ainda, “Enquanto a ortodoxia convencional não vê limites para a taxa de juros, o novo desenvolvimentismo quer que as autoridades monetárias façam o melhor de seus esforços para mantê-la baixa”. A taxa de câmbio seria o preço macroeconômico mais estratégico poderia ser administrada dentre limites razoáveis. E, para haver uma administração do câmbio, é preciso que a taxa de juros seja moderada “de forma a permitir a compra de reservas quando os influxos de capitais são muito elevados. Em alguns momentos, pode ser necessário o recurso aos controles de capital”. Ainda critica a volatilidade, que comprometeria a economia brasileira (BRESSER-PEREIRA, 2006, p. 21). Propõe, assim, um tripé macroeconômico do novo desenvolvimentismo com poupança pública, duplo mandato no Banco Central e administração do câmbio, utilizando controle de capital quando necessário (BRESSER-PEREIRA, 2006, p. 17).

6.2 CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA

Parte dos economistas pós-keynesianos acreditam que o RMI não é compatível com os enfoques da escola a respeito dos problemas inflacionários, ao passo que outra parte acredita

que esse regime pode ser aplicado, embora com um arranjo institucional distinto, como um duplo mandato para a autoridade monetária. O RMI não seria considerado apropriado porque possui como alicerce o axioma da neutralidade da moeda e assume que a inflação decorre quase fundamentalmente de excesso de demanda agregada. Enquanto isso, a visão pós-keynesiana é de que a moeda não é neutra e as variáveis nominais como a taxa de juros afetam as variáveis reais da economia, tanto no curto quanto no longo prazo, na medida em que afetam a escolha de portfolio dos agentes econômicos e as decisões de investimentos. (SQUEFF, OREIRO, PAULA, 2009, p. 1-2). A crítica pós-keynesiana reforça que o combate deveria ser feito às causas da inflação, não somente aos sintomas; e ainda aponta os sacrifícios de uma política monetária restritiva.

Modenesi (2008, p. 9) analisa que a inflação não é um fenômeno apenas monetário, principalmente no caso brasileiro. Assim, o controle da demanda agregada não é o suficiente, mas seria preciso também olhar atentamente para a oferta, o que não pode “ser feito apenas pela autoridade monetária, que precisa de aliados no combate à inflação. Vale dizer, a estabilidade de preços também depende de outras instâncias responsáveis pela política econômica, além do BCB”.

Squell, Oreiro e de Paula (2009, p.1) defendem que os países em desenvolvimento com histórico recente de inflação alta utilizem um arranjo mais flexível do regime de metas, “que permita aos bancos centrais perseguir seu duplo mandato mediante a utilização de uma meta numérica de inflação mais elevada, núcleo da inflação, maior período de convergência, etc”. No Brasil, o período para convergência é de um ano, que esses autores consideram como caso menos flexível. Acreditam que “um RMI flexível será aquele no qual o BC não seguirá uma regra de mecânica, mas terá um considerável grau de discricionariedade sobre a determinação da taxa de juro de curto prazo” (SQUELL; OREIRO; PAULA, 2009, p. 23).

A política monetária restritiva e os custos associados à manutenção de altas taxas de juros são ressaltados por Modenesi e Modenesi (2012, p. 390). Consideram que o RMI foi um sucesso no controle da inflação, mas que a política monetária brasileira seria uma anomalia, com a manutenção de taxas de juros mais elevadas do que necessário, alcançado por anos níveis recordes de juros reais. Acreditam que há falhas de transmissão da política monetária, pois “a inflação tem-se mostrado pouco sensível ao nível de atividade econômica: é preciso uma retração de grandes proporções para se obter uma queda relativamente pequena da

inflação”. Apontam a rigidez monetária como uma das razões para o fraco crescimento do PIB na comparação com países em desenvolvimento.

Acrescentam também que a sensibilidade da inflação em relação à taxa de juros, mensurada por testes econométricos, de forma que aumentos da Selic tem reduzido impacto deflacionário. Dada essa baixa sensibilidade da resposta da inflação aos juros (que pode ser percebida nos Gráficos 1 e 2, anteriormente apresentados, o Banco Central precisaria manter a SELIC “em níveis demasiadamente elevados para que as metas de inflação sejam minimamente cumpridas” (MODENESI; MODENESI, 2012, p. 396).

Na visão dos autores, tais problemas refletem que há dominância monetária com contaminação das contas públicas, devido à existência de títulos indexados à Selic e, como eles são uma parcela relevante da dívida pública, manter a Selic em nível elevado tem custo financeiro alto com o pagamento de juros (MODENESI; MODENESI, 2012, p. 392). Além disso, uma especificidade do regime adotado no Brasil é que o Banco Central utiliza como instrumento para controle inflacionário, dentro do RMI, a mesma taxa de juros que remuneram a dívida pública, de tal forma que, ao combater a inflação, o Banco Central, por outro lado, eleva o estoque de dívida do país, gerando problemas de ordem fiscal. Como destacam Arestis, de Paula e Ferrari-Filho:

Além disso, o Brasil é o único país no mundo onde o Banco Central determina diretamente as taxas de juros que remuneram a dívida pública e essas são usadas também como meta operacional de política monetária, determinando o custo das reservas bancárias. Essa situação anômala constitui uma herança da era da alta inflação que ainda permanece intacta. De fato, como cerca de 40% dos títulos federais são indexados à taxa overnight (Selic) e eles são utilizados pelos bancos na composição dos fundos de renda fixa, logo qualquer aumento nas taxas de juros resulta em um aumento imediato do estoque total da dívida pública (ARESTIS; PAULA, FERRARI-FILHO, 2009, p. 22).

A manutenção de uma taxa de juros elevada diminui o nível de bem-estar social por diferentes canais, elencados por Modenesi (2010, p. 26-27):

1) Desestimula o investimento privado, reduzindo a demanda agregada e, portanto, diminuindo a taxa de crescimento do PIB; 2) Ao tornar mais rentáveis os ativos financeiros domésticos, estimula a entrada de capitais externos; isso valoriza o real, reduzindo a competitividade das exportações o que, por sua vez, deteriora o saldo total do balanço de pagamentos; 3) Aumenta as despesas com o serviço da dívida pública, limitando os gastos de custeio e de investimento do governo.

Assim, um aumento na taxa básica de juros gera um bem-estar para sociedade quando impacta negativamente na inflação, mas implica na redução do nível de atividade econômica e de emprego, além de tender a uma deterioração na situação fiscal do país (MODENESI, 2012, p. 29).

Os problemas no mecanismo de transmissão aumentam o sacrifício de uma política monetária restritiva à sociedade brasileira (MODENESI, 2010, p. 30). A manutenção da Selic em níveis elevados em excesso pode ter como uma das causas o baixo grau de eficácia da política monetária (falhas de transmissão). Um desses problemas é associado à oferta pelo Tesouro Nacional de um “ativo singular”, pós-fixado e com alta liquidez e rentabilidade, pois “cria-se anômala vinculação entre o mercado monetário e o de dívida pública via correção das LFT pela Selic — viabilizando a indexação de instrumentos financeiros ao Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI).” Ao atrelar os mercados de dívida e monetário, a taxa básica de juros também baliza a oferta de títulos do governo, surgindo assim uma “potencial descoordenação entre o BCB, que usa a Selic para controlar a inflação, e o TN que dela depende para se financiar” (MODENESI; MODENESI, 2012, p. 394).

A alta participação das LFT no estoque da dívida também pode originar um canal perverso de transmissão da PM ou um efeito renda financeira às avessas. Um aumento da taxa básica geraria um incremento de renda que — dependendo da propensão marginal a poupar dos detentores de LFT — poderia ampliar a demanda agregada, aumentando os preços (MODENESI; MODENESI, 2012, p. 394-395).

Como os bancos também possuem esses títulos, também “estariam suscetíveis ao efeito-renda às avessas: seus ativos e receitas também cresceriam quando se eleva a Selic. Com mais recursos disponíveis, poderiam ampliar seus empréstimos”, o que aconteceria até um valor crítico da Selic, devido à elevação do risco de inadimplência. Outra falha dos mecanismos de transmissão está relacionada à participação dos preços administrados no IPCA. Esses preços compõem cerca de 30% do índice. Com impacto mais limitado, estão os empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e da Caixa Econômica Federal (CEF), com taxas de juros abaixo da Selic e que, então, não seriam inibidos por um aperto na política monetária (MODENESI; MODENESI, p. 395-396). Assim, “a política monetária pode ter efeito sobre determinados preços de mercado, mas, todavia, não é muito eficiente no controle dos preços administrados” (ARESTIS; DE PAULA, FERRARI-FILHO, 2009, p. 22). Modenesi (2008, p. 23) completa que, como o BCB não influencia de forma direta os preços administrados, “o controle da inflação se concentrou na repressão dos preços livres”.

O país precisaria promover a desobstrução dos canais de transmissão da política monetária, aumentando assim a sua eficácia. Para isso, é necessária a desindexação da economia e “o passo mais imediato nesse sentido é uma repactuação das regras de formação dos preços administrados (pelos três níveis de governo). O fim da indexação dos ativos financeiros — a começar pelas LFT — também é imprescindível” (MODENESI; MODENESI, 2012, p. 403).

Squell, Oreiro e Paula (2009, p. 17) constatam também que, de forma geral, a utilização dos juros como mecanismo de promover a estabilização tem eficácia menor nos países emergentes. Entre as razões para esta diferença, está a menor eficácia do mecanismo de transmissão da política monetária via crédito, pois a relação “crédito ao setor privado sobre o PIB é mais elevada nos países desenvolvidos, o que significa que a política monetária é mais eficaz para afetar a demanda agregada nestes países”. Acrescentam ainda que a situação está relacionada ao baixo desenvolvimento do mercado de capitais em boa parte desses países. Assim, “os gastos com consumo não são sensíveis ao efeito riqueza, como acontece nos Estados Unidos, de modo a que taxa de juros também tem baixo impacto sobre o consumo por meio deste canal”. Completam:

Consequentemente, a política monetária em alguns países emergentes tem que ser mais rígida (com taxa de juros mais elevada) do que nas economias desenvolvidas visando o controle da demanda agregada; como resultado, a taxa de sacrifício de uma política deflacionária é frequentemente maior nas economias emergentes do que nos países desenvolvidos. Por último, é importante ressaltar que as economias emergentes em geral são mais vulneráveis a choques externos do que economias desenvolvidas (SQUELL, OREIRO; DE PAULA, 2009, p. 17).

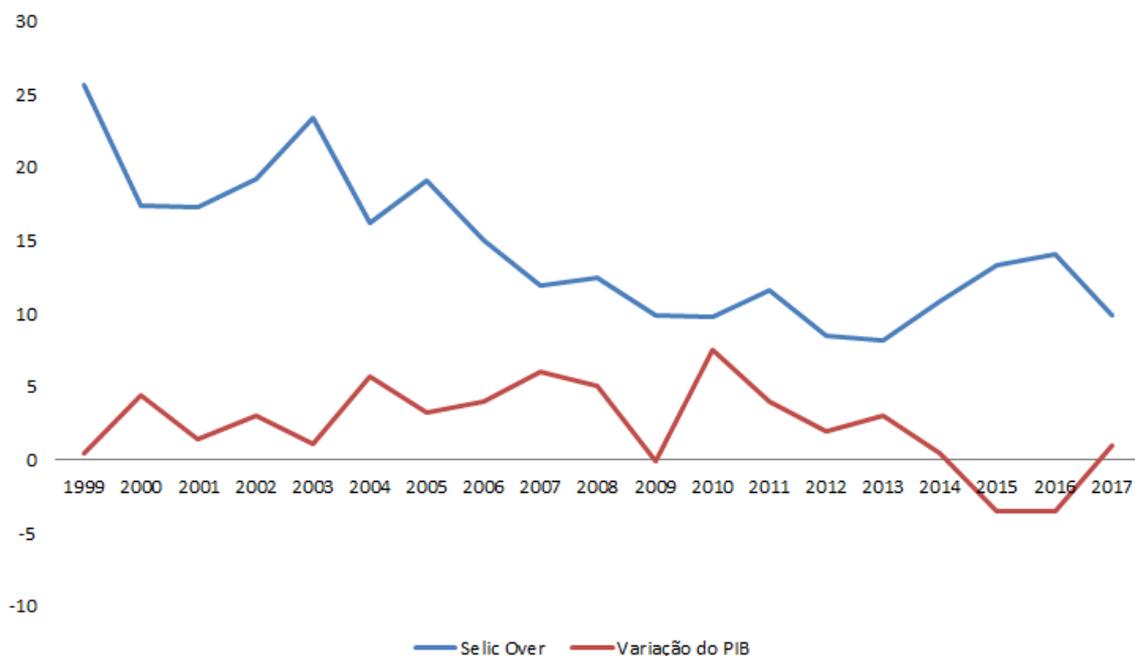
André Modenesi (2008, p. 8) avalia a regra de reação do BCB e afirma que essa função tem como características marcantes um “enorme grau de inércia na taxa básica de juros”, com um nível de equilíbrio da taxa em patamares relativamente altos. Afirma que a evidência empírica revela uma convenção pró-conservadorismo na atuação das autoridades monetárias, que de certa forma se reflete numa espécie de piso para as taxas de juros, baixo do qual elas tenderam a não descer, desde que o RMI foi adotado. Segundo o autor:

O gradualismo do BCB, aliado a um nível muito elevado da taxa de equilíbrio, significa que a Selic fatalmente tende a flutuar no entorno de um patamar demasiadamente alto (...). Mantida a prevalecente convenção a favor do conservadorismo na política monetária, a taxa de juros dificilmente se reduzirá de forma satisfatória. As simulações realizadas indicam que seria

necessária uma deflação crônica e de grande magnitude para que a Selic caísse de forma significativa (MODENESI, 2008, p. 8).²⁵

Um elemento bastante comum entre esses críticos é a correlação que eles observam entre esse patamar elevado de juros e a perda de dinâmica econômica. A crítica pós-keynesiana adverte que o mecanismo de utilização dos juros elevados como instrumento para controlar a inflação pode ser apontado como uma das causas do crescimento relativamente baixo do país durante o período de utilização do RMI, que em geral apresenta um padrão de crescimento errático, do tipo *stop and go* (ARESTIS; PAULA, FERRARI-FILHO, 2009, p. 17). O Gráfico 3 explora esse ponto, acusado pela escola, exibindo a variação da taxa Selic (over) anual e a variação do crescimento do país, desde 1999. Nota-se que a relação entre taxas Selic com tendência decrescente ao longo do período de 2003 a 2010 e crescimento do produto foram inversas (exceção em 2008 e 2009 como efeito da crise financeira internacional). Novamente a relação inversa fica clara com a subida da Selic e redução no crescimento após 2013.²⁶

Gráfico 3 – Taxa Selic versus Variação anual do PIB (Brasil, 1999-2017).



Fonte: Elaboração própria, com dados do Ipeadata.

²⁵ De certa forma, a atual situação da SELIC, após a longa recessão que afetou a economia brasileira nos últimos anos, a um elevado custo social e de nível de produto, parece corroborar a previsão do autor, em seus modelos de simulação, feita ainda em 2008.

²⁶ Em certo sentido, as críticas do novo desenvolvimentismo e dos economistas pós-keynesianos no país são bem próximas, refletindo a aproximação entre as duas visões. O novo-desenvolvimentismo é um movimento teórico que, de certa forma, dialoga bem com a heterodoxia pós-keynesiana, da qual muitos novos desenvolvimentistas também fazem parte.

6.3 CRÍTICAS ORTODOXAS

A crítica do RMI vem também da própria ortodoxia, que discute a eficácia do sistema principalmente após a crise de 2008. Salto e de Bolle (2016) apontam que o consenso a respeito da adoção do RMI foi enfraquecido, recentemente, quando o Banco da Inglaterra, considerado um bastião das metas inflacionárias, se viu forçado a abandoná-las e a implantar, mesmo que temporariamente, metas para o crescimento do PIB nominal, ao invés de preocupar-se comente com a questão dos preços. Para os economistas, a utilização da taxa de juros é uma ferramenta central para o combate à inflação em condições normais – o que não reflete a situação do Brasil: “Quando tais condições são abaladas, seja por uma recessão sem precedentes históricos, seja pela má gestão das contas públicas, seja pela criatividade contábil que perpetua o mau gerenciamento da política fiscal, verdades absolutas tornam-se relativas”.

Esses autores destacam os canais de atuação dos juros no encarecimento do crédito e sobre o efeito nas expectativas, e apontam que, em 2016, não haveria demanda privada para arrefecer, não obstante a permanência da leitura e da ênfase no regime a respeito da inflação brasileira. Segundo os autores, a queda no consumo estaria ligada à piora do quadro de emprego para as famílias brasileiras, junto com a escalada inflacionária e a perda de valor dos salários. Nesse quadro, portanto, não haveria o porquê da elevação dos juros (SALTO; DE BOLLE, 2016).

Na melhor das hipóteses, a elevação se revelaria inócua. Na pior, os dilemas macroeconômicos se agravariam de modo dramático. Um caso em que a política monetária se torna estéril é aquele em que a economia é vitimada pela "dominância fiscal". Essa foi a razão principal para que diversos países latino-americanos tivessem recorrido ao FMI nos anos 80 e 90: contas públicas fora de controle significam que os juros sobem, refletindo o risco de crédito de um país, o que acaba provocando uma elevação do custo médio da dívida, aumentando o déficit nominal e a dívida total. Essa fragilização fiscal pressiona a taxa de câmbio, levando, por vezes, a uma crise cambial, sobretudo quando o país não dispõe de reservas suficientes e/ou possui um regime de câmbio fixo. Quando há reservas e o câmbio "flutua", tal situação desemboca em elevação inflacionária (SALTO; BOLLE, 2016).

Em 2015, a economista Mônica de Bolle já havia afirmado que acreditava que o país estava em situação de dominância fiscal e sugeriu a adoção de um sistema de banda cambial flutuante com função de âncora nominal (CAMPOS, 2015).

André Lara Resende (2017, p. 119) acredita que como o equilíbrio fiscal é precário no país, os juros continuam “extraordinariamente altos” e a possibilidade de agravamento da situação fiscal pelos juros foi trazida à tona para o caso brasileiro com a hipótese da dominância fiscal, de Blanchard, e que esse problema, no país, deveria ter sido levado mais a sério.

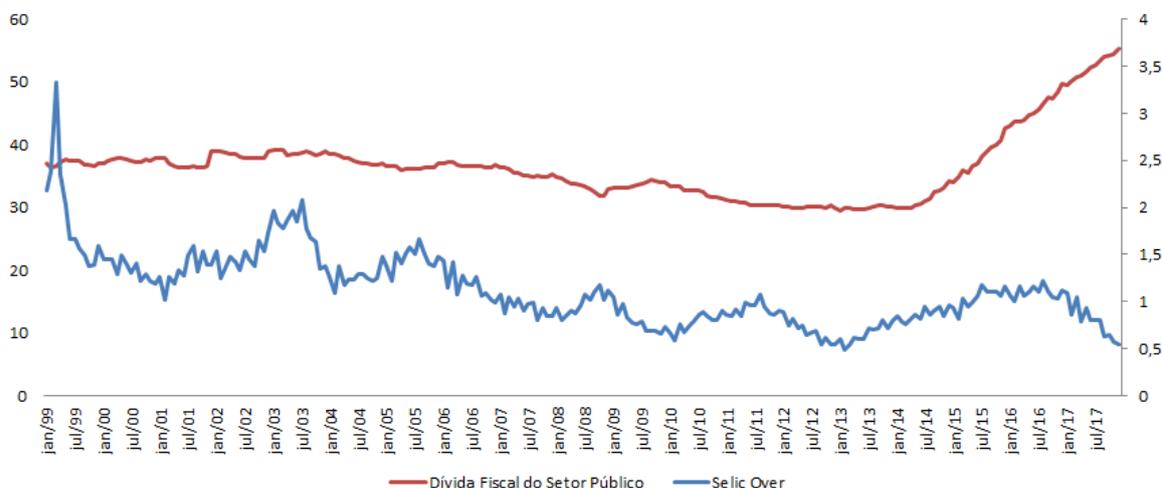
Resende (2017, p. 126) acentua que no Brasil a inflação é pouco sensível às taxas de juros e, com um aumento da dívida pública, o superávit fiscal necessário para estabilizar a situação torna-se considerável. Com carga tributária já elevada e dificuldade para redução de despesas, ressalta que o “custo fiscal da política monetária não é irrelevante”. O Gráfico 4 mostra a variação da Selic Over e das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), ao longo do período de vigência do RMI. O Gráfico 5 mostra a mesma relação, só que substituindo as NFSP pelo volume (estoque) da dívida.

Gráfico 4 – Variação da Selic (Over) e variação das NFSP (1999-2018).



Fonte: Elaboração própria, com dados do Ipeadata.

Gráfico 5 – Variação da Selic (Over) e estoque da Dívida Fiscal do Setor Público (1999-2018).



Fonte: Elaboração própria, com dados do Ipeadata.

A crítica de André Lara Resende vai mais além do que apenas para o caso brasileiro, mas que, no após crise de 2008, toda a ortodoxia precisaria de uma revisão.

Depois da lua de mel entre teoria e prática, que durou quase quatro décadas, a partir do advento das expectativas racionais a economia defrontou-se com um sério dilema: ou revia seus fundamentos ou negava a realidade. Por absurdo que pareça, a opção por negar a realidade foi mais longe do que se poderia imaginar (RESENDE, 2017, p. 149).

Assim, para André Lara Resende, a nova ortodoxia baseada nas metas de inflação e Regra de Taylor está sob questionamento, pois as evidências mostram que a utilização dos juros para controlar a inflação no curto prazo afeta as expectativas de longo prazo, num sentido não previsto pela teoria. A inflação não convergiria não para a meta de inflação de curto prazo – embora possa de certa forma manter-se próxima a ela – mas convergiria, sim, para a taxa de juros de longo prazo. Se a taxa de juros é sempre elevada, como no caso brasileiro, não assusta o fato de a taxa de inflação ficar acima da meta: a taxa de longo prazo é elevada, e isso se refletiria na persistência da inflação.

Resende (2017, p. 112) considera muito altas as taxas de juros brasileiras, com difícil explicação diante de um cenário de recessão profunda que foi vivida pelo país. Em países desenvolvidos, após a Crise Financeira de 2008, as taxas de juros ficaram muito próximas de zero (de tal forma que as taxas reais chegaram a transitar em território negativo). Após a crise

de 2008, verificou-se que as economias desenvolvidas mesmo com um aumento expressivo da oferta da moeda, a inflação continuou baixa e não apresentou grande volatilidade (RESENDE, 2017, p. 114). O Brasil, na contramão disso, manteve taxas de juros elevadas e registrou inflação de dois dígitos em 2015. Assim, critica Resende:

Os modelos neokeynesianos, até hoje usados pelos Bancos Centrais, sustentam que a inflação pode ser estabilizada através de uma regra para os juros. Segundo a chamada regra de Taylor, para estabilizar a inflação, os juros devem ser reduzidos ou aumentados mais do que proporcionalmente e de maneira inversa ao movimento observado na inflação. Se a política monetária for passiva, ou seja, não reagir de maneira inversa e mais do que proporcional aos movimentos observados na taxa de inflação, a inflação ficaria instável. Assim que a taxa de juros atingisse, como de fato atingiu, um limite inferior nominal, próximo de zero, o processo deflacionário ia se tornar incontrolável. Tampouco foi o que aconteceu (RESENDE, 2017, p. 115).

Haveria um problema conceitual, pois quando a variável utilizada passa a ser a taxa de juros nominal, a inflação fica indeterminada – não há âncora, mas “haveria uma infinidade de níveis de inflação compatíveis com o hiato do produto” (RESENDE, 2017, p. 115).

E a questão fica ainda mais complexa quando os modelos neokeynesianos com expectativas racionais introduzem a hipótese neofisheriana. A conclusão dos estudos de John Cochrane citados pelo autor seria que “no longo prazo a relação entre a taxa de juros e a inflação é inversa ao que se acreditou: quando o Banco Central eleva a taxa de juros, a inflação não cai, mas aumenta; e, quando o Banco Central reduz a taxa de juros, a inflação não sobe, mas cai” (RESENDE, 2017, p. 116):

A inversão do sinal do impacto dos juros sobre a inflação é essencialmente resultado das expectativas racionais. Das expectativas racionais, que não olham para trás, para o passado, como é o caso das expectativas adaptativas, mas sim para frente, para o futuro. A taxa nominal de juros, fixada pelo banco central, atua assim como sinalizador da inflação futura. O resultado é tão surpreendente quanto controvertido, pois há forte evidência de que, no curto prazo, juros mais altos reduzem a inflação. É preciso, portanto, compreender como é possível que a alta dos juros, no curto prazo reduza, mas no longo prazo aumente a inflação (RESENDE, 2017, p. 117).

Essa relação inversa seria atendida pela explicação da Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP). O que ancora as expectativas, nessa perspectiva, é o equilíbrio fiscal de longo prazo da dívida pública como um todo e qual a perspectiva futura de sua trajetória. Enquanto houver percepção de solvência do estado, um aumento das taxas de juros teria efeito pequeno de curto prazo. Mas se a percepção for de insolvência das contas públicas, a política

monetária não pode fazer essa ancoragem. Diante dessa percepção de piora do setor fiscal, com uma alta dos juros, a política fiscal torna-se inflacionária:

Segundo o modelo neokeynesiano contemporâneo, com expectativas racionais, a inflação é indeterminada, ao sabor das expectativas. A TFNP sustenta que, em última instância, o que ancora as expectativas e determina a taxa de inflação é a política fiscal. É, portanto, a política fiscal, o equilíbrio sustentável de longo prazo da dívida pública, que em última instância determina a taxa de inflação. Cochrane demonstra que, ao combinar a TFPL com o modelo neokeynesiano de expectativas racionais, é possível dar uma explicação simples e logicamente robusta para o fato de que o efeito do juro sobre a inflação se inverte no longo prazo. Ou seja, que um aumento do juro reduza a inflação no curto prazo, ainda que aumente a inflação no longo prazo (RESENDE, 2017, p. 118).

As sugestões apontadas pela hipótese neofisheriana e também pela tese da dominância fiscal reforçam a necessidade do equilíbrio fiscal no longo prazo para a manutenção da estabilidade de preços, pois a política monetária poderia apenas “moderar a inflação no curto prazo” (RESENDE, 2017, p. 120).

Ao discutir a evolução desde a TQM para a nova ortodoxia monetária, alicerce dos regimes que utilizam regras para os juros, Resende ressalta que principalmente após a crise financeira seria necessária uma revisão das teorias monetárias, diante de uma economia altamente desmonetizada, com avanços da tecnologia e diminuição da importância do papel-moeda. Corroborando com a visão de Hicks de que a teoria monetária é ligada de forma intrínseca à história, pois “o quadro institucional, os preconceitos dos debatedores e a definição sempre arbitrária do que é a moeda desempenham um papel crucial na construção de uma estrutura teórica para o estudo dos assuntos monetários”. Resende acredita que a teoria monetária passou por reviravoltas na medida em que a TQM e os agregados monetários foram “deixados de lado”. Critica o irrealismo dos modelos DSGE – pois neles simplesmente não existe moeda, liquidez ou sistema financeiro. (RESENDE, 2017, p. 85).

Lara Resende (2017, p. 86) acredita que a política monetária está atualmente diante de um “anacronismo institucional e de um impasse analítico”, pois:

Os Bancos Centrais se defrontam com a perda da eficácia de seu principal instrumento de política monetária, ou seja, a taxa de juros nas reservas bancárias, e a teoria já não tem mais uma âncora para o nível de preços e para a inflação (RESENDE, 2017, p. 86).

Com modelos contemporâneos cada vez mais matematizados e complexos, aumentam as dificuldades de estimativas econométricas de modelos macro e de identificação da causalidade. Os parâmetros, antes estimados, são calibrados, pois “grande parte dos

parâmetros do modelo é determinada a priori, de forma arbitrária, para que o modelo seja identificável e para que alguns outros parâmetros selecionados possam ser estimados” (RESENDE, 2017, p. 152).

Para que possam ser utilizados, aos modelos são adicionadas hipóteses adicionais que mais resultam em uma construção arbitrária do que um modelo que possa ser confirmado empiricamente. Na sua perspectiva, a realidade hoje é de uma política monetária conduzida pelas taxas de juros. Além disso, após o advento do *Quantitative Easing* (QE), não há uma separação nítida da política monetária e fiscal.

Quando os Bancos Centrais passam a operar através das reservas remuneradas, assumindo valores expressivos em relação à dívida pública convencionalmente definida, e têm liberdade para comprar ativos financeiros privados, a política monetária se torna um dos componentes da política fiscal. Fica comprometida a defesa da autonomia dos Bancos Centrais, assim como a tese de que a política monetária é assunto técnico, no qual não cabem escolhas políticas (RESENDE, 2017, p. 160).

Com a substituição pela a ortodoxia convencional da variável exógena de controle dos Bancos Centrais, a regra para as taxas de juros “pode ter causado danos mais graves do que aparenta”, sendo preciso repensar os fundamentos que alicerçam essa teoria (RESENDE, 2017, p. 161).

As economias estariam se aproximando do ideal tipo desmonetizado, sem agregado monetário básico e, à medida que isso acontece, a taxa de juros devem continuar a ser a taxa sobre as reservas, mas estas “serão constituídas sobretudo por depósitos voluntários dos Bancos Centrais”, sem razão para que a política adotada seja apenas para a taxa de overnight utilizada pelas autoridades monetárias (RESENDE, 2017, p. 102).

Isso seria tão ou mais eficiente do que a política monetária tradicional, baseada na taxa de juros *overnight* combinada com operações de mercado aberto nos títulos públicos. Teria, além do mais, a vantagem de separar com clareza o componente de liquidez da política monetária. O componente de juros seria implementado através da estrutura a termo definida para a remuneração dos depósitos no banco central. Não seria mais necessário utilizar as operações de mercado aberto para influenciar diretamente a estrutura a termo da taxa de juros (RESENDE, 2017, p. 103).

Sobre a eficácia da política de metas diante de uma economia desmonetizada, avalia que com a adoção de metas de inflação dos preços dos ativos, “a política monetária talvez não se tornasse mais eficaz em relação ao controle da inflação corrente, mas poderia reduzir a volatilidade da economia real” (RESENDE, 2017, p. 80).

7 CONCLUSÃO

A forma operacional de conduzir política monetária por parte das autoridades monetárias, com o objetivo de promover a estabilidade de preços, passou por uma alteração significativa nas últimas décadas. Com a Regra de Taylor, os Bancos Centrais deixaram de lado os agregados monetários e passaram a utilizar a taxa de juros nominal como mecanismo de combate aos processos inflacionários. O modelo foi difundido e utilizado principalmente a partir dos anos 1990 - mesmo que muitas vezes não de forma explícita.

Seguindo o exemplo de países desenvolvidos, o Brasil passou a utilizar o Regime de Metas de Inflação em 1999, como novo método de ancoragem das expectativas inflacionárias após o fim da chamada âncora cambial. Desde então, a inflação tem, em geral, se comportado dentro dos limites estabelecidos de tolerância na maior parte dos anos, mas com uma frequência maior de permanência acima do centro da meta. Além disso, tem exibido certa inércia em torno de 5% a 6% ao ano, ou seja, sem apresentar convergência para padrões mais baixos de níveis de preços, compatíveis com aqueles de economias maduras. Sob o ponto de vista da eficácia, o RMI se mostra satisfatório. A questão importante passa ser, então, em termos de eficiência: a que custo a inflação tem sido mantida em patamares controlados no país.

Entre as consequências da aplicação do RMI, estão que as taxas de juros elevadas da economia brasileira podem ter gerado problemas endógenos, contribuindo tanto para uma tendência de crescimento econômico baixa ao longo desses anos, marcados pelos chamados “vôos de galinha” do crescimento, quanto para uma elevação do estoque de dívida atrelada a títulos indexados pela Selic, causando, por canais indiretos, um aumento do déficit público. Na busca de controlar um problema, agravou-se outro. Além disso, os juros altos afetam também o comportamento do câmbio, com outros impactos na dinâmica econômica do país. As críticas enumeradas no trabalho vão, portanto, desde as questões ligadas à volatilidade do dólar, quanto ao impacto no crescimento, na dívida pública e, claro, mesmo ao impacto gerado na inflação. Apesar das recentes diminuições na taxa Selic, o juro real no Brasil foi sistematicamente elevado, contribuindo para o encarecimento do crédito, sufocando o investimento privado e tornando baixa a dinâmica de crescimento econômico do país, sem, no entanto, fazer com que as taxas de inflação convergissem para patamares mais próximos ao de países avançados.

REFERÊNCIAS

ARESTIS, Philip; PAULA, Luiz Fernando de; FERRARI-FILHO, Fernando. *A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil*. Economia e Sociedade, Campinas, v. 18, n. 1, p.1-30, 2009.

BAER, Werner. *A economia Brasileira*. (2ª edição). São Paulo, SP: Nobel, 2002.

BARBOSA, Fernando de Holanda. *Política Monetária Ótima no Combate à Inflação*. 1990. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/416>. Acesso em: 20/06/2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *A coordenação das expectativas no Regime de Metas para Inflação no Brasil*. 2007. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/BC%20e%20Universidade%209.11.2007.pdf>>. Acesso em: 16/11/2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Dez Anos de Metas para a Inflação - 1999-2009*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Carta Aberta*. 2016. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2016.pdf>>. Acesso em: 10/10/2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Histórico de Metas para a Inflação no Brasil*. 2018. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf>>. Acesso em: 01/04/2018.

BERNANKE, Ben; MISHKIN, Frederic S. *Inflation Targeting: A new Framework for Monetary Policy*. 1997. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w5893>>. Acesso em 01/08/2018.

BÊRNI, Duilio de Avila. *Técnicas de Pesquisa em Economia: Transformando curiosidade em conhecimento*. Florianópolis: GangeS, 1998.

BLANCHARD, Olivier. *Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil*. 2004. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10389>>. Acesso em 03/09/2018.

BOGDANSKI, J., Tombini, A.A. & Werlang, S.R.C., 2000. *A Implementação do Regime de Metas para a Inflação no Brasil*, Brasília.

BRASIL. *Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999*. Estabelece a sistemática de “metas de inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, p. 4. Retificado no DOU, de 23/06/1999, p. 1.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Economia Brasileira: Uma introdução crítica*. (3ª edição). São Paulo: Ed 34, 1998.

BRESSER-PEREIRA, L. C. *O novo desenvolvimentismo e a ortodoxia convencional*. São Paulo em Perspectiva, v. 20, n. 3, p. 5-24, 2006. Disponível em: http://www.bresserpereira.org.br/papers/2006/06.3.Novo_Desenvolv-SEADE.pdf

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GOMES, C. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. (Orgs.). *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: FGV, 2009, p. 21-51.

CAMPOS, Álvaro. Economia e Negócios. Estadão, São Paulo, 01 de outubro. 2015. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,brasil-deve-abandonar-metas-de-inflacao-e-adotar-banda-cambial-flutuante--diz-economista,1772837>>. Acesso em 31/10/2018.

CARVALHO, Fernando Cardim de. (1992). *Mr. Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Edward Elgar: Aldershot.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. SOUZA; E. P.; SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F. R.; STUDART, R.. *Economia monetária e financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. SOUZA; E. P.; SICSÚ, J.; DE PAULA, L. F. R.; STUDART, R.. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. (3ª edição). Rio de Janeiro: Campus, 2015.

CARNEIRO, Dionísio Dias; MODIANO, Eduardo. Ajuste Externo e Desequilíbrio Interno: 1980-1984. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org). *A ordem do progresso: Cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

CASTRO, Lavínia Barros de. Esperança, Frustração e Aprendizado: A história da Nova República (1985-1989). In: GIAMBIAGI, Fabio (org). *Economia Brasileira Contemporânea: 1946:2004*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

COCHRANE, J. M. Determinacy and Identification with Taylor Rules. *Journal of Political Economy*, v. 119, n. 3, p. 565-615, junho de 2011.

COCHRANE, J. 2016. "Do Higher Interest Rates Raise or Lower Inflation?" Mimeo. Disponível em: <<http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/papers/finer.pdf>>. Acesso em 18/11/2018.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley; STARTZ, Richard. *Macroeconomia*. McGrawHill. 11ª edição Porto Alegre: AMGH, 2013.

FRANCO, Gustavo. Auge e Declínio do Inflacionismo no Brasil. In: GIAMBIAGI, Fabio (org). *Economia Brasileira Contemporânea: 1946:2004*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, A.J. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.

FROYEN, Richard. *Macroeconomia: Teorias e aplicações*. (2ª edição). São Paulo: Editora Saraiva, 2013.

HERMANN, Jennifer. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: O II PND e a crise da dívida externa (1974-1984). In: GIAMBIAGI, Fabio (org). *Economia Brasileira Contemporânea: 1946:2004*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GIAMBIAGI, Fabio. *O "efeito-Tanzi" e o imposto de renda da pessoa física: um caso de indexação imperfeita*. (1988). Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2870/1/td_0133.pdf> Acesso em 20/11/2018.

GIAMBIAGI, Fabio. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos (1995-2002) In: GIAMBIAGI, Fabio (org). *Economia Brasileira Contemporânea: 1946:2004*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GIAMBIAGI, Fabio. Rompendo com a Ruptura: O governo Lula (2003-2004). In: GIAMBIAGI, Fabio (org). *Economia Brasileira Contemporânea: 1946:2004*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GOLDFAJN, Ilan; MUINHOS, Marcelo. Regime de Metas de Inflação: Completando a transição. In: GIAMBIAGI, Fabio; PORTO, Claudio (org). *2022: Propostas para um Brasil melhor no ano do bicentenário*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GREMAUD, Amaury Patrick; VASCONCELLOS, Antonio Sandoval de; TONETO JUNIOR, Rudinei. *Economia Brasileira Contemporânea*. (6ª edição). São Paulo, SP: Atlas, 2006.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. *Metodologia Científica*. (5ª edição). São Paulo: Atlas, 2007.

LANZANA, Antonio E. *Economia Brasileira: Fundamentos e atualidade*. (3ª edição). São Paulo, SP: Atlas, 2005.

LEVY, Paulo Mansur. Inflação Crônica, Estagnação e Instabilidade: O difícil caminho até a estabilização (1987-1994). In: RIBEIRO, Fernando José (org). *Economia brasileira no período 1987-2013: relatos e interpretações da análise de conjuntura no Ipea*. Brasília: IPEA, 2015.

MATHIAS, Alexandre. O regime permanente de metas de inflação: propostas de aperfeiçoamento. In: GIAMBIAGI, Fabio; BARROS, Octavio de (org). *Brasil pós crise: uma agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

MISHKIN, Frederic S. *Moeda, Bancos e Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

MISHKIN, Frederic S. *Making Discretion in Monetary Policy More Rule-Like*. 2017. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w24135>>. Acesso em: 01/07/2018.

MISHKIN, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. (8ª edição). Boston: Pearson/Addison Wesley, 2007.

MODENESI, André de Melo. *Convenção na Política Monetária: Uma estimativa da Função de Reação do BCB – 2000-2007*. Rio de Janeiro: IPEA, 2008. (Texto para discussão n° 1351).

MODENESI, André de Melo. *Política Monetária no Brasil pós Plano Real (1995-2008): um breve retrospecto*. Economia & Tecnologia, Curitiba, v. 21, p.21-30, 2010. Trimestral.

MODENESI, André de Melo; MODENESI, Rui Lyrio. *Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil pós Plano Real: uma agenda de pesquisa*. Revista de Economia Política (Impresso), v.32, p.389-411, 2012.

MODIANO, Eduardo. A ópera dos três cruzados. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org). *A ordem do progresso: Cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

NEVES, André Lúcio; OREIRO, José Luís. *O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica*. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p.102-131, jun. 2008. Mensal. Disponível em: <<https://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/2164>>. Acesso em: 20/06/ 2018.

RESENDE, André Lara. *Moeda, juros e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2017.

ROMER, Christina D.; ROMER, David H. Institutions for Monetary Stability. In: ROMER, Christina D.; ROMER, David H. *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, Romer and Romer. Chicago: University of Chicago Press, 1997.

SALTO, Felipe; DE BOLLE, Monica. Opinião. Valor. 01 de junho. 2016. Disponível em: <https://www.valor.com.br/opiniaio/4417502/os-limites-dos-juros> Acesso em 31/10/2018.

SQUEFF, Gabriel Coelho; OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de. Flexibilização do Regime de Metas de Inflação em Países Emergentes: uma abordagem pós-keynesiana. In: OREIRO, J.L.; PAULA, L.F; SOBREIRA, R.. (Ed.). *Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009.

TAYLOR, John. An Historical Analysis of Monetary Policy Rules. In: TALOR, John. *Monetary Policy Rules*. Chicago: University of Chicago Press, 1999.

TAYLOR, John. *Rules Versus Discretion: Assessing the Debate Over the Conduct of Monetary Policy*. 2017. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w24149>>. Acesso em: 20/08/2018.

TAYLOR, John. *The Explanatory Power of Monetary Policy Rules*. 2007. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w13685>>. Acesso em: 20/08/2018.

TAYLOR, John; WILLIAMS, John. *Simple and Robust Rules for Monetary Policy*. 2010. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w15908>>. Acesso em: 20/08/2018.

WOODFORD, Michael. Price Level Determinacy Without Control of a Monetary Aggregate. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 43, v. 1, p. 1-46, dez 1995.

WOODFORD, Michael. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003.