

O regime de metas de inflação no Brasil: características e algumas críticas aos seus principais fundamentos¹

Ana Cristina Lima Couto/UEM
Elohá Cabreira Brito/UEM
Geisiane Michelle da Silva/UEM
Joaquim Miguel Couto/UEM

RESUMO

O presente artigo tem como objetivo apresentar algumas análises críticas dos elementos teóricos e operacionais da nova política monetária brasileira, baseada no regime de metas de inflação. Inicialmente são apresentados os antecedentes do regime de metas de inflação no Brasil. Em seguida, são discutidos os fundamentos teóricos e algumas características relativas à operacionalização desse regime levando em conta a experiência brasileira. Critica-se o uso exclusivo da taxa de juros como instrumento de política monetária em uma economia como a brasileira. O artigo conclui que, apesar da estabilidade de preços, conquistada desde a adoção do Plano Real e mantida sob o atual regime monetário, é preciso que o governo se preocupe com outros objetivos de política econômica, como crescimento econômico com geração de empregos.

Palavras-chave: Regime de Metas de Inflação, Taxas de Juros, Crescimento Econômico.

1 INTRODUÇÃO

A inflação foi um problema característico da economia brasileira por muito tempo, principalmente entre a segunda metade dos anos 1980 até meados de 1994. Diversos planos de estabilização foram postos em prática com o objetivo de combatê-la. Todos fracassaram, exceto o Plano Real, implementado em 1994, que conseguiu debelar o descontrole inflacionário no país. Mas em 1998 a estabilidade conquistada foi ameaçada pelos ataques especulativos contra o Real, devido à desconfiança de investidores estrangeiros em relação aos desequilíbrios externos e a manutenção da taxa de câmbio apreciada como âncora nominal. Tal fato resultou na crise cambial de 1999, e o Banco Central foi obrigado a permitir a flutuação cambial. Neste contexto, para não perder o controle sobre a inflação, adotou-se um novo regime monetário chamado metas de inflação.

O objetivo deste artigo é apresentar algumas análises críticas dos elementos teóricos do regime de metas de inflação e, levando em conta a experiência brasileira, apresentar os aspectos que envolvem a operacionalização desse regime no Brasil e suas consequências em termos de crescimento econômico. Para alcançar tal objetivo, este trabalho está dividido em seis seções, incluindo esta introdução. A seção 2 trata dos antecedentes da adoção do regime de metas de inflação no Brasil e das suas características. Em seguida, na seção 3, são discutidos os fundamentos teóricos do modelo novo-clássico, que teve como principal proposta de política econômica o regime de metas de inflação. Na seção 4, faz-se uma abordagem crítica dos principais fundamentos do modelo, levando em conta as contribuições dos autores chamados pós-keynesianos. A seção 5 trata dos aspectos operacionais do regime, enfatizando os aspectos negativos do uso da taxa de juros como instrumento de política monetária. Por fim, a seção 6 conclui o artigo, ressaltando a importância de que os responsáveis pela execução da política econômica também devem se preocupar com o crescimento e a geração de empregos.

2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE SEUS ANTECEDENTES E SUAS PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

A inflação foi um problema característico da economia brasileira por muito tempo, principalmente entre a segunda metade dos anos 1980 e meados de 1994. Diversos planos de estabilização foram

¹ Este trabalho é resultado do Projeto de Ensino “Metas de Inflação: Teoria e Experiência no Brasil II”.

postos em prática com o objetivo de combatê-la (Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor). Num primeiro momento, estes planos obtinham êxito, mas logo a inflação voltava.

O Plano Real, que saiu do papel no governo de Itamar Franco, em 1994, tendo como Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, conseguiu vencer o processo inflacionário brasileiro. Para os elaboradores do plano, as causas da inflação eram o desequilíbrio das contas públicas e os mecanismos de indexação generalizada dos contratos (VASCONCELLOS & PINHO, 2005).

O Gráfico 1 mostra a trajetória da inflação brasileira na década de 1980 até 1998 (ano anterior à adoção do regime de metas de inflação). Percebe-se que a estabilidade da inflação só foi conseguida após a adoção do Plano Real.

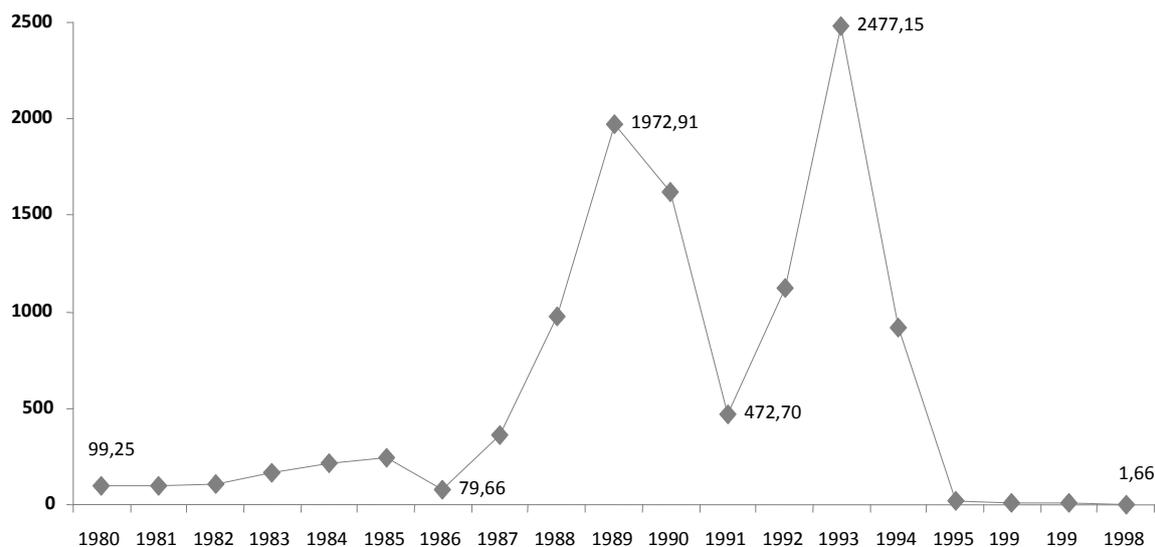


Gráfico 1. Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (% ao ano) - 1980 a 1998.

Fonte: IPEADATA, 2010.

O Plano Real adotou, inicialmente duas âncoras, a cambial e a monetária. A âncora monetária vigorou entre julho de 1994 e março de 1995 e foi logo abandonada porque o Banco Central não obteve êxito no alcance das metas monetárias, devido ao processo de remonetização da economia brasileira em razão da estabilidade proporcionada pela nova moeda, o Real. Na verdade, o Plano Real esteve mesmo ancorado no câmbio. Entre 1994 e 1998, a taxa de câmbio (R\$/US\$) esteve valorizada, o que favoreceu enormemente a queda dos preços. Conforme Vasconcellos e Pinho (2005, p. 349), “A âncora cambial consistiu na valorização do real associada ao regime de câmbio fixo. Ao tornar o real relativamente valorizado em relação às moedas estrangeiras, em particular ao dólar, as importações tornaram-se mais baratas, aumentou-se a concorrência com produtos produzidos por brasileiros, ancorando-se os preços internos”.

O regime monetário ancorado na taxa de câmbio adotado em 1994 conseguiu controlar a inflação até a crise cambial de 1999 e foi um dos grandes pilares do Plano Real. Entre julho de 1994 e dezembro de 1998, a valorização do Real frente ao dólar favoreceu a manutenção de baixas taxas de inflação, porém contribuiu para que a conta de transações correntes se deteriorasse.

De acordo com Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009), diversos países adotaram a âncora cambial juntamente com reformas estruturais e institucionais para reduzir a inflação. Essa política fora eficaz, contudo, com a liberalização financeira, houve grande apreciação da moeda, resultando em problemas no balanço de pagamentos, dado que para manter o câmbio controlado, tal política acarretava em uma redução de reservas internacionais do país. Tal fato provocou uma maior vulnerabilidade externa dos países. Essa vulnerabilidade deriva principalmente do efeito contágio das crises internacionais em países emergentes, como a crise asiática (1997) e russa (1998), que geraram fortes ataques especulativos contra o Real, visto que os investidores se sentiam inseguros em manter os recursos em um país considerado arriscado, e que podia não ter capacidade de honrar os compromissos no mercado financeiro internacional.

Para conter a saída de divisas, o Banco Central foi obrigado a elevar ainda mais a taxa de juros para tentar acalmar os investidores e manter a taxa de câmbio de acordo com os intervalos permitidos. Como exemplo, Modenesi (2005) informa que a taxa básica de juros aumentou de 56,4% a.a., em dezembro de 1994 (crise mexicana), para 65% a.a., em 1995. Durante a crise asiática, a taxa elevou-se de 20,02% a.a., em outubro de 1997, para 43,3% a.a., no mês seguinte. Em agosto de 1998, a taxa básica aumentou de 19,23% a.a., para 41,58% a.a., em outubro do mesmo ano.

Neste contexto, as reservas cambiais foram se esgotando continuamente (mesmo com taxas de juros elevadíssimas). Em 1998, o Brasil chegou a contratar um empréstimo junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI) para evitar um colapso cambial, mas mesmo assim o grau de desconfiança do mercado era tal que os capitais continuaram em debandada. A Tabela 1 ilustra os dados sobre as reservas internacionais do país e a taxa de câmbio.

Tabela 1. Reservas internacionais e taxa de câmbio (1994-1999).

Período	Reservas Internacionais (US\$ Milhões)	Taxa de Câmbio (R\$/ US\$)
1994	38.806,00	0,85
1995	51.840,00	0,97
1996	60.110,00	1,04
1997	52.173,00	1,12
1998	44.556,44	1,21
1999	36.342,28	1,79

Fonte: IPEADATA, 2010.

Com as constantes saídas de capital, a âncora cambial se tornou insustentável. Nessas condições, em janeiro de 1999, o Banco Central foi obrigado a permitir a flutuação da taxa de câmbio. A desvalorização do Real trouxe à tona riscos ao controle da inflação. Portanto, alguns meses depois, em 21 de junho de 1999, o Presidente da República, Fernando Henrique Cardoso, assinou o Decreto no. 3.088 que estabelecia o regime de metas de inflação como nova estratégia de política monetária, que passaria vigorar em 1 de julho de 1999.

O regime de metas de inflação consiste num regime monetário em que o Banco Central age de modo que a taxa de inflação convirja para uma meta pré-estabelecida. Ao optar pela adoção deste regime, não são consideradas metas adicionais, como de crescimento econômico. Tal regime caracteriza-se por alguns elementos: conhecimento público das metas de inflação determinadas para médio e longo prazo; comprometimento com a estabilidade de preços como único objetivo da política monetária; transparência na divulgação de suas políticas; e mecanismos para responsabilizar as autoridades monetárias pelo cumprimento das metas inflacionárias (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2007).

Sob este regime, o único objetivo da política monetária é a manutenção da inflação baixa e estável. Para isso, é anunciada uma meta pontual ou uma banda para a taxa de inflação, além de ser especificado o período de tempo no qual a meta esperada será alcançada. No Brasil, as metas são propostas pelo Ministro da Fazenda. Entretanto, são decididas e anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), constituído pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central.

O CMN também estabelece o intervalo de tolerância dentro do qual a inflação pode flutuar. Esse intervalo tem sido de 2,0 pontos percentuais (p.p.) para mais ou para menos da meta central. Apenas para os anos de 2003 a 2005 o intervalo foi alterado para 2,5 p.p. O regime de metas de inflação brasileiro utiliza como medida de inflação o IPCA cheio, diferentemente de outros países que adotam somente o núcleo de inflação. O período para o cumprimento da meta é de um ano (ano calendário), enquanto em outros países esse período varia entre 18 e 24 meses, o que leva diversos autores a concluir o conservadorismo do Banco Central, que busca alcançar uma meta de inflação em um período considerado muito curto.

Cabe ao Banco Central do Brasil cumprir as metas de inflação através da determinação da taxa básica de juros da economia, principal instrumento de política monetária. O Comitê de Política Monetária (Copom), composto pela diretoria do Banco Central, se reúne a cada 45 dias para estabelecer

a meta para a taxa básica de juros (taxa Selic), que considera adequada para cumprir a meta de inflação². Se a inflação não estiver dentro do intervalo estabelecido, o presidente do Banco Central deve enviar uma carta aberta ao Ministro da Fazenda justificando as causas do não cumprimento da meta, bem como propostas de medidas para conter a inflação e fazê-la voltar para as metas estabelecidas.

A Tabela 2 mostra o histórico das metas de inflação no Brasil, em que se observa o centro da meta, o intervalo de tolerância dentro do qual a inflação pode flutuar e a inflação efetiva, medida pelo IPCA. Entre 1999 e 2009, a inflação não esteve dentro do intervalo estabelecido nos anos de 2001, 2002 e 2003. Em 2001 e 2002, houve choques externos e internos, como a crise energética, atentados terroristas nos Estados Unidos, crise argentina e a crise de confiança decorrente das eleições presidenciais, que afetaram o nível de inflação brasileira. A inflação de 2003 foi basicamente resultante da inflação do ano de 2002 (inflação inercial).

Tabela 2. Histórico de metas de inflação no Brasil (1999-2009).

ANO	META (%)	BANDA (p.p.)	LIMITES INFERIOR E SUPERIOR (%)	INFLAÇÃO EFETIVA (IPCA % a.a.)
1999	8,0	2,0	6,0 a 10,0	8,94
2000	6,0	2,0	4,0 a 8,0	5,97
2001	4,0	2,0	2,0 a 6,0	7,67
2002	3,5	2,0	1,5 a 5,5	12,53
2003	8,5*	2,5		9,30
2004	5,5*	2,5	3,0 a 8,0	7,60
2005	4,5	2,5	2,0 a 7,0	5,69
2006	4,5	2,0	2,5 a 6,5	3,14
2007	4,5	2,0	2,5 a 6,5	4,46
2008	4,5	2,0	2,5 a 6,5	5,90
2009	4,5	2,0	2,5 a 6,5	4,31

* A Carta Aberta, de 21/01/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 sem intervalo de tolerância e de 5,5% para 2004.
Fonte: Banco Central do Brasil, 2010.

3 FUNDAMENTOS TEÓRICOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: O MODELO NOVO-CLÁSSICO

De acordo com Modenesi (2005), o regime de metas de inflação é a principal proposta de política econômica do modelo novo-clássico. Esta escola de pensamento surgiu nos anos 1970. Seus principais representantes são Robert Lucas Jr., da Universidade de Chicago e ganhador do Prêmio Nobel de Economia em 1995; Thomas Sargent, da Universidade de Stanford; Neil Wallace, da Universidade de Minnesota, Edward Prescott, da Universidade de Minnesota; e Robert Barro, da Universidade de Harvard. Esta escola aprofundou a tese monetarista de neutralidade da moeda e de ineficácia da política monetária. De forma simplificada, os elementos fundamentais do modelo novo-clássico são: a) hipótese das expectativas racionais (*forward-looking*); b) aceitação de que existe uma taxa natural de desemprego; c) hipótese de *markets-clear*, que está associada à noção de que os mercados se equilibram através dos preços e salários e a economia, por si só, elimina possíveis desequilíbrios; d) existência do viés inflacionário, isto é, o incentivo que a autoridade monetária tem para criar inflação-surpresa visando atingir resultados imediatos sobre as variáveis reais em detrimento da elevação da inflação.

Levando em conta os elementos acima, os novos-clássicos acreditam que políticas monetárias expansionistas causam apenas inflação, isto porque os agentes são racionais³ e como eles creem

² Até 2005, as reuniões do Copom eram mensais.

³ As expectativas racionais implicam que todos os agentes têm acesso às informações, não cometem erros sistematicamente, visto que aprendem com os seus erros (hipótese fraca) e que conhecem as inter-relações entre as principais variáveis econômicas (hipótese forte).

que excesso de moeda em uma economia em que prevalece a taxa natural de desemprego (compatível com o pleno emprego) causa inflação, eles se antecipam elevando preços e salários⁴.

Novos-clássicos (e monetaristas) aceitam a existência da taxa natural de desemprego, a qual resulta do equilíbrio do mercado de trabalho. Nesta situação, apenas dois tipos de desemprego podem ocorrer, o voluntário, quando o agente não está disposto a trabalhar pelo salário de mercado, e o friccional, que é o desemprego de natureza temporária, devido à migração dos agentes de um posto de trabalho para outro. Sob a taxa natural de desemprego, o produto efetivo da economia encontra-se muito próximo ao natural (ou produto potencial), que é o volume máximo de produção que a economia pode gerar sem provocar problemas inflacionários. (BLANCHARD, 2007).

Os teóricos novo-clássicos concluem que a política monetária, que atua por meio da alteração na oferta de moeda e taxas de juros, é ineficaz para alterar variáveis reais na economia, como nível de emprego e produto, tanto no curto quanto no longo prazo. Uma expansão monetária apenas causaria aceleração dos preços. Os novos-clássicos são totalmente contrários à atuação do governo por meio de políticas monetárias expansionistas. Daí advém o conceito de viés inflacionário:

O conceito de viés inflacionário deriva do argumento de ineficácia das políticas. O âmago do conceito pode ser entendido como a tentação que os governos têm de buscar um aumento do produto e/ou redução do nível de desemprego por meio do uso de políticas monetárias expansionistas. Em outras palavras, os governos são propensos a fazer uso do chamado princípio aceleracionista da curva de Phillips (versão Friedman-Phelps), cujo resultado de longo prazo seria apenas um aumento da taxa de inflação. Daí o termo viés inflacionário - má condução da política monetária que acarreta como único resultado maior inflação (MENDONÇA, 2002, p. 13)..

Outra constatação novo-clássica é a inconsistência temporal da política monetária. “Uma política é dita temporalmente inconsistente se determinada decisão de política econômica, que faz parte de um plano ótimo, anunciada em um determinado período, deixa de ser ótima em uma data futura, mesmo que nenhuma nova informação relevante tenha surgido no período em questão (MODENESI, 2005, p. 166).

Portanto, para os novos-clássicos, a inflação está associada à política monetária expansionista e por isso prescrevem que o governo não deve interferir na economia, pois isso implica custos em termos de inflação e/ou aumento da dívida pública.

É nesse sentido que a corrente novo-clássica defende a tese de Independência do Banco Central (IBC), como uma solução para evitar o viés inflacionário e o problema de inconsistência temporal da política monetária. Para os adeptos da tese de IBC, há uma correlação negativa entre o grau de independência do Banco Central e a inflação. Portanto, acreditam que é preciso delegar a condução da política monetária a um agente independente, cujo único objetivo é controlar a inflação, de modo a manter a credibilidade da política monetária e a reputação do Banco Central. (MODENESI, 2005).

Os defensores da tese de IBC creem que o governo promove inflação com o uso de expansões monetárias, especialmente em períodos pré-eleitorais, aumentando o emprego e a renda no curto prazo. Os políticos tenderiam a pressionar por reduções de taxas de juros ou mesmo por financiamento monetário, atitudes ditas nocivas à estabilidade da moeda. Vários autores têm chamado atenção para o fato de que um Banco Central submetido a razões eleitorais seria menos eficiente, pois a ingerência da política na economia tenderia sempre ao aumento de gastos, em detrimento das metas técnicas e os agentes perceberiam isso como sinal de fragilidade da política econômica.

Desse modo, a independência do Banco Central é um meio de lidar com a credibilidade dos formuladores de políticas. Comprometendo-se com a inflação baixa, atua positivamente sobre os agentes privados, via credibilidade e reputação. Esses efeitos positivos ocorrem devido ao fato de que o Banco Central, livre de pressões políticas, tem condições de promover a estabilidade de preços e isolaria a política monetária dos ciclos políticos eleitorais.

⁴ Esta constatação caracteriza a Curva de Phillips Vertical, em que a taxa de desemprego é igual à taxa de desemprego natural.

Por fim, a visão novo-clássica é contra intervenções do governo na economia via políticas econômicas ativas, aumentando a oferta de moeda visando a redução do desemprego para um nível abaixo da taxa natural. Esta corrente tem tido uma grande influência no ensino de economia e na forma de conduzir a economia por parte dos governos, influenciando suas decisões.

4 CRÍTICAS AOS FUNDAMENTOS DO MODELO NOVO-CLÁSSICO E DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O regime de metas de inflação sustenta-se em um tripé composto pela hipótese da neutralidade da moeda (ou ineficácia da política monetária no longo prazo), da taxa natural de desemprego e da curva de Phillips (relação inversa entre inflação e desemprego). Esse regime está fundamentado em conceitos macroeconômicos que não são amplamente aceitos. Keynes, através de sua crítica aos pressupostos da teoria clássica embasou a teoria dos pós-keynesianos, cujos principais representantes são Hyman Minsky, Paul Davidson, Jan Kregel e Victoria Chick. Esta corrente, entre outras contribuições, tem promovido discussões importantes sobre o regime de metas de inflação e seus custos para a economia.

Os pós-keynesianos procuram resgatar ideias de Keynes, como a importância de políticas econômicas ativas e a concepção de não-neutralidade da moeda. Conforme explicitado por Lima, Sicsú e Paula (1999), a teoria pós-keynesiana é contrária à hipótese das expectativas racionais e a tese de que os mercados estão sempre em equilíbrio por conta da flexibilidade de preços e salários. Segundo a hipótese das expectativas racionais, sugere-se que todos os agentes formulam suas expectativas utilizando todas as informações disponíveis, as quais coincidem com o verdadeiro funcionamento da economia. Os erros cometidos na formulação dessas expectativas seriam derivados das informações imperfeitas, mas tais erros logo seriam corrigidos visto que os agentes são racionais. Segundo Modenesi (2005), essa hipótese não leva em conta o custo da obtenção e processamento das informações. Na prática, os agentes não conhecem a forma de funcionamento da economia e nem sempre se comportam conforme a teoria.

Já a hipótese de equilíbrio contínuo dos mercados é bastante limitada. Há controvérsias sobre a flexibilidade de preços e salários, principalmente quando se trata de reduzi-los. Como bem ressaltado por Modenesi (2005), aspectos institucionais do mercado de trabalho, como a existência de sindicatos com alto poder de barganha e a legislação trabalhista contribuem para a não flexibilidade do salário. Quanto aos preços, sua formação depende da estrutura de mercado, e, portanto, é possível que estes sejam inflexíveis. Empresas oligopolistas ou monopolisticamente competitivas têm poderes para determinar preços e mantê-los altos, mesmo em situações de desaquecimento da demanda.

Sobre o conceito de taxa natural de desemprego, vale mencionar as críticas a seguir, visto que este é um conceito difícil de mensurar. Carvalho (1995, p. 136) ressalta que: “É sabido que o conceito de taxa natural de desemprego é, teoricamente, problemático, exigindo muitas restrições para sua validade, restrições estas que nem o mais delirante estudioso de equilíbrio geral ousaria propor ser realistas (...). A história dos testes empíricos do conceito de taxa natural de desemprego não tem sido marcada pelo sucesso (...)”. Para reforçar, a citação de Sicsú (2002, p. 26) é valiosa:

Não há evidências amplamente aceitas pelos economistas, de que a taxa natural de desemprego e a teoria da curva-expectacional de Phillips, que sustentam a proposição das metas inflacionárias, tenham a capacidade de explicar a realidade (...). No meio da década de 1990, os defensores da curva expectacional de Phillips e da taxa natural de desemprego afirmavam convictos que uma taxa de desemprego inferior a 6% nos estados Unidos desencadearia um processo inflacionário. Desde então, a taxa se reduziu. Estacionou em patamares inferiores a 6% e não provocou qualquer inflação significativa.

Os defensores do regime de metas de inflação aceitam a neutralidade da moeda. Esta é uma importante crítica que deve ser feita ao regime. O Banco Central do Brasil confirma sua crença nesta tese, conforme passagem extraída do primeiro Relatório de Inflação de 1999:

Ao longo dos últimos anos, começou-se a formar um consenso entre os economistas e bancos centrais, que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e a manutenção da estabilidade de preços. Com esse intuito, começou a ganhar importância a adoção, pelo Banco Central, de uma estratégia de política monetária cuja característica principal é antecipar-se a quaisquer pressões inflacionárias futuras. (...) é importante ressaltar que a política monetária produz efeitos reais apenas no curto e médio prazos, ou seja, no longo prazo a moeda é neutra. O único efeito existente no longo prazo é sobre o nível de preços da economia. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999, p. 89).

Nesta afirmação, está explícita a ideia de que a política monetária não deve ser utilizada para afetar as variáveis reais, pois tal política resultaria apenas em inflação. Esta posição do Banco Central não é de modo algum consenso entre os economistas, sobretudo daqueles que se inspiram na teoria keynesiana, conforme ressaltado por Modenesi (2005).

Diferentemente dos que creem na neutralidade da moeda e ineficácia da política monetária, devido às expectativas racionais, tanto Keynes quanto os autores pós-keynesianos acreditam que a política monetária pode afetar as variáveis reais da economia, contribuindo, por exemplo, na diminuição do desemprego. Para eles, a moeda não é neutra. Por exemplo, através da redução da taxa de juros é possível estimular os investimentos produtivos, e assim afetar positivamente o nível de emprego e renda. A política monetária deveria ser executada para promover a saída da moeda da esfera financeira para a esfera de circulação de bens e serviços, favorecendo a elevação da produção de bens. Para tanto, a taxa de juros dos ativos financeiros deve ser menor que a rentabilidade esperada da comercialização de produtos, que possuem menor liquidez que os ativos financeiros, (CARVALHO et al., 2007). Sicsú (2002, p. 25) critica a ideia de viés inflacionário e defende taxas de juros mais baixas para estimular a economia:

Aos olhos de Keynes, os resultados que poderiam ser obtidos por uma redução da taxa de juros seriam duradouros. Mais fábricas, por exemplo, seriam abertas e parte daqueles que estavam involuntariamente desempregados encontrariam trabalho. A política monetária poderia, dessa forma, estimular o crescimento econômico. A redução do desemprego, portanto, também deve ser um objetivo da política monetária (...). Esse raciocínio possui nexos com a realidade, explicaria por que ministros, empresários e parlamentares desejam sempre uma redução da taxa de juros em situações de desaquecimento econômico. (...) Acreditar em viés inflacionário de ministros e parlamentares é considerá-los em sua totalidade como irresponsáveis, seria o mesmo que avaliar que sempre estariam dispostos a trocar a situação corrente de estabilidade por benefícios de curto termo e instabilidade de longo termo. (SICSÚ, 2002, p. 25).

A professora Maria Mollo (da Universidade de Brasília), que também é crítica da hipótese de neutralidade da moeda, argumenta que os adeptos da referida hipótese veem o fato de que a quantidade de moeda afeta apenas a demanda de bens e serviços, não influenciando por sua vez, o lado da oferta. Por isso é que a moeda causaria inflação. No entanto, a moeda pode afetar positivamente o lado da produção, pois o crédito aos empresários pode ser estimulado via taxas de juros mais baixas, estimulando o aumento da produção, compensando assim a elevação da demanda e amortecendo a inflação (MOLLO, 2009).

Vale comentar também o fato de que os pós-keynesianos, baseando-se na Teoria Geral de Keynes, acreditam que o desemprego está fortemente relacionado às expectativas dos empresários. Assim, quando eles estão confiantes e otimistas quanto ao comportamento da economia, há uma elevação dos investimentos que contribuem para aumentar a produção e o emprego. De outro lado, quando os empresários estão pessimistas, eles investem menos e o desemprego tende a aumentar (LIMA, SICSÚ, PAULA, 1999). Acredita-se, portanto, que a política monetária baseada na elevação ou redução das taxas de juros baixas influencia as expectativas dos empresários.

Os proponentes do regime de metas de inflação entendem a inflação como um fenômeno monetário, e consideram a inflação como sendo um problema de excesso de demanda, que deve ser combatida com a política monetária contracionista, baseada em altas taxa de juros. Através da determinação da taxa de juros de curto prazo, o Banco Central procura manter a demanda agregada compatível com a oferta agregada. Em outras palavras, cabe ao Banco Central monitorar a demanda para que ela não supere o produto potencial. Para os pós-keynesianos, há vários tipos de inflação como

as causadas por choques de oferta ou de demanda: inflação de salários, inflação de grau de monopólio ou inflação de lucros, inflação de retornos decrescentes, inflação importada, choques de oferta inflacionários, inflação de impostos e inflação de demanda (SICSÚ, 2003). Portanto, o combate à inflação deve ser diferenciado, dependendo do tipo de inflação, dado que as suas causas são diversas.

Para o ex-ministro da Fazenda, Antonio Delfim Netto, existe uma impossibilidade de mensurar os principais conceitos responsáveis pela definição da taxa de juros, o produto potencial e a taxa de juros real natural, além do tempo de reação da economia a partir do estabelecimento da política monetária. Ele afirma que o conservadorismo do regime de metas de inflação resulta num baixo crescimento da economia brasileira (DELFIN NETTO, 2006). Ainda escreveu Delfim Netto (2010, p. C-4) sobre a taxa de juros real e o produto potencial,

O que acontece é que são dois parâmetros altamente discutíveis que informam a política do Banco Central e muito difíceis de serem calculados com a precisão e segurança desejáveis. O que é preciso saber, então, é se os modelos do Banco Central que exigem estes dois parâmetros podem ser continuamente utilizados, porque são imensos os custos sociais de erros nas estimativas do juro real e/ou do produto potencial. Quem sofre as consequências desses erros é a sociedade, porque a atividade econômica cresce menos do que podia crescer. Em resumo, é enorme a perda de bem estar de toda a sociedade, no longo prazo, com a redução do ritmo de crescimento do PIB per capita, se esses parâmetros não foram bem calculados.

Modenesi (2005) também aponta para o baixo crescimento econômico, como uma desvantagem desse regime. No Brasil, durante a vigência do regime de metas de inflação, combinado com a política de câmbio flutuante, em que as taxas de juros têm se comportado de modo muito volátil, constatam-se fortes instabilidades do produto, as quais promovem o chamado crescimento do tipo *stop and go*.

5 ALGUMAS CRÍTICAS AOS ASPECTOS OPERACIONAIS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO BRASILEIRO

Os proponentes do regime de metas de inflação consideram apenas a inflação de demanda, que deve ser combatida com a política monetária, baseada em único instrumento, a taxa de juros. De 1999 a 2009, os dados do Gráfico 2 mostram como a taxa média de juros básicos da economia brasileira (taxa Selic) tem se mantido alta, cerca de 17% ao ano. A taxa de juros básica da economia brasileira, tanto nominal quanto em termos reais, historicamente, é uma das mais altas do mundo.

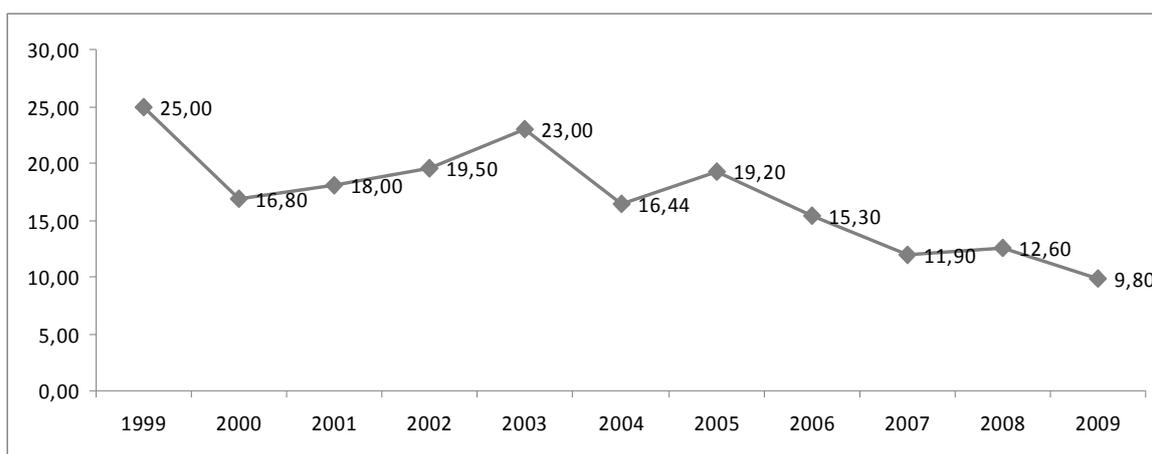


Gráfico 2. Taxa média de juros (Selic - %) - 1999/2009.

Fonte: Banco Central do Brasil, 2010.

O atual regime de política monetária não leva em conta outras causas da inflação. Conforme já ressaltado, há vários tipos de inflação, tanto causadas por choques de oferta quanto de demanda, portanto o combate à inflação deve ser diferenciado dependendo do tipo de inflação, dado que as suas causas são diversas. O combate à inflação deve atacar suas Causas reais. Diversos autores constatam em seus estudos que a inflação no Brasil se deve mais aos problemas do lado dos custos do que da demanda

(MODENESI, 2005; BRESSER-PEREIRA E GOMES, 2009; ARESTIS, PAULA e FERRARI-FILHO, 2009). Juros altos podem combater uma inflação de custos, mas com um preço muito alto para a sociedade.

As altas taxas de juros têm consequências negativas para a economia: a) desestímulos ao investimento produtivo, visto que aumentam o custo dos mesmos e incentivam o investimento no mercado financeiro; b) os altos juros afetam negativamente as expectativas dos empresários e, portanto, o adiamento dos seus projetos de investimentos; c) encarecimento do crédito, porque como a taxa de juros básica determina o custo das reservas bancárias, os bancos repassam tal elevação para as taxas de juros finais, afetando os gastos das famílias com compras a prazo, em especial de bens de consumo duráveis; d) o aumento da dívida pública, pois elevam os gastos do governo com o pagamento de juros; e) estímulo à entrada de capitais de curto prazo que buscam os maiores rendimentos possíveis, mas que a qualquer momento podem sair do país, gerando instabilidade cambial.

No Brasil, a taxa de juros tem sido muito utilizada para combater pressões inflacionárias provenientes do lado dos custos. Um problema por trás disso é a alta participação de preços administrados no IPCA. Cerca de 70% desse índice engloba preços livres e 30% preços administrados. Os preços administrados são aqueles determinados ou influenciados por órgãos públicos, estabelecidos em contrato, que não sofrem variação das condições de oferta e demanda vigentes no mercado (CARVALHO et al., 2007). Portanto, não são influenciados diretamente pela elevação da taxa de juros. Por isso mesmo é que os juros precisam subir numa magnitude tal que consiga conter a demanda de forma bastante rigorosa para que a variação dos preços livres seja suficiente para compensar a rigidez dos preços administrados. O Gráfico 3 mostra o comportamento do IPCA, dos preços livres e administrados. Observa-se que a inflação de preços administrados, muito sensíveis à taxa de câmbio, foi muito maior do que a inflação de preços livres durante a maior parte do período de adoção das metas de inflação no Brasil.

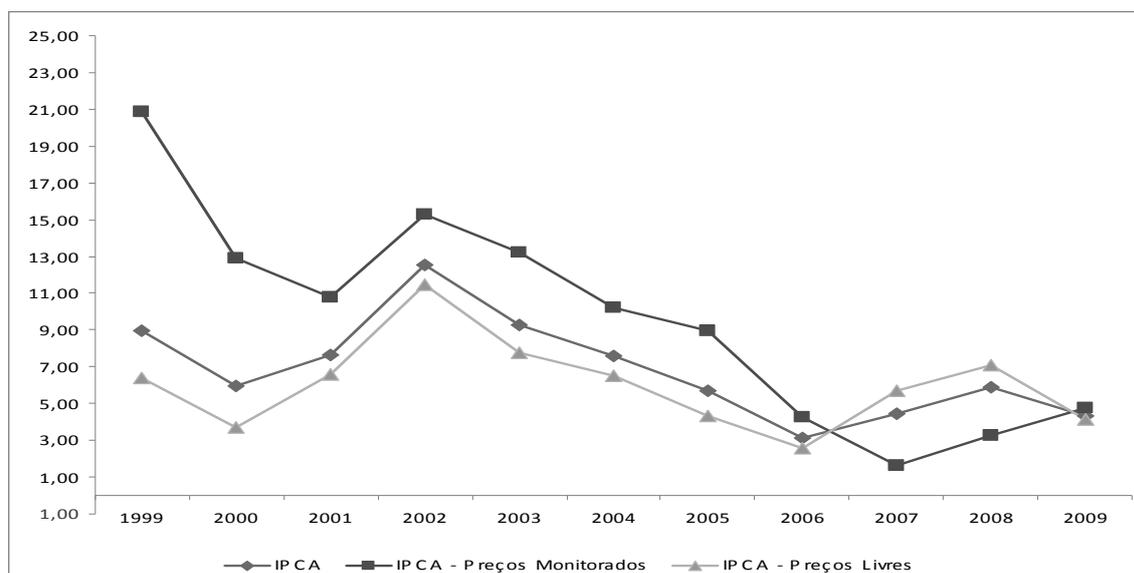


Gráfico 3. Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) – IPCA, preços livres e preços monitorados (% ao ano) - 1999 a 2009.

Fonte: IPEADATA.

Nakano (2007) argumenta sobre o fato de que, na verdade, não é apenas a taxa de juros que promove a queda dos preços, mas também a taxa de câmbio. Ele afirma que há inúmeros trabalhos econométricos que não conseguem explicar os efeitos da taxa de juros sobre os preços. O que a taxa de juros consegue explicar é, em boa parte, a taxa de câmbio. Como as taxas de juros altas favorecem a apreciação cambial, esta é que contribui para a manutenção de preços estáveis, tanto pela importação de insumos quanto de produtos finais a preços mais competitivos. Assim, a política monetária teria pouca eficácia em reduzir os preços, pois eles têm sido afetados pelo câmbio apreciado. Portanto, ainda conforme Nakano (2007, p. 11):

(...) temos que manter dois preços macroeconômicos fundamentais fora do seu equilíbrio de longo prazo – a taxa de câmbio apreciada e taxa de juros acima da paridade internacional -, para manter a inflação sob controle. Neste caso, a inflação é baixa porque é reprimida pela taxa de câmbio “tabelada”, artificialmente apreciada, em função da taxa de juros elevada. Não merecemos isto!

Um problema do uso da taxa de juros básica, a Selic, definida pelo Copom, para combater a inflação é que esta é a mesma taxa que além de refletir o custo das reservas bancárias, também é utilizada para remunerar parte dos títulos da dívida pública brasileira⁵, logo um aumento da taxa de juros eleva imediatamente o custo da dívida pública. Segundo Modenesi (2008), essa elevação causa o chamado “Efeito Riqueza às Avessas”, ou seja, uma elevação da taxa de juros gera um aumento da remuneração dos investimentos em renda fixa, aumentando a riqueza financeira dos detentores de títulos, o que pode levar a uma elevação dos gastos. Por isso mesmo é que se faz necessário aumentar a taxa de juros mais do que o necessário para contrair a demanda agregada global de modo a compensar o aumento da demanda de uma parte dos agentes econômicos.

Além disso, o enorme diferencial entre as taxas de juros domésticas e externas atrai os investidores estrangeiros que procuram oportunidades rentáveis para aplicarem seus capitais. Esse fato contribui para a manutenção de um câmbio apreciado, favorecendo o combate à inflação. O problema é que este capital especulativo é nocivo ao país, pois pode provocar depreciações cambiais em momentos de crises e incertezas.

No Brasil, o Copom define a meta para a taxa de juros básica da economia levando em conta as expectativas de inflação. Quando há expectativas de que a inflação se encaminha para patamares indesejados aumenta-se a meta para a taxa de juros. O fato que se quer chamar atenção aqui é que o Banco Central do Brasil utiliza duas fontes para estimar as expectativas para a inflação: a sua própria previsão e uma pesquisa diária realizada por ele junto a analistas de instituições financeiras⁶. Esta última é divulgada através do Relatório Focus e mostra as expectativas do mercado para a trajetória da inflação. (CARVALHO et al., 2007). Com base nestas expectativas, o Banco Central calibra a taxa de juros de modo a combater pressões inflacionárias. A crítica que se faz é que o Banco Central pode ser influenciado por expectativas altistas do mercado financeiro, que lucra com a elevação das taxas de juros. Conforme Farhi (2004, p. 86), “(...) a autoridade monetária ainda escolheu apurar as expectativas de inflação justamente entre os que mais têm a lucrar com a elevação das taxas de juros”. O consultor Amir Khair também critica a forma de captação de dados para projetar as expectativas inflacionárias e diz que o Banco Central deveria captar dados de quem está na economia real e não no mercado financeiro (KHAIR apud LAVAROTTI, 2010, p. 26). Reforçando a posição de Khair, vale transcrever a seguinte passagem:

Resta que o Banco Central poderia, como já foi inclusive sugerido publicamente, apurar as ‘expectativas de inflação dos agentes privados’ consultando um universo mais amplo de agentes que incluísse segmentos organizados da sociedade, como entidades patronais da indústria e comércio e sindicatos de trabalhadores, de forma a contrabalançar o viés altista e exclusivamente financeiro na pesquisa que incorpora em seu modelo. (FARHI, 2004, p. 87).

Ainda sobre este assunto, uma reportagem do jornal *Folha de S.Paulo*, em matéria intitulada “Banco ganha com previsão errada de inflação”, informa que os bancos, através de suas expectativas sobre a taxa de inflação, e que são utilizadas pelo Banco Central na elaboração de seu *Boletim Focus*, influenciam na determinação da taxa Selic. Ao projetar taxas de inflação maiores no futuro, os bancos induzem o Banco Central a elevar os juros básicos, favorecendo seu próprio lucro com os títulos públicos. Assim, os juros altos acabavam beneficiando os rentistas e prejudicando o crescimento do PIB, além de concentrar renda no setor mais rico da sociedade: “O dados computados pelo Focus têm

⁵ Inclusive diz-se que este fato é uma anomalia da economia brasileira, em que o Banco Central determina diretamente as taxas de juros que remuneram a dívida pública e esta mesma taxa é utilizada para fins de política monetária, o que se deve ao passado de inflação alta no país. (BRESSER-PEREIRA, GOMES, 2009; ARESTIS, PAULA, FERRARI-FILHO, 2009).

⁶ Essa pesquisa junto ao mercado é considerada uma *proxy* das expectativas dos “agentes racionais” (FARHI, 2004).

forte influência sobre as taxas futuras no mercado financeiro. A elevação dessas taxas pressiona os juros pagos pelos títulos públicos, além de terem peso na decisão do Copom sobre o rumo da Selic” (In: FOLHA DE S.PAULO, 10/10/2004, p. B-5).

A atual política baseada na manipulação de taxas de juros altas favorece em muito o segmento rentista em detrimento do setor produtivo. Veja a afirmação de um importante empresário brasileiro, Antônio Ermírio de Moraes, sobre a elevada taxa de juros paga no Brasil:

(...) hoje, no Brasil, é muito mais fácil ganhar dinheiro no meio financeiro do que na produção. Se eu quiser trabalhar dez minutos por dia no mercado financeiro, eu ganho mais do que produzindo. Mas isso não traz nada para o Brasil (...). Se eu achar que é mais fácil ganhar dinheiro no meio financeiro, eu vou esquecer a parte industrial, e aí vai faltar mercadoria (...). Está todo mundo aplicando no mercado financeiro porque é muito mais fácil você aplicar no mercado financeiro do que trabalhar para produzir. O mercado financeiro dá um dinheiro. É só ver os balanços dos bancos (MORAES, 2004b, p.B-3).

Outra crítica que merece destaque é que poderia ser ampliado o horizonte de alcance das metas de inflação. Para uma economia como a brasileira, suscetível a choques externos, com importantes efeitos sobre a taxa de câmbio, talvez o período de um ano seja muito curto, visto que existem defasagens temporais dos efeitos da política monetária sobre a economia, que no Brasil é de 6 a 9 meses. Além disso, é preciso considerar que muitos preços que compõem o IPCA estão sujeitos a regras de indexação nos contratos estabelecidos (preços administrados).

O regime de metas de inflação, baseado em altas taxas de juros e câmbio flutuante, tem implicações importantes sobre os rumos da política fiscal. Desde 1998, por imposição do FMI, adotamos a política de meta de superávit primário. Desse modo, o Brasil tem se comprometido em economizar recursos com gastos prioritários (saúde, educação, saneamento, habitação, infra-estrutura, etc.) a fim de pagar os juros da dívida e dar certa tranquilidade aos detentores dessa dívida. O resultado desta política focada em juros altos é o aumento do desemprego e o baixo desempenho do produto interno bruto (PIB) que apresenta um comportamento *stop and go* (Gráfico 4), crescimento esse incompatível com as necessidades da economia brasileira, que todo ano recebe mais de 1,5 milhão de novos entrantes no mercado de trabalho.

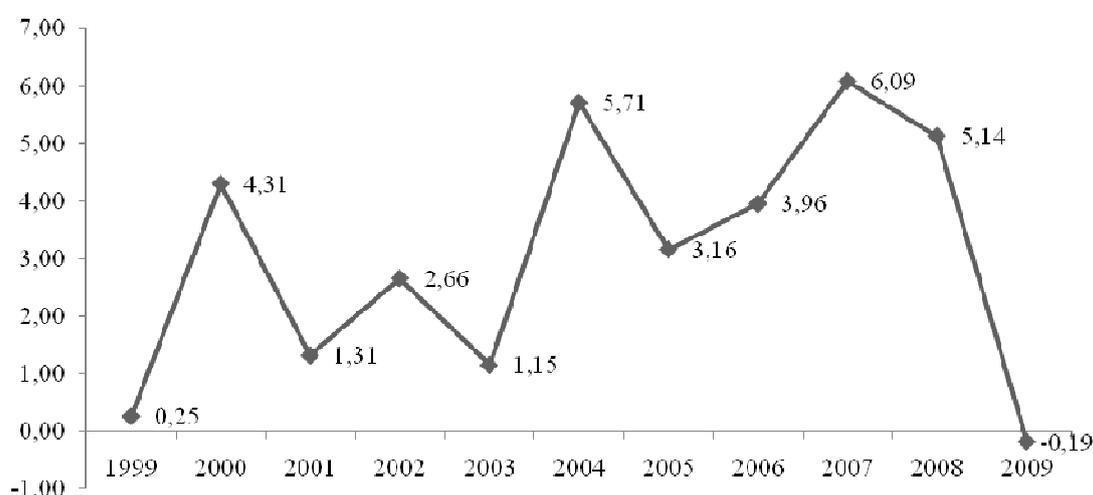


Gráfico 4. Produto Interno Bruto (% ao ano) – 1999-2009.
Fonte: IPEADATA, 2010.

No modelo de metas de inflação, está explícita a preocupação com o crescimento acima do produto potencial (aquele que teoricamente é compatível com o nível de preços estável), pois comprometeria o alcance das metas de inflação. Esse pensamento é condizente com a visão ortodoxa de que a moeda é neutra (um dos pilares do regime de metas de inflação). Mas os executores da política econômica no Brasil deveriam se preocupar com o lado real, promovendo medidas que ampliem a capacidade produtiva do país, especialmente aquelas que estimulem positivamente as expectativas dos empresários e que os incentivem a realizar novos investimentos. Sobre este assunto, Paulo Skaf fez o seguinte comentário:

A cada vez que há um sinal de aumento da demanda, esse grupo trata imediatamente de destruir essa demanda. Eles não acreditam que é a demanda com o investimento que vão levar o país ao crescimento. No momento em que você mata a demanda você atrofia o investimento, e, sem demanda e investimento não tem crescimento (...). Até para diminuir o risco da inflação nós precisamos aumentar os investimentos. Quanto mais investimento, mais produção e mais oferta. A inflação também se regula pela oferta. Você não pode sempre regular a inflação contendo a demanda. É preciso aumentar a oferta. (SKAF, apud FOLHA DE S. PAULO, 2005, p. B-3)

Sabendo disso, o governo deveria desenvolver uma política de juros para o setor produtivo. Sabemos que juros baixos por si só não vão levar ao tão esperado crescimento sustentado da economia brasileira. No entanto, juros altos certamente constituem-se em um importante entrave aos investimentos, de modo a continuarem contribuindo para o crescimento aquém do necessário, além de concentrar renda em favor dos rentistas e em detrimento da classe produtiva e trabalhadora.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho, apresentaram-se algumas críticas aos fundamentos teóricos e operacionais do regime de metas de inflação, com ênfase na experiência brasileira. Este regime é uma das mais importantes propostas de política econômica dos novos-clássicos. O regime de metas de inflação se apóia em conceitos macroeconômicos fortes e difíceis de serem quantificados e por isso mesmo não são aceitos unanimemente por outras correntes do pensamento econômico, especialmente a pós-keynesiana. O regime de metas de inflação subutiliza a importância da política monetária, a qual é utilizada única e exclusivamente para cumprir uma meta de inflação. Como dizia Keynes, a política monetária pode e deve ser utilizada para estimular a economia, para promover o crescimento econômico e contribuir para a geração de empregos. Por isso mesmo a taxa de juros deve ser mantida baixa. Acredita-se que uma taxa de juros baixa, ao incentivar os investimentos, contribuiria para aumentar a oferta agregada, compensando, por sua vez, a elevação da demanda e arrefecendo possíveis pressões inflacionárias.

Desde a adoção do regime de metas de inflação brasileiro, em 1999, a inflação tem se mantido de acordo com as metas (exceto nos anos 2001, 2002 e 2003). Embora haja discussões na literatura sobre se a inflação baixa se deve ao regime (questão não tratada neste artigo), não há como negar o êxito no cumprimento das metas. O grande problema deste regime é se utilizar de um único instrumento (a taxa de juros) para controlar a inflação, independentemente de sua causa. Essa política de juros altos é prejudicial para uma economia brasileira que precisa crescer e criar empregos.

Sob o regime de metas de inflação o Brasil continua líder mundial em praticar taxas de juros elevadas, que tem contribuído para a forte apreciação cambial. A combinação juros altos e câmbio valorizado têm consequências negativas, pois não favorecem os investimentos produtivos e as exportações. Além disso, juros altos afetam também os investimentos públicos. Por conta da alta despesa com o pagamento de juros de sua dívida, que tem uma parte importante atrelada à taxa básica de juros, o governo precisa economizar recursos que poderiam ser canalizados para gastos em saúde, educação, infra-estrutura, etc. Acredita-se que as elevadas taxas de juros tem sido uma das principais responsáveis pelo crescimento econômico incompatível com as necessidades da economia brasileira. O Brasil precisa de uma política econômica que estimule a demanda e o investimento. Só assim é possível alcançar o tão esperado crescimento sustentado.

ABSTRACT

The present article aims to present some critical analysis of theoretical and operational elements of the new Brazilian monetary policy based on inflation targeting. Initially we present the background to the inflation targeting in Brazil. Next, we discuss the theoretical foundations and some features concerning the operation of the regime in Brazilian experience. Criticizes the exclusive use of the interest rate as an instrument of monetary policy in an economy like Brazil. The article concludes that despite the price stability achieved since the adoption of the Real Plan and held under the current monetary regime, we need that government worry about other economic policy objectives such as economic growth with employment generation.

Keywords: Inflation Targeting, Interest Rates, Economic Growth.

REFERÊNCIAS

- ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*, v. 18, n. 1, p. 1-30, abr.2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Regime de metas de inflação para o Brasil* (Série perguntas mais frequentes). 2007. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?FAQECONOMIA>>. Acesso em: 09.03.2010.
- _____. *Relatório de Inflação*, v.1, n.1, jun. 1999. Disponível em:<<http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 20/05/2010.
- _____. *Séries Temporais*. Disponível em:<<http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 20/06/2010.
- 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.
- BLANCHARD, O. *Macroeconomia*. 4ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- CARVALHO, F.J.C. et al. *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- DELFIN NETTO, A. O instante perdido. *CARTA CAPITAL*. São Paulo, p. 23, fev. 2006.
- _____. Um custo imenso. *A Tribuna*, Santos, 25 jul. 2010, p. C-4.
- FARHI, M. Metas de inflação e o medo de crescer. *Política Econômica em Foco*, n. 4, p. 73-91, mai.-out. 2004.
- FOLHA DE S.PAULO. São Paulo, p. B-5, 10 out. 2004.
- FOLHA DE S.PAULO. São Paulo, p. B-3, 04 dez. 2005.
- GIAMBIAGI, F., et al. *Economia Brasileira Contemporânea*. 10ª reimp., Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- GREMAUD, A.P.; VASCONCELLOS, M. A. S. de; TONETO JÚNIOR, R. *Economia Brasileira Contemporânea*. 7ª ed., São Paulo: Atlas, 2009.
- IPEADATA. Disponível em: <http://www.ipeadta.gov.br> . Acesso em: 20 jun. 2010.
- LAVAROTTI, L. Sinal vermelho nos índices de preços. *Conjuntura Econômica*. Rio de Janeiro, v. 64, n. 05, p. 24-29, maio 2010.
- LIMA, G. T.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F. *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- MENDONÇA, H. F. Metas para a taxa de câmbio, agregados monetários e inflação. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 1 (85), p. 34-52, jan-mar, 2002.
- MODENESI, A. M. *Regimes monetários; teoria e experiência do real*. Barueri: Manole, 2005.
- _____. *Convenção e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB – 2000-2007*. Texto para discussão n. 1351, IPEA, RJ, 37 páginas, ago. 2008.
- MOLLO, M. Monetarismo, a causa da crise. Entrevista concedida a Fábio Lino. In: *Revista Desafios do Desenvolvimento*, mar. 2009. Disponível em: <www.ipea.gov.br>. Acesso em: 09.03.2010.
- MORAES, A. E. Viva a especulação. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, p. A-2, 19 set. 2004.
- NAKANO, Y. Aperfeiçoar o sistema de metas de inflação. *Conjuntura Econômica*. Rio de Janeiro, v. 61, n. 07, p. 10-11, jul. 2007.
- SICSÚ, J. *Os sete pecados capitais*. 2009. Disponível em: <<http://www2.fpa.org.br/conteudo/joao-sicsu-os-sete-pecados-capitais>> Acesso em: 15 de mar de 2010.12:40.
- SICSÚ, J. Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 1 (85), p. 23-33, jan-mar 2002.
- SICSÚ, J. Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Revista Análise Econômica*, n. 39, p. 115-136, 2003.
- VASCONCELLOS, M. A. S.; PINHO, D. B. (Orgs.). *Manual de economia*. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

