

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

**A INFLUÊNCIA DA ABERTURA ECONÔMICA E DA
FLEXIBILIZAÇÃO CAMBIAL NA ETIOLOGIA
INFLACIONÁRIA BRASILEIRA PÓS-1999**

LÍVIA CARDOSO LIMA

Rio de Janeiro
2010

LÍVIA CARDOSO LIMA

**A INFLUÊNCIA DA ABERTURA ECONÔMICA E DA
FLEXIBILIZAÇÃO CAMBIAL NA ETIOLOGIA
INFLACIONÁRIA BRASILEIRA PÓS-1999**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Jennifer Hermann

Rio de Janeiro
2010

LÍVIA CARDOSO LIMA

**A INFLUÊNCIA DA ABERTURA ECONÔMICA E DA
FLEXIBILIZAÇÃO CAMBIAL NA ETIOLOGIA
INFLACIONÁRIA BRASILEIRA PÓS-1999**

Banca Examinadora:

Prof^a. Dr^a. Jennifer Hermann (UFRJ)

Prof^a. Dr^a. Lavínia Barros de Castro (BNDES)

Prof. Dr. André Modenesi (UFRJ)

À minha família, a quem devo tudo que já conquistei.

RESUMO

As controvérsias acerca da etiologia inflacionária brasileira e, portanto, a respeito de qual componente é mais importante para explicar a evolução da inflação do país, se de demanda ou de custos, constituem um tema antigo, inconclusivo e recorrente na literatura econômica. De uma perspectiva keynesiana, a presente dissertação procura analisar a decomposição da inflação, a partir da evolução do Índice de Preços ao Consumidor (IPCA), no período de 1999-2009, sob o contexto de ampliação da abertura comercial e financeira do país, bem como de adoção de um regime cambial flutuante, fatores os quais se acredita que tenham tornado a inflação do país mais sensível a componentes de custos externos, dentre eles taxa de câmbio e preços internacionais de *commodities*. Para tanto, o trabalho está estruturado em três etapas. Inicialmente, apresenta-se o enfoque teórico que sustenta a análise realizada, qual seja, a inflação de custos, conferindo especial atenção à influência de preços internacionais e da taxa de câmbio sobre a inflação brasileira. Em seguida, descreve-se a ampliação do processo de abertura comercial e financeira do país ao longo da década de 1990, destacando-se as consequências desse sobre a economia brasileira, em especial sobre a inflação. Por fim, na terceira, analisa-se a importância da taxa de câmbio e dos preços internacionais das *commodities* na evolução do IPCA. Conclui-se que os componentes de custos externos apresentaram uma maior influência sobre a evolução deste índice de preços do que o componente de demanda.

Palavras-chave: inflação; inflação de custos; abertura comercial e financeira; câmbio flutuante; regime de metas de inflação.

ABSTRACT

Controversies about the Brazilian's inflationary etiology and therefore about which component is more important to explain the country's inflation evolution, if demand or costs, constitute an ancient theme, inconclusive, and the recurrent in the economic literature. From a Keynesian perspective, this dissertation seeks to analyze the decomposition of inflation, from the evolution of the Consumer Price Index (IPCA) for the period 1999-2009, under the context of expanding trade and financial openness of the country and a floating exchange rate system, factors which is believed to have become the country's inflation more sensitive to components of external costs, among then exchange rate and international prices of commodities. For both, this dissertation is structured in three stages. Initially, we present the theoretical approach that underpins the analysis, which is the cost inflation, with special attention to the influence of international prices and the exchange rate of Brazilian inflation. Then it's described the process of expansion of trade and financial openness of the country throughout the 1990s, highlighting the consequences of this on the Brazilian economy, particularly inflation. Finally, the third one examines the importance of the exchange rate and international prices of commodities in the evolution of the IPCA. The conclusion is that the components of external costs had a greater influence on the evolution of the IPCA than the component of demand.

Keywords: inflation; cost inflation; expanding trade and financial openness; floating exchange rate; inflation target.

AGRADECIMENTOS

A dissertação, para muitos, é vista como um mérito individual e intransferível do autor. Sem dúvida a mesma requer dedicação e disciplina de quem a assina. Contudo, sou obrigada a discordar dessa grande maioria e compartilhar essa realização com pessoas as quais foram essenciais para a conclusão desse trabalho. Sem vocês, caros amigos e familiares, as angústias e aflições, tão comuns nessa fase, teriam me impedido de chegar ao final e de sentir tamanha felicidade. Àqueles que me ajudaram direta ou indiretamente, sintam-se tão responsáveis quanto eu por essa vitória. Em especial devo e gostaria de agradecer:

- à minha família. Aos meus pais, Reynaldo Marinho Lima e Eneide Cardoso Lima, que SEMPRE me apoiaram e entenderam todas as variações de humor pelas quais passei ao longo da jornada de conclusão desta dissertação. Sei o quanto vocês se esforçaram para que eu tivesse condições de aprimorar minha educação e serei eternamente grata por isso. Além deles, à minha irmã, Larissa Cardoso Lima, SEMPRE muito companheira e amiga e à minha prima, Erica Ramos, com quem dividi muitas incertezas.

- à professora e minha orientadora Jennifer Hermann, por tamanha dedicação, compreensão e atenção cedidas a mim. Sinto-me privilegiada por ter tido a oportunidade de lidar com uma pessoa totalmente comprometida com a carreira a qual escolheu e, em particular, com a tarefa de orientar. Isso porque, além de ter me proporcionado aprender com toda sua sabedoria e conhecimento, ter me tranquilizado e entendido algumas limitações pelas quais passei ao longo deste ano, ela foi incansável, lendo e relendo diversas versões preliminares dessa dissertação.

- aos professores Viviane Luporini e André Modenesi, os quais contribuíram bastante no momento de qualificação do projeto dessa dissertação. Seus conselhos foram essenciais para que eu pudesse aprimorar meu estudo.

- aos professores do Instituto de Economia que ministraram as disciplinas por mim cursadas: Jennifer Hermann, Viviane Luporini, Carlos Frederico, David Kupfer, João Luiz Pondé, Fernando Cardim, Mario Possas e Lena Lavinas. Com certeza o compartilhamento do conhecimento de cada um de vocês contribuiu ainda mais para a minha formação acadêmica. Cabe agradecimento também ao professor Fabio Erber, que me ajudou bastante com nossas “conversas de corredor”.

- aos meus colegas de turma, com os quais pude aprender bastante. Dedico especial agradecimento àqueles com os quais convivi não só dentro da sala de aula, mas também nos momentos de lazer, são eles: (i) os antigos companheiros de graduação: Rodrigo Madeira, Paula Martins e Thaís Krutman, e (ii) os novos companheiros: Débora Gaspar, Gabriel Dib, Bento Maia, Clara Rocha, Luiza Sidônio, Thiago Moraes, Marcos Vinícius, Raul Timponi e Fatah.

- à imensurável amizade, paciência e dedicação de três queridos de turma: Débora Gaspar, Rodrigo Madeira e Paula Martins. Todas as trocas de experiência, risadas, baladas, choros, desabafos e alegrias não teriam sido iguais sem cada um de vocês. “Jess”, ainda tenho que agradecer a você por ter retirado meu “pré-conceito” para com a bancada paulista. Muito obrigada!

- às minhas amigas de fora do “mundo mestrado”: Letícia Magalhães, Carla Amrein, Andréa Santichio e Monica Chagas. À Lelê, agradeço sua companhia, alegria e imensa paciência. À Carlitcha, apesar da distância, agradeço todas as palavras de conforto. À Déa, agradeço toda a maturidade e alegria de viver. À Moniquete, agradeço por toda força e objetividade.

- ao mais que amigo: Pedro Guimarães. Realmente não sei como descrever o quanto essa pessoinha tão especial me ajudou. Por acreditar mais em mim do que eu mesma, muitas de suas palavras me encorajaram a continuar minha pesquisa. Quantas e quantas vezes ele me ouviu chorando e reclamando, e ainda assim teve toda uma sensibilidade para me acalmar e orientar. Que paciência, dedicação e coragem de ler e reler versões preliminares dos meus capítulos, bem como me ajudar com o modelo econométrico na reta final. Enfim Petríquio, sem sua sincera amizade e contribuição tenho certeza de que não teria conseguido chegar ao fim dessa empreitada. Muito, muito, muito obrigada!

- por fim, aos meus amigos e companheiros de trabalho da Petrobras. Agradeço a paciência de meus colegas da equipe de macroeconomia da área de Estudo de Mercado e Negócios (EMN), Romulo Alves (gerente), Pedro, Flávio, Thiago, Rebeca e Guilherme (“vulgo Miguel”), e ainda de outros funcionários e colegas que não trabalham diretamente comigo, mas que também me cederam os ouvidos e os ombros ao longo dessa empreitada: Monica, Gregório, Patrícia, Biazinha e Cecília.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1 A INFLAÇÃO DE CUSTOS E OS MODELOS DE <i>PASS THROUGH</i>	14
1.1 Introdução	14
1.2 Interpretação de Keynes na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda	15
1.3 Desdobramentos de Keynes: as contribuições de Sidney Weintraub e da corrente pós-Keynesiana	21
1.3.1 As contribuições de Sidney Weintraub	22
1.3.2 As contribuições da corrente pós-keynesiana	27
1.3.2.1 Inflação crônica e a fuga da moeda	28
1.3.2.2 Os diferentes tipos de inflação segundo os pós-keynesianos	30
1.4 Enfoques “heterodoxos”: o conflito distributivo e o caso da inflação inercial	34
1.4.1 O conflito distributivo e a contribuição de Bob Rowthorn	35
1.4.2 Um caso particular do conflito distributivo: a inflação inercial.....	41
1.5 Uma síntese dos componentes da inflação: o modelo de Mario Henrique Simonsen	43
1.6 Os modelos de <i>pass - through</i>	45
1.7 Sumário e conclusões	51
2 A AMPLIAÇÃO DA ABERTURA COMERCIAL E FINANCEIRA E A INFLAÇÃO BRASILEIRA NA DÉCADA DE 1990	53
2.1 Introdução	53
2.2 Antecedentes: a década de 1990	54
2.2.1 O contexto histórico da economia brasileira na década de 1990	54
2.3 A ampliação da abertura comercial e financeira brasileira nos anos de 1990	58
2.3.1 A abertura comercial, 1988/1998	58
2.3.2 A abertura financeira, 1988/1998.....	67
2.4 Conseqüências da abertura comercial e financeira sobre a economia brasileira ...	72
2.4.1 A abertura comercial e financeira e o setor externo brasileiro, 1988/1998.....	72
2.4.2 A liberalização comercial e financeira e a inflação brasileira.....	90
2.5 Sumário e conclusões	94
3 A POLÍTICA ECONÔMICA E A INFLAÇÃO NO BRASIL NO PERÍODO 1999-2009	95
3.1 Introdução	95
3.2 O fim do regime de âncora cambial e os pilares da política macroeconômica pós 1999	96
3.2.1 O regime de metas inflacionárias brasileiro	103
3.3 A natureza inflacionária no período 1999-2009	107
3.4 A natureza inflacionária e o regime de metas de inflação	124
3.5 Sumário e conclusões	130
CONCLUSÃO	132
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	138
ANEXO 144	

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – O COMPORTAMENTO DO SALÁRIO REAL E A INDEXAÇÃO.....	43
---	----

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - EVOLUÇÃO DA TARIFAS NOMINAIS DE IMPORTAÇÃO (EM %)	64
TABELA 2 - BALANÇO DE PAGAMENTOS BRASILEIRA, 1988/98 (US\$ BILHÕES).....	73
TABELA 3 - EXPORTAÇÕES, IMPORTAÇÕES E O CRESCIMENTO DO PIB BRASILEIRO, 1988/9874	
TABELA 4 - EXPORTAÇÃO E IMPORTAÇÃO – ÍNDICES DE PREÇOS E QUANTUM, 1988/98.....	77
TABELA 5 - ÍNDICE DE COMMODITIES AGRÍCOLAS, MINERAIS E INDUSTRIAIS	78
TABELA 6 - EXPORTAÇÕES, IMPORTAÇÕES E O GRAU DE ABERTURA DA ECONOMIA BRASILEIRA, 1988/98.....	79
TABELA 7 - EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DAS EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS (FOB), 1988/98 81	
TABELA 8 - EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DAS IMPORTAÇÕES BRASILEIRAS (FOB), 1988/98 83	
TABELA 9 - CRESCIMENTO ANUAL DAS IMPORTAÇÕES POR CATEGORIA DE USO (VARIAÇÃO DO PREÇO E QUANTUM).....	84
TABELA 10 - EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES REALIZADAS ATRAVÉS DAS CONTAS CC5 DESFIGURADAS (US\$ BILHÕES)	88
TABELA 11 - PONDERAÇÃO DO IPCA POR GRUPOS (%)	108
TABELA 12 - EVOLUÇÃO DO SALÁRIO MÍNIMO BRASILEIRO, 1999 – 2009	118
TABELA 13 - DECOMPOSIÇÃO DA VARIÂNCIA DO IPCA	122
TABELA 14 - DECOMPOSIÇÃO DA VARIÂNCIA DO IPCA COMERCIALIZÁVEIS	123
TABELA 15 - DECOMPOSIÇÃO DA VARIÂNCIA DO IPCA NÃO-COMERCIALIZÁVEIS	124
TABELA 16 - EVOLUÇÃO DOS ÍNDICES DE PREÇOS, 1999-2009.....	127
TABELA 17 - BALANÇO DE PAGAMENTOS BRASILEIRA, 1999/03 (US\$ BILHÕES).....	128

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - ÍNDICE DA TAXA DE CÂMBIO EFETIVA REAL, 1990-1998	75
GRÁFICO 2 - GRAU DE ABERTURA DA ECONOMIA (EM %), 1988/1998.....	80
GRÁFICO 3 - PRINCIPAIS MERCADORIAS DE EXPORTAÇÃO (% TOTAL)	82
GRÁFICO 4 - PRINCIPAIS MERCADORIAS DE IMPORTAÇÃO (% TOTAL).....	85
GRÁFICO 5 - O DIFERENCIAL DAS TAXAS DE JUROS: SELIC X FED FUND RATE	86
GRÁFICO 6 - EVOLUÇÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS DO PAÍS (US\$ BILHÕES).....	89
GRÁFICO 7 - EVOLUÇÃO DA VARIAÇÃO PERCENTUAL MENSAL DO IPCA, 1994/98.....	93
GRÁFICO 8 - EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO REAL EFETIVA MENSAL, 1998/99 (IPCA JUN./94=100).....	98
GRÁFICO 9 - EVOLUÇÃO DO IPCA, 1999-2009.....	108
GRÁFICO 12 - EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO, 1999-2009	109
GRÁFICO 10 - EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE PREÇO DAS COMMODITIES, 1999-2009 (ÍNDICE 2005 = 100).....	110
GRÁFICO 11 - ÍNDICE DE PREÇOS DAS COMMODITIES, PREÇO DE IMPORTAÇÃO E DE EXPORTAÇÃO, 1999-2009.....	110
GRÁFICO 13 - EVOLUÇÃO DO IPCA, 1999-2009.....	111
GRÁFICO 14 - TAXA DE CÂMBIO NOMINAL E IPCA – COMERCIALIZÁVEIS, (%).....	112
GRÁFICO 15 - TAXA DE CÂMBIO NOMINAL E IPCA - NÃO COMERCIALIZÁVEIS, (%)	113
GRÁFICO 16 - IPCA - COMERCIALIZÁVEIS E IPCA - NÃO COMERCIALIZÁVEIS, (%)	113
GRÁFICO 17 - VARIAÇÃO MENSAL DO IGP-DI E DO IPCA, 1999-2009	114
GRÁFICO 18 - VARIAÇÃO DO IPCA PREÇOS LIVRES E ADMINISTRADOS, ACUMULADO EM 12 MESES	115
GRÁFICO 19 - EVOLUÇÃO MENSAL DO NÍVEL DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA NA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO, MÉDIA (%).....	116
GRÁFICO 20 - NUCI (%) * X VARIAÇÃO DO IPCA, (%).....	117
GRÁFICO 21 - EVOLUÇÃO DA TAXA DE DESEMPREGO, (%)	118

GRÁFICO 22 - EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC (VARIÇÃO ANUALIZADA), 1999-2009.....	119
GRÁFICO 23 - FUNÇÃO RESPOSTA DO IPCA AOS IMPULSOS DO CÂMBIO, COMMODITIES E PRODUÇÃO FÍSICA DA INDÚSTRIA GERAL	121
GRÁFICO 24 - FUNÇÃO RESPOSTA AOS IMPULSOS DO CÂMBIO, COMMODITIES E PRODUÇÃO FÍSICA DA INDÚSTRIA GERAL, DECOMPOSIÇÃO DO IPCA.....	122

INTRODUÇÃO

Um dos temas recorrentes e de suma importância no debate econômico contemporâneo brasileiro diz respeito à inflação. Nesse tocante, dentre os diversos embates travados entre as distintas correntes de pensamento econômico, a etiologia inflacionária é um deles. Entendendo etiologia como “o estudo das causas”, correntes de filiação neoclássica, se posicionam em favor da predominância da inflação de demanda originada na oferta de moeda, enquanto as de filiação Keynesiana tendem para uma explicação proveniente de alterações nos custos, sejam estes domésticos ou externos.

Contudo, apesar de um tema muito debatido e controverso, é unânime o desconforto em relação à inflação, que além de dar origem a um ambiente de instabilidade econômica, ocasiona custos sociais, como, por exemplo, distorções na distribuição de renda provenientes do processo de produção e, custos econômicos, como distorções na alocação de recursos.

O Brasil é um dos países que ilustra as dificuldades originadas por processos inflacionários, uma vez que conviveu com o problema desde os anos 1950 até meados da década de 1990. A origem desses processos inflacionários nem sempre foi a mesma, e as análises que surgiam entre os economistas que buscavam uma etiologia para a inflação da época, também quase sempre não eram consensuais. Durante o governo Jânio Quadros, diagnosticou-se como principais causas inflacionárias um componente de custos, qual seja o câmbio (desvalorizado), bem como um componente de demanda, destacando-se aqui o elevado déficit público. Em seguida, sob o comando de João Goulart, o consenso que predominava era o excesso de demanda causado pelos gastos públicos como principal causa da inflação. Já no governo militar, atribuiu-se grande papel para os componentes de custos, principalmente por conta dos custos com salários, e de demanda. Posteriormente, até o início da década de noventa, economistas passaram a atribuir ao componente de realimentação a principal causa inflacionária.

Paralelamente, é certo que desde os anos de 1990, o Brasil vem expandindo sua abertura comercial e financeira. A partir de então, a formação de preços no país se tornou mais sensível ao componente de custos, em especial aos determinantes de custos externos como, por exemplo, preços internacionais, especialmente de *commodities*, e taxa de câmbio. Essa maior sensibilidade reforçou-se com a adoção do regime de câmbio flutuante no país em 1999, uma vez que a relação tanto comercial quanto financeira do Brasil com

os demais países continuava se ampliando. Sob esse contexto e a possibilidade de impacto deste sobre a inflação, o objetivo central da dissertação é analisar a etiologia da inflação no Brasil de 1999 até 2009, confrontando-a com o tratamento dado à mesma no mesmo período, ou seja, sob o regime de metas de inflação. A hipótese básica que orienta a análise é de que, a partir de 1999, o contexto de ampla abertura comercial e financeira e o regime de câmbio flexível tornou a inflação brasileira mais sensível a componentes externos de custos.

A escolha do período, 1999-2009, visa expurgar a época em que o regime de câmbio no país era administrado. Até então, os efeitos da abertura comercial e financeira eram, de certo modo, filtrados pela necessidade de intervenções do Banco Central, de modo que o câmbio não repercutia, em sua devida proporção, eventuais reversões do quadro externo. Após a adoção do câmbio flutuante o país estaria, então, mais vulnerável aos acontecimentos externos à sua economia, fora de seu controle. Além disso, o período ainda contempla a adoção do regime de metas de inflação no país, no qual a taxa de juros se tornou o principal instrumento para o controle da inflação, seja ela predominantemente fruto de componentes de oferta ou de demanda.

Na literatura econômica ainda questiona-se a etiologia inflacionária do país, ou seja, qual o componente de maior importância para explicar a evolução da inflação brasileira (se de demanda ou de custos). Assim, ao final dessa dissertação, pretende-se destacar quais teriam sido seus principais componentes, tomando como base a evolução do IPCA, índice referência no regime de metas de inflação.

Como a presente dissertação se propõe a tratar da inflação, mais especificamente da influência dos componentes de custos inflacionários, julga-se fundamental discutir teoricamente este tema, o que será feito no primeiro capítulo. Neste procurou-se apresentar o enfoque teórico que sustenta a análise realizada nos dois próximos capítulos, a saber, a inflação proveniente de alterações nos custos, sejam estes ligados diretamente ou não à produção. Atenção especial foi conferida à influência de preços internacionais e da taxa de câmbio sobre a inflação doméstica. Essa apresentação será desenvolvida a partir da interpretação de John Maynard Keynes acerca da teoria de preços na sua obra “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, passando, posteriormente, para os desdobramentos dela originados, como por exemplo, as contribuições de Sidney Weintraub e da corrente pós-keynesiana. Ainda neste primeiro capítulo serão apresentados modelos que não se propunham a explicar a origem inflacionária, mas sim a entender sua persistência, destacando-se as contribuições de Bob Rowthorn para o modelo de conflito

distributivo e do modelo de inflação inercial. A fim de sintetizar todos os componentes da inflação, será apresentada uma desagregação proposta por Mario Henrique Simonsen ainda na década de 1970. Por fim, dando foco ao objetivo da dissertação, destacar-se-á as contribuições provenientes dos modelos de *pass-through*.

Após a apresentação da teoria acerca da inflação de custos, no segundo capítulo buscar-se-á descrever a ampliação do processo de abertura comercial e financeira do país ao longo da década de 1990, bem como avaliar as conseqüências desta ampliação, relacionando-a com a conjuntura macroeconômica brasileira da época. Este capítulo, inicialmente de caráter descritivo, tem o objetivo final de demonstrar o porquê de a inflação brasileira ter se tornando mais vulnerável a componentes de custos externos, em especial a preços internacionais de *commodities* e à taxa de câmbio.

No terceiro capítulo, objetiva-se avaliar a importância da taxa de câmbio e dos preços internacionais de *commodities* na evolução do IPCA no período pós 1999 até o ano de 2009. Ademais, buscar-se-á analisar o tratamento do regime de metas de inflação à inflação proveniente desses componentes de custos externos. Desse modo, primeiramente, dado o contexto de desequilíbrio externo observado nos últimos anos da década de 1990, descrever-se-á a mudança de política econômica adotada pelo governo, dando ênfase à transição do modelo de câmbio administrado para o de câmbio flexível, e ainda à adoção do regime de metas de inflação como diretriz da política monetária do país. Em seguida, será analisada a decomposição da inflação brasileira no período 1999-2009, tomando como base a evolução do IPCA, buscando avaliar a importância da taxa de câmbio e dos preços internacionais de *commodities* na evolução deste índice. Além da avaliação do ambiente macroeconômico no período, apesar da dissertação não ter foco numa análise econométrica, será estimado um modelo de vetores auto-regressivos (VAR) para o IPCA, a título unicamente de ilustração. Através desse instrumental almeja-se reafirmar os resultados da análise conjuntural, verificando qual componente teve maior participação na variação do IPCA no período, se de demanda ou de custos, mais especificamente custos externos. Posteriormente, visando avaliar se o modelo de metas inflacionárias utilizado pelo Banco Central tem um tratamento adequado para lidar com o tipo de inflação que mais afetou a economia brasileira no período, será analisado o desempenho brasileiro em relação ao cumprimento das metas de inflação.

Além desta introdução e dos três capítulos destacados, a dissertação contém ainda uma conclusão, na qual serão resumidos os principais resultados da pesquisa.

1 A INFLAÇÃO DE CUSTOS E OS MODELOS DE *PASS THROUGH*

1.1 Introdução

O presente capítulo tem por finalidade apresentar o enfoque teórico que sustenta a análise a ser realizada nos próximos capítulos, a saber, a inflação proveniente de alterações nos custos, sejam estes ligados diretamente ou não à produção. Acredita-se que tal exposição é fundamental para a compreensão da análise a ser feita mais a frente acerca da influência do maior grau de abertura econômico e financeira da economia brasileira pós década de noventa, e da flexibilização cambial sobre a inflação do Brasil no período 1999-2009. Nesse sentido, o capítulo ainda tem como propósito ressaltar a forma como estes dois componentes, preços internacionais e câmbio, podem afetar o nível de preços de uma economia.

Para tanto, além desta introdução e das considerações finais, o capítulo é constituído de mais cinco seções. Na primeira buscou-se apresentar a interpretação de John M. Keynes na sua obra “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” acerca da teoria dos preços, destacando assim quais seriam os componentes capazes de provocar alteração nos preços e em que circunstâncias isso ocorreria. Na segunda buscou-se refinar essa primeira seção, apresentando assim os desdobramentos desta teoria original de Keynes, através das contribuições de Sidney Weintraub e da corrente pós-keynesiana. Na terceira buscou-se destacar alguns modelos que, embora não se propusessem a explicar a origem inflacionária, ou ainda as causas desse processo, buscaram entender sua persistência, ou melhor, porque poderia haver inflação mesmo quando uma economia não estivesse em pleno processo de expansão de seu nível de atividade econômica. Destacaram-se então as contribuições do modelo de Bob Rowthorn e de inflação inercial. Posteriormente, a fim de sintetizar todos os componentes da inflação, ainda que brevemente, apresentou-se uma desagregação destes proposta por Mario Henrique Simonsen. Através da exposição deste último, acredita-se que a compreensão da inflação se torne ainda mais clara. Isso porque, o autor sintetiza todos os possíveis canais que poderiam influenciar a inflação de uma economia, e não só o componente de custos, objeto de estudo dessa dissertação. Por fim, na última seção, buscou-se destacar as contribuições para o estudo provenientes dos modelos de *pass-through*, detalhando melhor um dos fatores que formam o componente de custos.

1.2 Interpretação de Keynes na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda

O propósito desta primeira seção é apresentar a interpretação proposta por John Maynard Keynes acerca da teoria dos preços, ou mais especificamente acerca do fenômeno inflacionário, tendo como referência a concepção utilizada pelo autor no capítulo 21 de sua obra “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” (2007).

Tendo como objetivo fim de sua teoria entender a formação e o comportamento dos preços, o autor a constrói a partir de críticas à Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), que, por sua vez, estabelece uma proporcionalidade entre a quantidade de moeda em circulação e o nível geral de preços, na qual os preços variam positivamente em função de uma variação na quantidade de moeda ofertada ($\Delta P = f(\Delta M)$, sendo $f' > 0$). Tal conclusão é válida porque de acordo com esta abordagem, de filiação neoclássica, a moeda desempenha fundamentalmente a função de meio de troca, ou seja, é objeto de demanda somente para a realização de pagamentos. Desta forma, sob esta teoria, todo aumento na quantidade de moeda, ainda que de forma não imediata, dá origem a compra de bens e/ou serviços. Este aumento, por sua vez, é repassado necessariamente e proporcionalmente para os preços, uma vez que, neste enfoque, admite-se que o produto agregado não responde a uma variação na quantidade de moeda ou, em outras palavras, porque o produto já se encontra em seu nível potencial¹.

Grosso modo, diferentemente da relação formulada originalmente por Irving Fisher na TQM, a qual propõe uma relação direta entre a oferta de moeda e o nível geral de preços, Keynes, inclusive tentando também reintroduzir nas discussões sobre teoria dos preços os conceitos de custo marginal e de elasticidade de oferta, propõe que o nível geral de preços é função, sobretudo, dos custos de produção:

“Em uma indústria específica, o seu nível de preços depende, em parte, da taxa de remuneração dos fatores produtivos que entram no custo marginal e, em parte, da escala de produção. Não há motivo algum para modificar essa conclusão quando passamos à indústria em conjunto. O nível geral dos preços depende, em parte, da taxa de remuneração dos fatores produtivos que entram no custo marginal e, em parte, da escala global da produção, isto é, do volume do emprego (considerando conhecidos o equipamento e a técnica).” (KEYNES, 2007:229)

A partir do conceito de economia monetária de produção, Keynes busca refutar o papel secundário conferido pelos neoclássicos à demanda por moeda, ressaltando que,

¹ Maiores detalhes acerca da Teoria Quantitativa da Moeda ver Fisher (1911), Friedman (1956) ou ainda textos um pouco mais didáticos, como Ackley (1989) ou Simonsen (1983).

sendo a economia toda intermediada por esta, guardá-la como reserva de valor, dada a incerteza inerente a toda e qualquer economia evoluída, não é uma atitude irracional.

Na economia monetária de produção, os axiomas neoclássicos são rompidos e novos fundamentos para a ciência econômica são introduzidos (CARVALHO, 1992). A coexistência de tempo histórico, incerteza e moeda, faz dessa última um ativo alternativo a outras formas de acumulação de riqueza, enquanto a preferência pela liquidez, por sua vez, assume papel central na determinação do nível de emprego e, conseqüentemente, da produção, uma vez que, assim sendo, há possibilidade de insuficiência de demanda.

A partir de Carvalho (1990:65) pode-se retirar um trecho em que Keynes caracteriza a economia intermediada por moeda como uma economia mais evoluída: “(...) a introdução de uma moeda, em termos da qual empréstimos e contratos com um elemento temporal podem ser expressos, é o que realmente muda o status econômico de uma sociedade primitiva.”

Admitindo que a moeda possa sim ser objeto de demanda dos agentes como reserva de valor e, portanto, não necessariamente é direcionada de forma integral para a compra de bens e/ou serviços, Keynes enxerga a relação proporcional entre quantidade de moeda e nível geral de preços proposta pela TQM, como somente um dos possíveis casos de ocorrência e não como regra geral, tal como será abordado posteriormente.

Mediante essas duas principais críticas, possibilidade de insuficiência de demanda e ainda a variação do nível geral de preços como função da variação dos custos de produção e não da quantidade de moeda, o autor constrói sua teoria dos preços, questionando o mecanismo de transmissão proporcional, de uma variação da quantidade de moeda (ΔM) sobre os preços (ΔP), proposto pela teoria neoclássica ($\Delta M \rightarrow \Delta DA \rightarrow \Delta P$, no qual ΔDA representa a variação da demanda agregada).

Sobre a primeira relação, $\Delta M \rightarrow \Delta DA$, o autor ressalta a possibilidade de retenção de moeda como resposta à variação na quantidade ofertada da mesma, questionando o vínculo direto entre variação na quantidade de moeda e variação de mesma magnitude na demanda por bens, dada a possibilidade de preferência pela liquidez², variável em função da presença, em maior ou menor grau, de incerteza.

Assim, de acordo com Keynes, a primeira decisão a ser tomada pelos agentes é quanto à preferência pela liquidez. Isso porque, a partir da preferência por liquidez

² “(...) onde a preferência pela liquidez do indivíduo é representada por uma escala do volume dos seus recursos, medidos em termos monetários ou em unidades de salário, que deseja conservar em forma de moeda em diferentes circunstâncias”. (KEYNES, 2007:137)

individual os agentes decidem o quanto conservar de seus rendimentos em moeda, seja para realizar transações ou por motivos de precaução, devido à incerteza quanto à renda futura, ou ainda, por especulação, devido à incerteza dos agentes quanto à taxa de juros nominal (KEYNES, 2007).

Resumidamente, havendo uma variação na quantidade ofertada de moeda e uma variação positiva na preferência pela liquidez, pode-se afirmar que assim já haveria um primeiro vazamento que reduziria o efeito da variação na quantidade de moeda sobre a variação da demanda agregada e, em última instância sobre a variação do nível geral de preços.

A quantidade de moeda disponível direcionada para o mercado de bens e serviços, por sua vez, determina a elasticidade da demanda efetiva às variações na quantidade de moeda - e_d . De acordo com o autor, normalmente esta elasticidade, e_d , se situa entre zero e um e não nos extremos. Isso porque, se se situasse no extremo inferior (zero), a economia estaria tomada pela incerteza, e, portanto, os agentes em grande maioria optariam por reter moeda, e, se no extremo superior (um), situação em que a incerteza é praticamente inexistente, todo aumento de moeda seria repassado para a demanda, como proposto pela TQM. Vê-se, assim, tal como destacado no início da seção, que este último caso seria uma exceção a regra.

Assim sendo, ou seja, havendo vazamento para o mercado de bens, ($0 < e_d < 1$), e, portanto, expectativa por parte dos empresários de maior demanda, não necessariamente haverá somente variação no nível geral de preços (ΔP). De acordo com o princípio da demanda efetiva, também poderá haver variação no número de empregados e, então, da produção³ ($\Delta Y \neq 0$), uma vez que a expectativa do empresário nesse caso se torna ainda mais positiva, estimulando a produção. Tal como o próprio autor afirma (KEYNES, 2007:231):

“Precisamos, portanto, considerar em primeiro lugar o efeito das variações na quantidade de moeda sobre o montante da demanda efetiva; como regra geral, o aumento da demanda efetiva traduz-se, em parte, pelo aumento do emprego e, em parte, pela elevação do nível dos preços.”

Ou seja, diferentemente da teoria neoclássica, a qual conclui pela neutralidade da moeda, para Keynes existe a possibilidade de a produção poder ser alterada a partir de alterações na quantidade de moeda (não neutralidade da moeda). Isso porque, dada a

³ Aqui cabe ressaltar que, de acordo com a teoria de Keynes, a produção é função do emprego, $Y=f(N)$, cuja $f' > 0$, no qual N é emprego.

preferência pela liquidez, Keynes admite a possibilidade de a economia estar fora do pleno emprego, ou seja, a possibilidade dos empresários trabalharem com capacidade ociosa e, portanto, existência de desemprego involuntário, sendo possível aumentar a oferta para atender a uma demanda mais elevada. Na verdade, pode-se dizer que de acordo com os escritos do autor, esta seria a regra em economias de mercado, enquanto que o ponto de equilíbrio de pleno emprego a exceção.

Desta forma, como sugerido no início da seção, o aumento do nível de preços estaria condicionado ao aumento ou não de custos de produção ao fazê-lo e não somente às variações na quantidade de moeda.

Para estabelecer tal relação, Keynes propõe uma teoria dos preços, na qual o empresário maximiza lucro com base nos custos dos fatores de produção. Diferentemente dos neoclássicos, que partem da condição de maximização de lucros para definir o nível de produção, ele utilizará tal condição para definir preços.

Assim, supondo, a título de simplificação, que as formas de remuneração dos fatores de produção que compõem o custo marginal estejam expressas em termos de unidades de salários, ou seja, que as formas de remuneração destes fatores variem todas na mesma proporção que a unidade de salários, tem-se:

- Função lucro:

$$\text{Lucro} = \text{Receita} - \text{Despesa}$$

$$\text{Lucro} = PY - WN$$

- Condição de maximização de lucros:

$$P_{mgN} = W/P$$

$$P \cdot P_{mgN} = W$$

$$P = W/P_{mgN}$$

Chega-se a conclusão de que os preços são formados por custos, sendo W salário nominal e P_{mgN} a produtividade marginal do trabalho.

A partir da condição de maximização de lucros acima exposta, pode-se dizer que o resultado da variação da quantidade de moeda sobre o nível de preços é consequência dos efeitos que esta gera sobre a unidade de salários e, em última instância, sobre o emprego. A partir desta simplificação, haverá aumento dos preços se houver aumento dos salários nominais e/ou queda da produtividade marginal do trabalho (rendimentos decrescentes).

Ou ainda, de um modo geral, se houver aumento de custos associado ao aumento da demanda efetiva (KEYNES, 2007).

A resposta da oferta depende da resposta do emprego, dada a P_{mgN} , que, por sua vez, está relacionada com o grau de desemprego e com as condições técnicas. Atribuindo algumas hipóteses simplificadoras adicionais à primeira, como: (i) recursos dos indivíduos sem emprego homogêneos e intercambiáveis em relação à sua eficiência na produção, (ii) função de produção com rendimentos constantes, e ainda (iii) uma unidade rígida de salários enquanto houver um excedente de indivíduos desempregados, havendo desemprego considerável, de acordo com Keynes, trabalhadores qualificados ainda estariam “disponíveis”, podendo ser contratados.

Nesse caso, estes trabalhadores seriam remunerados em estrita proporção à sua eficiência, de modo que a P_{mgN} seria constante e, conseqüentemente, não haveria variação nos preços ($\Delta P=0$). Ou seja, o aumento na quantidade de moeda não teria qualquer efeito sobre os preços, de modo que o efeito seria um aumento proporcional do emprego ou, em última instância, da produção.

O outro caso seria a existência de um número menor de desempregados e, portanto, uma menor disponibilidade de mão de obra qualificada. Assim sendo, uma vez que são remunerados a um salário uniforme independentemente da eficiência individual, a produtividade marginal passaria a ser decrescente, custos crescentes, e então seria verificada uma variação nos preços positiva ($\Delta P > 0$)⁴.

De forma resumida o autor então enuncia sua teoria quantitativa da moeda da seguinte forma: “Enquanto houver desemprego, o *emprego* variará proporcionalmente à quantidade de moeda e, quando o pleno emprego é alcançado, os *preços* variarão proporcionalmente à quantidade de moeda.” (KEYNES, 2007:230)

No entanto, esta proposição geral pode não se verificar devido a possíveis complicações por ele destacadas, a saber: (i) a demanda efetiva não necessariamente variar na mesma proporção à quantidade de moeda, uma vez que esta última pode gerar distintas influências sobre a taxa de juros; (ii) o rendimento ser decrescente à medida que os trabalhadores podem não ser remunerados de acordo com sua eficiência na produção, sendo assim os recursos não mais são homogêneos; (iii) a oferta de alguns bens poder se

⁴ Sobre isso também vale destacar o caráter estrutural perverso de uma economia menos desenvolvida, ou ainda tida por muitos como subdesenvolvida. Nesse caso, além das menores oportunidades de crescimento, a deficiência em políticas voltadas para a educação e necessidade de ingressar no mercado de trabalho precocemente por sobrevivência, levam à falta de trabalhadores qualificados (menor número de trabalhadores com qualificação), o que limita a possibilidade de crescimento sem inflação.

tornar inelástica, ocasionando assim o aumento do preço dos bens em questão, para redirecionar a demanda; (iv) a taxa de salários tender a subir antes mesmo do ponto de pleno emprego, além do fato de (v) as remunerações dos fatores que compõem o custo marginal não variarem todas na mesma proporção.

Relaxando as hipóteses simplificadoras para a ocorrência destas complicações acima enumeradas, Keynes afirma:

“(...) nestas condições, os preços, em vez de permanecerem constantes quando existe desemprego e de aumentarem proporcionalmente à quantidade de moeda quando se atinge o pleno emprego, sobem progressivamente à medida que o emprego aumenta” (KEYNES, 2007:231).

Ainda assim, pode-se perceber que a variação do nível de preços estaria condicionada a variações nos custos de produção, sendo estas não só provenientes da elevação dos custos diretos, mas também de custos indiretos. Essa condicionalidade pode ser vista na seguinte passagem:

“A unidade de custos, ou sujeita à aproximação anterior, a unidade de salários pode, assim, ser considerada como o padrão de valor; o nível de preços, dado o estado da técnica e do equipamento, dependerá, em parte, da unidade de custos e, em parte, da escala da produção, aumentando, quando assim varia a produção, mais do que quando proporcional a qualquer alta na unidade de custos, de acordo com o princípio dos rendimentos decrescentes em período curto.” (KEYNES, 2007:235)

Nesse caso, embora Keynes tenha feito uma análise na TG para o caso de uma economia fechada, pode-se perceber como a variação do câmbio, a alteração dos preços externos ou ainda, por exemplo, a dependência parcial da produção das demais indústrias, incluindo aqui não só as circunscritas no próprio país, também poderiam se enquadrar nessa análise de Keynes, uma vez que estas também exercem influência sobre os custos de produção.

Apesar dessas complicações, o autor considera que a verdadeira inflação, ou inflação absoluta, só ocorrerá quando houver um aumento da demanda efetiva em circunstâncias de pleno emprego. Antes disso, tal como no trecho acima destacado, a economia estaria vivendo um estado de semi-inflação, ou ainda quase-inflação.

Como o próprio autor bem resume, diferentemente do que ele propõe em algumas de suas obras anteriores, como em *Tract on Monetary Reform* (1923) ou ainda em *A Treatise on Money* (1930), nas quais Keynes utiliza uma taxonomia do fenômeno

inflacionário, e não um corte conceitual, diferenciando o que é e o que (ainda) não é inflação, como o faz na TG:

“Quando um novo acréscimo no volume de demanda efetiva não mais produz aumento na produção e se traduz apenas numa alta da unidade de custos, em proporção exata ao aumento da demanda efetiva, teremos alcançado um estado que se pode adequadamente qualificar de verdadeira inflação. Até este ponto, o efeito da expansão monetária é apenas uma questão de grau, e não há ponto anterior em que possamos traçar uma linha definida e declarar que um estado de inflação se revelará. Cada aumento anterior na quantidade de moeda, à medida que aumente a demanda efetiva, traduz-se, em parte, numa elevação da unidade de custos e, em parte, num aumento da produção.” (KEYNES, 2007:235)

Em outras palavras, quanto mais distante do pleno emprego, maior a capacidade ociosa da economia, com preços podendo inclusive não variar, dada a variação quase nula dos custos. Por outro lado, quanto mais próxima, menor a capacidade ociosa e, neste caso, para elevar a produção, incorre-se em maiores custos e necessariamente maiores preços, ainda que não proporcionalmente.

Assim, a variação ou não do nível de preços, associada a uma expansão monetária, dependeria, em última instância, das condições de oferta, definidas no mercado de trabalho. Diferentemente do proposto pela TQM, pode-se afirmar que na teoria de preços de Keynes há ênfase no que mais tarde se convencionaria chamar de “inflação de custos”, na qual um aumento prolongado do nível geral de preços é ocasionado pelo repasse, em alguma medida, de qualquer forma de elevação dos custos de produção.

1.3 Desdobramentos de Keynes: as contribuições de Sidney Weintraub e da corrente pós-Keynesiana

Posteriormente, outros autores e correntes, de filiação keynesiana, buscaram sofisticar esta interpretação sugerida por Keynes na Teoria Geral (TG). Seja através das contribuições do modelo de Sidney Weintraub (1961), que buscou sofisticar as idéias originais propostas por Keynes no capítulo 21 da TG, via inserção de um *mark-up* na formação de preços acima esquematizada; ou ainda através das contribuições da corrente pós-keynesiana, que tomando como base o capítulo 17 da mesma obra amplia a discussão sobre as causas da inflação. De acordo com alguns autores desta corrente, a inflação de custos poderia ser decomposta a partir de várias causas, a depender do grau de abertura e do grau de monopólio da economia, como: inflação de salários; de lucros; de retornos

decrecentes; importada; *spot* ou de *commodity*, ou ainda a inflação de impostos, abaixo destacadas.

1.3.1 As contribuições de Sidney Weintraub

O autor começa sua análise acerca da teoria dos preços apontando primeiramente a existência de duas grandes abordagens alternativas, doravante já mencionadas, a Teoria Quantitativa da Moeda e os determinantes que influenciam o nível de preços em termos de custos, particularmente custos de salário:

“A theory that draws upon the equation of exchange (EOE) will almost inevitably maintain that what needs to be done, by and large, is to exercise an adequate control over the supply of money. A theory that descends from the equation for the wage-cost mark-up (WCM) will counter that the decisive element is the movement of the money wage, imparting the belief that in its subjugation is the key to price level stability.” (WEINTRAUB, 1961:43)

Após essa breve distinção de abordagens, o autor então deixa clara sua proximidade com a explicação para a formação do nível de preços a partir dos custos, originalmente construída por Keynes.

Embora fuja ao propósito desta seção, ele ainda destaca que, além de sua lógica intrínseca, esta seria a melhor teoria por enxergar as necessidades políticas de forma mais adequada, uma vez que essa teoria percebe a simultaneidade de objetivos a serem perseguidos numa economia e a interdependência entre eles, de modo que sugere meios para alcançá-los sem gerar novos conflitos e contradições entre os diversos objetivos perseguidos para o bom funcionamento de uma economia.

Assegurando a proximidade de sua teoria de preços com a teoria descrita por Keynes no capítulo 21 da TG, Weintraub busca então ampliá-la, introduzindo outros componentes na formação de preços⁵, dentre eles um *mark-up*.

Partindo da identidade contábil entre produto e renda e da mesma simplificação utilizada inicialmente por Keynes de que o custo com salário é uma *proxy* dos custos diretos do empresário, sua análise parte da explanação de uma equação de *mark-up* para o custo salário (WCM), a qual é composta, segundo o autor, pelas principais variáveis que atuam sobre o nível de preços. Formalizando, tem-se:

⁵ Cabe ressaltar que entre os componentes que Weintraub analisa, entende-se como relevante para o desenvolvimento da presente dissertação as contribuições do modelo quanto aos componentes de custos variáveis, os quais buscou-se dar atenção especial nessa subseção.

Produto \equiv Renda

$$P.Y \equiv kNW$$

$$P = (k.N.W)/Y$$

$$P = (kW)/Y/N$$

$$P = kW/A$$

A partir desta equação, o autor então tenta explicar os três componentes de custos aos quais o nível de preços (P) é associado: variações no salário monetário médio, W, no *mark-up*, k, e ainda em A, que é a produtividade média por trabalhador⁶.

O componente que o autor dá maior ênfase na formação do nível de preços e, que, portanto, cabe uma avaliação maior, é o salário médio dos trabalhadores empregados na produção, acima denotada por W. Um primeiro e importante destaque que o autor faz logo no início de sua análise é o fato deste componente ser o mais volátil destas três variáveis, de modo que o nível de W estará decisivamente relacionado às flutuações no nível de preços e, portanto, terá grande influência sobre seus movimentos, tanto de subida quanto de descida. Além disso, dentre as variáveis que compõem a formação dos preços, somente esta é monetária, de modo que:

“(...) it is thus the money wage in this formulation that gives a dollar content to the level of prices, serving as the numéraire to give a money or price dimension to the volume of physical production turned out in the economic process. Further, as it is the most jumpy of the three elements, the money wage level will be most decisively related to the fluctuations in the price level (...).” (WEINTRAUB, 1961:46)

De acordo com o autor, em geral essa causalidade parte de uma variação nos salários monetários para o nível de preços⁷ e não o contrário, como propõe a teoria neoclássica. O trecho abaixo destaca uma passagem com a causalidade neoclássica, no qual o autor buscou destacar o quão absurda essa seria:

“Accepting this analysis, it is the price level that “determines” the money wage level. For to find the latter, we have to know the former. But consider what this is really saying: it is to argue that whether we pay steel workers one million dollars per hour the price of a ton of steel is the same as if we were to pay them one cent per hour!” (WEINTRAUB, 1961:46)

⁶ A variável denotada por Y significa produção e a denotada por N significa emprego.

⁷ Vale destacar que essa discussão da causalidade se restringiu a salários-preços ou preços-salários e não aos demais componentes da formação dos preços por o autor considerar o componente salarial o mais volátil e, portanto, o que mais teria efeito sobre os preços.

Assim, embora outras visões insistam em demonstrar que o comum é o movimento dos preços dos produtos para os preços dos fatores ou ainda, dos preços para os salários monetários, Weintraub (1961:47) afirma que:

“(...) so that we are safe in concluding that a rise in the level of money wages will, in general, push the price level upwards unless there is some unexpected concatenation of events that leads to a simultaneous fall in k (which seems unreasonable except under very special hypotheses) or a rise in A , which if this is supposed to be commonplace and of any great significance for important price level movements, also seems to be an unreasonable surmise.”

Uma proposição que pode ser extraída das idéias desse autor é o fato de não ser possível um movimento significativo no nível de preços sem um movimento similar do nível salarial. Isso porque, se os preços aumentassem enquanto os salários se mantivessem constantes, num segundo momento o salário real perderia valor, bem como a divisão da renda do trabalho seria duramente afetada de modo que, em última instância, a produção de bens comercializáveis poderia não mais persistir nos níveis iniciais.

Desta forma, como o próprio autor conclui, se faz necessário um aumento antecedente no salário monetário, ou seja, uma explicação do porquê o nível de preços está variando:

“Thus we can conclude, and probably obtain widespread agreement, on the proposition that any important price level movement requires as its counterpart an almost equally important money wage movement. If the latter is impeded, then a large inflation is also precluded. From a control standpoint, therefore, from the standpoint of constituting a – if not the strategic element in important price level movements, the central attention, if not the causal emphasis, must be awarded to the money wage rather than other elements. It is the money wage that is the prime mover, at least for the big jobs of shifting the price level, and not the other way around. The price level cannot really jump, cannot execute any big leaps to speak of, unless the money wage calls the tune.” (WEINTRAUB, 1961:48)

Ou ainda em:

“(...) Considering that in an enterprise economy price-making reflects costs, particularly where there is some market freedom of action for wage scales, then my opinions come down strongly in support of the money-wages-to-product-price nexus, rather than the other way around. Only in rather infrequent cases, and then only for minor cost movements, can the other position be defended, of price changes causing cost changes.” (WEINTRAUB, 1961:50)

A partir destes trechos pode-se verificar que havendo um aumento do salário nominal sem contrapartida de uma elevação da produtividade, haveria uma elevação de custos de produção que assim seriam repassados para os preços.

Nesse sentido, cabe ressaltar que com o maior grau de organização dos trabalhadores em sindicatos, característico da época em que o autor estava escrevendo sua teoria dos preços, 1961, e ainda com a maior concentração do mercado de bens também característica da época, as economias de mercado estava mais propensas à inflação de salários, o que corroborava a tese do autor de que o salário é o principal fator de custos e, portanto, o principal fator explicativo da variação no nível de preços. Weintraub (1985) destaca:

“The growth of economic and political power by groups of workers plus the increasingly available information on the earnings of others creates pressures that made wage-price inflation the most dangerous of economic problems during the decades immediately following World War II.”
(PP.164)

Outro componente que pode afetar o nível de preços para o autor é o *mark-up*, na equação denotado por k . Ao invés de tomar k como um resultado, o autor o encara como uma decisão dos empresários, de modo que sendo essa variável tida como exógena, ela também pode, portanto, explicar tanto quanto os salários, uma variação no nível dos preços.

Uma vez que este componente indica o quanto o produto está acima do preço de produção e distribuição, se houver um aumento dos custos, como dos salários, por exemplo, ainda haverá também uma queda em k e no lucro bruto do produtor. Inversamente, havendo um aumento deste *mark-up* haverá, conseqüentemente, tanto um aumento das margens de lucro do empresário, quanto dos preços.

Contudo, a partir de análises empíricas disponíveis, Weintraub afirma que este era um componente muito estável, sempre maior que a unidade embora próximo a esta, de modo que seu efeito sobre os preços se dá em menor grau. Nas palavras do autor:

“The k -term actually shows that in at least year-to-year movements it may be neglected: it is unusual for it to show an index change of (...). It is literally the one “great constant” or “great near-constant” in economics comparable to the constants in the physical science, such as the gravitational constant (...). In view of the high year-to-year, and even secular rigidity of k , I have called it the “magic constant” of the price level and broadly, of all economics.” (WEINTRAUB, 1961:55)

Apesar dessa estabilidade comprovada empiricamente, cabe destacar que o fator k também reflete o grau de poder de mercado de uma firma. Como é sabido, firmas monopolistas podem usar de tal poder, ainda que não o façam tão comumente dada a existência de leis e agências reguladoras para tentar pelo menos amenizar tal prática, para aplicar preços acima do nível de custos a fim de obter lucros acima do competitivo. Minsky (1986) alerta para a possibilidade de algumas firmas colocarem em prática tal poder, o que inclusive poderia gerar um impacto maior sobre a variação dos preços do que uma mudança salarial:

“A demand curve that is not infinitely elastic for a particular firm defines monopoly or oligopoly: the firm has market power. If a firm is a constrained monopolist, so that it has unexploited monopoly power, a rise in wages as a result of a union contract may relax the constraint so that previously unexercised monopoly power can be used. Thus, firms will agree to raise wages when there is unused market power or if an increase in market power is anticipated.” (MINSKY, 1986:297)

Além dos salários e do *mark-up*, a variação da produtividade média por trabalhador (componente acima denotado pela letra A) também está relacionada às variações no nível de preços, ainda que inversamente. Assim como no caso do componente k acima destacado, através de análise empírica o autor constatou que a tendência, no longo prazo, é haver um aumento da produtividade por trabalhador e não o contrário. Dessa forma, seja por aperfeiçoamento dos equipamentos utilizados na produção, pela introdução de novas técnicas ou pela melhora do nível educacional, o aumento da produtividade constatado pelo autor geraria, ainda que a longo prazo, uma tendência de queda no nível de preços.

Embora não se possa prever ao certo com que frequência ocorre essas melhoras na produtividade, o que leva inclusive o autor a considerar este componente como “quase-constante”, para não haver uma queda dos preços, que pode ser tida até como um movimento contra factual, este efeito deveria ser compensado por uma variação dos salários ou do *mark-up*. Weintraub acredita que esta compensação se dá, normalmente, por um aumento dos salários, de modo que se um aumento da produtividade fosse repassado de forma proporcional aos salários, o preço ficaria constante.

Dito isto, embora o autor não use como ponto de partida a condição de maximização do lucro para chegar à equação de formação de preços, como Keynes o fez na sua teoria, Weintraub compartilha da idéia central do autor de que as variações nos preços seriam provenientes, sobretudo, dos custos. Resumidamente, pode-se dizer que a inflação para Weintraub seria ocasionada, geralmente, por uma repercussão nos preços,

seja de bens ou serviços, dos aumentos dos custos, aqui representados, sobretudo pelos salários monetários.

Pode-se perceber, assim, a grande proximidade dessa teoria com a teoria dos preços de Keynes, na qual a variação de preços, sobretudo sob baixa capacidade ociosa, também pode ser proveniente de um aumento dos salários. Aqui vale ressaltar que Keynes também já havia alertado em sua obra para a possibilidade da variação de preços proveniente de uma variação salarial quando levantou a possibilidade de variação da taxa de salário antes mesmo do pleno emprego, ou seja, quando tratou dos fatores complicadores na exposição de sua teoria, como pode ser visto brevemente na seção anterior.

Assim, a grande diferença de Weintraub teria sido além de uma análise mais detalhada deste canal de aumento de preços a partir de uma variação salarial, seja esta em pleno emprego ou não, a inserção de um *mark-up* e da produtividade por trabalhador na teoria de preços. Além disso, ainda cabe destacar a constatação do autor à época de que, esses dois seriam componentes mais estáveis, enquanto o salário é a variável mais flutuante na equação de nível de preços acima exposta tendo, portanto, grande influência sobre os preços. Nas palavras dele:

“Thus how to bring this “floating variable,” (money wages) which is often unruly, under greater control, in both the direction and amplitude of its change and according to what are regarded as appropriate objectives, comes close to being the answer to the inflationary troubles that have plagued recent times. Unless W is controlled, either by direct action or indirect pressures rather than by fortuitous circumstance, there is no reason to think that the future will be less subject to inflationary disorders than the past.” (WEINTRAUB, 1961:64)

1.3.2 As contribuições da corrente pós-keynesiana

Para explicar as causas da inflação, a maioria dos autores da corrente pós-keynesiana segue fielmente a teoria de preços de Keynes e a extensão de Weintraub, acima destacadas. Paul Davidson inclusive explicita em sua obra *“Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century”* (1994) a proximidade dos autores desta corrente com a idéia de inflação via custos proposta por Keynes:

“Classical theories of inflation always associate inflation with immediate spot price movements. That is why classical theory is linked to exogenous “demand-pull” explanations of inflation, while the Keynes-Post

Keynesian analysis of incomes-inflation is simplified into an exogenous “cost-push” supply-side inflationary view.” (DAVIDSON, 1994:161)

No trecho abaixo retirado da obra “*Stabilizing an Unstable Economy*” de Hyman P. Minsky também se pode identificar a proximidade desta abordagem com a teoria de Weintraub, embora o primeiro autor inclua ainda componentes de financiamento ao tratar do *mark-up*:

“Inflation of consumer prices occurs when wages in the production of consumer goods rise faster than the average productivity of labor in producing consumer goods, or when the components of the markup increase relative to the wage bill in consumer goods. Inflation will abate when money wage increases are moderated and when the components of the markup stop relative rise.” (MINSKY, 1986:316)

Porém, diferentemente das duas abordagens anteriores, a corrente pós-keynesiana também foca sua análise, enfaticamente, na explicação de inflação crônica vivida por uma economia, destacando que a alta inflação sempre reflete crise de confiança na moeda (CARVALHO, 1990). Ou seja, esta corrente concentra seus esforços no processo de fuga da moeda e como este poderia contaminar, ainda que de forma indireta, a inflação e, em última instância, a unidade de conta e o sistema de contratos de um país nela baseado:

“(…) Na visão keynesiana, a incerteza que permeia as decisões privadas em uma economia empresarial é ineliminável, mas a sociedade desenvolve instituições que permitem reduzi-la ou socializá-la de modo a viabilizar atividades produtivas complexas e demoradas. A mais fundamental destas instituições é o sistema de contratos em moeda, que serve para estabelecer entre os agentes os elos necessários à sua interação material. A inflação corrói este sistema, a alta inflação o transforma, a hiperinflação o destrói. Este é o foco sob o qual deve desenvolver-se uma abordagem pós-keynesiana da inflação.” (CARVALHO, 1990:64)

Além desse enfoque específico, alguns autores desta corrente, como Davidson e Minsky, buscam ainda detalhar/classificar os diferentes canais que podem gerar ou contribuir com um processo inflacionário, que aqui também serão destacados.

1.3.2.1 Inflação crônica e a fuga da moeda

Para explicar inicialmente como a fuga da moeda pode contaminar a unidade de conta de um país, cabe destacar que esta corrente parte do capítulo 17 da TG de Keynes e não do capítulo 21, como o fez Weintraub. Dessa forma, se faz necessário ressaltar, ainda que brevemente, algumas características da moeda essenciais para a explicação pós-

keynesiana, as quais se distanciam das idéias neoclássicas e, obviamente, já que é o ponto de partida desta corrente, as aproximam das idéias propostas por Keynes.

Assim sendo, tal como para Keynes, a moeda é um ativo especial; um meio para se gerar renda futura, ou ainda riqueza em forma geral. Por sua vez, o sistema de contratos é importante por, acima de qualquer outra coisa, reduzir as incertezas de cada agente econômico a respeito não só da viabilidade, mas também da atratividade de seus planos de investimento e produção, sendo estes em bens de capital ou não. Isso porque, dentre outros, este sistema promove uma organização entre os agentes por estabelecer preços, prazos etc.

“A estabilidade do valor da moeda se revela assim necessária à viabilização do sistema contratual que, por sua vez, viabiliza a operação privada de economias complexas como as modernas. (...) Isto porque, ao corroer o poder de compra da moeda, a inflação faz com que seu valor como unidade de conta se torne imprevisível, criando ganhos ou perdas inesperados.” (CARVALHO, 1990:66)

Pode-se dizer que a moeda é um ativo especial por dois motivos: (i) por possuir elasticidade de produção nula, de modo que nem mais capital, nem mais trabalho a produzem quando sua taxa de retorno está subindo, ou seja, quando a preferência pela liquidez é maior. De acordo com alguns pós-keynesianos, como Davidson e Minsky, por exemplo, aqui cabe ressaltar que embora a moeda bancária endogenize de certa forma a oferta de moeda, isso não significa que os bancos aumentam a oferta de moeda sempre que a demanda por moeda aumenta, havendo assim uma diferença em relação ao conceito de elasticidade de produção da moeda, que continua sendo nula. Além disso, de qualquer forma, a moeda bancária tem que ser sancionada pelo Estado; (ii) por possuir elasticidade de substituição também nula, de modo que sua taxa de retorno não cai quando há um acúmulo grande de moeda, diferentemente do que ocorre com os demais ativos. Ou seja, a partir destes dois motivos pode-se concluir que a moeda é um ativo com liquidez absoluta (KEYNES, 2007).

A partir destas características, os pós-keynesianos afirmam que, já sob um processo de inflação crônica, o aumento dos preços seria ainda mais grave num segundo momento em virtude de uma desconfiança dos agentes no poder de compra da moeda local. Esta perda de confiança, por sua vez, levaria a uma fuga para ativos reais, que poderia ocorrer de algumas formas, caso a persistência de elevação dos preços não cessasse e conseqüentemente, a confiança na moeda local não fosse reinstalada.

Uma forma seria a moeda local passar a ser vista como ineficiente, de modo que haveria uma troca da moeda por imóveis e ouro, por exemplo. Ou seja, haveria uma troca

por bens, que para os agentes têm seu valor não somente vinculado à moeda, mas principalmente têm um valor intrínseco que perpassa ao longo do tempo. Isso porque se o ativo de liquidez absoluta já não mais é confiável, as outras “quase-moedas”, como títulos, por exemplo, também não serão. Nesse sentido, cabe destacar que esta tendência da troca de moeda por bens ainda pode gerar pressão sobre a inflação, uma vez que gera excesso de demanda em alguns setores (no exemplo, o imobiliário). Outra possibilidade seria a troca de moeda local por moeda estrangeira, o que levaria a uma provável desvalorização da moeda local frente à moeda estrangeira, contaminando assim os custos de produção que, por fim, contribuiria para a persistência do processo inflacionário, ou até mesmo ocasionaria hiperinflação.

“(…) Desaparece a confiança na unidade monetária enquanto representação de valor e as expectativas se tornam elásticas, deixando qualquer equilíbrio potencialmente instável. Em suma, a inflação inutiliza a moeda-conta vigente e em vez de medidas comuns de cálculo, os agentes buscam contratar em unidades alternativas que contemplem o interesse específico.” (CARVALHO, 1990:72)

A partir daí, o equilíbrio financeiro fica a mercê da escolha individual de cada agente a respeito de qual padrão monetário seguir, até que seja estabelecida uma indexação de contratos, no qual deve ser escolhido um índice de ajuste e ainda deve ser estabelecido um período de correção. Contudo, esta indexação não cobriria os preços dos fluxos de oferta, uma vez que não seria nem vantajoso para as firmas perder sua flexibilidade frente a mudanças no estado dos mercados estabelecendo suas remunerações em contratos futuros. Dessa forma, pressões negativas sobre este canal, como desvalorizações cambiais ou choques adversos, por exemplo, poderiam agravar o processo inflacionário e, conseqüentemente, deteriorar o sistema já fragilizado.

1.3.2.2 Os diferentes tipos de inflação segundo os pós-keynesianos

Após discorrer sobre a possibilidade da desconfiança na moeda local afetar ainda mais um processo inflacionário, falta apresentar, tal como destacado no início da seção, a tentativa de classificação dos diferentes tipos de inflação sugerida por alguns autores da abordagem pós-keynesianos. Tomando como base os textos de Davidson (1994) e Minsky (1986), foi possível identificá-las e distingui-las da forma que se segue.

De acordo com Davidson⁸ (1994) uma primeira causa para o aumento dos preços de oferta, já destacada por Keynes na TG, embora não com a denominação utilizada por este autor, seria proveniente dos retornos decrescentes. Embora as firmas operem normalmente com retornos constantes de escala, tal como também já detalhado por Keynes, havendo uma redução da diferença entre a taxa de desemprego corrente e a taxa de pleno emprego, ou seja, uma redução do hiato de emprego, é possível que as firmas passem a ter retornos decrescentes (KEYNES, 2007). Isso porque, trabalhadores menos qualificados teriam que ser contratados e estes, por sua vez, não conseguiriam utilizar os meios de produção da forma mais eficiente possível. Resumidamente, nas palavras do autor:

“Economic expansion can lead to increasing costs not only because of the classical law of diminishing returns but also because labour and capital inputs are really not equally efficient. Increasing production flows often involve the hiring of less-skilled workers, and the utilization of older, less efficient standby equipment. These factors are an additional cause of increasing marginal costs. This phenomenon of hiring path diminishing returns was emphasized by Keynes as a main reason for rising supply prices before full employment.” (DAVIDSON, 1994:143)

Outra causa seria proveniente de uma variação do lucro dos empresários ou, em última instância, do grau de monopólio de uma indústria. Tal como já introduzido por Weintraub, uma vez percebida pelos empresários a possibilidade de aumentar suas margens de lucro, eles o farão. Assim sendo, os preços sofreriam uma elevação. Contudo, como é sabido, essa possibilidade é mais fácil de ser realizada quanto maior é o grau de concentração de uma indústria, ou seja, quanto maior seu poder de monopólio. Da mesma forma como o fez com a causa anterior, Davidson bem resume a possibilidade de inflação de lucros:

“When entrepreneurs believe that the market conditions have changed sufficiently so that it is possible (or even necessary) for them to increase the mark-up of prices relative to costs, the economy will experience a profits inflation.” (DAVIDSON, 1994:144)

Um aumento dos salários nominais não compensados por um aumento da produtividade, tal como enfatizado por Weintraub, seria outra fonte de inflação. Como é sabido, os salários são negociados entre trabalhadores e empresários. Acredita-se que a possibilidade de aumento salarial ocorra com mais facilidade quanto mais próximo do

⁸ Aqui cabe destacar que as idéias de Davidson acerca da inflação de retornos decrescentes, inflação de grau de monopólio ou inflação de lucros e ainda de inflação de salários são derivadas do texto *“An approach to the theory of income distribution”* de Weintraub (1958).

pleno emprego a economia se encontrar, ou seja, quanto menor o hiato do emprego. Isso porque se subentende que a economia deve estar crescendo num ritmo mais acelerado, ou seja, que os empresários devem estar com expectativas mais positivas e realizando melhores negócios, aumentando assim a possibilidade dos trabalhadores auferirem ganhos salariais:

“Every increase in money-wage rates not offset by productivity improvements raises production costs. If profit margins are maintained, the result must be an increase in flow-supply price schedules.”
(DAVIDSON, 1994:144)

Segundo Davidson (1994), uma economia aberta pode ainda ter seu nível de preços modificados em função de mudanças nos preços praticados externamente de bens/serviços comprados por residentes. Esta possibilidade de variação do nível de preços internos é denominada, de acordo com o autor, como inflação importada. Ele ainda vai além e afirma que quanto maior o grau de abertura de uma economia e, portanto, maior a possibilidade de transação comercial com exterior, maior é o potencial de a economia doméstica “importar inflação”. Isso porque, obviamente, maior é o volume de transações com o exterior e, conseqüentemente, maior é a probabilidade de um aumento de um produto internacional qualquer influenciar o nível de preços praticado domesticamente.

Faz-se necessário destacar que a economia externa pode influenciar a trajetória dos preços nacionais através de dois canais, a saber, via variação da taxa de câmbio ou ainda dos preços praticados internacionalmente (inflação externa).

No primeiro caso, havendo unicamente uma desvalorização da moeda doméstica frente à internacional, por exemplo, os produtores nacionais se veriam obrigados a pagar uma quantia maior para auferir a mesma quantidade de bens/serviços antes comprados por uma quantia menor. Caso esses produtos realmente não tivessem como ser substituídos por similares nacionais, este aumento de custo auferido pelo produtor, seja o bem em questão para consumo intermediário ou não, seria repassado para os preços internos, que sofreriam uma variação positiva. Cabe mencionar que esse canal de inflação será mais detalhado na quarta seção deste capítulo, que trata justamente do *pass through*, ou seja, grosso modo, do grau com que uma variação da taxa de câmbio afeta os preços internamente.

No segundo caso, permanecendo a taxa de câmbio constante e um aumento dos preços praticados externamente, o produtor nacional de bens comercializáveis terá que elevar o preço nacional, uma vez que a demanda externa por seus produtos tende a aumentar. Num segundo momento, esse impacto é estendido para o produtor nacional de

bens não comercializáveis, que principalmente via preços de insumos, terá que disponibilizar uma quantia maior de moeda para comprar a mesma quantidade de produtos que antes compunham sua cesta de compras. Dessa forma, assim como no caso de uma desvalorização cambial, os custos para os produtores que utilizam ou comercializam estes produtos seriam maiores, de modo que estes também seriam repassados internamente. Assim, em ambos os casos, seja por desvalorização cambial ou aumento dos preços externos, haveria um aumento de preços na moeda doméstica.

Outra possível causa levantada por Davidson (1994) seria a ocorrência de choques domésticos de oferta, que assim como os externos, poderiam causar aumentos dos custos de produção. Nesse caso, Davidson chama a inflação com esta procedência de inflação *spot* ou inflação de *commodity* (1994: 158). Como exemplo, ele cita a escassez de energia elétrica, que pode aumentar os custos de produção e, conseqüentemente, o preço final do bem produzido. Ele inclusive alerta que seria válida a existência de uma reserva de alguns fatores essenciais para a produção:

“In the absence of such buffer stocks of commodities, every unexpected change in spot demand or available supply will produce an immediate change in spot prices. In times of great uncertainty about the future use and/or availability of important commodities, e.g., oil, metals, etc., the spot price can fluctuate dramatically in short periods of time (...).”
(DAVIDSON, 1994:158)

Davidson (1994) ainda destaca a possibilidade de “inflação de impostos”. Quando o governo se encontra deficitário, por exemplo, uma das possibilidades para amenizar tal problema seria a elevação de taxas e/ou impostos. Assim sendo, os custos de produção aumentariam e estes, por sua vez, seriam repassados para os preços finais dos produtos.

Os autores ainda reconhecem a inflação de demanda, a qual ocorreria quando alcançado o pleno emprego.

Dito isto, nessa seção buscou-se destacar as contribuições e sofisticações que aos poucos foram sendo atribuídas às idéias iniciais acerca da teoria dos preços proposta por Keynes na TG. Com Weintraub não só foram introduzidos novos componentes na formação dos preços, como também, foi analisado empiricamente quais destes mais afetavam o nível de preços (embora esta análise tenha sido feita para a economia norte-americana nos anos de 1950). A contribuição da corrente pós-keynesiana se dá, sobretudo a partir da discussão sobre o papel da confiança na moeda e como a perda desta pode agravar ainda mais um quadro de inflação crônica. Além disso, tal como visto, alguns autores desta corrente ainda simplificaram a compreensão dos fatores que podem gerar

uma variação de preços, uma vez que fizeram uma tentativa de classificá-los. Pode-se perceber ao longo da seção o peso que estes autores, e aqui não só os pós-keynesianos como Weintraub também, dão a inflação proveniente de uma alteração nos custos.

Na próxima seção, diferentemente do que foi feito até então, discorrer-se-á, ainda que brevemente, sobre as contribuições de alguns autores para explicar a persistência e não a origem inflacionária. Acredita-se que tal exposição é interessante porque a inflação tornou-se persistente em muitos países nos anos 1970-1980. Tal persistência se verificou principalmente naqueles países tidos como “em desenvolvimento”, como no Brasil, por exemplo.

1.4 Enfoques “heterodoxos”: o conflito distributivo e o caso da inflação inercial

Por volta da década de 70, novas considerações complementares para a ocorrência de inflação foram sendo sugeridas como, por exemplo, a contribuição do modelo de conflito distributivo. Em relação a este modelo, destacam-se as contribuições de Bob Rowthorn (1977), que tem como tese central a existência de conflito permanente entre os agentes econômicos por parcelas da renda agregada, e ainda um caso especial da inflação de conflito distributivo, a saber, a inflação inercial.

Diferentemente das abordagens aqui já apresentadas, estes modelos não se propunham a explicar a origem inflacionária, ou ainda as causas desse processo, mas sim sua persistência/continuidade⁹, ou melhor, a sobrevivência do efeito (inflação) mesmo depois que o choque que lhe deu origem não existisse mais.

Dessa forma, essas novas contribuições sugeriram a possibilidade de um processo inflacionário ser agravado, e não originado, por questões distributivas, sendo assim passível de serem adotadas por ambas as abordagens aqui já mencionadas, neoclássica ou a de Keynes e seus sucessores. Nas palavras de Rowthorn (1980):

“(…) não é minha intenção descrever ou criticar as várias posições assumidas nesse debate, uma vez que muitos dos pontos de vista expressos são corretos, à sua maneira, e o problema não é decidir em favor deste ou daquele, mas descobrir uma estrutura mais ampla que possa abarcar seus *insights* positivos.” (ROWTHORN, 1980:119)

⁹ Aqui cabe ressaltar que essa persistência/continuidade pode ser fruto de inflação de custos, inercial etc.

Assim sendo, por não desprezarem a possibilidade de inflação de custos, como o fazem a maioria dos autores ortodoxos, decidiu-se enquadrar os modelos que aqui serão abordados como parte de um enfoque “heterodoxo”.

1.4.1 O conflito distributivo e a contribuição de Bob Rowthorn

Tal como sugerido inicialmente, Bob Rowthorn inseriu em seu modelo um elemento adicional para explicar a persistência do fenômeno inflacionário, a saber: a existência de uma tensão/conflito permanente entre os agentes econômicos por parcelas da renda agregada.

“O conflito é endêmico no sistema capitalista e afeta todos os aspectos da vida econômica: as técnicas de produção a serem usadas, a extensão e intensidade da jornada de trabalho e a distribuição de renda. Todos esses aspectos são interligados, naturalmente – o que acontece numa esfera influencia o que ocorre nas demais e o conjunto afeta, de certo modo, o comportamento dos salários e dos preços.” (ROWTHORN, 1980:136)

Acreditando na existência desse conflito intrínseco à economias capitalistas, a renda agregada estaria sujeita a quatro principais reivindicações, a saber: dos trabalhadores, que demandam salários - **W** (já descontados de impostos); dos empresários ou capitalistas domésticos, que desejam aumentar sua parcela de lucro - **II** (após impostos); do Estado que recebem impostos - **T** e ainda do setor externo, ao qual o autor restringe a fornecedores estrangeiros, que também se apropria de parcela da renda, via custos de importação – **F**.

Visando explicar de que modo o conflito a respeito da distribuição da renda afeta o nível geral dos preços, a princípio o autor supõe que as parcelas da renda do Estado (T) e do setor externo (F) são determinadas de forma exógena. Ele faz essa simplificação porque o governo teria como aumentar alíquotas sobre impostos, por exemplo, o que lhe dá certo controle e, em relação ao setor externo, a taxa de câmbio ou de juros poderiam ser alteradas: “O modelo contém ainda um setor estatal e um setor externo, mas estes se acham plenamente protegidos da inflação, de modo que sua renda real não é afetada pelas alterações de preços domésticos” (ROWTHORN, 1980:137). Analiticamente ter-se-ia: $Y = W + II + T + F$. Sob a simplificação, $(1 - T - F)$ seria destinado antecipadamente. Cabe destacar que para o autor F é tido como um índice das relações de troca, ou seja, como a relação dos preços de importação com os preços de exportação.

Assim, sendo a renda agregada igual a soma de cada fonte de renda desses agentes, dar-se-ia, então, um conflito entre trabalhadores e capitalistas domésticos, visando salários e lucros, respectivamente. Ou, em outras palavras, sob esta simplificação, a distribuição da renda é determinada pelo conflito entre trabalhadores e empresários/capitalistas domésticos.

Por ora, se aceitará esta primeira simplificação do autor, ou seja, que parte da renda é antecipadamente destinada a impostos e custos de importação e, portanto, que o conflito se dará entre estes dois agentes econômicos.

Uma vez que salários e lucros são negociados e, portanto, dependem do poder de barganha dos trabalhadores e empresários, a grande variável de ajuste, para o autor, será o lucro negociado, o qual funciona como uma espécie de variável residual, no sentido de que o que sobra da renda é apropriado como lucro:

$$\Pi^n = 1 - T - F - W^n,$$

no qual o índice “n” indica a parcela de lucro e salarial negociada.

Estas parcelas negociadas representam o que operários e capitalistas recebem de fato se os preços se apresentarem conforme se antecipou (esperou) no momento das negociações salariais (ROWTHORN, 1980). Contudo, nem sempre o lucro negociado é igual ao lucro efetivo:

“(…), as reivindicações opostas referentes à renda – as negociadas pelos trabalhadores no acordo salarial e as objetivadas pelos capitalistas na política de preços – podem exceder ou não alcançar o que ficou disponível após o pagamento de impostos e custos de importação. Nesse caso, haverá um conflito entre a política de preços capitalista e o que foi decidido nas negociações salariais.” (ROWTHORN, 1980:138)

Nesse contexto, se verificará um conflito distributivo, tal como destacado no trecho acima, e a política de preços dos empresários não se mostrará fiel ao que fora previamente combinado no acordo salarial com a classe trabalhadora. Isso ocorre porque os empresários possuem um “hiato de aspiração”, o qual é formado pela diferença entre o lucro desejado (empresários buscam alcançar com sua política de preços) e o lucro negociado. O hiato de aspiração “indica até que ponto os objetivos da política de preços capitalista são incompatíveis com as outras reivindicações sobre a renda do setor privado” (ROWTHORN, 1980:139), ou seja, “(…) ele é determinado pela força de mercado de operários e capitalistas e por sua disposição a usar esse poder” (ROWTHORN, 1980:141). Ele é expresso pelo autor na seguinte equação: $A = \Pi_d - \Pi_n$, podendo assim ser negativo,

nulo ou positivo. Nesse caso, este hiato é diferente de zero, ou seja, o lucro negociado é diferente do lucro desejado.

Para que o lucro desejado seja alcançado, os empresários buscariam elevar o nível de preços, de modo que o autor conclui que a inflação estaria mudando de patamar como consequência do conflito distributivo. O autor bem resume como o conflito distributivo, via alteração do hiato de aspiração, pode afetar a taxa de inflação de uma economia no seguinte trecho:

“(...) Assim, qualquer coisa que afete a extensão e o uso do poder afetará o hiato de aspiração e, por seu intermédio, a taxa de inflação. Por exemplo, uma classe operária bem organizada e militante pode conquistar grandes aumentos salariais e exercer considerável pressão sobre os lucros. Se ao mesmo tempo os mercados de produtos forem dominados por um grupo de novos cartéis ou empresas gigantescas, os capitalistas poderão empreender uma política de preços agressiva, destinada a obter elevada parcela de renda para si próprios. Assim, de um lado, os trabalhadores estão fortes no mercado de mão-de-obra, enquanto, de outro, os capitalistas estão fortes no mercado de produtos, e em resultado há uma grande incompatibilidade entre os dois níveis de tomada de decisão: os trabalhadores usam sua força para obter grandes aumentos salariais, enquanto os capitalistas respondem com aumentos de preços. Em consequência, o hiato de aspiração é muito amplo e ocorre uma elevada taxa de inflação (...).” (ROWTHORN, 1980:141)

Ainda nesse sentido, tal como brevemente mencionado, a variação de custos considerada pelo autor está embutida na variação do hiato de aspiração, uma vez que os salários negociados crescem e o lucro negociado diminui. É nesse sentido que o autor afirma que o lucro desejado influencia a marcação de preços de uma economia:

“Essa regra significa que os capitalistas elevam os preços em parcela maior ou menor que o montante previsto, dependendo de sua parcela-alvo ser maior ou menor do que aquilo que haviam conseguido na negociação salarial, e elevam os preços exatamente no montante previsto se o acordo salarial lhes permitir o que procuram.” (ROWTHORN, 1980:140)

Dessa forma, a remarcação de preços, ou tal como o autor chama “inflação não-prevista”, é positiva quando o nível de aspiração é maior do que zero, ou seja, quando os empresários buscam mais do que negociado, e negativa, ainda que ocorra mais raramente, quando buscam menos (hiato de aspiração menor do que zero).

Supondo um nível de aspiração maior do que zero, portanto, uma busca por uma variação positiva no nível de preços, num segundo momento, dada a então redução do salário real, pode ainda gerar uma espiral inflacionária entre salários e preços, já que muito

provavelmente os trabalhadores buscariam, no momento de renegociação, um aumento de seu salário nominal.

Nesse sentido, Rowthorn destaca que essa provável ampliação se dá mais facilmente quando a tecnologia é intensiva em mão de obra e, simultaneamente, os trabalhadores possuem grande organização sindical, ou seja, situações nas quais os trabalhadores têm força frente à classe empresária para negociarem aumentos salariais.

Além disso, outro fator destacado pelo autor que influencia diretamente este conflito é a demanda agregada - ou ainda, em última instância, se a economia está passando por momento de expansão ou recessão econômica-, que “age como regulador do conflito, impondo uma disciplina ao setor privado e tornando mais fácil ou mais difícil, para os trabalhadores, aumentar salários e, para os capitalistas, elevar os preços” (ROWTHORN, 1980:141). No caso dos trabalhadores, o salário negociado é função da demanda de mão-de-obra. Havendo excedente de mão-de-obra, por exemplo, os sindicatos perdem força de barganha e os trabalhadores não teriam o mesmo poder, caso não houvesse tamanho excesso, para negociar salários mais elevados. No caso dos empresários, o lucro desejado é função também da demanda, que nesse caso é medida, pelo grau de excesso ou não de utilização de capacidade. Quando há excesso de capacidade (menor demanda), as empresas impõem uma política de preços menos agressiva. Caso contrário, capacidade mais plenamente utilizada (maior demanda), a política de preços pode ser mais agressiva, de modo que os empresários buscam lucros maiores.

Feita esta primeira simplificação, conflito somente entre trabalhadores e empresários/capitalistas, dado o objetivo desta dissertação, buscar-se-á apresentar o conflito distributivo entre setor externo e a economia doméstica ou, em outras palavras, o possível efeito da concorrência externa no mercado nacional.

Admitindo-se que a economia é aberta, é possível que se verifique uma variação dos preços domésticos em função de uma variação nos preços praticados externamente. Essa influência se dá em função de uma variação da taxa de câmbio ou, assumindo esta constante, em função de uma variação dos preços externos, os quais repercutiriam efeitos sobre os custos reais de importação, acima já mencionado.

Em seu modelo, Rowthorn (1980) explica, resumidamente, quais seriam os efeitos de uma possível elevação dos custos reais de importação (F), o qual ele considera como sendo um índice das relações de troca. Ou seja, da relação dos preços de importação com os preços de exportação:

“(...) reduz-se a parcela de renda disponível para os salários após os impostos e lucros, impondo assim certo ônus ao setor privado. Já que operários e capitalistas possuem determinado grau de força de mercado, é possível que tentem resistir a esse ônus buscando salários ou preços mais altos para compensar, em parte ou no todo, a redução de sua renda disponível, e quanto mais resistirem, maior é o conflito pela distribuição e mais elevada a taxa de inflação não-prevista.” (ROWTHORN, 1980:142)

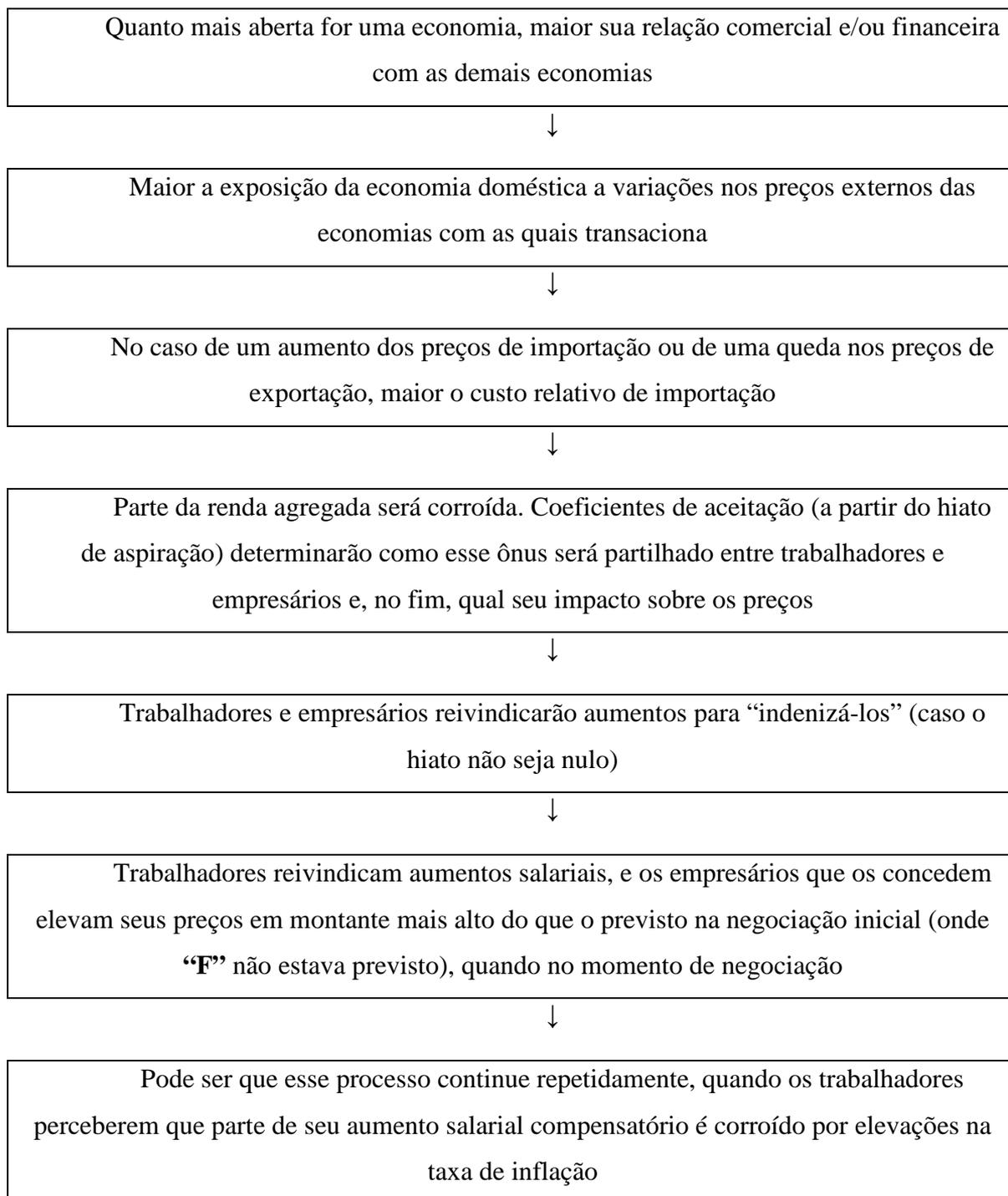
É de se esperar que haja resistência ao aumento dos custos reais de importação porque isso significa uma transferência, que não de vontade própria, do setor privado nacional para fornecedores estrangeiros. Assim, em determinadas condições de demanda, espera-se que trabalhadores e empresários usem sua força de mercado para relutar contra esse ônus, visando obter salários e aumentos de preços compensatórios.

A fim de demonstrar a possível influência de custos de importação mais elevados na taxa de inflação, o autor inclui a resistência de trabalhadores e empresários a este ônus dentro da modelagem proposta inicialmente. Nesse caso, ele faz com que as parcelas salário negociado (W^n) e lucro desejado (Π^d) dependam da variável custo de importação (F), para que se possa, depois de diferenciar as equações, verificar até que ponto trabalhadores e empresários se dispõem ou não a aceitar um encargo adicional sem reivindicar algum aumento compensatório.

Da mesma forma, porém agora com uma parcela a mais (F), se os hiatos de aspiração dos trabalhadores e empresários não forem alcançados, o efeito de um custo de importação mais amplo gerará uma pressão inflacionária, pois cada grupo de agentes, trabalhadores e empresários, tentará se livrar do ônus, deslocando-o de um para o outro. Cabe destacar, embora acredite-se que já esteja claro, que a inflação desempenha uma função redistributiva apenas na medida em que esta não fora prevista no momento da negociação salarial.

Esse mecanismo de reajuste, tal como na simplificação, também pode gerar uma espiral inflacionária. Porém, é claro que o aumento dos preços por parte dos empresários tem limites, seja via demanda, seja via política monetária.

A situação até aqui descrita se resumiria da seguinte forma:



Ao final de sua explanação do modelo, o autor alerta que ainda é possível afrouxar algumas simplificações feitas, como o fato de ele assumir que as taxas de câmbio se ajustem automaticamente para isolar a economia de eventuais alterações no nível geral dos preços internacionais. Ou seja, havendo variação no nível de preços internacional pode ser que haja um aumento dos preços domésticos, reduzida a flexibilidade da taxa de câmbio.

Assim sendo, admitindo-se uma taxa de câmbio constante e havendo então um aumento dos preços praticados externamente, o produtor nacional terá que disponibilizar

uma quantia maior de moeda estrangeira para comprar a mesma quantidade de produtos que antes compunham sua cesta de compras. Os custos para os produtores que utilizam ou comercializam estes produtos seriam maiores, de modo que estes seriam repassados internamente. Esse repasse se daria via aumento do preço doméstico, já que o produtor, sabendo que não teria seu lucro negociado atingido, se viria obrigado a assim agir para alcançar o lucro por ele desejado.

A próxima subseção visa apresentar um caso especial de conflito distributivo, qual seja o modelo de inflação inercial.

1.4.2 Um caso particular do conflito distributivo: a inflação inercial

De acordo com o que já foi rapidamente mencionado no início desta seção, este modelo também não tinha a pretensão de explicar o porquê (fator motivacional) de um fenômeno inflacionário. Objetivava-se explicar a persistência inflacionária vivida por determinada economia e não os choques - seja de demanda ou de oferta - que levaram à geração de uma variação positiva no nível de preços. Assim sendo, a respeito do modelo de inflação inercial, destacam-se as contribuições de Francisco Lopes (1984).

Esse autor distingue dois componentes do processo inflacionário, um de choque, que explicaria a origem inflacionária e, outro, de tendência, o qual o autor define como sendo um resíduo. Isso porque, “(...) se não houvesse nenhuma pressão no sentido de mudanças efetivas ou desejadas em preços relativos, a taxa de inflação seria igual a esta tendência.” (LOPES, 1984: 122)¹⁰

Esta tendência inflacionária, por sua vez, pode ter duas origens, uma explicada pelas expectativas inflacionárias, outra explicada em termos de inércia inflacionária, que tal como Lopes (1984) define: “(...) resulta de um padrão rígido de comportamento dos agentes econômicos em economias cronicamente inflacionadas” (PP. 122). Em outras palavras, o que o autor quer dizer é que a inércia inflacionária decorre da existência de contratos indexados, de modo que, na ausência de choques, seja de demanda ou de oferta, a tendência inflacionária torna-se a própria inflação do período antecedente. Isso porque, dado um contexto de inflação crônica, os agentes econômicos tentam recompor suas

¹⁰ Bresser e Nakano (1983) também fazem decomposição semelhante, ainda que com uma nomenclatura diferente, sendo os choques os fatores por eles denominados aceleradores e a tendência como um componente denominado mantenedor (com sentido de continuação).

perdas, seja via correção monetária dos preços, salários, taxa de câmbio ou ainda de ativos financeiros, repassando no mínimo a inflação passada para o presente.

Nas palavras de Bresser Pereira (2010):

“(...) A inflação inercial torna-se, assim, o resultado do conflito entre empresas, capitalistas, burocratas e trabalhadores para manter sua participação na renda. (...) No caso da inflação inercial, porém, esse conflito é essencialmente defensivo.” (PP. 176)

Ou ainda nas de Simonsen (1975), o componente inercial:

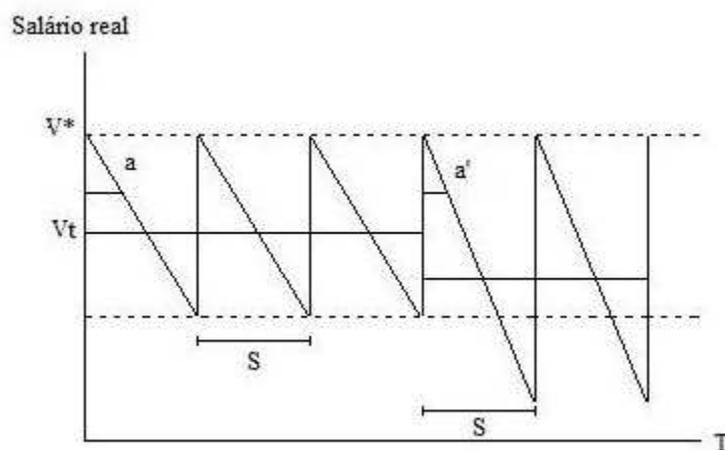
“(...) trata-se da alta de preços provocada pela tentativa de recomposição, pelos agentes econômicos, de uma participação no produto nacional atrofada pela inflação pregressa.” (PP.96)

Resumidamente, assumindo-se ausência de choques inflacionários, a inflação corrente seria determinada pela inflação passada, uma vez que os agentes desejam pelo menos manter sua participação na renda, ou seja, os agentes adotam um comportamento defensivo de sua renda real. Tal como bem conclui Lopes (1984):

“(...) A idéia básica é que num ambiente cronicamente inflacionário, os agentes econômicos desenvolvem um comportamento fortemente defensivo na formação de preços, o qual em condições normais consiste na tentativa de recompor o pico anterior de renda real no momento de cada reajuste periódico de preço. Quando todos os agentes adotam esta estratégia de recomposição periódica dos picos, a taxa de inflação existente no sistema tende a se perpetuar: a tendência inflacionária torna-se igual à inflação passada” (PP.124).

O trecho acima pode ser representado pela figura abaixo - construída a partir de Lopes (1986), o qual fora reproduzido em Castro (2005:124)-, a qual ilustra a falta de sincronia dos reajustes entre os agentes econômicos no comportamento das rendas contratuais (no caso da figura, especificamente do salário) numa economia indexada, a partir das posições de picos e vales:

FIGURA 1 – O comportamento do salário real e a indexação



No qual o salário real médio denotado por V_t , é função das três demais variáveis: pico do salário real - V^* , intervalo de reajuste salarial - S e taxa de inflação no período - a .

O salário real médio corresponde ao valor de equilíbrio do mercado, mas como com o passar do tempo o salário real cai entre os reajustes e os agentes aspiram ganhar pelo menos o que ganhavam, este recompõe seu valor voltando ao ponto inicial de pico, via indexação. Castro (2005) conclui que “o ponto crucial da inércia inflacionária é a assincronia dos picos no tempo (entre as diversas categorias de trabalho, o governo e os empresários). É esta que permite uma certa estabilidade no patamar inflacionário.” (PP.123)

Apresentado a contribuição do modelo de conflito distributivo e ainda o caso especial do modelo de inflação inercial, a próxima seção busca apresentar uma modelagem proposta por Simonsen (1975), que sintetiza todos os componentes inflacionários. Por sintetizar todas as possíveis fontes que contribuem para a formação da taxa inflacionária de uma economia, acredita-se que tal exposição facilitará a compreensão do leitor.

1.5 Uma síntese dos componentes da inflação: o modelo de Mario Henrique Simonsen

Após resenhar as principais fontes de inflação de custos e ainda apresentar modelos que buscam explicar a persistência de um processo inflacionário¹¹, julga-se necessário,

¹¹ Aqui inseridas dentro de um “enfoque heterodoxo” por não refutarem a teoria de custos como sendo uma fonte de origem inflacionária.

para maior compreensão do leitor, apresentar uma “síntese” com todos os componentes inflacionários.

Para tanto se adotará a decomposição proposta por Mario Henrique Simonsen (1975), a qual agrega não só componentes de demanda e de custos, mas também um componente de realimentação como fatores que compõem a inflação de uma economia.

Assim sendo, ele propôs um modelo “síntese” da inflação¹², a partir das abordagens neoclássicas e keynesianas, decompondo-a, para um período t qualquer, a partir de três componentes: (i) de regulação da demanda - g_t ; (ii) um autônomo - a_t ; (iii) de realimentação - br_{t-1} , os quais originaram a seguinte equação:

$$\pi_t = g_t + a_t + br_t$$

O primeiro termo, g_t , expressa a intensidade do crescimento da demanda ou, em outras palavras, o excesso de demanda, podendo este ser positivo ou não. O segundo, a_t , ressalta os reajustes de preços decorrentes de fatores institucionais (pressão de sindicatos, políticas salariais de governo ou da taxa de câmbio, por exemplo) ou acidentais (choque de petróleo, variação positiva nos preços de produtos agrícolas ocasionada por uma quebra de safra, por exemplo), ou seja, o componente de inflação de custos. Cabe aqui mencionar que embora não esteja explícito analiticamente na fórmula acima, este componente de custos abriga todas aquelas possibilidades de variação de custos até então avaliadas nas seções anteriores. O terceiro termo, por sua vez, expressa a possibilidade de existência de um componente realimentador da inflação. Este termo, por sua vez, é composto não só pela inflação passada/inercial ($b\pi_{t-1}$), mas também pode-se admitir que este contemple ainda as expectativas inflacionárias (π^e), como no modelo de expectativas adaptativas, de modo que, configura o comportamento defensivo dos agentes frente à inflação. O parâmetro “ b ”, coeficiente de realimentação, expressa o quão a alta de preços de um período “ $t-1$ ” se transmite para um período “ t ”.

Cerqueira (2006) resume bem este terceiro componente:

“(…) Ele representa o componente de realimentação da inflação, realimentação essa que implica que choques de demanda ou de oferta passam a ter grande persistência. Ou seja, uma vez que a taxa de inflação tenha, por uma razão qualquer, atingido um patamar superior e tenha essa causa deixado de existir, a taxa de inflação não retorna ao patamar anterior, salvo se a inércia tiver sido rompida. Em suma, à medida que a taxa de inflação cresça e o sistema de indexação seja cada vez mais

¹²Destaque-se que através desta equação, diferentemente de Rowthorn, o autor se propõe a explicar origem e persistência da inflação. Através dos componentes de demanda agregada e de custos, visa explicar a origem da inflação. Já através do componente de realimentação visa explicar a persistência e, em última instância, a inflação crônica.

amplo, a inflação tende a se perpetuar no seu novo patamar mais alto, mesmo na ausência de choques de oferta ou de demanda.” (PP. 4)

Assim, a inflação crônica poderia ser proveniente destas três possibilidades, que não são mutuamente exclusivas. Para eliminar a inflação, então, não bastaria um governo se limitar a combater somente os componentes de demanda e custos. Seria necessário também combater o componente de realimentação.

Destacado este “modelo-síntese”, a próxima seção buscará enfatizar um ponto crucial para análise a ser feita nos próximos capítulos desta dissertação, a saber, os modelos de *pass through*.

1.6 Os modelos de *pass - through*

Na literatura internacional o termo *pass through*, grosso modo, denota o efeito direto do câmbio nos preços de bens comercializáveis em moeda local. De acordo com GOLDBER e KNETTER (1996):

“Formally the exchange rate pass-through is the percentage change in local currency import prices resulting from a one percent change in the exchange rate between the exporting and importing countries. (...) Inevitably the change in the import prices find their way to retail and consumer prices. Inflation pass-through occurs when the change in the currency changes prices and therefore inflation.” (PP.9/10)

Teoricamente, o impacto das alterações na taxa de câmbio sobre os índices de preços pode ocorrer tanto de forma direta quanto indireta. Diretamente, esta transmissão gera efeitos sobre o preço dos bens comercializáveis. Conseqüentemente, num segundo momento, a partir desta variação primária, esta transmissão ainda geraria um impacto, então indireto, alterando a estrutura de custos dos bens não comercializáveis (FREITAS, 2006). Além desses dois, ainda existe um segundo efeito dessa transmissão que também se dá indiretamente, através dos impactos que esta pode gerar sobre a demanda agregada (ALBUQUERQUE, 2005).

No primeiro caso, o *pass through* das variações da taxa de câmbio para os bens comercializáveis pode ser subdividido de duas formas, uma direta e outra menos direta, por alguns autores inclusive considerada como indireta. Diretamente, por intermédio dos preços dos produtos importados, sejam estes de consumo ou insumos (PEREIRA e FERREIRA, 2003). Havendo, por exemplo, uma desvalorização da moeda nacional, o impacto direto sobre os bens comercializáveis seria a elevação dos preços dos importados

ou ainda o aumento da competitividade das exportações, o que atrairia demanda para estas. A oferta nacional destes bens então se reduziria o que, por si só, já justificaria uma elevação do nível de preços desse tipo de bens em âmbito nacional (mantida a demanda nacional inicial). Ou seja, verifica-se a subordinação dos preços dos produtos comercializáveis nacionais à variação cambial, que, por sua vez, afeta o preço praticado externamente. Esta elevação se dá pela participação dos importados nos índices de preços. Ademais, cabe destacar que essa desvalorização ainda gera pressões, num segundo momento, por aumentos dos salários nominais, devido à percepção da mudança no salário real num momento posterior a elevação dos preços.

Outro efeito, por sua vez não tão direto, se dá por meio dos produtos e serviços que, embora produzidos e comercializados em grande medida internamente, têm seus preços referenciados à moeda estrangeira, sejam estes bens também para consumo final ou intermediários (PEREIRA e FERREIRA, 2003). Aqui cabe ressaltar que a maioria dos insumos básicos¹³ e dos bens intermediários¹⁴ obedecem a regras, em geral inflexíveis no curto prazo, que indexam o preço do produto nacional à moeda e aos preços externos.

Cabe destacar que as firmas nacionais também têm custos em moeda estrangeira ao utilizar insumos importados ou nacionais, mas com preços atrelados ao exterior, o que inclusive é uma suposição bem plausível. Nesse caso, fica claro que a alteração da taxa de câmbio poderia afetar sim o preço dos produtos das firmas nacionais, uma vez que o custo das mesmas estaria se alterando.

Freitas (2006) ainda demonstra que neste primeiro grupo, de bens comercializáveis, o impacto de uma alteração cambial seria maior e direto, pelos produtos que anteriormente à alteração já vinham sendo importados e pela concorrência potencial com o setor externo para bens que vinham sendo produzidos para abastecer o mercado interno ou simplesmente vinham sendo exportados. No caso deste último, tal como Pereira e Ferreira (2003) afirmam: “a maior concorrência no mercado internacional tende a tornar os preços internos desses produtos rígidos à baixa, atuando assim como um mecanismo de sustentação da rentabilidade média da produção” (PP.94).

Assim sendo, através do repasse da variação dos preços do grupo acima para o preço dos bens não-comercializáveis se daria então o *pass through* indireto das variações da taxa de câmbio. Isso porque, sobre os bens não comercializáveis¹⁵, a transmissão de

¹³ Como papel, celulose, metálicos, química etc.

¹⁴ Como embalagens, laminados, alguns produtos provenientes da petroquímica, entre outros.

¹⁵ Ou seja, bens produzidos e com preços determinados localmente.

uma variação cambial aos preços é proveniente do impacto da desvalorização (se este for o caso) sobre variáveis essenciais na formação do preço desses produtos, variáveis estas que em grande parte compõem seus custos de produção, como: custos com matérias-primas, embalagens, fretes, preços de produtos importados etc. Ou seja, tal como já destacado, custos provenientes de alterações nos bens comercializáveis, os quais, por sua vez, são afetados diretamente e, normalmente são os insumos dos bens não comercializáveis.

Assim, como uma desvalorização da moeda nacional corresponde a uma alteração dos preços relativos entre bens comercializáveis e não comercializáveis, pode-se dizer, grosso modo, que a inflação doméstica resultante de uma desvalorização cambial, expressa, em grande escala, a resistência dos ofertantes do segundo grupo de bens, ou seja, dos bens não comercializáveis, em aceitar a mudança de preços relativos imposta pela desvalorização.

Apesar de estes serem os principais impactos de uma variação cambial considerados pela literatura acerca do tema, ainda cabe pelo menos mencionar os efeitos de uma alteração cambial sobre os preços administrados¹⁶, cuja relação de variação destes últimos com uma desvalorização cambial se dá diretamente e positivamente, por intermédio da indexação formal (energia, telecomunicações etc) ou ainda de aumentos autorizados (combustíveis e remédios, por exemplo). Comumente, o impacto de uma variação cambial sobre estes preços administrados (ou monitorados) é maior do que sobre os preços dos bens não comercializáveis, os quais quando alterados ocorrem por uma elevação indireta dos custos.

AMITRANO, GRAUWE e TULLIO (1997) utilizando um modelo de *mark-up*, sob a simplificação de uma firma representativa que abastece a demanda doméstica com um bem ou serviço particular e que apresenta retornos constantes de escala, tentam ilustrar como se daria a transmissão dos efeitos de uma desvalorização para a inflação doméstica. Para tanto, estes autores distinguem três sucessivos estágios, que ocorrem no processo de transmissão de uma desvalorização para a inflação doméstica, a fim de medir o grau de *pass through*, o qual eles concluem como sendo comumente incompleto, ou seja, não há repasse integral da variação cambial para os preços. Cabe ressaltar que estes autores se atêm ao efeito sobre os preços importados, ignorando assim o outro efeito sobre bens

¹⁶ Figueiredo e Ferreira (2002: 5) os definem como: “(...) aqueles preços cuja sensibilidade a fatores de oferta e demanda é menor, mas não necessariamente aqueles que são diretamente controlados pelo governo, ou então, aqueles que, a despeito de estarem relacionados com oferta e demanda, dependem de autorização ou conhecimento prévio de algum órgão do poder público”.

comercializáveis e ainda destes sobre os bens não comercializáveis, tal como será percebido.

O primeiro estágio, de acordo com estes autores, seria o chamado *pass through* da desvalorização cambial para, nesse caso, o aumento dos preços importados. Neste primeiro momento os autores destacam que a possibilidade de haver um aumento do lucro proveniente do aumento dos preços domésticos e não da quantidade demandada, que inclusive deve cair nesse caso é, portanto, de segunda ordem. Ou seja, o que eles querem chamar a atenção nesse primeiro estágio, é que a depender da elasticidade da demanda, haverá aumento dos lucros do empresário ou não, via aumento dos preços. Ademais, sendo os preços formados por um *mark-up* sobre os custos, o exportador poderia inclusive optar por não aumentá-los, sobretudo se houver “ custos de menu” e expectativa de que a desvalorização seja temporária.

Valendo o primeiro estágio, o qual a transmissão de uma alteração cambial se dá diretamente, o segundo estágio, de transmissão de preços importados para os preços domésticos, dependerá das características gerais da economia, de modo que quanto maior a participação de importados maior a transmissão para o índice de preços domésticos. Nesse sentido os autores destacam: “(...) *In a relatively open economy, the share of imported goods in the domestic consumption basket is large so that a given import price increase has a large effect on the domestic prices*” (PP.333).

Por fim, no terceiro estágio eles consideram a dinâmica dos preços após a desvalorização, destacando que o ajuste dos preços implica em demandas por alterações nos salários nominais. Neste tocante, os autores afirmam que o grau de ajuste dependerá se a economia está ou não em recessão, por exemplo, de modo a evitar a espiral inflacionária entre salários e preços, antes já apresentada na seção que trata do modelo de Bob Rowthorn (AMITRANO, GRAUWE e TULLIO, 1997).

Dito isto, agora tentar-se-á discorrer sobre como uma alteração cambial pode afetar a demanda agregada e, em última instância, os preços. Sob a hipótese de ocorrência de uma desvalorização cambial, variação na relação entre preços externos e internos, os efeitos sobre a demanda agregada se dão, sobretudo, como consequência de alterações nas exportações. Isso porque, sob esta hipótese, comumente é verificado um aumento das exportações líquidas, que eleva a demanda agregada e, via conflito distributivo, possivelmente eleva a inflação. Além disso, no caso de uma desvalorização cambial, ainda há que se considerar possíveis efeitos sobre as taxas de juros, que, por sua vez, geram

alterações nos ingressos de capitais externos¹⁷ (provavelmente diminuiria a entrada de capitais). Nesse caso haveria uma redução da oferta de moeda estrangeira, que poderia provocar nova desvalorização cambial e assim afetar, em última instância, a inflação doméstica. Tal como já discutido, essa depreciação cambial somente afetará significativamente a demanda agregada, o produto e os preços domésticos, se a participação dos bens comercializáveis no produto interno bruto da economia for elevada.

Assim, embora uma desvalorização cambial gere efeitos positivos, aumentando a demanda agregada e o produto de uma economia, a mesma pode também gerar efeitos negativos, como pressões inflacionárias. Tal como ressaltam Carvalho e Lopes (2008), a depreciação cambial pode criar alguns riscos, principalmente nos casos em que a economia é extremamente aberta ao comércio e aos capitais internacionais. Da mesma forma, Loschiavo e Iglesias (2003) sugerem que a alteração na estrutura de gastos (entre domésticos e importados) será tanto maior quanto maior as elasticidades-preço das exportações, importações e ainda quanto maior for o grau de abertura de uma economia.

A título de exemplificação dessa possibilidade de criação de alguns riscos vividos por uma economia, Fonseca (2009) destaca que uma depreciação cambial, ao reduzir a importação de bens e serviços, reduziria o efeito da concorrência externa no mercado nacional, o que, por sua vez, poderia provocar pressões inflacionárias. Essa variação positiva dos preços locais reduziria o salário real, que diminuiria o consumo dos assalariados, gerando assim uma redução da demanda agregada, e, conseqüentemente, a possibilidade de anular o efeito, contrário, das exportações líquidas. Além disso, a redução do salário real pode ainda proporcionar uma espiral inflacionária entre salários e preços (destacada em seções anteriores), uma vez que provavelmente os trabalhadores exigiriam uma ampliação do seu salário nominal.

Pereira e Ferreira (2003), bem como Fonseca (2009) ainda ressaltam que essas pressões inflacionárias não são resultantes exclusivamente de fatores estruturais, como o grau de abertura ou ainda a proporção de bens comercializáveis no produto interno bruto de uma economia. A variação positiva dos preços, proveniente de uma desvalorização cambial, também pode ser resultante de fatores conjunturais e expectacionais. A título de exemplo pode-se imaginar a seguinte situação: se os agentes econômicos esperarem que haja uma desvalorização cambial e, conseqüentemente, uma pressão inflacionária, é

¹⁷ Cabe destacar que isso é válido sobre a hipótese de ampla movimentação de capitais entre as economias.

provável que a inflação ocorra antes mesmo do que seria esperado se somente os fatores estruturais atuassem.

Frankel, Parsley e Wei (2005) fizeram um estudo econométrico, abarcando 97 países, buscando destacar os mais importantes determinantes do grau de transmissão da taxa de câmbio aos preços. De acordo com essa estimação, os principais determinantes seriam: (i) inflação de longo prazo, de modo que quanto maior tiver sido a inflação ao longo de anos, maior será o impacto da taxa de câmbio aos preços; (ii) volatilidade de longo prazo da taxa de câmbio, uma vez que o coeficiente de *pass through* varia na razão direta desta volatilidade (quanto maior a volatilidade, maior o repasse da taxa de câmbio para os preços); (iii) renda *per capita* de uma economia, de modo que quanto menor for esta renda, maior será o *pass through*; (iv) custos de transporte e tarifas de importação, uma vez que quanto maiores esses custos, mais eles reduzirão ou retardarão o *pass through* nos preços por atacado.

Dito isto, pode-se esperar que os países emergentes registrem um *pass through* bem mais elevado do que os países desenvolvidos, seja por aqueles terem apresentado, em geral, inflação mais alta ou ainda terem, por exemplo, uma volatilidade cambial maior. Inclusive tal percepção pode ser encontrada em Choudhri e Hakura (2001), que fizeram um estudo comparativo do *pass through* em 71 países de 1979 a 2000, ou ainda em Eichengreen (2002).

Vê-se, dessa forma, que o impacto do câmbio e dos preços externos nos preços é amplo. Assim, a partir do que foi exposto nesta seção e nas anteriores, principalmente na seção que trata do modelo de Bob Rowthorn, pode-se concluir que é necessário verificar os efeitos que o grau de abertura econômico-financeira da economia brasileira, sendo este um dos fatores estruturais acima destacados, pode gerar sobre o nível de preços, seja via alteração na taxa de câmbio ou nos preços externos.

Ainda nesse sentido, outra particularidade proveniente da abertura, especialmente da financeira, é o aumento da volatilidade cambial. Isso porque, tal como se buscará detalhar nos próximos capítulos, as operações financeiras, em especial especulativas, passaram a ocorrer a todo o momento entre as economias e, com um grau restritivo muito menor, em busca de maiores retornos. Assim, a partir, do diferencial de taxa de juros dos países, do risco-país e da capacidade da informação e de uma operação se propagar quase que instantaneamente entre os diversos mercados financeiros (dentre outros), viu-se o volume de transações financeiras, viável com a ampliação da abertura financeira, se ampliar bastante e este, por sua vez, dada a rapidez e facilidade de operacionalização,

contribuir bastante para aumentar a volatilidade cambial das economias, suscetíveis a entrada e saída de capital.

Em outras palavras, a abertura do mercado de capitais (ainda que no Brasil essa ainda não seja considerada por muitos autores como ampla) possibilita a ampliação do fluxo de capitais que, por sua vez, implica no possível aumento da demanda por ativos em moeda conversível internacionalmente que, por conseguinte, permite que o potencial para especulação contra a taxa de câmbio seja significativamente ampliado. Desta forma, vê-se o potencial que esta tem sobre a estabilidade do mercado cambial.

Muitos autores atribuem o aumento da volatilidade cambial em especial à abertura financeira, porque as transações financeiras internacionais, nos últimos anos, cresceram em um ritmo mais acelerado que o crescimento do comércio internacional. Nesse sentido, Farhi (2006) destaca:

“(...). Os mercados financeiros são, por natureza, voláteis e instáveis. Os fluxos de capitais para os países emergentes e sua dependência em relação à dinâmica dos mercados financeiros dos países centrais são quem sabe ainda mais instáveis. Assim, quanto maior for o grau de abertura financeira das economias periféricas, mais estarão sujeitas às bruscas mudanças de humores dos investidores estrangeiros levando à acentuada e, por vezes, nefasta volatilidade de suas principais variáveis financeiras.” (FARHI, 2006: 154)

No próximo capítulo, buscar-se-á descrever o processo de ampliação da abertura comercial e financeira da economia brasileira nos anos 1990, o qual contribuiu para ampliar a sensibilidade da inflação brasileira ao componente de custos, em especial aos determinantes externos de custo – câmbio e preços externos, os quais se buscou detalhar um pouco mais ao longo deste capítulo.

1.7 Sumário e conclusões

Na primeira seção deste capítulo, buscou-se apresentar a interpretação de Keynes na TG acerca da teoria dos preços, destacando a importância que este autor conferiu ao canal de custos como fonte originária de inflação. Verificou-se que o aumento do nível de preços, para o autor, estaria condicionado ao aumento ou não de custos de produção e não *somente*, ou diretamente, às variações na quantidade de moeda. Para tanto, quanto mais distante do pleno emprego, maior a capacidade ociosa da economia, com preços podendo inclusive não variar, dada a variação quase nula dos custos. Por outro lado, quanto mais

próxima, menor a capacidade ociosa e, neste caso, para elevar a produção, incorre-se em maiores custos e provavelmente maiores preços, ainda que não proporcionalmente.

Posteriormente, buscou-se apresentar desdobramentos deste modelo original de Keynes a partir das contribuições de Weintraub e da abordagem pós-keynesiana, tendo como elo entre estas duas visões o destaque de ambas para a inflação como proveniente, sobretudo, de uma alteração nos custos, ou seja, nas condições de oferta. Verificou-se alguns canais de variação nos custos, como a “fuga da moeda”; a inflação proveniente de rendimentos decrescentes; de variação positiva no salário nominal ou ainda inflação proveniente de uma alteração nos custos como causa de uma variação nos preços externos ou ainda de uma desvalorização cambial. Esta última possibilidade inclusive foi mais detalhada adiante, devido a sua importância para o estudo.

Apesar de não tratarem diretamente da origem inflacionária, mas sim da persistência desse fenômeno, ainda foi apresentada a relevância do fator de realimentação sobre a inflação.

Por fim, apresentadas as explicações para a inflação como fruto de uma alteração nos custos de produção, buscou-se ainda avaliar os modelos de *pass through*, destacando como um dos componentes de custos, a saber, uma alteração cambial pode afetar a inflação doméstica, seja de forma direta ou não. Como argumentado acima, a depreciação cambial pode criar pressão inflacionária, principalmente nos casos em que a economia é extremamente aberta ao comércio e aos capitais.

Em suma, este capítulo buscou fazer uma breve resenha das contribuições Keynesianas a respeito da origem inflacionária¹⁸, que se contrapõem à neoclássica, a qual ressalta a inflação de demanda. Enquanto para a abordagem neoclássica a moeda exerce função fundamentalmente de meio de troca e, portanto, a variação de preços é proveniente de uma variação na quantidade de moeda, para Keynes e seus seguidores esta se configura apenas como uma possibilidade e não como uma regra. Assim, ficou clara a relevância conferida por estes autores à inflação de custos, tendo sido dada certa ênfase aqui ao papel que dois componentes da inflação de custos, a saber, alteração da taxa de câmbio e dos preços externos, pode exercer sobre a inflação de uma economia.

¹⁸ Com exceção da contribuição de Mario Henrique Simonsen aqui utilizada por outro motivo antes já mencionado.

2 A AMPLIAÇÃO DA ABERTURA COMERCIAL E FINANCEIRA E A INFLAÇÃO BRASILEIRA NA DÉCADA DE 1990

2.1 Introdução

Tal como apresentado no capítulo anterior (seção 1.5), a inflação pode ser formada por diversos componentes, a saber: de demanda; de custos e ainda um componente realimentador. Focando particularmente na inflação proveniente de custos, no primeiro capítulo buscou-se apresentar os diversos fatores que podem contribuir para sua formação. Dentre eles, acredita-se que a ampliação da abertura comercial e financeira, iniciada na década de 1990, tornou a inflação brasileira mais sensível a este componente, em especial aos determinantes externos do custo – como câmbio e preços internacionais, por exemplo.

Assim, este capítulo tem como objetivo inicial descrever a ampliação do processo de abertura comercial e financeira do país ao longo da década de 1990, bem como avaliar as conseqüências desta ampliação, relacionando-a com a conjuntura macroeconômica brasileira da época. Feito isso, objetiva-se então destacar o porquê da inflação brasileira ter se tornado mais sensível ao componente de custo, em especial aos determinantes externos de custo. Acredita-se que tal apresentação se faz necessária, dado o objetivo dessa dissertação, para que mais a frente, no próximo capítulo, se possa analisar a etiologia da inflação no Brasil no período de 1999-2009, confrontando-a com o tratamento dado à mesma nesse período, ou seja, já sob o regime de metas de inflação.

Ou seja, objetiva-se com este capítulo dar um panorama de condicionantes estruturais e macroeconômicos que influíram sobre a inflação deste período, destacando a relevância da abertura econômico-financeira do país. Tal detalhamento vai ao encontro do que já se vinha propondo no capítulo anterior, quando se buscou apresentar teoricamente a inflação de custos e, mais especificamente, a influência de preços externos e câmbio sobre a inflação doméstica.

Para tanto, na primeira seção buscar-se-á apresentar os antecedentes históricos ao período de fato a ser estudado no próximo capítulo (1999-2009), buscando descrever o que teria fomentado a ampliação do processo de abertura comercial e financeira do Brasil, bem como dar um panorama da economia brasileira à época. As duas seções que se seguem buscam descrever este processo, destacando as principais medidas de ampliação da abertura da economia brasileira, seja esta comercial ou financeira. Posteriormente,

apresentar-se-á as conseqüências da maior liberalização sobre a economia, demonstrando como as medidas adotadas ao longo da década teriam afetado alguns indicadores da economia brasileira. Em seguida, na penúltima seção, buscar-se-á relacionar a abertura com a conjuntura macroeconômica brasileira da época, para tentar demonstrar a maior sensibilidade da inflação brasileira ao componente de custos, sob o contexto de ampliação no grau de abertura do país. A última seção buscará resumir as conclusões.

2.2 Antecedentes: a década de 1990

Antes de descrever a ampliação da abertura comercial e financeira neste período, julga-se necessário discorrer, ainda que brevemente, sobre o contexto histórico-econômico ao qual esta se iniciou. Feito isto, primeiramente, apresentar-se-á a ampliação da abertura comercial do Brasil do final dos anos 1980 ao final dos anos 1990. Ver-se-á que a abertura comercial começa a ser ampliada já na segunda metade dos anos de 1980, muito embora o auge de tal processo tenha se dado em meados dos anos 1990. Posteriormente, descrição semelhante será feita para a ampliação da abertura financeira.

2.2.1 O contexto histórico da economia brasileira na década de 1990

Pode-se dizer que no início da década o país passou por um momento conturbado não só no aspecto político, mas também econômico (CASTRO, 2005). Ainda sob o governo Fernando Collor de Mello, o contexto era de elevada inflação, elevada dívida externa pública e privada e estagnação do crescimento econômico.

Mediante este conturbado quadro econômico, ganhou força o discurso de que era preciso mudar o modelo brasileiro de crescimento até então vigente – modelo de substituição de importações (MSI). Assim, a história do país passaria por outra grande mudança, que não só a política. Ver-se-ia a ruptura do modelo brasileiro de crescimento com elevada participação do Estado e proteção tarifária.

A introdução do “modelo de liberalização”, que então passaria a vigorar no país e daria início a uma série de reformas, como o processo de abertura comercial e financeira, foi fortemente influenciado por outros fatores, que não só os problemas econômicos então vividos pelo país, acima destacados. Dentre eles, pode-se ressaltar outros três: (i) o atraso tecnológico do país frente, sobretudo, às economias desenvolvidas; (ii) a adoção deste modelo pelos países mais desenvolvidos desde os anos de 1980, o que levava alguns

economistas a acreditar, ingenuamente, que o país deixaria, assim, de ser emergente e, ainda, (iii) as recomendações de reformas a serem seguidas para se alcançar uma trajetória de crescimento auto-sustentado, “sugeridas” por diversos organismos multilaterais e consolidadas no conhecido Consenso de Washington, de 1989¹⁹.

Concomitantemente a este processo de ampliação da abertura do país, alguns planos foram postos em prática para tentar alcançar a estabilização monetária (Collor I e Collor II), mas estes ainda não poriam fim à elevada inflação da economia brasileira. Não tendo alcançado êxito nesse objetivo, a equipe econômica da época priorizou a manutenção das taxas de juros em níveis positivos e elevados, a fim de ampliar a demanda por títulos públicos e atrair capital externo para o país.

Após uma saída tumultuada de Fernando Collor em 1992, Itamar Franco, então presidente da República, deu continuidade às reformas do modelo de crescimento e introduziu as bases do plano que pôs fim à indexação da economia brasileira – o Plano Real²⁰, introduzido em junho de 1994. Ainda assim, a estabilização monetária só seria alcançada no governo de seu sucessor, Fernando Henrique Cardoso (FHC).

O Plano foi desenhado como um programa que teria três fases, sendo a primeira dedicada ao ajuste fiscal e a segunda à criação de um padrão estável de valor – Unidade Real de Valor (URV), com o objetivo de utilizar um mesmo indexador para todos os preços da economia. Já a terceira fase visava dar “poder liberatório à unidade de conta e estabelecia as regras de emissão e lastreamento da nova moeda (real) de forma a garantir a sua estabilidade” (CASTRO, 2005:151).

Dentre essas regras de emissão e lastreamento, Castro (2005) destaca três principais: (i) o real ficaria lastreado ao dólar, na paridade de R\$1 por US\$1; (ii) avaliação trimestral do estoque de base monetária e, (iii) criação de uma relação da emissão de moeda às reservas internacionais, a ser desempenhada pelo Banco Central, buscando assim conferir maior autonomia ao mesmo.

Vê-se, assim, que o governo pretendia adotar não só uma âncora monetária, mas também uma âncora cambial, num contexto de elevada mobilidade de capital (CASTRO, 2005).

¹⁹ Além disso, dada a situação fiscal delicada que se encontrava o país após diversas tentativas de estabilização da economia, o FMI só aceitaria conceder o empréstimo ao qual o país solicitara caso estas reformas fossem seguidas. De acordo com Castro (2005), as propostas de reformas consolidadas no Consenso de Washington visavam assegurar a disciplina fiscal, reduzir a influência do Estado na economia, bem como promover ampla liberalização comercial e financeira.

²⁰ Para maior detalhamento ver, por exemplo, Castro (2005).

Porém, na prática, verificou-se que as metas monetárias não trariam o resultado esperado, o que levou o governo a mudar, em março de 1995, da âncora monetária para a cambial, na qual funcionaria o regime de bandas cambiais²¹. Deste modo, “a taxa de câmbio passaria a ser o principal meio indutor da estabilidade dos preços domésticos”²² (HERMANN, 2004:225).

Para que o regime de âncora cambial funcione, existem algumas condições fundamentais que devem ser respeitadas. Primeiramente, o Banco Central deve necessariamente ter um volume de reservas internacionais considerável e/ou canais eficientes (compra e venda de títulos, por exemplo) para ter capacidade de intervir no mercado cambial comprando/vendendo divisas, principalmente em momentos em que se manifestem pressões relativas à fuga de capitais da economia. Paralelamente, a ampliação do grau de abertura da economia também é fundamental para o funcionamento deste regime. No caso, elevado grau de abertura comercial é necessário porque ao facilitar a competição entre produtos nacionais e importados, ele eleva o peso relativo dos preços dos bens *tradables* e da taxa de câmbio na formação dos preços domésticos. E, no caso da abertura financeira, a maior facilidade e possibilidade de entrada de capitais no país são fundamentais para financiar eventuais déficits no saldo da balança de transações correntes, comum nos primeiros anos pós-abertura comercial, e ainda contribui com a primeira condição, ou seja, elevar o volume de reservas internacionais. Por fim, mas não menos importante, deve-se discutir em que patamar a taxa de câmbio deve ser fixada.

Dada a ampliação da abertura financeira à época (ver seção 2.3.2), o ingresso líquido de divisas no país provocou uma valorização nominal do real, o que permitiu ao Banco Central exercer com liberdade a política monetária. Contudo, com a crise mexicana no final de 1994, houve uma inflexão na transferência internacional de capitais, o que colocava em risco tal atuação e, em última instância, o objetivo fim da política, qual seja, a estabilização monetária (CARVALHEIRO, 2001).

Sob o governo FHC, segundo presidente escolhido pelo voto popular após o fim da ditadura, em um contexto de globalização comercial e financeira, a principal meta a ser alcançada era o controle da inflação, que viria a se concretizar com a manutenção das bases

²¹ De acordo com Carvalho (2001), esse sistema cambial tinha como objetivo evitar especulações sobre eventuais alterações bruscas do nível da taxa de câmbio nominal.

²² Grosso modo, Souza (1994, p.9) destaca: “De acordo com essa abordagem, desde que se garantisse a livre mobilidade de bens e fatores entre a economia e o resto do mundo, bastaria o governo fixar a taxa de câmbio, para que os preços domésticos passassem a subir junto com os preços internacionais”.

do Plano Real desenhadas no governo anterior²³. É fato que a taxa de juros, elevada em diversos episódios que houvera necessidade de manter a paridade do câmbio abaixo do teto fixado, auxiliou consideravelmente o êxito do Plano em estabilizar a economia, uma vez que atraía capitais estrangeiros. Outro fator que auxiliou a entrada de investimento estrangeiro direto no período foi a efetiva implementação do programa de privatização.

Contudo, apesar de tal feito, o governo FHC ainda teve de enfrentar uma situação fiscal crítica, fruto das “necessárias” elevações da taxa básica de juros e das especulações cambiais que se sucederam no final da década, as quais impediram uma maior ampliação da abertura no período, bem como levaram a um “progressivo desgaste da âncora cambial como instrumento básico da política econômica” (GIAMBIAGI, 2005: 175) ao final de seu primeiro mandato.

Resumidamente, Ferrari-Filho (2004) afirma na seguinte passagem, o que já está implícito nos parágrafos acima. Ou seja, que ao longo da década de 1990, o principal foco da política econômica foi a estabilização monetária, cuja busca incessante embora tenha passado por diferentes estratégias de políticas, tinha como “pano de fundo” comum a todas elas a ampliação da abertura da economia, a qual, foi essencial para o alcance de tal meta:

“Nos anos 1990, as políticas econômicas dos governos Fernando Collor, Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso foram centradas na estabilização monetária. Apesar das estratégias antiinflacionárias terem sido relativamente distintas nos referidos governos – no governo Fernando Collor, a política econômica foi norteadada pelas restrições fiscal e, principalmente, monetária, ao passo que nos governos Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso, ao longo de seu primeiro mandato, 1995-1998, além das austeridade fiscal e monetária, a apreciação cambial condicionou a política econômica – as liberalizações comercial e financeira foram o elo comum das estratégias econômicas dos governos Fernando Collor, Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso e acabaram se tornando essenciais para caracterizar a lógica de inserção internacional do país no mundo globalizado.” (FERRARI-FILHO, 2004: 7)

No âmbito externo, o contexto hostil que tomou conta de quase toda a década de 1980 se reverteu na primeira metade dos anos de 1990, de modo que as condições externas se tornaram bem mais favoráveis. Sob este prisma, tal como será demonstrado abaixo, ver-se-á o auge da ampliação da abertura comercial, bem como financeira da economia brasileira durante essa época.

²³ Dentre todos os planos de estabilização adotados até então, este foi, sem contestação, o mais exitoso em debelar o processo inflacionário, dado que conseguiu reduzir a taxa de inflação anual para um dígito já no seu segundo ano de vigência.

Contudo, entre o final de 1994 e o ano de 1998, o período de calmaria do cenário externo sofreu uma reviravolta, que afetou fortemente os países emergentes, dentre eles o Brasil. Três importantes crises provocaram essa reversão, a saber: a crise do México no final de 1994; a crise asiática em 1997 e a ainda a crise russa de 1998. Em virtude dessas crises e do conseqüente “efeito contágio” sobre a economia brasileira, ver-se-á que neste período há um abrandamento nas medidas de abertura tanto comercial como financeira do país propostas pelo governo, principalmente quando comparado ao período imediatamente anterior (1990-1993).

2.3 A ampliação da abertura comercial e financeira brasileira nos anos de 1990

Conforme descrito na seção anterior, a ampliação do processo de abertura da economia brasileira se fez essencial para o alcance da estabilização dos preços sob a política monetária do governo FHC, cuja variável alvo era o câmbio e a variável operacional a fixação da taxa de juros básica, uma vez que contribuía para manter a taxa cambial estipulada (HERMANN, 2002) ²⁴.

Assim sendo, esta seção tem como finalidade apresentar um panorama das políticas de comércio exterior do Brasil, bem como da relação financeira do país com o resto do mundo, para que se tenha uma melhor compreensão dos movimentos da economia brasileira ao longo da década de 1990.

2.3.1 A abertura comercial, 1988/1998

Conforme brevemente destacado na seção 2.2.1, durante os dois últimos anos da década de 1980 e ao longo da década de 1990 o Brasil passou por uma onda de reformas estruturais, dentre elas a intensificação do processo de abertura comercial. Isso porque desde a década de 1950 o país seguia uma política industrial baseada no MSI, o qual priorizava a produção interna e protegia os produtos nacionais da concorrência externa (CASTRO, 2005), implicando, conseqüentemente, em um baixo grau de abertura da economia brasileira ao exterior (OLIVEIRA-JÚNIOR, 2000). A título de ilustração, Silber

²⁴ Mais a frente, ver-se-á, por outro lado, que essa ampliação da abertura, somada à maior dependência de capital externo, num quadro internacional adverso, ameaçou a estabilização monetária.

(2003) destaca que o grau de abertura²⁵ da economia brasileira ao comércio mundial se reduziu em 42% somente ao longo da década de 1980 (de 9,4% do PIB em 1980 para 6,6% em 1987).

De forma resumida, pode-se dizer que a política de comércio exterior do país caracterizava-se, até então, por incentivar as exportações e controlar as importações. Nas palavras de AVERBUG (1999):

“Num primeiro período, entre 1957 e 1988, a estrutura tarifária no Brasil caracterizou-se pela vigência de dispersão, média e modal elevadas; pela incidência de redundância em toda a cadeia produtiva, decorrente da proliferação de regimes especiais de importações e de barreiras não-tarifárias; e por uma expressiva estabilidade das alíquotas. Esse período caracterizou-se pelo protecionismo atrelado à política de substituição de importações (principalmente na década de 70, devido à crise do petróleo).” (PP.46)

Os incentivos às exportações, de acordo com Banco Central do Brasil (1990), se deram mediante taxas de juro mais baixas (sobretudo na década de 70 e início da década de 80); política de minidesvalorização cambial; benefícios do *draw back*²⁶ nas importações de matérias-primas e produtos intermediários para produção nacional de máquinas e equipamentos; isenção do imposto de importação e do imposto de produtos industrializados na compra de bens em valor não superior a 10% do incremento das exportações de produtos manufaturados; subsídios para dinamizar as exportações tradicionais, entre outros.

Os “entraves” sobre as importações se davam, por exemplo, via controle de prazo para pagamento dos produtos importados, controles tarifários, barreiras não-tarifárias e ainda através de edições de listas de produtos com importação suspensa pela Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil. Franco-Júnior e Triches (2010) resumem alguns desses entraves:

“(…) Essa política pretendia ampliar o parque industrial, mas só encontrou sustentação, com um elevado protecionismo, por meio de barreiras tarifárias e não tarifárias. As barreiras tarifárias tinham cobrança de diversos tributos adicionais, como Taxa de Melhoramento dos Portos, Adicional de Frete para Renovação da Marinha Mercante e Imposto sobre

²⁵ De acordo com Azevedo e Portugal (1997), “uma maior abertura é resultado de um aumento da importância do comércio internacional na economia, através de um incremento da razão entre a corrente de comércio (exportações mais importações) e o PIB”. (PP.2)

²⁶ O regime especial aduaneiro do *draw back* funciona como uma medida de incentivo às exportações. Grosso modo, tendo sido sancionado esse regime, o produtor consegue a suspensão ou até mesmo a eliminação de tributos incidentes sobre insumos importados que serão utilizados na produção de bens destinados à exportação.

Operações de Crédito, Câmbio e Seguro. A imposição de barreiras não tarifárias tinha lista de produtos com importação suspensa; alguns produtos siderúrgicos e de informática necessitavam de autorização prévia, e quotas anuais de importação por empresa, como discutem Kume et. al. (2003).” (PP.5)

Porém, dado um contexto externo ainda hostil e um elevado endividamento externo dos setores privado e público à época, que inclusive chegaram a interromper o fluxo de capitais voluntários para o Brasil, ganhou força o discurso daqueles que enxergavam a necessidade de um novo modelo de desenvolvimento, menos “Estado-intervencionista”, o qual ganharia força no início dos anos de 1990 (HERMANN, 2006). Desta forma, a postura protecionista do governo começou a ser modificada desde o final da década de 1980.

Nesse sentido, Markwald (2001) aponta o que críticos ao protecionismo esperavam com a liberalização, em especial da abertura comercial:

“(…) os resultados previstos pelos defensores da reforma comercial: (i) uma alocação mais eficiente dos recursos produtivos, beneficiando particularmente os setores intensivos em mão-de-obra de baixa qualificação, além dos setores intensivos em recursos naturais; (ii) o aumento generalizado da produtividade, como resultado do ambiente mais competitivo, do maior acesso a insumos e bens de capital importados, da introdução de inovações gerenciais e de novos modelos organizacionais, da especialização produtiva, do aumento das escalas de produção e, por último, da redução dos custos e da eliminação do desperdício; (iii) o aumento do investimento, com o objetivo de viabilizar o incremento das escalas de produção; (iv) a elevação do gasto privado em P&D e capacitação tecnológica; (v) o aumento expressivo das importações; e (v) o aumento concomitante das exportações em decorrência da eliminação do viés anti-exportação.” (MARKWALD, 2001: PP.3)²⁷

Porém, julga-se necessário destacar que os impactos da liberalização comercial não dependem apenas dos efeitos teoricamente previsíveis. A forma como a liberalização é implementada, principalmente no tocante ao seu cronograma de execução, a simultaneidade em que a liberalização financeira é realizada e o contexto macroeconômico são fatores fundamentais para que pelo menos parte desses resultados previstos seja alcançada.

²⁷ Como se sabe, muitos desses resultados esperados não se verificaram na prática. A título de exemplo, o gasto privado em P&D no país ainda é muito baixo; a capacitação tecnológica ainda é muito inferior a de países desenvolvidos e a pauta exportadora brasileira ainda continua bastante semelhante a de anos anteriores à ampliação da abertura comercial.

Assim, uma das políticas de ajuste iniciada foi a ampliação da liberalização comercial, que ocorreu, mais especificamente, a partir do fim do ano de 1988, quando se optou por uma política comercial menos restritiva (AZEVEDO e PORTUGAL, 1997). Esta nova orientação foi posta em prática por meio de diversas Resoluções e Circulares disciplinadoras do comércio exterior.

Ferrari-Filho (2004) resume o discurso que teria motivado a ampliação do processo de abertura comercial no país nos governos Fernando Collor, Itamar Franco e FHC no seguinte trecho:

“A idéia básica que norteou a política de liberalização comercial nos referidos governos foi a de que “[a] *reduction in world barriers to trade could accelerate growth, provide stimulus to new forms of productivity-enhancing specialization, and lead to a more rapid pace of job creation and poverty reduction around the world*” (World Bank, 2002:xi). Em suma, o estímulo às exportações deveria ser substituído por ganhos de produtividade e abertura às importações.” (PP.7)

Outro fator motivacional para tal mudança no ano de 1988 foi a nova Constituição Federal, com a qual houve descentralização da arrecadação tributária em favor dos Estados e Municípios em detrimento da União. Tal medida acabou levando ao agravamento das finanças públicas federais, de modo que a União impôs restrições à renúncia fiscal sobre as exportações e ampliou as alíquotas do imposto de renda sobre o lucro das exportações incentivadas.

Simultaneamente, a percepção de necessidade de modernização do parque industrial orientou as medidas na área de importação, no sentido de maior liberalização comercial através, sobretudo, de modificações tarifárias. O país iniciava então, seu processo de liberalização comercial.

A abertura comercial teve dois eixos centrais: a adoção de medidas típicas direcionadas à diminuição e, posteriormente, eliminação das barreiras não-tarifárias, e a redução, ainda que gradual, das tarifas de importação (AZEVEDO e PORTUGAL, 1997). Muitos autores acerca do tema dividem este processo de ampliação da liberalização comercial em três fases, aqui respeitadas. São elas: (i) o período considerado “pontapé inicial” de 1988-1989²⁸; (ii) o auge de 1990-1994 e (iii) o período que prevaleceu um *mix*

²⁸ Azevedo e Portugal (1997) alertam que no período 1985-1987 já haviam sido postas em prática algumas medidas com teor liberalizante. A grande diferença entre estas e as que foram adotadas de 1988 em diante, é que no triênio 1985-87 as medidas se deram de forma isolada, enquanto posteriormente buscou-se adotar um conjunto de medidas para abrir as relações comerciais do país com o restante das economias, sobretudo medidas que visavam reduzir o impacto das restrições tarifárias e não-tarifárias incidentes sobre as

de uma postura ora mais protecionista, ora mais liberal, que vai de meados de 1995 até 1998.

Embora as medidas adotadas no biênio 1988/89 tenham sido tímidas, quando comparadas às implementadas a partir de 1990, elas já representaram uma mudança significativa na orientação comercial brasileira. Dentre as principais medidas de ampliação desta primeira fase, Silber (2003), Castro (2005), Averbug (1999) e Azevedo e Portugal (1997) destacam: (i) a reforma tarifária iniciada em 1988²⁹ e continuada em 1989, de modo que já se pôde observar uma redução da tarifa nominal média de importação; (ii) a redução do intervalo de variação das tarifas, que antes variavam entre zero e 105% e passaram a variar entre zero e 85%; (iii) a ampliação da quota de importações da Zona Franca de Manaus e (iv) a redução das restrições quantitativas e administrativas às importações (restrições não-tarifárias). Nesse sentido, Oliveira-Júnior (2000) ressalta que até 1988, 21% das importações brasileiras estavam sujeitas a licenças prévias. Contudo, a partir de então, passaria a valer o controle tarifário³⁰.

O novo governo, empossado em 1990, de Fernando Collor/Itamar Franco, após ter instituído a nova Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE), não só deu continuidade, mas, principalmente, aprofundou a ampliação da abertura comercial, sobretudo através de mudanças no regime de importação do país.

Neste sentido, Azevedo e Portugal (1997), Silber (2003), Averbug (1999), Souza (2003), Ferrari-Filho (2004) e Castro (2005) conferem destaque especial para duas medidas realizadas ao longo do período 1990-1994³¹: (i) eliminação das restrições não-tarifárias e (ii) manutenção da redução gradual das alíquotas de importação, ou seja, manutenção do programa de controle das importações via tarifas, as quais sofreram reduções graduais entre janeiro de 1991 e dezembro de 1994.

importações. Ou seja, o que se via antes era uma facilidade pontual, o que leva a maioria dos pesquisadores no assunto a não considerá-la como a fase de “pontapé inicial”.

²⁹ Esta primeira reforma teve como principais medidas: (i) redução das alíquotas, bem como eliminação do IOF incidente sobre as importações; (ii) diminuição da taxa de melhoramento dos portos; (iii) eliminação de alguns regimes especiais de isenção. De acordo com Azevedo e Portugal (1997), os regimes eliminados foram: Contingenciamento, exclusive gêneros alimentícios, fertilizantes defensivos agrícolas e suas matérias-primas; MIC-CDI; Embraer; Empresas de Transporte, Construção Naval e indústria de bens de capital. Contudo, cabe destacar que esses regimes eliminados abrangiam apenas cerca de 16% das importações totais do país, exclusive petróleo, no ano de 1985.

³⁰ A primeira rodada de reforma tarifária se deu em junho de 1988, através da Resolução 1.516 do Comitê de Política Aduaneira (CPA). A segunda rodada ocorreu em setembro de 1989 por meio da Resolução 1.666 do CPA.

³¹ Os autores também destacam a extinção dos incentivos fiscais às exportações no período. Na seção 2.4.1 ver-se-á que as exportações, inclusive por conta de medidas como essa, cresciam a passos mais lentos do que as importações. Contudo, nesse período (1990/94) o país ainda apresentava uma balança comercial positiva, ou seja, as exportações eram superiores às importações realizadas.

Quanto à primeira medida, foi revogada uma série de barreiras não-tarifárias. Ainda no ano de 1990, eliminou-se a restrição de aproximadamente 1.200 produtos cuja importação ainda estava suspensa, bem como se suspendeu a apresentação de programas de importação, que até então ainda se faziam necessários, por parte das empresas para a obtenção de guias de importação acima de determinados valores (AZEVEDO e PORTUGAL, 1997). Simultaneamente, foram traçadas novas diretrizes para a política de comércio exterior, com ênfase em maior competitividade dos produtos brasileiros, através do aumento da produtividade, incorporação de novas tecnologias e acesso a insumos e bens de capital com preços mais favoráveis no mercado internacional. Neste sentido, “no que se refere às medidas não-tarifárias, ficou estabelecido o fim da obrigatoriedade de financiamento externo para as importações acima de US\$ 200 mil” (AZEVEDO e PORTUGAL, 1997: 4).

Para facilitar o financiamento das importações, sobretudo de bens de capital, o governo lançou um conjunto de medidas, como a suspensão da exigência de financiamento externo com cobertura cambial para importação de máquinas e equipamentos³², ou ainda a suspensão das exigências de prazos mínimos para pagamento de importações.

Quanto à segunda medida, em fevereiro de 1991 entrou em vigor um cronograma de redução das alíquotas de importação, que estabelecia a redução gradual das mesmas até o fim do ano de 1994³³. Para tanto, separou-se cerca de 13.500 produtos em sete grupos, objetivando fixá-los em faixas tarifárias que variassem no intervalo de 0 a 40%³⁴, de acordo com o grupo que cada produto se encontrava³⁵. Souza (2003) e Azevedo e Portugal (1997) destacam que as tarifas foram fixadas através de uma avaliação da competitividade do país em toda a cadeia produtiva de cada atividade, e ainda em função da existência ou não, de produção doméstica.

Como se pode observar na tabela abaixo, de 1988 até 1994 houve significativa redução da tarifa nominal média de importação, com a mesma variando de

³² Cabe ressalva de que tal suspensão só era válida para a importação de produtos que se destinassem a compor o ativo fixo da empresa e que já tivessem a alíquota reduzida a zero.

³³ Previa-se a redução gradual da tarifa média, modal, bem como de seu desvio-padrão. Contudo, a redução foi antecipada e concluída em julho de 1993 (OLIVEIRA-JÚNIOR, 2000).

³⁴ A tarifa máxima seria de 40%, a média de 14%, a modal de 20% e o desvio-padrão inferior a 8%.

³⁵ Azevedo e Portugal (1997) e Averbug (1999) resumem as faixas tarifárias da seguinte forma: (i) **tarifa zero**: produtos com vantagens comparativas naturais, com proteção natural, sem produção doméstica e commodities de baixo valor agregado; (ii) **tarifa de 5%**: produtos que antes já apresentavam alíquota de 5%; (iii) **tarifas entre 10 e 15%**: setores intensivos em insumos com tarifa nula; (iv) **tarifa de 20%**: manufaturados em geral; (v) **tarifa de 30%**: química fina, trigo descascado, carne, biscoitos, massas alimentícias, aparelhos de TV, videocassetes e equipamentos de som; (vi) **tarifa de 35%**: automóveis, caminhões e motocicletas, e (vii) **tarifa de 40%**: produtos de informática.

aproximadamente 39% em 1988 para 14% em 1995. Tal como já mencionado anteriormente, destaque para o período 1990-1994, quando a tarifa foi reduzida mais do que pela metade. Ou seja, a implantação do cronograma de redução tarifária teve um impacto direto sobre a tarifa média e o desvio-padrão, refletindo, assim, os avanços no processo de abertura comercial brasileiro.

Tabela 1- Evolução da Tarifas Nominais de Importação (em %)

	Jul./1988	Set./1989	Set./1990	Fev./1991	Jan./1992	Out./1992	Jul./1993	Dez./1994	Dez./1995
Tarifa nominal média de importação	38,5	31,6	30	23,3	19,2	15,4	13,2	11,2	13,9
Desvio-padrão	15,4	15,9	15,1	12,7	10,5	8,2	6,7	5,9	9,5

Fonte: Reproduzida a partir de Júnior (2000), Azevedo e Portugal (1997) e Souza (2003).

No âmbito do Mercosul³⁶, em 1993, o cronograma de redução das tarifas intra-países pertencentes ao bloco operava com desconto de aproximadamente 70% sobre as tarifas normais. Objetivava-se chegar a 100% em 1995, ou seja, tarifa zero para os produtos que não constavam na lista de exceção. Ainda neste contexto, a intenção era estabelecer futuramente a tarifa externa comum (TEC) entre 0 e 20% para aproximadamente 13 mil produtos³⁷.

O principal objetivo destas alterações foi eliminar, ou pelo menos reduzir, os critérios discricionários, subjetivos e instáveis da política de importação até então praticados, e atribuir ao sistema de preços, seja via tarifas de importação ou via taxa de câmbio, o controle das importações (SILBER, 2003). Assim, a reforma da tarifa aduaneira teve como objetivo atribuir ao sistema tarifário o papel de principal instrumento de controle das importações, controle este que com a flutuação cambial, adotada a partir de 1999, foi aos poucos sendo reduzido.

Entre 1990 e 1994 ainda pode-se conferir destaque a outras medidas, muito embora a maioria da literatura acerca do assunto o faça em menor grau do que quando comparado às duas medidas anteriormente apresentadas: (i) nova ampliação dos limites de importação pela Zona Franca de Manaus; (ii) abolição de parte dos regimes especiais de importação; (iii) em 1991 foi promulgado o Tratado para a Constituição do Mercosul, o qual prevê a

³⁶ “O processo de integração do Mercosul se oficializou em 1991, com a assinatura do Tratado de Assunção, e vem se desenvolvendo gradualmente até os dias de hoje, com a instituição da zona de livre comércio, a concretização da união aduaneira e a gradativa criação do mercado comum entre os países que o pertencem.” (AVERBUG, 1999:55). A respeito da implementação do Mercosul ver detalhes em Averbug (1999).

³⁷ Exceto produtos da indústria da informática, eletrônica, automobilística e química fina, com a tarifa variando entre 20 e 35%, de acordo com um critério estabelecido por cada país.

livre circulação de bens, serviços e fatores de produção, por meio da eliminação de direitos alfandegários e restrições não tarifárias à circulação de mercadorias, além da adoção de tarifa externa e adoção de uma política comercial comum com relação ao restante dos países do mundo e, (iv) suspensão do pagamento do IPI sobre matérias-primas, produtos intermediários e material de embalagem.³⁸

Findas estas duas primeiras fases, embora a tarifa nominal média tenha continuado a cair até 1994, ainda que de forma mais lenta, foi possível ver um ligeiro repique da mesma em 1995. Isso porque, a partir de julho de 1994, o principal objetivo da política econômica tornou-se o monitoramento da estabilização econômica, de modo que o ritmo da abertura comercial, até então acelerado, doravante estaria condicionado aos interesses conjunturais do Plano Real. Assim, conforme destacado anteriormente, o período de 1995-1998 foi mais instável em relação à política de comércio exterior, com o governo ora adotando medidas liberalizantes, ora pouco mais protecionistas.

Até o primeiro trimestre de 1995, observa-se a adoção de medidas de cunho liberalizante. Após o fim da Rodada Uruguai, o governo diminuiu substancialmente as tarifas de uma gama de produtos com maior peso nos índices de preços, ou ainda com maior pressão inflacionária, para atender o objetivo principal do governo, qual seja, a estabilização monetária. Além disso, ainda antecipou a Tarifa Externa Comum (TEC) do Mercosul, que só deveria entrar em vigor no ano de 1995³⁹. Com isso, as alíquotas de mais de 400 produtos foram reduzidas (de 35 e 30% para 20%), de modo que a tarifa nominal média atingiu 11,2% em dezembro de 1994 (SOUZA, 2003).

Posteriormente, do fim do primeiro trimestre de 1995 até o fim do primeiro semestre de 1996, observou-se uma reversão da abertura comercial, inclusive com a adoção de uma série de restrições às importações⁴⁰. Este retrocesso foi motivado, sobretudo, pelos déficits contínuos da balança comercial somados a uma reversão do

³⁸ Outras medidas, embora não tenham tido o mesmo destaque à época, também foram postas em prática. São elas: (i) eliminação de alguns órgãos ligados ao comércio exterior e criação de outros, como o Documento Especial de Exportação, objetivando a desregulamentação e a simplificação do trâmite de documentos; (ii) tentativa de modernizar as atividades portuárias, bem como as condições de transporte marítimo; (iii) criação do Programa de Fomento à Competitividade Industrial e do Programa de Financiamento à Exportação de bens e serviços (PROEX); (iv) criação de uma linha de financiamento no BNDES voltada para a exportação, dentro do Programa de Financiamento à Exportação de Máquinas e Equipamentos, dentre outros. (SOUZA, 2003)

³⁹ As alíquotas do imposto de importação de alguns produtos dos setores de medicamentos, higiene e alimentos foram reduzidas da faixa de 20 a 5% para 2%, em uniformidade com a TEC no âmbito do Mercosul. Outros produtos tiveram alíquota zero, assim como foram eliminadas barreiras não-tarifárias e aperfeiçoados os mecanismos do comércio exterior.

⁴⁰ Cabe destacar que se criou um impasse entre a obrigatoriedade de se manter os acordos comerciais junto ao Mercosul e a necessidade de um retrocesso na abertura comercial do país.

quadro externo, que se tornou desfavorável para o país pós-crise cambial mexicana e a elevação das taxas de juros internacionais (AZEVEDO e PORTUGAL, 1997).

O governo então elevou a tarifa de importação de alguns produtos, seja incluindo-os na lista de exceção à TEC ou impondo restrições não-tarifárias⁴¹, como quotas de importação (principalmente de veículos). Assim sendo, pela primeira vez após o início do processo de ampliação da liberalização comercial, a alíquota nominal média de importação sofreu uma inflexão, crescendo para 13,9%, valor superior aquele registrado em dezembro de 1994 (11,2%).

Do segundo semestre de 1996 até o fim da década, observa-se nova flexibilização da política de comércio exterior, ainda que em ritmo consideravelmente inferior àquele verificado no auge da liberalização comercial (1990-1994)⁴². Contribuíram para este ritmo mais vagaroso as crises asiática e russa. Azevedo e Portugal (1997) apontam que a retomada desta postura foi motivada, principalmente, “(...) em função da pressão exercida pelos seus parceiros do Mercosul, e do risco de retaliações junto à OMC, como pela solução da crise externa (...)” (PP.8).

Assim, (i) foram rebaixadas as alíquotas de importação de alguns produtos integrantes da lista de exceções à TEC; (ii) validou-se um novo cronograma de redução gradual da TEC para 20% até 2001; (iii) o sistema integrado de comércio exterior, Siscomex, que operava desde 1993 para as exportações, foi difundido às importações; (iv) foram instituídos novos programas de incentivo às exportações⁴³, dentre outros. Visando disciplinar o fluxo importador, algumas destas medidas, ao longo do período, sofreram algumas modificações de cunho mais restritivo⁴⁴, o que levou a um avanço da abertura comercial para o período como um todo (1995-1998) aquém do verificado no período 1990-1994.

⁴¹ O segmento de bens de consumo duráveis foi o mais atingido com a elevação de tarifas. Posteriormente, automóveis, tratores e caminhões também tiveram suas tarifas elevadas pelo governo (de 20% para 32% e, posteriormente para 70%), bem como se optou por manter uma posição mais protecionista, por parte do governo, em relação a alguns setores mais expostos à concorrência externa, como os setores têxtil, de brinquedos, de vinhos e de papel.

⁴² Ainda ao fim do período anterior o governo voltou a dar sinais de que tornaria a adotar medidas de teor liberalizante. Isso porque, o mesmo anunciou que colocaria em prática um novo cronograma de redução das tarifas incidentes sobre os produtos cujas alíquotas foram elevadas. Este cronograma supunha uma redução das tarifas de importação para cerca de 120 bens de consumo até o ano 2000.

⁴³ Foram definidas as mercadorias elegíveis para o PROEX, bem como foi autorizado financiamento pelo BNDES aos setores mais atingidos pela concorrência externa, isentou-se as exportações de produtos primários e semi-elaborados, se criou o Fundo de Garantia para Promoção da Competitividade (FGPC) e a Agência de Promoção de Exportações (Apex) destinada a microempresas, dentre outros.

⁴⁴ A TEC teve as alíquotas elevadas em 3% e bens de consumo duráveis, por exemplo, passaram a ser submetidos à comprovação de um padrão mínimo de qualidade, antes de ser expedida a licença de importação (estabelecimento de restrição não-tarifária).

2.3.2 A abertura financeira, 1988/1998

Simultaneamente ao processo de abertura comercial, o governo buscou ampliar a abertura financeira do país. Assim como a abertura comercial, a abertura financeira teve início no final dos anos 1980 e foi aprofundada nos governos Collor e FHC. Esta, por sua vez, “(...) diz respeito à facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico” (PRATES, 2006:121).

A partir desta definição, se torna claro que a abertura financeira de uma economia envolve dois processos independentes entre si, quais sejam: (i) a liberalização dos movimentos de capitais, ou melhor, a liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos, além da (ii) a permissão de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira em território nacional (PRATES, 2006; FREITAS e PRATES, 2001).

Apesar de existirem três níveis⁴⁵ de liberalização financeira, a saber: (i) *inward transactions* (ingresso de capital); (ii) *outward transactions* (remessa de capital), e ainda (iii) conversibilidade interna da moeda, ao longo da década de 1990, a integração financeira do Brasil com o exterior englobou, sobretudo, os dois primeiros níveis de liberalização, com destaque para o primeiro nível ao longo do período 1987-1993 e para o segundo nível no restante da década (PRATES, 2006 e HERMANN, 2005). Tal como a abertura comercial, esta ampliação se deu através de Resoluções e Circulares do Banco Central, ou ainda por intermédio de Medidas Provisórias (SICSÚ, 2006).

Com respeito ao primeiro nível, houve não só redução das barreiras aos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro nacional, como também ampliação do acesso dos residentes às novas fontes de financiamento externo (emissão de ações e títulos no mercado financeiro internacional). Para tanto, uma série de medidas⁴⁶ foi tomada para reduzir o isolamento do país aos principais movimentos de capital financeiro e produtivo internacional. Dentre elas, de acordo com Castro (2005) e Silber (2003), houve uma facilidade por parte dos bancos e empresas instaladas no país para captar recursos no mercado internacional (sobretudo através de *notes* e *bonds*) e, ainda, significativa liberalização dos movimentos de capitais entre o país e o exterior, com a autorização de

⁴⁵ O primeiro nível (i) se refere à entrada de não-residentes no mercado financeiro nacional, bem como à captação de recursos externos pelos residentes. O segundo nível (ii) se refere à saída de capitais pelos residentes, bem como ao endividamento de não-residentes no mercado financeiro nacional. Por fim, o terceiro nível (iii) se refere à possibilidade de se efetuarem transações em moeda estrangeira em território nacional (PRATES, 1997).

⁴⁶ O intuito desta seção é descrever as principais medidas de liberalização financeira de forma sucinta. Para maior detalhamento, vide Prates (1997 e 2001), Hermann (2005) ou ainda Sicsú (2006).

investimentos estrangeiros de portfólio no mercado doméstico, cujo segmento mais aberto foi o mercado acionário.

A política de ampliação da abertura teve início no ano de 1987, quando ocorreram modificações significativas na legislação referente às aplicações de estrangeiros no mercado de ações brasileiro (PRATES, 1997 e HERMANN, 2005). Foi autorizada a aquisição de ações e debêntures no mercado brasileiro por estrangeiros, através da resolução 1.289 do CMN⁴⁷, a qual disciplinaria estes investimentos.

Outras medidas implantadas no início dos anos 1990 foram igualmente importantes. Dentre estas se destaca a permissão a bancos e demais instituições financeiras brasileiras a captarem recursos externos, através da emissão de *Commercial Papers*⁴⁸, no âmbito da Resolução 63 (HERMANN, 2005 e PRATES, 1997). Através da emissão destes papéis permitiu-se a colocação de novos títulos da dívida direta (até então só eram válidos os eurobônus e as euronotas).

Além dos *Commercial Papers*, ao longo da década de 1990, o Banco Central do Brasil, por meio de resoluções, ainda autorizou a emissão de outros instrumentos de dívida, a saber: (i) certificados de depósitos⁴⁹; (ii) *export securities*⁵⁰ e (iii) títulos e debêntures conversíveis em ações⁵¹ (PRATES, 1997). Nesse sentido, Prates (1997) destaca que a principal mudança se deu com a Resolução 1.835 do CMN de 1991, uma vez que a mesma facultava:

“(...) a emissão desses instrumentos às instituições financeiras nos termos e nos fins previstos pela Resolução 63 de 21/08/67, ou seja, os recursos captados devem servir de *funding* para empréstimos domésticos às empresas corrigidos pela variação do dólar comercial”. (PP. 107)

Ainda neste ano, 1991, o movimento de abertura do mercado de capitais se deu de forma mais intensa, com a criação do Anexo IV à Resolução 1.289 de 1987. Por meio

⁴⁷ A resolução autorizou a entrada de capital estrangeiro no mercado de capitais brasileiro a partir de três modalidades distintas, a saber: (i) Sociedades de Investimento-Capital Estrangeiro (SICE) – Anexo I à Resolução; (ii) Fundos de Investimento-Capital Estrangeiro (FICE) – Anexo II, e (iii) Carteiras de Títulos de Valores Mobiliários-Capital Estrangeiro (CTVCE) – Anexo III. Até a abertura da bolsa de valores doméstica para investidores estrangeiros, no ano de 1991, os Fundos FICE foram o principal canal de ingresso de recursos externos à bolsa (PRATES, 1997).

⁴⁸ Os *Commercial Papers* brasileiros são notas ao portador da mesma de 180 dias, emitidas não só por bancos, mas também por empresas residentes, denominadas em dólares e com rolagem automática mínima de pelo menos 2 anos (PRATES, 1997).

⁴⁹ Instrumentos de captação bancária no exterior, com prazo de no máximo 1 ano, emitidos por agências internacionais de bancos brasileiros (PRATES, 1997).

⁵⁰ Títulos de renda fixa com lastro em receitas futuras decorrentes de exportações da empresa emissora ou ainda em outra receita por esta a receber, depositadas em uma conta no exterior (PRATES, 1997).

⁵¹ Papéis de renda fixa emitidos no mercado internacional de capitais com opção de conversão em papéis de renda variável (PRATES, 1997).

desta nova modalidade permitiu-se: (i) a aquisição não só de ações e debêntures, mas também de títulos de renda fixa de empresas privadas ou públicas, e ainda (ii) a constituição de carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros, definidos como fundos de pensão, companhias de seguro, carteira própria de instituições estrangeiras e fundos de ações constituídos no exterior (PRATES, 1997 ; HERMANN, 2005 e 2006). Ou seja, ao contrário dos demais anexos (I,II,III) desta Resolução, este (IV) permitia a entrada direta de investidores institucionais estrangeiros no mercado acionário brasileiro, seja no segmento primário e/ou secundário, e não estava sujeito a critérios como capital mínimo inicial e período de permanência (FREITAS e PRATES, 2001). Ou ainda, em outras palavras, rumava-se para um caminho de maior abertura da bolsa de valores brasileira aos investidores estrangeiros.

Outro importante mecanismo de captação de recursos externos, regulamentado ao longo da década de 1990, mais especificamente no ano de 1992, são os recibos de depósito, ou *depository receipts* (Anexo V à Resolução 1.289/87). Eles funcionam como certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários de empresas internacionais não só emitidos, mas também negociados nos mercados de capitais dos Estados Unidos (ADR) ou em diferentes mercados (GDR).

No ano de 1993, ainda foi criada uma nova modalidade de investimento de portfólio estrangeiro no mercado doméstico, através da Resolução 2.034, o Fundo de Renda Fixa Capital-Estrangeiro, para investimentos em títulos do Tesouro Nacional ou do Banco Central. Contudo, a partir deste ano, os esforços voltar-se-iam, em maior grau para o segundo canal de abertura (*outward transactions*), descrito mais a frente.

Ainda no âmbito do “ingresso de capital” a maioria da literatura destaca que para os anos 1994-1999, sobretudo nos três primeiros anos (1994-1996), “(...) foi apenas ampliado o leque de operações permitidas em algumas das modalidades de investimento externo já regulamentadas – como nas chamadas “operações 63” e nas captações via constituição de fundos de investimento específicos” (HERMANN, 2005: 228). Uma exceção foi a implantação, em 1995, de uma política de favorecimento ao ingresso de bancos estrangeiros no país. Nas palavras de Hermann (2005): “(...) Assim, enquanto no período 1990-94 foram realizadas apenas três concessões dessa natureza, entre 1995-98 foram editados 64 decretos presidenciais autorizando a entrada ou o aumento de capital de bancos estrangeiros no país” (PP.230).

Como é sabido, o contexto macroeconômico, tanto interno quanto externo, influencia bastante nas medidas a serem adotadas quanto à ampliação da abertura

financeira de uma economia e, “(...) a forte pressão sobre as contas públicas decorrente da esterilização do ingresso de capitais através do aumento da dívida mobiliária exigiu ajustes no primeiro nível e, em menor medida, no segundo e terceiro níveis de abertura financeira” (PRATES, 1997:137). Mediante este “pano de fundo”, pode-se entender o porquê do abrandamento das medidas de abertura no âmbito do primeiro nível ao final da década de 1990, quando o quadro externo adverso afetou a economia nacional.

Com relação ao segundo e terceiro níveis de abertura (remessa e conversibilidade de divisas), as primeiras modificações que viabilizaram sua ampliação foram realizadas no ano de 1988/1989, com a criação de um novo mercado para a negociação de moeda estrangeira, o mercado de câmbio flutuante. Através deste, a taxa de câmbio passaria a ser livremente pactuada, sendo as operações intermediadas por instituições financeiras credenciadas, que, por sua vez, deveriam seguir algumas regras, como exigência de capital mínimo e ainda limites de venda. (PRATES, 1997, HERMANN, 2005 e SICSÚ, 2006).

Essa medida possibilitou não só a ampliação dos limites quantitativos de diversas operações, como das opções de pagamentos autorizados ao exterior e ainda o controle do Banco Central sobre os fluxos de capitais, uma vez que com as restrições grande parte saía do país via mercado paralelo. Prates (1997) destaca turismo, transferências unilaterais e investimentos brasileiros no exterior como algumas das operações que passaram a ser efetuadas no flutuante. Mais a frente, em 1996, o Banco Central do Brasil efetuou a desregulamentação quase que total do mercado de câmbio flutuante, eliminando assim várias exigências que ainda pendiam sobre o mesmo⁵².

No mesmo sentido, as remessas de divisas por não residentes também foram amplamente flexibilizadas com a criação do novo segmento. Contudo, uma vez que as contas individuais dos não residentes estavam regulamentadas pela Carta Circular n. 5 (CC-5) de 1969, a qual permitia esta movimentação somente mediante autorização⁵³, o Banco Central precisou criar uma sub-conta⁵⁴ a fim de que tais remessas não tivessem restrições e não se subordinassem às regras da CC-5. Nas palavras de Prates (1997):

⁵² Permaneceu a exigência de registro para transferências em espécie que atingissem um valor acima de US\$ 10.000. Caso contrário, as compras de moeda estrangeira realizadas internamente direcionadas para viagens ao exterior, despesas educacionais e tratamentos médicos, foram amplamente liberalizadas (PRATES, 1997).

⁵³ “A CC-5 limitava a remessa de divisas ao exterior ao montante antes ingressado, em moeda estrangeira, na mesma conta. Ou seja, as contas CC-5 eram apenas a contrapartida, em moeda nacional, de dólares antes remetidos pelo titular da conta, sendo vedado seu uso como veículo de investimento do Brasil com o exterior” (HERMANN, 2005:219).

⁵⁴ Denominada “Contas Livres de Instituição Financeira – Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes”. Diferentemente da original, esta sub-conta ficava isenta de limites de compra e venda de moeda estrangeira, de modo a permitir a livre circulação de recursos de instituições financeiras do exterior.

“Com este novo regime, ocorreu uma ampliação sem precedentes da liberdade dos movimentos de capitais, mesmo no caso das pessoas físicas e jurídicas não financeiras. Essas podem realizar uma remessa ao exterior através de um depósito na conta corrente de uma instituição não residente”. (PP. 119)

Ainda no âmbito do segundo nível de abertura, outras mudanças ocorreram no início da década: (i) a criação do Fundo de Investimento no Exterior (FIE), primeiro canal de investimento no mercado financeiro internacional por parte dos residentes⁵⁵; (ii) a progressiva flexibilização dos pagamentos relacionados com serviços fatores⁵⁶; (iii) a revogação da centralização cambial e, (iv) em 1996 foi criado o *Brazilian Depositary Receipts* (BDR), que possibilitou a negociação de ações de empresas não-residentes nas bolsas de valores locais (PRATES, 1997).

Quanto ao terceiro nível de abertura, um passo importante foi a criação do mercado livre de câmbio. Com isso, teoricamente o Banco Central deixou de comprar/vender divisas à taxas por ele estipulada (PRATES, 1997). Contudo, na prática, esta instituição continuou como maior comprador/vendedor no mercado de câmbio ao longo da década de 1990. O grau de conversibilidade ainda aumentou com a ampliação do leque de ativos indexados ao dólar e a maior liberdade de posse de divisas no segmento flutuante por parte das instituições financeiras locais.

De forma semelhante ao primeiro nível, o contexto externo desfavorável e a necessidade de manutenção da estabilização, impediram maiores esforços na ampliação da liberalização do segundo e terceiro níveis de abertura, sobretudo no final da década (1997-1999), quando o aumento dos juros não mais fomentaria o ingresso de capital no país. Contudo, no âmbito das *outward transactions* ainda houve um avanço pouco mais significativo em relação aos demais níveis.

Dito isto, verificou-se ao longo do período, resumidamente, uma flexibilização da entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico, bem como a adequação do marco regulatório nacional ao modelo contemporâneo de financiamento internacional, ancorado, sobretudo na emissão de *securities* (LAAN; CUNHA & LÉLIS, 2006). Além disso, houve liberalização das possibilidades e condições de endividamento externo, dada a diversidade dos instrumentos de investimento de portfólio e a permissão de

⁵⁵ Através deste os residentes podiam adquirir títulos da dívida externa brasileira no mercado internacional.

⁵⁶ Por meio da eliminação das restrições à remessa de recursos referentes às aplicações de portfólio de estrangeiros, *royalties* e assistência técnica e da simplificação do procedimento de remessa de lucros e dividendos, dentre outros (PRATES, 1997).

repassa interno, por exemplo. No âmbito das *outward transactions*, destaca-se a criação do mercado de câmbio flutuante, bem como a mudança da sistemática de utilização das contas de não residentes reguladas pela Carta Circular n.5/1969.

2.4 Conseqüências da abertura comercial e financeira sobre a economia brasileira

Tal como destacado nas seções anteriores, verificou-se neste período uma transição do “modelo fechado”, praticado no país nos últimos 40 anos, para um regime mais aberto do ponto de vista comercial e financeiro. Mediante este quadro de transição, como é de se esperar, algumas conseqüências diretas e outras mais indiretas, que se acredita passível de serem inferidas, foram verificadas ao longo da década. Um exemplo para o impacto direto é a relação com o setor externo, enquanto no que se refere à conseqüência indireta pode-se destacar a influência sobre a inflação doméstica, por exemplo. As seções que se seguem buscam apresentar e analisar algumas dessas conseqüências.

Dado o aumento das relações econômico-financeiras do país com o exterior, proveniente da ampliação da abertura comercial e financeira, há que se considerar ainda a influência de indicadores econômicos como taxa de câmbio, taxa de juros ou ainda de preços de *commodities*, por exemplo, sobre a intensidade dessas conseqüências. Isso porque, acredita-se, a partir das medidas destacadas nas seções 2.3.1 e 2.3.2, que a economia brasileira se tornou mais sujeita a variáveis como essas, pós ampliação da abertura. Assim, buscar-se-á apresentar quais aspectos macroeconômicos corroboraram com algum efeito possibilitado a partir da ampliação da abertura da economia, uma vez que um influencia e complementa o outro.

2.4.1 A abertura comercial e financeira e o setor externo brasileiro, 1988/1998

As seções 2.3.1 e 2.3.2 buscaram descrever as principais medidas liberalizantes, de cunho comercial e financeiro, pela qual a economia brasileira passou ao longo dos anos 1988 e 1998. De um modo geral, grosso modo, foram reduzidas as barreiras às importações (redução de tarifas e eliminação de barreiras não-tarifárias), o mercado financeiro foi desregulamentado e ainda foram eliminadas restrições institucionais, que permitiriam uma ampliação da participação do capital estrangeiro em investimentos no país.

Obviamente, essa mudança repercutiu algumas conseqüências para a economia brasileira, em especial sobre o setor externo. Buscando destrinchar quais teriam sido essas

possíveis conseqüências, julga-se pertinente tomar como ponto de partida a análise do balanço de pagamentos brasileiro ao longo do período, abaixo sumarizado na tabela 2. A partir daí, buscar-se-á separar, na medida do possível, os efeitos da abertura comercial, que impactaram mais fortemente a balança comercial, dos efeitos da abertura financeira, que afetaram as demais contas, acreditando assim facilitar a compreensão do leitor.

No âmbito da abertura comercial, a tabela abaixo possibilita alguns apontamentos, referentes, sobretudo à importação e exportação do país e, conseqüentemente, ao saldo comercial da balança de pagamentos brasileira.

Tabela 2 - Balanço de Pagamentos brasileira, 1988/98 (US\$ bilhões)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Exportações	33,8	34,4	31,4	31,6	35,8	38,5	43,5	46,5	47,7	53	51,1
Importações	14,6	18,3	20,7	21	20,5	25,2	33,1	50	53,3	59,7	57,7
BALANÇA COMERCIAL - FOB (1)	19,2	16,1	10,7	10,6	15,3	13,3	10,4	-3,5	-5,6	-6,7	-6,6
Serviços	-2,9	-2,7	-3,6	-3,8	-3,2	-5,2	-5,6	-7,5	-8,7	-10,6	-10,1
Rendas	-12,2	-12,7	-11,8	-9,7	-8,2	-10,3	-9	-11	-11,7	-14,9	-18,2
Renda de Investimentos	-12	-12,5	-11,6	-9,6	-8	-10,2	-8,9	-10,9	-11,6	-14,9	-18,3
Renda de Investimento Direto	-2,3	-2,8	-1,9	-1,1	-0,9	-2,8	-4,3	-2,5	-2,2	-4,6	-5,6
Lucros e dividendos	-1,4	-2,2	-1,5	-0,6	-0,5	-1,4	-1,9	-1,8	-1,3	-3,8	-4,7
Lucros reinvestidos no Brasil	-0,7	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,08	-0,4	-0,5	-0,2	-0,1
Renda de Investimento em Carteira	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	-0,5	-0,7	-0,9	-3,9	-4,2	-5,6	-6,9
Lucros e dividendos	-0,1	-0,2	-0,1	-0,06	-0,09	-0,4	-0,6	-0,8	-1	-1,4	-2,1
Juros de títulos de renda fixa	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-3,2	-3,2	-4,2	-4,9
Renda de Outros Investimentos (Juros)	-9,6	-9,3	-9,3	-8,2	-6,7	-6,7	-3,7	-4,4	-5,2	-4,7	-5,8
Juros Pagos	-10	-6,9	-3,1	-3,9	-5,4	-5,9	-5,6	-6	-7,5	-7,1	-8,1
SERVIÇOS E RENDAS (2)	-15,1	-15,3	-15,4	-13,5	-11,3	-15,6	-14,7	-18,5	-20,4	-25,5	-28,3
Transferências Unilaterais (3)	0,09	0,2	0,8	1,6	2,2	1,6	2,4	3,6	2,4	1,8	1,5
TRANSAÇÕES CORRENTES (1+2+3)	4,2	1	-3,8	-1,4	6,1	-0,7	-1,8	-18,4	-23,5	-30,5	-33,4
Conta Capital	0,002	-0,003	0,001	0	0,04	0,08	0,2	0,4	0,5	0,4	0,3
Conta Financeira	-2,1	0,6	4,6	0,2	9,9	10,4	8,5	28,7	33,5	25,4	29,4
Investimento Direto	2,6	0,6	0,4	0,09	1,9	0,8	3,3	11,3	17,9	26	26,9
Investimento Brasileiro Direto	-0,2	-0,5	-0,6	-1	-0,1	-0,5	-0,7	-1,1	0,5	-1,1	-2,9
Investimento Estrangeiro Direto	2,8	1,1	1	1,1	2,1	1,3	2,2	4,4	10,8	19	28,9
Investimento em Carteira	-0,5	-0,4	0,5	3,8	14,5	12,3	50,6	9,2	21,6	12,6	18,1
Investimento Brasileiro em Carteira	0	-0,03	-0,1	0	0	-0,6	-3,4	-1,2	-0,4	1,7	-0,5
Investimento Estrangeiro em Carteira	-0,5	-0,4	0,6	3,8	14,5	12,9	54	10,4	22	10,9	18,6
Ações de companhias brasileiras	0,2	-0,06	0,1	0,6	1,7	6,7	7,3	3,2	6,1	6,9	1
Títulos de Renda Fixa LP e CP	-0,7	-0,3	0,5	3,2	12,8	6,3	46,8	7,1	15,9	4	17,6
Negociados no exterior	-0,7	-0,3	0,5	3,2	12,8	6,3	46,8	8	15,9	5,7	20,5
Bônus LP	-0,7	-0,3	-0,1	1	7,9	0,1	42,2	1,5	0,9	-2,6	-0,2
Notes e commercial papers LP	0	0	0,6	2,2	4,9	6,2	4,6	6,5	14,9	8,4	20,6
Títulos de Renda Fixa CP	0	0	0	0	0	-0,02	-0,004	0,09	0,07	-0,2	0,06
Outros Investimentos	-4,2	0,4	3,8	-3,7	-6,5	-2,7	-43,6	16,2	0,7	-4,8	-14,3
Outros Investimentos brasileiros	3,4	-0,7	-2,1	-3,3	0,03	-5,4	-13	-1,8	-10,3	-2	-11,4
Outros Investimentos estrangeiro	-7,6	1,2	5,8	-0,5	-6,5	2,9	-30,5	18	11	-2,8	-2,9
Emprést. e financiamt. de LP e CP	-0,3	-3,8	-4,3	-5,1	8,3	3,1	-34	5,5	3,3	5,9	4
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	-2,1	0,6	4,6	0,2	9,9	10,5	8,7	29,1	34	26	30
RESULTADO DO BALANÇO	1,2	0,9	0,5	-0,4	14,7	8,7	7,2	12,9	8,7	-7,9	-8

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

* O Balanço aqui representado não demonstra todas as rubricas que compõem cada conta.

Como era de se esperar, as importações apresentaram uma taxa de crescimento muito maior do que as exportações no período (ver tabela 3 abaixo), com exceção apenas dos anos de 1988 e 1992, quando estas apresentaram uma variação em relação ao ano anterior superior. Em 1988, a queda de 3% esteve relacionada à estagnação econômica e à neutralidade cambial, de modo que a recuperação das importações e os primeiros efeitos da reforma iniciada em maio de 1988 só se fizeram sentir em 1989, quando se verificou um aumento de 25% das importações, também frente ao ano anterior. Em 1992, a explicação mais recorrente para a queda de 2% das importações está ligada ao momento político conturbado em que o país se encontrava.

Tabela 3 - Exportações, importações e o crescimento do PIB brasileiro, 1988/98

	PIB	EXPORTAÇÕES			IMPORTAÇÕES		
	US\$*	US\$*	Δ%**	%PIB	US\$*	Δ%	%PIB
1988	305,7	33,8	28,8	11,1	14,6	-3	4,8
1989	415,9	34,4	1,7	8,3	18,3	25	4,4
1990	469,3	31,4	-8,6	6,7	20,7	13,1	4,4
1991	405,7	31,6	0,76	7,8	21	1,8	5,2
1992	387,3	35,8	13,2	9,2	20,5	-2,3	5,3
1993	429,7	38,5	7,7	9,0	25,2	22,9	5,9
1994	543,1	43,5	12,9	8,0	33,1	31	6,1
1995	705,4	46,5	6,8	6,6	50	51,1	7,1
1996	840,3	47,7	2,7	5,7	53,3	6,7	6,3
1997	871,3	53	11	6,1	59,7	12	6,9
1998	844,0	51,1	-3,5	6,1	57,7	-3,4	6,8

Fonte: PIB - IBGE ; Exportação e Importação: Banco Central, elaboração própria.

* Valores em bilhões de dólares correntes.

** Variação em relação ao ano imediatamente anterior.

*** Grau de abertura da economia [(Exportação + Importação)/PIB].

As importações, ao longo de todo período considerado (1988-1998) praticamente quadruplicaram, passando de US\$ 14,6 para US\$ 57,7 em 1998, tendo atingido o pico de US\$ 60 bilhões no ano de 1997, enquanto as exportações apresentaram um desempenho pouco mais modesto, passando de US\$ 33,8 bilhões (1988) para US\$ 51 bilhões (1998), ou seja, um aumento de, aproximadamente, 51%.

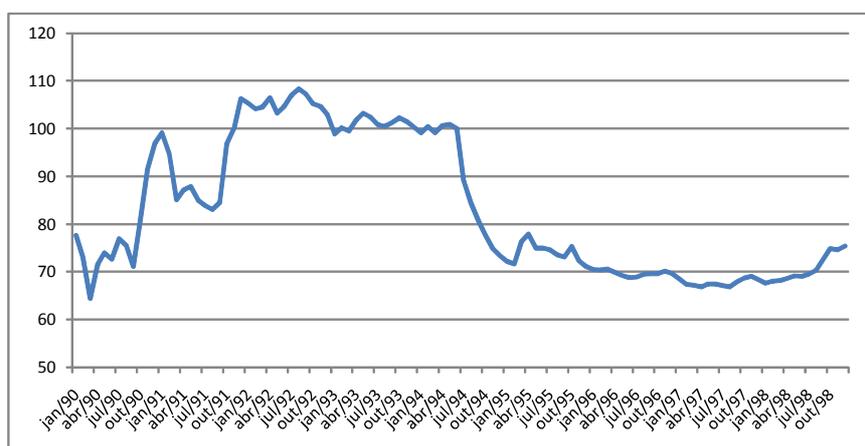
Ainda a partir da tabela acima (3), pode-se perceber também que ao longo do período o PIB subiu de US\$ 305,7 bilhões em 1988 para US\$ 844 bilhões em 1998, ou seja, um crescimento de 176%. Com a exceção de alguns anos, o PIB cresceu mais do que as exportações, de modo que o coeficiente de abertura nacional às exportações caiu de 11,1% para 6,1%. Por outro lado, o coeficiente de abertura às importações subiu de 4,8% para 6,8% em 1998. Ou seja, percebe-se um maior crescimento das importações frente ao PIB, sinalizando assim os efeitos da abertura comercial sobre as mesmas.

Uma primeira explicação do aumento muito maior das importações é o fato de estas terem iniciado o período numa base muito aquém (US\$ 14,6) do valor verificado para as exportações (US\$ 33,8), dadas as restrições que até então recaíam sobre as mesmas. Ou seja, o “espaço” de crescimento deste componente ainda poderia ser muito ampliado. Nesse sentido, pode-se dizer que, inicialmente, a liberalização comercial, principalmente via redução de tarifas médias de importação, foi inexoravelmente um fator que contribuiu para a expansão das importações ao longo do período avaliado.

Apesar de o governo ter adotado medidas pontuais para conter o aumento das importações, entre meados de 1995 e 1996, visando evitar que os *déficits* comerciais sinalizassem uma situação de risco potencial para os investidores externos, as importações continuaram com trajetória crescente, como pode se observar na tabela 2. Porém, estas medidas de cunho pouco mais protecionista logo foram revistas, retornando a adoção de práticas liberalizantes, sobretudo para aumentar a oferta interna de produtos e assim poder contar com mais um instrumento para controlar a inflação.

Somada a essa ampliação da facilidade de realizar importação, a trajetória cambial foi outro fator crucial para tal desempenho, sobretudo depois de meados de 1994. Em relação ao câmbio, o gráfico abaixo permite fazer algumas considerações:

Gráfico 1 - Índice da taxa de câmbio efetiva real, 1990-1998



Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

* Índice da taxa de câmbio efetiva real (IPCA) - Junho de 1994 = 100.

No período que vai de janeiro de 1990 a meados de 1994 verifica-se que a moeda brasileira foi desvalorizada, o que em grande parte explica o resultado do saldo da balança comercial no período, qual seja, positivo de US\$ 60,3 bilhões (acumulado). Esta trajetória do câmbio amenizou o possível impacto sobre o preço dos bens comercializáveis,

aumentando o preço dos importados, porque foi contrabalançado pela redução das alíquotas de importação, que se deu em maior grau justamente nesse período.

Com a adoção do regime de âncora cambial, verifica-se uma inversão da curva do índice da taxa de câmbio efetiva real. De julho de 1994 até os meses finais de 1998 observa-se uma apreciação real da moeda brasileira. Como consequência, a apreciação cambial, resultado da sustentação interna de preços, via âncora cambial, possibilitou o barateamento das importações e o encarecimento das exportações. Dito de outra forma, o câmbio fomentou a importação, via *quantum* e preço dos importados. O resultado foi uma inflexão do saldo comercial do país, agora *deficitário* (*déficit* de US\$ 22,4 bilhões no período 1995-98, ver tabela 2).

Além disso, outro aspecto interessante é a possibilidade de renovação dos investimentos em bens de capital e produtos intermediários importados, os quais tinham sido muito restringidos com as imposições restritivas da década de 80. Essa renovação inclusive se fazia mais do que necessária, uma vez que contribuiria para a melhoria das condições da indústria brasileira para enfrentar a agora maior competição internacional. Mais a frente buscar-se-á demonstrar a evolução da estrutura das importações brasileiras ao longo do período, para que se possa comprovar que a importação desses setores realmente apresentou considerável crescimento.

Ainda assim, ao longo da primeira e segunda fase, referenciadas na seção 2.3.1 como 1988/89 e 1990/94, respectivamente, embora o valor das importações tenha crescido consideravelmente, este ainda ficou aquém do valor das exportações. Acredita-se que a desvalorização cambial verificada até meados de 1992 tenha contribuído para o desempenho das exportações e ainda que, dada a dívida externa do país, esse saldo positivo se fazia necessário para o cumprimento de tal débito.

Desta forma, apesar do processo de abertura ter sido mais intenso sobre as importações no período de 1990 a 1994, quando a tarifa nominal média de importação caiu de 30% para 11,2% (ver tabela1) e ainda houve a redução da TEC, considerando o período 1988-1994, verifica-se um *superávit* da balança comercial em torno de US\$ 95 bilhões. Nas palavras de Oliveira-Junior (2000):

“(…), até 1993 o aumento das importações não foi suficiente para provocar um grande desequilíbrio nas contas externas ou colocar em risco os produtores nacionais. (...), isso se deveu à recessão do início da década de 90 e à realização de desvalorizações cambiais no período”. (PP. 4)

Aqui cabe destacar, antes de tratar da performance da balança comercial na última fase (1995/98), que o desempenho do *quantum* importado na segunda fase superou em muito o da primeira.

Tabela 4 - Exportação e Importação – índices de preços e quantum, 1988/98

	EXPORTAÇÕES		IMPORTAÇÕES	
	Índice de preços	Índice de quantum	Índice de preços	Índice de quantum
1988	79,2	30,9	91,7	17,4
1989	81,1	30,8	98,4	20,3
1990	79,3	28,7	106,5	21,3
1991	77,9	29,5	98,7	23,3
1992	75,3	34,5	93,7	24
1993	69,6	40,2	85,6	32,3
1994	77	41	82,9	43,7
1995	87,5	38,6	84,8	64,5
1996	87,6	39,6	85,2	68,5
1997	88,2	43,6	80,9	81
1998	82,3	45,1	76,6	82,5

Fonte: FUNCEX, elaboração própria.

Tal desempenho do quantum é explicado pela redução acentuada das tarifas de importação na segunda fase, muito embora nesse período haja que se considerar ainda a depreciação real da moeda brasileira, a qual conteve uma expansão ainda maior da quantidade importada e fomentou as exportações.

Dá já se pode inferir que caso houvesse uma reversão dessa trajetória cambial em termos reais (ou seja, a moeda brasileira se apreciasse), como de fato houve a partir de meados de 1994, o *quantum* das importações aumentaria muito, podendo inclusive ultrapassar o *quantum* das exportações.

De fato esse foi o quadro que então passou a ser predominante, de modo que já no ano de 1995 observa-se uma inflexão do saldo da balança comercial brasileira, passando esta de superavitária a deficitária. Embora esse ano tenha sido o primeiro a de fato apresentar um saldo comercial negativo, essa inflexão foi se formando pós-adoção do Plano Real.

Além da apreciação cambial em termos reais, o desempenho das exportações não foi melhor em função: (i) da baixa competitividade dos produtos brasileiros frente aos produtos dos países desenvolvidos; (ii) das crises internacionais impulsionadas principalmente pelas crises asiática (1997) e russa (1998) e, conseqüentemente, (iii) do menor crescimento do comércio mundial e (iv) da política de juros altos para não comprometer a estabilização monetária, o que reduzia ainda mais a competitividade externa.

Por outro lado, além do aquecimento da economia verificado a partir de 1993, que sem dúvida é um fator propulsor das importações, o destaque para tal desempenho deve ser atribuído à ampliação da abertura comercial, ainda que em maior escala esta tenha ocorrido nos anos anteriores; à valorização do real pós 1994; ao maior acesso a financiamentos externos para as importações e à estabilidade econômica alcançada após o Plano Real, que atraía novos investimentos e, dado o relativo atraso industrial do país, possibilitou uma ampliação considerável da participação de bens de capital e produtos intermediários nas importações totais, a qual tinha sofrido brusca redução na década de 80.

Dessa forma, o valor total importado em dólares cresceu além do valor exportado em dólares, tendo sido fruto da elevação do *quantum* importado, a qual foi impulsionada pelos baixos preços de importação dos comercializáveis (quando comparados aos valores dos mesmos produtos internamente) e pelas facilidades pós abertura. Como resultado, ao longo do período 1995-1998 a balança comercial apresentou saldo negativo.

O diferencial entre os valores importados e exportados só não foi ainda maior por conta da leve recuperação do preço das *commodities* minerais, agrícolas e industrializadas, o que amenizou o “efeito câmbio” sobre as exportações. Contudo, ainda assim, cabe destacar que os preços internacionais em dólar das *commodities* durante praticamente toda a década de 1990 esteve aquém dos valores comumente observados.

Tabela 5 - Índice de *commodities* agrícolas, minerais e industriais

	Agrícolas e Matérias brutas	Minerais	Industriais
1988	95,433	92,501	93,730
1989	99,228	84,563	90,714
1990	102,356	74,203	86,010
1991	94,008	62,838	75,910
1992	92,854	61,024	74,373
1993	105,879	52,744	75,028
1994	116,514	62,620	85,222
1995	120,277	76,002	94,570
1996	115,990	66,393	87,193
1997	111,736	67,875	86,270
1998	94,141	55,549	71,734

Fonte: FMI (2005=100), elaboração própria.

Em linhas gerais, considerando o período como um todo, enquanto em 1988 o saldo comercial foi de um *superávit* da ordem de US\$ 19,2 bilhões, em 1998 o país passou a apresentar uma balança comercial deficitária em US\$ 6,6 bilhões. O incentivo às importações e o ritmo lento das exportações, levaram a um *déficit* de cerca de US\$ 24

bilhões da balança comercial ao longo destes quatro anos. Quanto à performance da balança comercial nesse período, AVERBUG (1999) destaca:

“O comportamento da balança comercial na segunda metade da década de 90 foi condicionado por diversos fatores, a maior parte com efeitos expansionistas sobre as importações. Nesse sentido, merecem destaque a liberalização comercial e a estabilização da economia após o lançamento do Plano Real em julho de 1994, além do processo de integração no âmbito do Mercosul, o aprofundamento do programa de privatização, a retomada dos investimentos e a própria crise asiática.” (PP. 49)

Ainda no âmbito da abertura comercial, as tabelas abaixo evidenciam o impacto na inserção internacional e na estrutura produtiva do país que as medidas liberalizantes trouxeram. Enquanto a primeira estende a tabela 3 outrora apresentada de modo a sumarizar a ampliação da inserção internacional, as outras duas (7 e 8) buscam demonstrar a evolução da estrutura das exportações e importações brasileiras ao longo do período.

Tabela 6 - Exportações, importações e o grau de abertura da economia brasileira, 1988/98

	PIB	EXPORTAÇÕES			IMPORTAÇÕES			SALDO COMERCIAL	GAE***
	US\$*	US\$*	Δ%**	%PIB	US\$*	Δ%	%PIB	US\$*	%
1988	305,7	33,8	28,8	11,1	14,6	-3	4,8	19,2	15,8
1989	415,9	34,4	1,7	8,3	18,3	25	4,4	16,1	12,7
1990	469,3	31,4	-8,6	6,7	20,7	13,1	4,4	10,7	11,1
1991	405,7	31,6	0,76	7,8	21	1,8	5,2	10,6	13,0
1992	387,3	35,8	13,2	9,2	20,5	-2,3	5,3	15,3	14,5
1993	429,7	38,5	7,7	9,0	25,2	22,9	5,9	13,3	14,8
1994	543,1	43,5	12,9	8,0	33,1	31	6,1	10,4	14,1
1995	705,4	46,5	6,8	6,6	50	51,1	7,1	-3,5	13,7
1996	840,3	47,7	2,7	5,7	53,3	6,7	6,3	-5,6	12,0
1997	871,3	53	11	6,1	59,7	12	6,9	-6,7	12,9
1998	844,0	51,1	-3,5	6,1	57,7	-3,4	6,8	-6,6	12,9

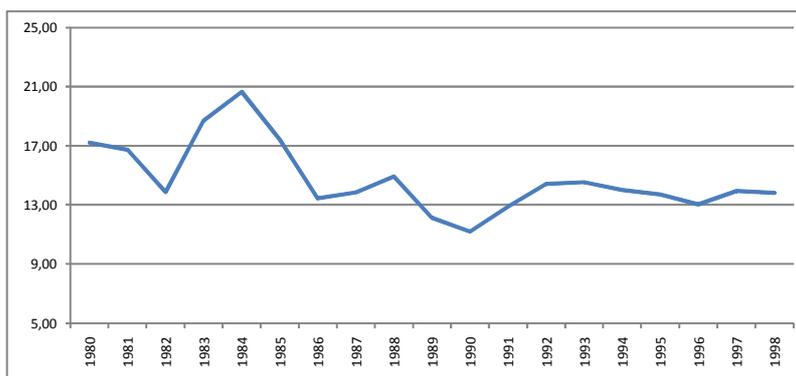
Fonte: PIB - IBGE ; Exportação e Importação: Banco Central, elaboração própria.

* Valores em bilhões de dólares correntes.

** Variação em relação ao ano imediatamente anterior.

*** Grau de abertura da economia [(Exportação + Importação)/PIB].

A tabela acima sugere uma impressão enganosa a respeito da extensão da abertura comercial e de seus efeitos, a qual é resultado da aparente queda do grau de abertura da economia brasileira (GAE).

Gráfico 2 - Grau de Abertura da Economia (em %), 1988/1998

Fonte: IPEADATA, elaboração própria.

Contudo, uma vez que uma maior abertura é resultado de um aumento da importância do comércio internacional na economia, através de um incremento da razão entre a *corrente de comércio* (exportações mais importações) e o produto interno bruto (PIB) da economia (AZEVEDO e PORTUGAL, 1997), é possível refutar essa aparente impressão.

Para tanto, é importante observar que ao longo do período analisado, o resultado da razão importação sobre o PIB (ou coeficiente de abertura às importações) cresce continuamente, enquanto a relação exportação sobre PIB apresenta uma trajetória inversa, ou seja, uma trajetória predominantemente de queda. Dessa forma, dada a metodologia de cálculo do GAE destacada, pode-se concluir que é essa queda do coeficiente de abertura às exportações que explica essa impressão enganosa a respeito da extensão da abertura comercial e de seus efeitos, expressa na redução do GAE. Diz-se ser enganosa porque uma vez que a abertura no país foi centrada na facilitação das importações, o aumento do coeficiente de importação permite ver que ela realmente ocorreu.

Assim, apesar do GAE dos anos 80 ser maior do que o verificado para os anos 90, há sim aqui uma mudança radical e de fato ampliação da abertura comercial. Uma vez que na década de 80 a política industrial brasileira era baseada na substituição de importações e a restrição às importações foi intensificada por conta da crise da dívida externa, o grau de abertura da economia brasileira era puxado, sobretudo pela exportação. De 1988 em diante, com a adoção do “modelo de liberalização”, e a ampliação de medidas voltadas para a abertura comercial, sobretudo eliminação de restrições não-tarifárias e redução das tarifas médias de importação, vê-se que as importações começaram a ter papel mais

representativo nesse índice⁵⁷. A queda da relação exportação sobre o PIB, por sua vez, denota justamente o “outro lado da moeda”, qual seja, a falta de uma ativa política industrial e de comércio exterior que deveria complementar as medidas de abertura às importações, justamente para evitar a ampliação do déficit comercial tal como se observou nos anos de 1995 até 1998.

Concomitantemente, o mesmo gráfico deixa claro, tal como dito anteriormente, que o período que compreende os anos de 1990 até 1994 reflete a maior duração da trajetória de elevação do GAE. A principal razão para este resultado foi o fato de ao longo destes anos o governo ter adotado o maior número de medidas liberalizantes. O *mix* de políticas ora expansionistas ora protecionistas, pós-adoção do Plano Real, descrito na seção que tratou sobre a abertura comercial, também fica claro no gráfico.

As tabelas abaixo (7 e 8), por sua vez, demonstram a evolução da estrutura de exportações e importações, respectivamente.

Tabela 7 - Evolução da Estrutura das Exportações Brasileiras (FOB), 1988/98

	Produtos manufaturados		Produtos semi-manufaturados		Produtos básicos		Outros produtos		Exportações totais	
	US\$*	%	US\$*	%	US\$*	%	US\$*	%	US\$*	%
1988	19,2	56,8	4,9	14,5	9,4	27,8	0,3	0,9	33,8	100,0
1989	18,6	54,1	5,9	17,2	9,5	27,6	0,4	1,2	34,4	100,0
1990	17	54,1	5,1	16,2	8,8	28,0	0,5	1,6	31,4	100,0
1991	17,8	56,3	4,7	14,9	8,7	27,5	0,4	1,3	31,6	100,0
1992	20,8	58,1	5,8	16,2	8,8	24,6	0,4	1,1	35,8	100,0
1993	23,4	60,6	5,4	14,0	9,4	24,4	0,4	1,0	38,6	100,0
1994	24,9	57,2	6,9	15,9	11,1	25,5	0,6	1,4	43,5	100,0
1995	25,6	55,1	9,2	19,8	10,9	23,4	0,8	1,7	46,5	100,0
1996	26,4	55,3	8,6	18,0	11,9	24,9	0,8	1,7	47,7	100,0
1997	29,2	55,1	8,5	16,0	14,5	27,4	0,8	1,5	53	100,0
1998	29,3	57,3	8,1	15,9	13	25,4	0,7	1,4	51,1	100,0

Fonte: Secex - DEPLA, elaboração própria.

* Valores em bilhões de dólares correntes

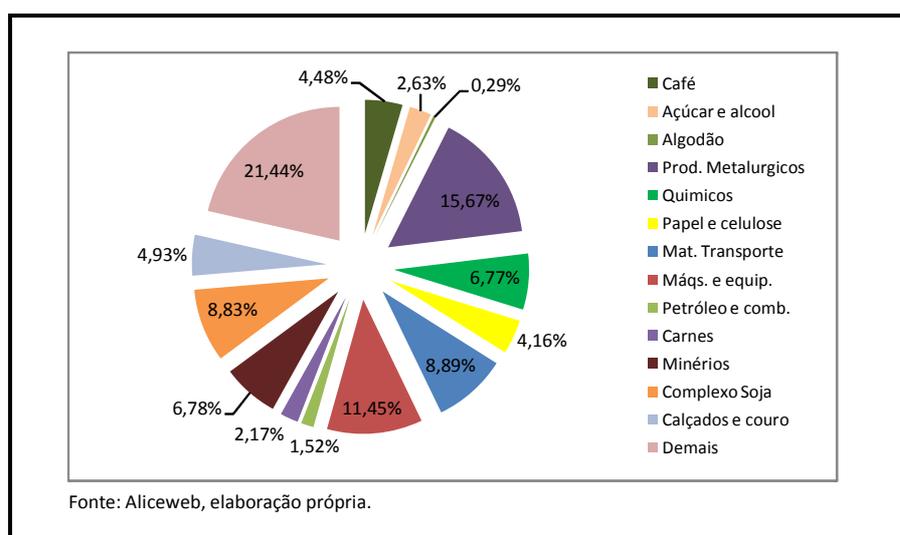
A partir da tabela acima se pode inferir que a economia brasileira apresentou leve aumento da participação de bens manufaturados e semi-manufaturados, principalmente pós estabilidade econômica alcançada pelo Plano Real. Ver-se-á, a partir da tabela abaixo (8), que um dos fatores que impulsionaram tal melhoria foi a ampliação da facilidade às importações de bens de capital e de produtos intermediários com a abertura. Os produtores se sentiam estimulados e podiam assim baratear sua produção, ampliando sua

⁵⁷ Muitos autores que escrevem sobre o tema inclusive afirmam que é comum dizer abertura às importações e não abertura comercial brasileira. Contudo, embora claramente concentrada nas importações, na seção 2.3.1 buscou-se ressaltar que também houve algumas medidas de fomento às exportações, o que leva a crer que o termo mais correto a ser utilizado é o segundo, ou seja, abertura comercial da economia.

competitividade, adquirindo máquinas de países cuja vantagem competitiva nesses produtos é maior e as condições de preço são mais favoráveis.

Apesar dessa relativa mudança, a economia brasileira ainda manteve sua pauta exportadora concentrada em *commodities* minerais, agrícolas e industrializadas, o que faz com que o resultado positivo da balança comercial seja condicionado não só ao desempenho da economia, mas também ao comércio dos países desenvolvidos. Em outras palavras, a competitividade-preço das exportações brasileiras depende de fatores exógenos aos produtores e à política econômica doméstica. O gráfico abaixo demonstra essa concentração da pauta exportadora, em média, para o período 1988/98:

Gráfico 3 - Principais mercadorias de exportação, 1988/98
(% total)



Dito isto, pode-se inferir que o baixo dinamismo de algumas economias desenvolvidas no período 1990-93, como a norte-americana, por exemplo, teria influenciado a queda dos preços de exportação de alguns dos principais produtos exportados pelo país. Outro fator que poderia explicar tal queda é a redução do índice de preços de *commodities* minerais, agrícolas e industrializadas ao longo deste período. Em contrapartida, esta queda teria sido compensada pela desvalorização cambial da moeda brasileira à época e pela redução ocorrida nos preços das importações, decorrente, sobretudo do excesso de oferta das indústrias dos países desenvolvidos e da queda mais acentuada das restrições tarifárias e não tarifárias.

Já no período 1994-1997, embora o dinamismo externo tenha melhorado, chama atenção a continuidade da queda nos preços das importações em grande parte das categorias de uso, mesmo após a fase auge de redução das tarifas. O preço das exportações teria ganhado fôlego justamente por conta dessa melhora do dinamismo internacional, pré-crise asiática, que fomentava o comércio externo e ainda por recuperação dos preços das principais *commodities* exportadas pelo país. Esse aumento pode ser encarado como um dos fatores que conteve uma queda ainda maior do valor das exportações frente às importações no período.

Tabela 8 - Evolução da Estrutura das Importações Brasileiras (FOB), 1988/98

	Bens de capital		Produtos intermediários		Bens de consumo durável		Bens de consumo não durável		Outras matérias-primas		Importações totais	
	US\$*	%	US\$*	%	US\$*	%	US\$*	%	US\$*	%	US\$*	%
1988	2	13,7	8,5	58,2	0,1	0,7	0,5	3,4	3,5	24,0	14,6	100,0
1989	2,3	12,6	10,5	57,4	0,2	1,1	1,5	8,2	3,8	20,8	18,3	100,0
1990	2,9	14,1	10,9	52,9	0,2	1,1	1,6	7,7	5,0	24,2	20,6	100,0
1991	3,2	15,2	11,3	53,6	0,4	1,7	1,8	8,6	4,4	21,0	21	100,0
1992	3,3	16,2	11,3	54,9	0,5	2,5	1,2	6,0	4,2	20,5	20,6	100,0
1993	3,9	15,4	14,1	55,8	1,1	4,3	1,6	6,3	4,6	18,1	25,3	100,0
1994	5,4	16,3	18,3	55,3	2,2	6,6	2,7	8,2	4,5	13,6	33,1	100,0
1995	8,8	17,7	25,9	51,9	4,6	9,2	5,3	10,6	5,2	10,5	49,9	100,0
1996	10,3	19,3	27,8	52,2	2,7	5,1	5,6	10,5	6,9	12,9	53,3	100,0
1997	12,8	21,4	30,9	51,8	3,9	6,5	6	10,1	6,1	10,2	59,7	100,0
1998	12,5	21,6	30,9	53,5	3,8	6,6	6,2	10,7	4,4	7,5	57,7	100,0

Fonte: Souza (2000), elaboração própria.

* Valores em milhões de dólares correntes

Tal como dito na seção que tratou das medidas de liberalização no comércio exterior, a maior parte dos produtos com tarifas reduzidas, principalmente na segunda fase de ampliação da abertura, foram bens de capital, matérias-prima e produtos de consumo intermediário, utilizados para a produção nacional.

A partir disso, destaca-se da tabela acima a evolução da estrutura das importações quanto às categorias de uso ligadas ao setor produtivo. Os bens intermediários e os bens de capital realmente ampliaram bastante sua participação no total importado, o que se fazia essencial para o aprimoramento do desenvolvimento industrial do país. O conjunto de medidas lançadas pelo governo para facilitar o financiamento das importações desses produtos, destacado na seção 2.3.1, contribuiu bastante para esta evolução.

Pós estabilização monetária, os produtos das duas primeiras colunas, principalmente os bens de capital, aumentaram sua participação nas importações totais, uma vez que sob este contexto macroeconômico o produtor enxerga maior atratividade para realizar novos investimentos.

Nesse sentido, Franco-Júnior e Triches (2010) ainda destacam que o índice de *quantum* dos bens intermediários apresentou um crescimento superior ao dos preços nos anos 1990. De acordo com os autores, enquanto a quantidade cresceu 247%, os preços decresceram desde 1990, com exceções pontuais, como no ano de 1995. Quanto aos bens de capital, os autores ressaltam um aumento da quantidade importada de 429% na década e queda do índice de preços das importações ao longo de todo o período 1988-1998.

Cabe destacar também a elevada ampliação da participação dos bens de consumo, durável e não durável, com a abertura comercial. No caso dos duráveis, a ampliação se deu, sobretudo nos primeiros anos da década de 1990, com pico apresentado no ano de 1995 (9,2%). Vale lembrar que as medidas protecionistas adotadas em alguns momentos da terceira fase de expansão incidiram, sobretudo sobre esse grupo de bens, o que justificaria não só a relativa queda dos anos seguintes frente ao ano de pico (1995), mas também a categoria de uso com menor participação nas importações ao longo período 1988/98. Para esta categoria, Franco-Júnior e Triches (2010) destacam que o índice de *quantum* foi muito mais volátil do que o índice de preços. Enquanto o primeiro variou 1020% na década de 1990, o segundo apresentou uma oscilação negativa de aproximadamente 24%, no mesmo período.

Já no caso dos bens não-duráveis, vê-se um quadro inverso, com as maiores participações tendo sido alcançadas nesse período de *déficit*. A justificativa para tal ampliação está na ampliação das medidas de abertura voltadas para esses bens, uma vez que o governo pretendia assim evitar escassez no mercado interno, o que pressionaria os preços para cima. Chama atenção também, a variação do quantum importado no ano de 1996 e ainda a variação para baixo acentuada do preço de importação desta categoria de uso, tal como pode ser observado na tabela abaixo.

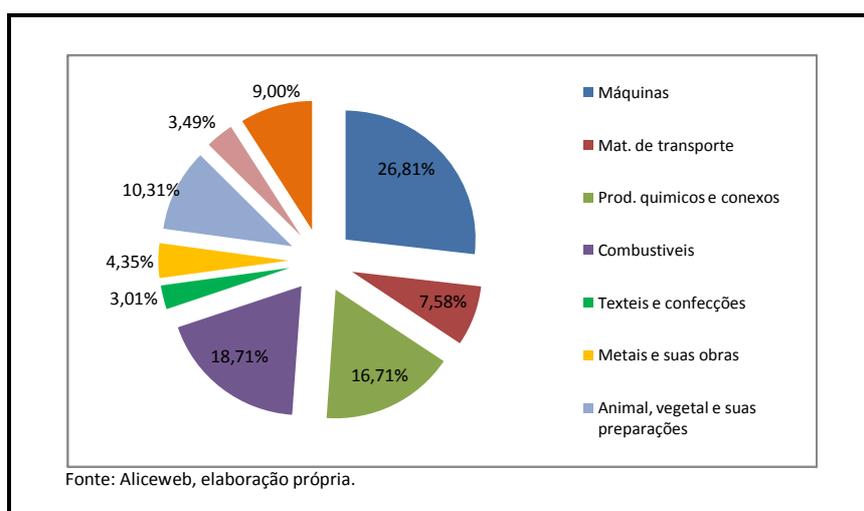
Tabela 9 - Crescimento anual das Importações por categoria de uso (variação do preço e *quantum*)

	Bens de capital		Produtos intermediários		Bens de consumo durável		Bens de consumo não durável		Combustíveis	
	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum
Média 1991/92	-5,5	13	-4	6,1	-12,4	60,9	-3,4	-10,8	3,8	-11,9
1993	-7,1	24,8	-7,3	34,8	-3,3	123,3	-2,6	37,4	-13	24,1
1994	-7,4	50,2	-2,5	32,7	-2,7	106,9	-2,3	73,2	-1,1	-0,7
1995	-9	80,9	4,8	35,1	0,4	107,3	-1,4	99,1	13,8	3,3
1996	-1,4	16,1	-16,6	28,5	5,2	-40,7	-10,4	17,9	7,1	14,5
1997	-3	34	7,4	5,6	0,5	44,2	16,5	-7	12,9	-12

Fonte: IPEA e FUNCEX.

Por fim, verifica-se uma queda acentuada da participação de outras matérias-primas ao longo do período por conta, principalmente, da ampliação da produção interna de petróleo, que ainda assim foi um dos produtos mais importados pelo país na média do período 1988/98, tal como mostra o gráfico abaixo.

Gráfico 4 - Principais mercadorias de importação, 1988/98
(% total)



Mediante o aqui exposto, pode-se afirmar que as duas principais conseqüências da abertura comercial, aliada à conjuntura econômica da época, foram o expressivo aumento das importações e a drástica reversão dos saldos comerciais. Destaca-se que o incremento do *quantum* importado foi ainda mais expressivo por conta da queda dos preços da importação, predominante quase que ao longo de todo o período avaliado. A explicação para tal comportamento dos preços acredita-se estar ligada intimamente à própria abertura comercial, uma vez que esta desenvolveu canais de comercialização em maior escala e na maioria dos casos de forma mais eficiente, podendo assim obter preços mais favoráveis.

* * *

Quanto à ampliação da abertura financeira, tal como descrito logo no início da seção 2.3.2, é preciso considerar dois processos, independentes entre si, a saber: (i) a liberalização da conta de capitais do balanço de pagamentos e, (ii) a ampliação de transações monetárias e financeiras em moeda estrangeira no país.

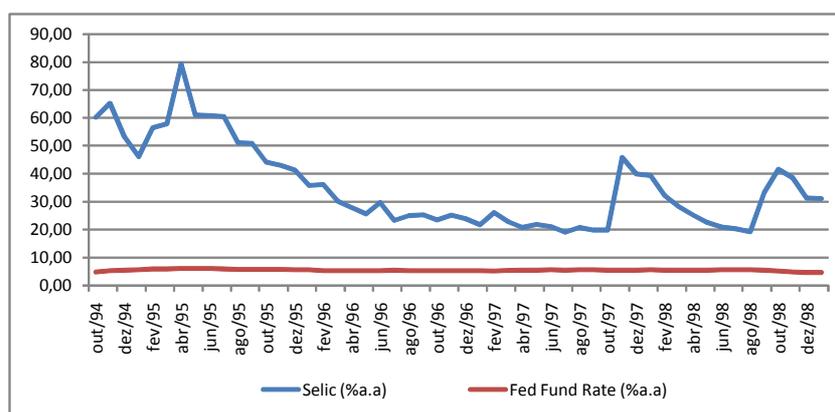
A tabela 2 permite verificar considerável liberalização da conta de capital e financeira do balanço de pagamentos. É bem verdade que a conta financeira apresentou um

desempenho muito superior à conta de capital. Somente no período de 1990-1998 o saldo da conta financeira cresceu 539%, tendo passado de US\$ 4,6 milhões para US\$ 29,4 milhões.

A partir das mudanças realizadas tanto no âmbito das *inward transactions* como no das *outward transactions*, destacadas na seção 2.3.2, percebe-se uma mudança significativa na interação do país com os principais movimentos de capital financeiro e produtivo internacional, de modo que se conclui por uma redução do isolamento do país nesse tocante, ainda que, sobretudo a partir dos anos 90.

Essa ampliação da interação do país com os principais movimentos de capital financeiro e produtivo internacional foi resultado não só da grande liquidez externa do início da década, mas, principalmente, por conta de fatores internos que possibilitaram e tornaram essa opção de financiamento não só factível, mas também desejável. São eles: (i) as facilidades adquiridas com a ampliação da abertura financeira, nesse caso, fundamental; (ii) a renegociação da dívida externa e a queda do risco-país; (iii) a estabilidade monetária que se mostrava até então alcançada; e principalmente (iv) o elevado diferencial entre as taxas de juros domésticas e internacionais⁵⁸. Tamanho diferencial de juros pode ser percebido na comparação realizada no gráfico abaixo.

Gráfico 5 - O diferencial das taxas de juros: Selic x Fed Fund Rate



Fonte: Selic - Banco Central do Brasil; Fed Fund Rate: Bureau of Labor Statistics, elaboração própria.

Intencionava-se com esta medida criar um grande diferencial de juros que atraísse ainda mais o capital externo, que já vinha entrando no país desde o início da década. Com isso, três conseqüências diretas se deram sobre a economia do país, a saber: (i) aumento da dependência de capitais externos; (ii) agravamento do déficit das contas públicas por

⁵⁸ A política de juros altos (maiores do que os juros externos) teve início no final do ano de 1991.

aumentar os encargos do serviço da dívida externa e interna e (iii) redução da competitividade externa das exportações nacionais. (GIAMBIAGI, 2005).

Dessa forma, dentre outras medidas, a relativa liberalização cambial, associada com a elevação do diferencial das taxas de juros domésticas e externas e à necessidade de estabilização gerou uma significativa ampliação dos investimentos estrangeiros no Brasil, canalizados principalmente nas aplicações de portfólio através da criação dos Anexos, em especial do Anexo IV (ver seção 2.3.2).

A título de exemplo, vê-se que o volume de emissão de ações e títulos no mercado financeiro internacional ampliou-se bastante. Com relação às ações, no período de 1990/94, verifica-se um crescimento do saldo líquido de US\$ 0,1 milhão para US\$ 7,3 milhões. No período 1995-98, este crescimento perde vigor, sobretudo por conta das crises internacionais antes já mencionadas. Já para os títulos, o crescimento nesse primeiro período é ainda superior, passando de US\$ 0,5 milhão para US\$ 46,8 milhões. Da mesma forma, no período 1995-1998 o crescimento se dá a taxas menores, em virtude das condições externas adversas, muito embora o governo tenha adotado políticas de cunho restritivo, ampliando a taxa de juros básica da economia⁵⁹. O investimento brasileiro em carteira também se ampliou consideravelmente, com o valor em aplicação tendo sido muito superior ao valor em retorno.

Outra rubrica que chama atenção, a partir da tabela 2, é a de investimento estrangeiro direto (IED). De 1995 até 1998 o valor investido no país, nesse tocante, ampliou bastante (variação de crescimento de cerca de 557% em apenas quatro anos). Uma justificativa para tamanho crescimento é a ampliação das privatizações somada à estabilização monetária do país. Tais investimentos concentraram-se na aquisição de empresas públicas e privadas nacionais, sobretudo no setor de serviços (CASTRO, 2005).

A partir disso, outro aspecto estrutural, a respeito da remuneração do capital financeiro internacional, seja sob a forma produtiva ou especulativa, chama atenção (ver tabela 2). Primeiro, o aumento de IED gerou elevação não só da remessa de lucros e de *royalties*, mas também, contribuiu para ampliar ainda mais as importações⁶⁰, sobretudo no final da década. No segundo caso, a ampliação de captação de recursos a partir de títulos

⁵⁹ Uma exceção para este período foi a captação de recursos através de *notes* e *commercial papers*, liberados em 1990, que continuaram a apresentar trajetória crescente (vide tabela 2).

⁶⁰ Dado que grande parte do IED foi via aquisição de empresas nacionais ou construção de filiais no Brasil, tal medida acabava fomentando importações do país o qual adquiriu a empresa brasileira ou onde a matriz estava instalada, respectivamente.

de renda fixa, por exemplo, elevou o pagamento de juros de renda fixa⁶¹, sobretudo após os sucessivos aumentos da Selic.

Os maiores aumentos da Selic se deram sobretudo nos momentos em que o quadro externo se tornava adverso, com possibilidade de repique sobre as bases do Plano Real. Entre eles, destacam-se a crise mexicana do final de 1994 e a asiática no segundo semestre de 1997, nas quais tal política ainda surtia o resultado esperado. Apesar de alguma saída de capital, inerente a situações de crise, as elevadas taxas de juros praticadas no país conseguiram contornar maiores fugas de capital durante estas crises. Porém, com o estouro da crise russa não se observou o mesmo resultado.

Já no âmbito do segundo nível de abertura financeira, a tabela abaixo, reproduzida a partir de Sicsú (2006:234), demonstra a redução da saída no início do Plano Real, via contas CC5 desfiguradas. Contudo, posteriormente, sobretudo por conta da reversão do quadro externo, a mesma tabela demonstra a ampliação da saída líquida de recursos.

Tabela 10 - Evolução das operações realizadas através das contas CC5 desfiguradas (US\$ bilhões)

	Ingressos	Remessas	Saldo
	US\$ bilhões	US\$ bilhões	US\$ bilhões
1993	8,6	14,9	-6,3
1994	8,1	13,3	-5,2
1995	15,7	19,7	-4
1996	0,24	13,3	-13,1
1997	0,64	21,8	-21,2
1998	2,3	27,2	-24,9

Fonte: Sicsú (2006), elaboração própria.

Mediante essas avaliações aqui realizadas, tanto no âmbito comercial, quanto no âmbito financeiro, infere-se que o país passou por uma considerável mudança estrutural. Comercialmente, verifica-se um incremento das importações, principalmente de setores antes deveras restrito, como de bens de capital, e uma mudança, ainda que leve, na pauta de exportações, com redução da exportação de produtos básicos. No segundo âmbito, verifica-se significativa ampliação da participação do capital estrangeiro no investimento em carteira, destacando-se o investimento em títulos de renda fixa de longo e curto prazo. A ampliação do IED também chama atenção, bem como sua contrapartida, seja via aumento da remessa de lucros e dividendos para o exterior, ou ainda fomentando ainda mais as importações.

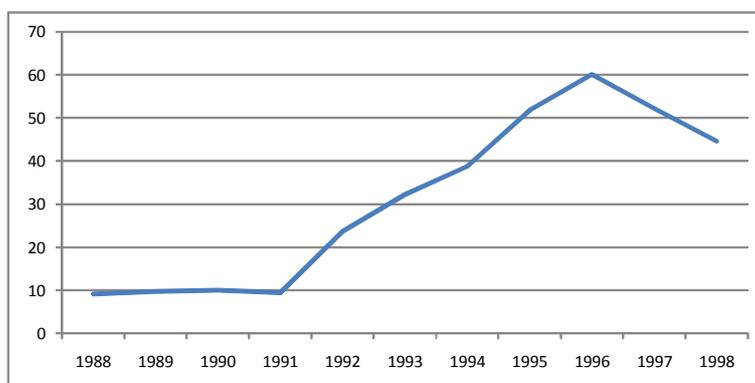
⁶¹ Cabe destacar que essa renda fixa são lastreadas aos títulos públicos, daí o efeito do aumento da Selic.

A partir dessas mudanças, observa-se um saldo em transações correntes negativo desde 1990, à exceção do ano de 1992, o qual exigia uma entrada de capitais tão forte quanto para cobrir o desequilíbrio, aumentando assim o passivo externo da economia brasileira.

Num primeiro momento (primeiros anos da década), foi possível conter tal *déficit* dado o elevado ingresso de recursos externos, tendo sido verificado inclusive aumento das reservas internacionais do país. Pode-se dizer que, condições internas e externas possibilitaram ao país se tornar, novamente, importador líquido de capital. No *front* interno, a ampliação da abertura financeira, a renegociação e securitização da dívida externa brasileira, a adoção de uma política sistemática de juros reais elevados desde 1992 e ainda o forte processo inflacionário debelado com a implementação do Plano Real configuram fatores favoráveis à captação de recursos pelo país. Externamente, o contexto era de abundância de capital, sobretudo no início/meados da década, que se viram atraídos por estas condições domésticas.

Contudo, o fim da década não apresentou um contexto externo favorável, sobretudo após as crises asiática e russa, de modo que foi preciso utilizar parte dessas reservas. Na seção 2.2.1, buscou-se ressaltar que uma das condições para funcionamento do regime de âncora cambial, além da ampliação do grau de abertura, é o volume de reservas internacionais. Assim, dada a queda desse volume (ver gráfico abaixo), o funcionamento do regime de âncora cambial, um dos pilares da política econômica adotada até então, poderia ficar comprometido.

Gráfico 6 - Evolução das Reservas Internacionais do país (US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Apresentada essa mudança estrutural do setor externo, alcançada sob o contexto de abertura comercial e financeira praticada pelos governos brasileiros ao longo da década de

90, deve-se questionar se a inflação brasileira se tornou mais sensível a componentes externos. A seção seguinte busca justamente verificar tal questionamento.

2.4.2 A liberalização comercial e financeira e a inflação brasileira

Descritas as conseqüências mais diretas das medidas de ampliação da abertura comercial e financeira (aumento das importações, ampliação do IED etc), bem como apresentada a trajetória dos principais indicadores econômicos, a pergunta que se coloca agora é: teria a inflação brasileira, sob este contexto de maior abertura tanto comercial quanto financeira, se tornado mais sensível⁶² a componentes externos, como câmbio e preços de *commodities*, por exemplo?

Mediante todo o caminho construído no presente capítulo, acredita-se que a resposta a tal questionamento seja afirmativa. Isso porque, sob este “modelo de liberalização”, a economia brasileira está mais fortemente sujeita a movimentos da economia internacional e a “choques” de alguns componentes de oferta, antes travados pelas restrições comerciais e financeiras. Cabe ressaltar que esses movimentos e “choques”, aliados à conjuntura macroeconômica interna, podem ser positivos ou não à inflação.

A título de exemplo, um grau de abertura comercial mais elevado deixa a economia mais vulnerável à inflação externa. Os preços domésticos se tornam mais sensíveis aos externos, dependendo da taxa de câmbio. Assim, pode-se dizer que há chances de se obter maior “inflação importada” *potencial*, pois quanto mais produtos são adquiridos no exterior em relação ao total de produtos comprados pelos residentes, maior é a probabilidade de um aumento do preço de um produto qualquer no mercado internacional influenciar o nível de preços domésticos, dada a maior quantidade de produtos importados presente na cesta doméstica de cálculo da inflação (SICSÚ, 2002). Da mesma forma, o inverso também pode ocorrer. Havendo uma redução dos preços internacionais, os produtores de bens comercializáveis provavelmente reduzirão seus preços, o que também pode influenciar o nível de preços domésticos, só que agora gerando uma pressão baixista.

Voltando a atenção para o período aqui avaliado, em relação aos anos iniciais, 1988-1994, alguns poderiam contestar tal resposta afirmativa. Contudo, vale lembrar que

⁶² Com a expressão “mais sensível” aqui utilizada não se pretende quantificar ou ainda estimar se a ampliação da abertura gerou mais ou menos inflação. O que se pretende ao final deste capítulo é demonstrar que com as medidas liberalizantes a inflação doméstica se tornou mais “permeável” a componentes externos, antes contidos por conta das restrições comerciais e financeiras.

embora os preços internacionais estivessem mais baixos, o câmbio encontrava-se desvalorizado e, dada a elevada dívida externa do país, a captação de recursos externos, bem como a ampliação de IED tardaram a acontecer. Ou seja, os efeitos iam em direções opostas, o que dificulta a compreensão de que a inflação doméstica teria se tornado mais permeável a componentes externos.

Porém, pós adoção do Plano Real, mais especificamente a partir da decisão de baseá-lo num regime de âncora cambial, a ampliação da sensibilidade da inflação pode ser vista com mais facilidade. Para tanto, cabe entender melhor o funcionamento de tal regime.

Uma vez estabelecida uma taxa de câmbio, cujo valor nominal independe do diferencial de inflação entre a economia do país âncora e a nacional, para qualquer variação do nível de preços interno superior a uma variação do nível de preços externo há uma valorização cambial real da moeda nacional⁶³. Nesse caso, estando os preços dos produtos comercializáveis em nível superior (em moeda nacional), espera-se uma elevação da competitividade das importações e, conseqüentemente, um desvio de demanda para estas. Assim, se não quiserem perder mercado, os produtores nacionais destes bens terão que subordinar a variação dos preços dos produtos comercializáveis nacionais à inflação externa, ou seja, teriam que reduzir seus preços. Em outras palavras, num regime de âncora cambial uma variação da inflação interna superior a inflação externa leva a uma apreciação do câmbio real e, portanto, força, numa economia aberta, a queda dos preços comercializáveis. Além desse primeiro efeito direto, conforme descrito no primeiro capítulo, ainda pode-se esperar que, indiretamente, haja um transbordamento para os bens não comercializáveis, via preço dos insumos utilizados na produção destes últimos.

O trecho abaixo resume esta idéia inicial e ainda ressalta outro efeito proveniente do regime de âncora cambial, qual seja, alteração das expectativas dos agentes financeiros quanto à inflação, que deixam de ser balizadas pela variação de preços doméstica, e passam se basear na variação de preços do país cuja moeda se torna referência:

“(…). Variantes do regime monetário de metas cambiais vêm sendo adotadas contemporaneamente em países com histórico de alta inflação crônica (Argentina e Brasil, por exemplo) como uma estratégia antiinflacionária, uma vez que subordina de duas maneiras a inflação doméstica à taxa de variação de preços verificada no país âncora: (i) diretamente, ao impor um limite superior para os preços dos bens transacionáveis ou comercializáveis; e (ii) indiretamente, ao coordenar as expectativas inflacionárias, na medida em que funciona como uma regra

⁶³ A taxa de câmbio real é obtida a partir da seguinte fórmula: taxa de câmbio real efetiva = taxa de câmbio nominal X Preços externos/Preços internos.

ou mecanismo automático que restringe a condução da política monetária, evitando, dessa maneira, o problema de inconsistência temporal.” (MODENESI, 2005:15)

Ou ainda em:

“É importante mencionar que a lógica de combate à inflação via ancoragem cambial tem de ser acompanhada de uma maior liberalização cambial por parte do país em questão. Isto porque ao ocorrer uma apreciação da taxa de câmbio, os produtos importados tornam-se mais baratos vis-à-vis os nacionais. Assim, via concorrência externa, os bens comercializáveis tendem a ter seus preços domésticos reduzidos, e dado o grau de coerência da política econômica, tal estabilidade de preços tende a propagar-se para a economia como um todo, formando assim, um novo vetor de preços.” (BORÇA-JUNIOR, 2005:43)

Dito isto fica clara a forte dependência do regime à abertura comercial, para que se alcançasse o resultado desejado, qual seja o controle inflacionário. Grosso modo, a abertura comercial ao facilitar a competição entre produtos nacionais e importados, eleva o peso relativo dos preços dos bens comercializáveis e da taxa de câmbio na formação dos preços domésticos que, dadas suas trajetórias, ajudaram a conter a inflação no período 1995-1998. Isso porque, no caso, verificou-se uma redução dos preços de importação, maior competitividade desta e uma apreciação cambial⁶⁴, que gera uma variação negativa na inflação doméstica, por afetar diretamente os bens comercializáveis e indiretamente os não comercializáveis e administrados. Daí, já se pode inferir que a inflação doméstica ficou mais sensível a componentes externos. Da mesma forma, caso o verificado fosse o contrário, *ceteris paribus*, verificar-se-ia maior risco de “importar inflação” e ainda maior pressão inflacionária doméstica via conflito distributivo.

A abertura financeira, por sua vez, ao mesmo tempo em que amplia a facilidade de entrada de recursos também permite a rápida retirada de capitais do país. Assim, inicialmente, ela reforçou a tendência de apreciação cambial, bem como, via diferencial de juros, ajudou a manter o câmbio dentro do limite permitido.

O trecho seguinte reforça a importância da abertura da economia para a então alcançada estabilização monetária, o que implicitamente ressalta a maior sensibilidade deste indicador econômico a componentes externos:

“(…). Como se sabe, desde o Plano Cruzado, os elementos utilizados para interromper a aceleração inflacionária foram: reformas monetárias, a desindexação dos contratos, o congelamento de preços e o seqüestro de ativos financeiros. Todos os planos (Cruzado, Bresser, Verão e Collor)

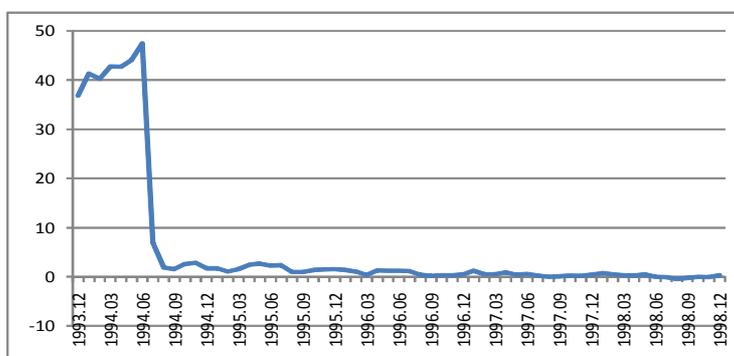
⁶⁴ Quanto mais valorizada estiver a moeda nacional em relação à moeda de referência, mais competitivos estarão os produtos importados, e assim, maior será o efeito no controle do nível de preços.

tiveram duração efêmera e o país conviveu durante quase uma década com o fenômeno da “inflação extrema”. Durante todos estes episódios a economia brasileira estava extremamente isolada dos fluxos internacionais de comércio e de capitais, o que dificultava a utilização da disciplina dos preços mundiais e impossibilitava de atrair poupança externa como instrumento coadjuvante de um programa de estabilização macroeconômica.” (SILBER, 2003: 12)

Ainda nesse mesmo sentido, a passagem abaixo destacada, retirada de Prates (1997), resume a eficácia do Plano Real baseado no regime de âncora cambial e ainda corrobora de forma mais explícita a maior sensibilidade da inflação doméstica a componentes externos, destacando que nesse caso o resultado auferido foi positivo, ou seja, observou-se uma queda da inflação brasileira (ver gráfico 7, após o trecho seguinte):

“(…). No Brasil, a inversão da ordem entre estabilização e reformas estruturais explicitou-se com a adoção do Plano Real. Por um lado, a estabilização ancorada no câmbio foi possível devido ao nível elevado de reservas, acumulado após o avanço da abertura financeira. Por outro, a rápida redução do patamar inflacionário está associada à pressão competitiva exercida pelas importações, viabilizada pela abertura comercial.” (PP. 102)

Gráfico 7 - Evolução da variação percentual mensal do IPCA, 1994/98



Fonte: IBGE, elaboração própria.

Assim, pode-se concluir, então, que em relação ao controle inflacionário, o canal do câmbio de transmissão da política monetária foi eficaz dada à manutenção de baixos patamares inflacionários desde 1994. E este, tal como já mencionado, só foi possível graças à ampliação da abertura comercial e financeira.

Contudo, dada a reversão do contexto externo com a crise russa e a inevitável fuga de capitais, haja visto que dessa vez o receituário de aumento das taxas de juros não fora bem sucedido, verificou-se uma pressão sobre a moeda doméstica. O real então se desvalorizou e o governo se mostrou temeroso quanto à possibilidade de volta da inflação,

o que salienta o aumento da sensibilidade desta última a choques de oferta externos (porém agora com sentido inverso ao até então observado).

O regime cambial teve que ser repensado, bem como a política econômica que cercaria essa mudança, tal como se buscará apresentar nas seções iniciais do capítulo que se segue.

2.5 Sumário e conclusões

O presente capítulo tinha como principal objetivo descrever o processo de ampliação da abertura comercial e financeira brasileira, para que fosse possível avaliar preliminarmente, se a inflação do país se tornou mais sensível ao componente de custos, em especial aos determinantes externos de custos, a saber: câmbio e preços internacionais.

Para tanto, julgou-se necessário, primeiramente, fazer um breve panorama do contexto histórico-econômico da década de 1990, período o qual se considera o auge da ampliação da abertura tanto comercial quanto financeira da economia brasileira. O intuito era esclarecer o porquê da mudança de política de crescimento, antes baseada no MSI, e ainda destacar algumas peculiaridades econômicas, desde o objetivo-foco até as políticas adotadas em cada governo desse período, para que fosse possível um entrelace dessas com as medidas liberalizantes.

Assim, em seguida, buscou-se descrever o processo de ampliação da liberalização comercial. No biênio 1988/89, destaca-se a reforma tarifária iniciada em maio de 1988, que embora tivesse uma pretensão tímida, pôde ser considerada um marco, na medida em que se constituiu no primeiro conjunto de medidas contendo um teor liberalizante, desde o início da imposição de restrições às importações no início dos anos 80. Na fase seguinte, 1990-1994, as medidas foram mais profundas, tendo isso inclusive essa fase denominada como o “auge” da ampliação comercial. Destaque para a eliminação das restrições não-tarifárias, a continuidade da redução gradual das tarifas médias de importação e ainda a extinção de grande parte dos regimes especiais de importação. Na última fase, 1995/98, buscou-se demonstrar que o ritmo da abertura comercial do país este fortemente condicionado aos interesses conjunturais do Plano Real, dado que desde julho de 1994, a estabilização econômica tornou-se o “objetivo foco” da política econômica, ficando claro assim o entrelace com a seção descrita inicialmente. Destaca-se então que o governo transitou entre medidas de teor mais liberalizante e outras mais protecionistas.

Descrição semelhante foi feita para a abertura financeira na seção seguinte. A integração financeira do Brasil com os demais mercados financeiros do mundo englobou sobretudo os dois primeiros níveis de liberalização, ingresso de capital e remessa de capital, com destaque para as medidas do primeiro nível ao longo do período 1987-1993 e para as medidas do segundo nível no restante da década.

Por fim, as duas últimas seções buscaram avaliar as principais conseqüências dessa ampliação da abertura. A mais visível conclusão que se chega é que o processo de liberalização determinou grande mudança da estrutura econômica do Brasil, provocando reflexos sobre o balanço de pagamentos do país. Dentre as conseqüências mais imediatas destaca-se (i) considerável crescimento das importações (elevação do índice de *quantum* e queda dos preços na maioria do período), principalmente de bens de capital e de bens duráveis; (ii) ampliação dos investimentos em carteira, e ainda (iii) ampliação dos IED. A partir daí, entrelaçando as medidas liberalizantes e seus efeitos imediatos ao contexto econômico, buscou-se demonstrar que assim a inflação brasileira se tornava mais sensível, ou ainda, mais sujeita, a componentes externos antes não tão sentidos por conta das restrições que se faziam valer no país.

3 A POLÍTICA ECONÔMICA E A INFLAÇÃO NO BRASIL NO PERÍODO 1999-2009

3.1 Introdução

Dado o contexto de desequilíbrios externos observado nos últimos anos da década de 1990, o governo decidiu modificar a política econômica do país. Essa passou a basear-se num tripé, o qual compreende um regime cambial flexível (tido como “estopim” para as demais modificações da política), adoção de uma política fiscal austera, com metas para *superávits* primários visando a redução da relação dívida pública sobre o PIB, e ainda de uma política monetária baseada no regime de metas inflacionárias. Entendia-se à época que essa mudança era essencial para que todo o esforço em prol da estabilização monetária não tivesse sido em vão.

Paralelamente, o governo continuou a promover a abertura da economia, muito embora as medidas então implementadas tenham apresentado um caráter de manutenção em relação às medidas já realizadas ao longo da década de 1990.

Sob esse contexto, este capítulo tem como principal objetivo avaliar a sensibilidade da inflação brasileira à taxa de câmbio e aos preços internacionais de *commodities* no período pós 1999, a partir da adoção dessa nova política econômica que vigora no país até os dias atuais. Ademais, buscar-se-á analisar o tratamento do regime de metas de inflação à inflação proveniente desses componentes de custos externos.

Para tanto, a primeira seção tratará da mudança da política econômica, dando ênfase à transição do modelo de câmbio administrado para o de câmbio flexível, e ainda à adoção do regime de metas como diretriz da política monetária do país, o qual inclusive será avaliado numa subseção. A seção seguinte destina-se à análise do objetivo central deste capítulo, qual seja, avaliar a decomposição da inflação brasileira no período de 1999 até 2009. Posteriormente, visando avaliar se o modelo de metas inflacionárias utilizado pelo Banco Central tem um tratamento adequado para lidar com o tipo de inflação que mais afetou a economia brasileira no período, será analisado o desempenho brasileiro em relação ao cumprimento das metas de inflação.

A análise quanto à decomposição inflacionária consistirá na avaliação do ambiente macroeconômico ao longo do período e ainda na estimação de um modelo para a inflação brasileira (medida pelo IPCA) usando a metodologia de vetores auto-regressivos (VAR). Através desse instrumental almeja-se avaliar qual componente teve maior participação na variação do IPCA no período, se de demanda ou de custos, mais especificamente custos externos. Para tanto, serão avaliados às funções de resposta ao impulso e ainda a decomposição da variância, as quais são obtidas com o uso dessa metodologia, VAR. Por fim, a última seção buscará resumir as conclusões.

3.2 O fim do regime de âncora cambial e os pilares da política macroeconômica pós 1999

Conforme destacado no capítulo anterior, no momento em que a economia internacional sofria uma reversão, passando de um quadro favorável a um adverso, ocorria uma saída significativa de capital do país em direção aos principais centros financeiros, dada a ampliação da mobilidade de capital promovida pela maior abertura financeira do país.

Essa “fuga de capital” fora em parte contida durante as crises mexicana e asiática. Contudo, a estratégia de financiamento do *déficit* em transações correntes via elevação das taxas de juros visando ampliar o diferencial referente às taxas praticadas

internacionalmente, não mais conseguiu surtir esse efeito de manutenção e/ou ingresso de capitais quando se deu a crise russa, em 1998, a qual foi proveniente da ausência de condições desse país em pagar sua dívida pública externa.

Um dos principais fatores do esgotamento da prática de elevação dos juros para conter a fuga de capitais foi a falta de confiança dos agentes econômicos na economia brasileira, uma vez que acreditava-se fortemente na possibilidade de que o mesmo acontecesse com o Brasil⁶⁵.

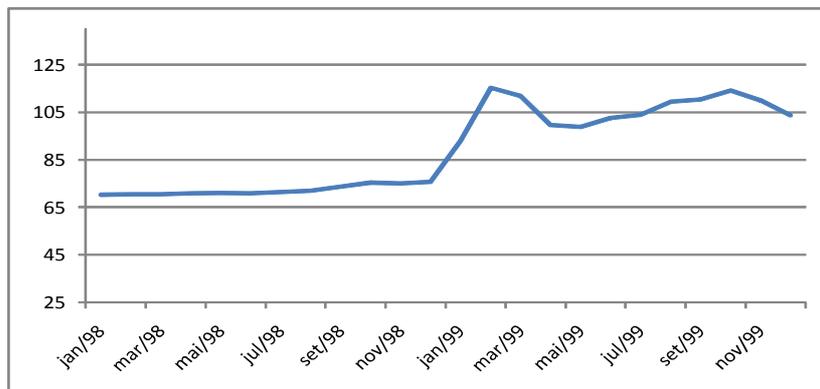
Dessa forma, após esse terceiro ataque especulativo contra a moeda brasileira, o modelo de estabilização baseado no regime de âncora cambial se viu fortemente ameaçado. Isso porque, dado que o clássico instrumento de combate a essas adversidades (taxa de juros) não se mostrou suficiente, houve considerável saída de capitais do país, a ponto da autoridade monetária ter tido que utilizar reservas internacionais para cobrir o *déficit* em transações correntes, o qual a economia brasileira vinha recorrentemente apresentando desde 1995 (vide tabela 2 no capítulo anterior).

O Banco Central precisou intervir no mercado para que o câmbio se mantivesse entre as bandas estipuladas. Quando a situação se tornou insustentável e deveras onerosa, o governo se viu “obrigado” a deixar a taxa de câmbio flutuar. Deixava de valer, assim, o regime de câmbio administrado. Passaria a vigorar, a partir de janeiro de 1999, o regime de câmbio flutuante, mais especificamente o regime de flutuação suja.

“(…) Esse pareceu ser o tiro de misericórdia que fez o governo abandonar o regime de câmbio controlado e deixar flutuar a taxa de câmbio. Ao mesmo tempo em que se esvaíam as reservas cambiais, a taxa de câmbio começou a subir ao sabor da lei da oferta e da demanda. Só no item reservas internacionais o país chegou a perder cerca de US\$ 30 bilhões em poucos meses de 1998. Tanto na crise asiática quanto na crise russa, os investidores estrangeiros sacavam recursos que haviam antes aplicados nos países emergentes para recomposição de prejuízos e devido ao medo de sofrerem novas perdas.” (NEUTZLING-JUNIOR, 2007:107)

O gráfico abaixo ilustra a desvalorização da moeda brasileira quando o regime cambial se tornou flutuante. Vê-se que a taxa de câmbio não só subiu bruscamente, o que até é normal com a transição de um regime administrado para um flutuante, mas manteve-se neste patamar, ou seja, mais alta.

⁶⁵ Cabe destacar que essa semelhança na prática não era verdadeira. O problema da dívida pública brasileira circundava a esfera nacional, uma vez que a mesma era “predominantemente denominada em moeda local e detida por credores também locais”, diferentemente da russa, a qual obteve dificuldades para honrar com a dívida externa e não tinha canais, dada a recessão e crise social do país, para reverter essa fragilidade (HERMANN, 2005: 241).

Gráfico 8 - Evolução da taxa de câmbio real efetiva mensal, 1998/99 (IPCA jun./94=100)

Fonte: Banco Central do Brasil

Tendo a moeda brasileira apresentado forte desvalorização⁶⁶, dada a maior corrente de comércio e, principalmente, a prévia ampliação do peso das importações no PIB, o temor de uma possível volta da inflação ganhou espaço, o que corrobora a relação de maior sensibilidade da mesma a componentes de custos externos. Nas palavras de Oliveira-Junior (2000):

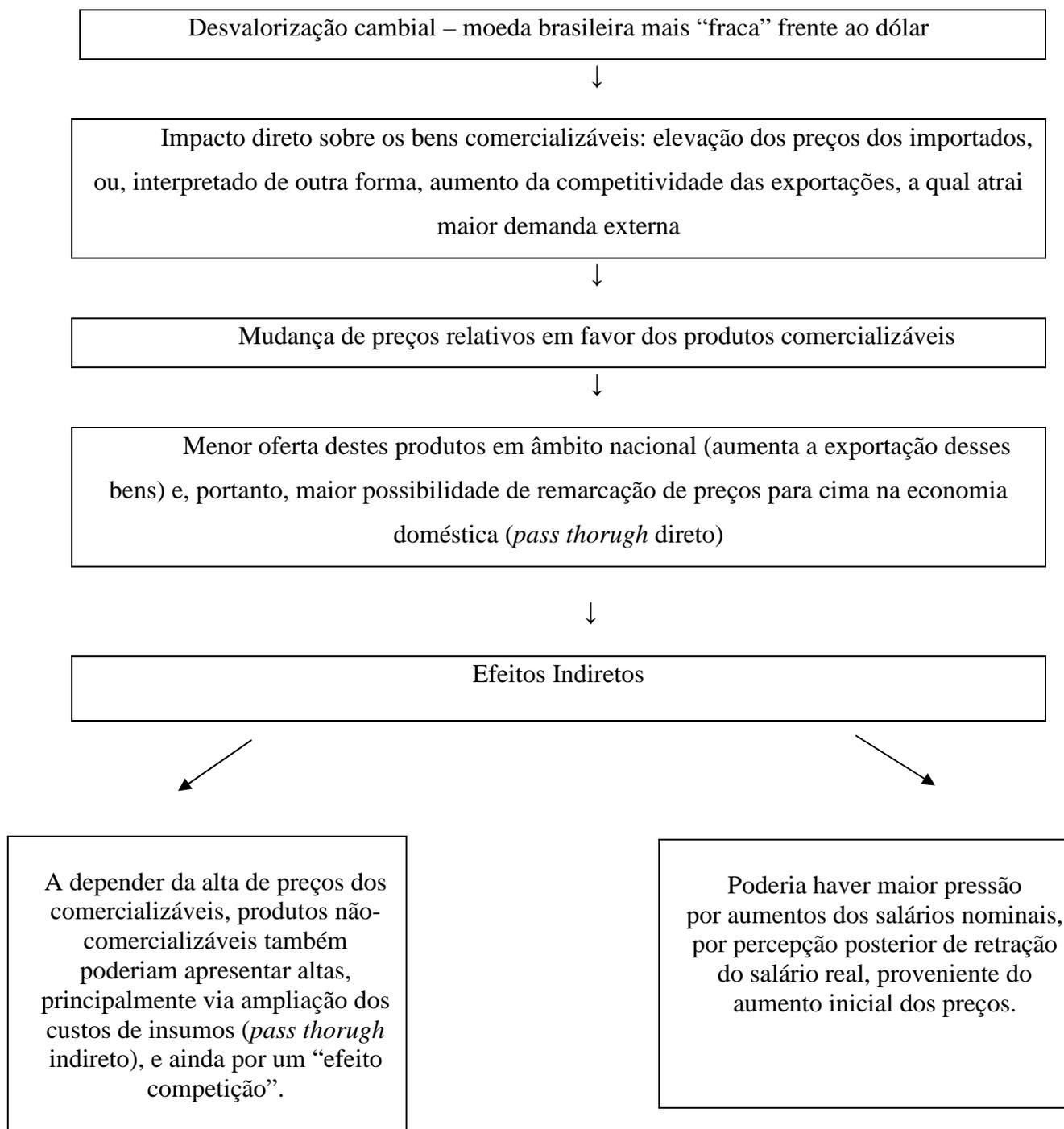
“(…) houve, em janeiro de 1999, uma mudança do regime cambial, acompanhada de uma desvalorização da moeda nacional de cerca de 50%. Previu-se, então, um crescimento da inflação, que havia sido mantida baixa desde meados de 1994. Tal expectativa decorria da maior participação das importações na oferta da economia brasileira após a abertura comercial, o que daria aos produtores de bens comercializáveis com o exterior a possibilidade de aumentar seus preços.” (PP.1)

Ou ainda, como bem conclui Hermann (2004), no que se refere à desvalorização cambial:

“(…) As eventuais depreciações cambiais das fases expansivas elevam o custo das importações, sendo este efeito ampliado nos países cuja pauta de importações é concentrada em bens intermediários e de capital, como é o caso do Brasil. Além disso, a depreciação cambial tende a redirecionar parte da produção doméstica para o mercado externo, gerando uma escassez relativa de oferta, que também pressiona a inflação.” (PP. 271)

Esse temor da possível volta da inflação pode ser melhor visualizado a partir do esquema abaixo:

⁶⁶ A título de simplificação, adotar-se-á a relação R\$/US\$. Como o dólar continua sendo a moeda hegemônica atualmente acredita-se que esta seja uma simplificação razoável.



Pode-se inferir que, embora a abertura comercial e financeira tenham sido essenciais para o controle da inflação à época, quando se optou por um modelo de estabilização monetária baseado no regime de âncora cambial, ambas trazem consigo uma instabilidade intrínseca, a qual pode ameaçar a estabilização monetária.

“(…) Ao mesmo tempo em que as reformas estruturais são necessárias para a manutenção do câmbio fixo, elas elevam o risco cambial. Isto é, essas mudanças liberalizantes tornam as economias dos países que as adotam altamente vulneráveis às condições gerais de comércio, às expectativas e às estratégias dos investidores internacionais, levando a

moeda doméstica a estar sujeita a ataques especulativos.” (FONSECA, 2009:75)

Ou seja, a maior sensibilidade da inflação doméstica a componentes externos, em especial câmbio e preços de *commodities*, pode ser benéfica ou não ao desempenho deste indicador econômico, a depender das condições destes componentes, da sinergia entre os mesmos e da evolução interna dos demais indicadores econômicos.

Com respeito à relação entre maior abertura comercial e financeira do país e adoção do regime de flutuação suja, Paula (2002) destaca a ameaça à estabilização monetária no seguinte trecho:

“(...) O problema desta opção, em particular para uma boa parte dos países emergentes, possuidores de moedas fracas e não-conversíveis, está associado às oscilações bruscas e intensas da taxa de câmbio ao sabor do movimento instável dos fluxos de capitais, que pode afetar negativamente estas economias, como no caso da inflação (devido aos efeitos da própria desvalorização cambial sobre o custo das empresas).” (PP. 3)

Em outras palavras, se antes, com a taxa de câmbio administrada, um aumento em moeda estrangeira de produtos importados que compunha a cesta de compras domésticas, *ceteris paribus*, já poderia provocar inflação, agora, com o câmbio flutuante, o mesmo ocorre se os preços dessas mercadorias não se alteram em moeda estrangeira, mas há uma desvalorização da moeda doméstica. Mais ainda, agora, com a inexistência de um teto cambial, ou seja, com a possibilidade de flutuação do câmbio, a economia se torna mais sensível ainda às volatilidades externas, com maior potencial de repasse desses efeitos para os preços domésticos.

A partir daí acreditou-se ser fundamental, sob o contexto de maior abertura comercial e financeira e adoção do regime de câmbio flutuante, rever também o modelo de política macroeconômica para controlar a maior pressão inflacionária.

Além da mudança do regime cambial que “forçadamente” teria entrado em vigor, dentre as medidas anunciadas por Armínio Fraga, então presidente do Banco Central, propunha-se uma alteração do regime fiscal e do monetário. Paralelamente, optou-se por dar continuidade às medidas liberalizantes no campo comercial e financeiro. Hermann (2004) resume:

“O modelo de política econômica adotado no Brasil a partir da crise cambial de 1999 (doravante, modelo-2000) combina flutuação cambial, ampla abertura comercial-financeira (elemento preservado do modelo-1990), um modelo de metas de inflação (MMI) para a política monetária e um modelo de metas de superávit primário (MMSp) para a política fiscal”.(PP.271)

Em relação ao primeiro, dada a frágil situação fiscal à época, decidiu-se que havendo crescimento da dívida pública, medidas de cunho contracionista deveriam ser adotadas para que se elevasse o *superávit* primário, buscando garantir assim a ausência de “dominância fiscal”. Ou seja, a regra é a austeridade fiscal, com ênfase no *superávit* primário, havendo metas a serem alcançadas para este indicador⁶⁷. É importante ressaltar que o ajuste se deu em todas as esferas de governo, não só na federal.

Na verdade, a exigência de um resultado primário elevado adveio inicialmente de negociações com organismos internacionais, dentre eles o FMI, uma vez que à época se fez necessário a obtenção de empréstimos para que país não apresentasse *default* nas contas externas. Daí em diante a política de austeridade fiscal continuou valendo, salvo exceções, como pós crise do *subprime*. Contudo, cabe destacar que se antes ela visava sobretudo atender as exigências dos organismos internacionais, nos últimos anos a função deste modelo de metas de *superávit* primário é, principalmente, reduzir o risco-país, para que através deste se possa reduzir a taxa de juros compatível com a estabilização dos preços⁶⁸.

Quanto ao processo de ampliação da abertura comercial e financeira é consenso dentre os estudiosos acerca do tema que a década de 1990 foi o período no qual houve a maior quantidade de medidas liberalizantes. Para o período 1999-2009 o que se observa, de um modo geral, é certa continuidade das medidas implementadas nos anos anteriores, as quais se buscou destacar no capítulo anterior.

Com respeito à esfera comercial, apesar do ligeiro repique nas alíquotas de importação médias pós adoção do Plano Real, se verificou continuidade, ainda que num ritmo mais lento, na redução das barreiras tarifárias nacionais devido a pressões internacionais, às políticas pró-abertura da Organização Mundial do Comércio (OMC) ou ainda aos acordos bilaterais e multilaterais de comércio. Ou seja, o grau de abertura comercial continuou se intensificando.

Em relação à abertura financeira, algumas medidas foram tomadas para dar continuidade à maior flexibilidade no mercado cambial e dos investimentos externos.

⁶⁷ Dentre as medidas implementadas, destaca-se a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (2000); aumento da Contribuição para Fins Sociais e sua extensão para instituições financeiras, bem como da Contribuição Social sobre Lucro Líquido e do Imposto sobre Operações Financeiras etc. Foge do escopo desse trabalho uma apresentação detalhada desta política. No entanto, é fato que em grande parte ela é custosa para a sociedade, uma vez que ao longo desse período observou-se que os resultados obtidos foram predominantemente gerados pelo aumento da carga tributária e ainda através de cortes nos investimentos públicos.

⁶⁸ Ressalta-se que a questão das metas de *superávit* primário está relacionada à dinâmica da dívida. Isso porque, grosso modo, os juros seriam altos no país por que a dívida é alta e o déficit fiscal também o é. De modo que para haver uma redução dos juros seria preciso o ajuste fiscal.

Dentre as principais medidas, destaca-se: (i) a Resolução n. 2689 de 26 de janeiro de 2000, a qual extinguiu as diferentes modalidades de aplicação mediante o mercado de câmbio comercial (dentre os anexos à Resolução n. 1.289/87 apresentados no capítulo anterior, foram mantidos só o III e o V) ⁶⁹; (ii) a Resolução n. 2770 de 30 de agosto de 2000, revogou mais de 200 normativos que orientavam as operações de emissão de títulos de renda fixa no exterior, de modo que eliminou-se assim a exigência de uma autorização prévia por parte do Banco Central para qualquer tipo de captação de recursos; (iii) a Resolução 3.265 de 04 de março de 2005, concedendo permissão de investimento no exterior de pessoas jurídicas não-financeiras sem limite de valor a partir do ano de 2005; (iv) as Resoluções do Banco Central 3.265 e 3.266 de 2005, as quais instituíram o novo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI), o qual, a título dos saldos de operações, extinguiu a divisão do mercado cambial em dois segmentos (comercial e flutuante), de modo que, “quaisquer pagamentos ou recebimentos em moeda estrangeira podem ser realizados no mercado de câmbio, inclusive as transferências para fins de constituição de disponibilidades no exterior e seu retorno ao País e aplicações no mercado financeiro.” ⁷⁰ (LANN, CUNHA & LÉLIS, 2007: 4), e (v) a medida provisória MP 315 de 03 de agosto de 2006, a qual estabelecia a gradual eliminação dos controles sobre a repatriação de divisas de exportação, concluída em 2008.

Salvo as exceções acima destacadas, Laan, Cunha & Lélis (2007) pontuam:

“(…) A política de liberalização estrutural da conta de capital segue avançando no período 2001/2006, construída e consolidada gradualmente com a edição regular de normativos nessa direção. Sua principal característica, sobretudo nesses anos mais recentes, é seu caráter complementar às mudanças implementadas anteriormente durante a década de 1990, quando se registraram as principais alterações básicas que determinaram a abertura de novos canais institucionais para a movimentação dos fluxos de capitais com o exterior. Assim, muito do trabalho realizado pelo BC nos últimos anos está baseado na consolidação e aprofundamento das mudanças anteriores, visando à redução de restrições operacionais, exigências burocráticas e custos de transação associados a entradas e saídas de investimentos externos, veiculado através de resoluções e circulares da Autarquia.” (PP.2/3)

⁶⁹ Ou seja, essa medida permitiu aos investidores estrangeiros a movimentação de uma modalidade de aplicação a outra sem a obrigatoriedade da retirada dos recursos com posterior reingresso no país, o que os isentava do pagamento de tributos (FREITAS e PRATES, 2001).

⁷⁰ Essa foi considerada uma das maiores medidas liberalizantes pós década de 1990. Isso porque antes da instituição do RMCCI, a compra e venda de moeda estrangeira estava condicionada a finalidades de sua utilização, previamente determinadas pelo Banco Central.

Quanto à alteração da política monetária, dado o objetivo dessa dissertação - analisar a etiologia da inflação no Brasil de 1999 até 2009, confrontando-a com o tratamento dado à mesma ao longo desse período - julga-se pertinente tratá-la de forma mais detalhada, de modo que a subseção que se segue é dedicada à sua apresentação.

3.2.1 O regime de metas inflacionárias brasileiro

Através do Decreto nº. 3.088 de 21/06/1999 e da Resolução nº. 2.614 de 30/06/1999, o governo introduziu o regime de metas de inflação no país como diretriz para a condução da política monetária, o qual define como variável alvo de política monetária a expectativa de variação de preços e mantém como variável operacional a taxa de juros.

Sobre essa mudança, Ferrari-Filho (2004) confere destaque ao fato de a política monetária adotada a partir de 1999 não ter mais como característica o controle do câmbio⁷¹, de tal forma que, diferentemente da política adotada de 1994 até 1998, eventuais saldos negativos na balança comercial podem ser equilibrados de acordo com a flutuação do câmbio:

“Entre 1994 e 1998, a política econômica foi articulada de forma tal que a taxa de câmbio era responsável pela administração dos preços e a taxa de juros tinha a responsabilidade de equilibrar o balanço de pagamentos, via conta de capital. A partir de 1999, essa lógica de política econômica foi invertida: o câmbio passou a ser responsável pelo equilíbrio do balanço de pagamentos e a taxa de juros passou a monitorar o sistema de *metas de inflação*.” (PP. 10)

Ainda de acordo com a legislação, as metas são representadas por variações anuais do Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA⁷² “cheio”, ao invés de alguma medida núcleo da inflação, e são fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), mediante proposta do Ministro da Fazenda. O Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central tem que atingir o alvo da meta de inflação, através do uso das taxas de juros de curto prazo. Ao Banco Central (BC) cabe ainda divulgar trimestralmente um Relatório de Inflação, o qual deve conter além de uma análise acerca do desempenho da economia, do papel da política monetária e uma estimativa da inflação futura, as atas das reuniões do

⁷¹ O regime de metas inflação, inclusive, só faz sentido em regime de câmbio flutuante.

⁷² De acordo com a Resolução n. 2615 publicada pelo Conselho Monetário Nacional em 30 de Junho de 1999.

COPOM. Essas reuniões do Comitê (mensais) definem as diretrizes da política monetária, bem como a meta da taxa de juros básica.

Cabe destacar que existe certa flexibilidade neste regime, uma vez que foi permitida a definição de um intervalo de tolerância, que variou de 2,0 a 2,5 no período de 1999 até 2009, para cima ou para baixo da meta tida como central⁷³.

Na prática vê-se que com a adoção desse regime o BC se direciona exclusivamente para o alcance da meta de inflação preestabelecida pelo CMN, sendo competência do mesmo executar as políticas tidas como necessárias para que a meta pré-divulgada seja cumprida (valendo o intervalo de tolerância). Para tanto, três mecanismos de transmissão da política monetária atuam: o canal de ativos; do câmbio ou ainda do crédito. Estes três canais, por sua vez, dependem da interação entre a quantidade de moeda e a taxa de juros. A política monetária, a depender da preferência pela liquidez e da expectativa dos bancos e dos agentes econômicos, afeta a taxa de juros de curto prazo no sentido pretendido, a qual, por sua vez, afeta a economia através daqueles três canais de transmissão, ainda que não na mesma proporção.

Havendo uma expansão monetária, por exemplo, ter-se-á uma redução da taxa de juros de curto prazo.

Pelo canal de ativos, deduz-se que, dependendo do grau de preferência pela liquidez individual, os agentes provavelmente desejariam comprar ativos de longa maturidade, os quais a partir de então estariam oferecendo uma rentabilidade maior. Essa ampliação da demanda elevaria os preços dos ativos podendo impactar a economia real de duas distintas formas: via efeito riqueza ou pelo “q” de Tobin, sendo este último definido como o valor de mercado da firma dividido pelo custo de reposição do capital⁷⁴. Via efeito riqueza, dada a ampliação do preço dos ativos, haveria um aumento da riqueza financeira dos agentes econômicos, propiciando assim um aumento do consumo e, conseqüentemente, da renda agregada. Da mesma forma, havendo elevação dos preços dos ativos, o “q” de Tobin se elevaria, tornando mais barata a aquisição de novos equipamentos, por exemplo. Ou seja, no fim, espera-se a ampliação do investimento e da demanda agregada.

⁷³ Uma das justificativas para essa flexibilidade é o fato de, no caso brasileiro, não se verificar a presença de cláusulas formais de escape, caso se perceba que a meta pode não vir a ser alcançada. Se eventualmente a meta não for cumprida, é tarefa do BC justificar o porquê desse descumprimento e divulgar as providências a serem tomadas, junto ao Ministério de Estado da Fazenda.

⁷⁴ No primeiro caso, efeito riqueza, dada a redução do preço dos ativos, haveria redução da riqueza financeira dos agentes, o que propiciaria uma queda do consumo e, conseqüentemente, da renda agregada e da inflação. Já via “q” de Tobin, se o preço dos ativos realmente diminuísse significando uma redução do “q” tornar-se-ia mais caro a aquisição de novos equipamentos, por exemplo, o que afetaria via investimentos a economia real e ainda, provavelmente, os preços.

No segundo caso, canal do câmbio, a redução da taxa de juros tornaria menos atraente a manutenção de depósitos em moeda doméstica frente aos depósitos em moeda externa, desde que houvesse ampla movimentação de capital no país. Deste modo, não só os investidores domésticos, mas também os externos tenderiam a aproveitar as oportunidades de investimento fora do país, reduzindo a demanda por moeda doméstica, o que depreciaria a taxa de câmbio. Essa depreciação torna os bens e serviços domésticos mais baratos frente aos externos, o que propicia a elevação das exportações líquidas externas que, por sua vez, amplia o produto agregado e, provavelmente, ocasionará pressão sobre a inflação doméstica, via ampliação da concorrência externa no mercado interno.

No terceiro caso, canal de crédito, a redução da taxa de juros de curto prazo, via curva de rendimentos, afeta a taxa de juros de longo prazo, a qual, por sua vez, gera impacto sobre os custos do capital e, conseqüentemente, sobre o investimento, o produto agregado e, posteriormente, sobre a inflação.

Vê-se então que os três canais de transmissão acima definidos podem afetar a demanda agregada, enquanto somente os canais de câmbio e de crédito podem afetar a inflação doméstica diretamente pela via dos custos.

Mediante as três opções acima destacadas, o BC promoveu um estudo para saber quais os principais canais de transmissão da política monetária. Werlang, Tombini e Bogdanski (2000) destacam o seguinte resultado: (i) a taxa de juros afeta o consumo de bens duráveis e o investimento em um período de 3 a 6 meses e, como o (ii) hiato do produto demora cerca de 3 meses para impactar de forma significativa a inflação, (iii) tem-se que a transmissão da política monetária via a demanda agregada decorre entre 6 e 9 meses. Além disso, o estudo ainda conclui que (iv) variações na taxa nominal de juros afetam diretamente a taxa nominal de câmbio, que, por sua vez, afeta a taxa de inflação pela via da inflação importada, destacada no primeiro capítulo e, (v) dado os baixos níveis de crédito ao setor privado desde a implementação do Plano Real, o estudo ainda conclui que o impacto da política monetária por meio do canal do crédito é insignificante.

A partir desse resultado, para servir de referência à atuação do BC, foi formulado um modelo de estimativa da inflação composto por um conjunto de equações estruturais que descrevem o comportamento da taxa de inflação (π_t); do câmbio nominal (e_t); do hiato do produto (h_t) e da taxa de juros real (r_t) (WERLANG, TOMBINI e BOGDANSKI, 2000). As equações a serem estimadas são:

i) **Curva IS** - correspondente ao produto, a qual expressa uma relação positiva entre os *lags* defasados do hiato do produto e ainda uma relação negativa com a taxa de juros

real: $\mathbf{h}_t = \beta_0 + \beta_1 \mathbf{h}_{t-1} + \beta_2 \mathbf{h}_{t-2} + \beta_3 \mathbf{r}_{t-1} + \beta_4 \mathbf{sp}_{t-1} + \varepsilon_t^h$, sendo sp o resultado primário do setor público, o tempo t dado trimestralmente e ε_t^h um choque de demanda.

ii) **Equação de paridade descoberta de juros ou Regra Câmbio-Juro** – a qual apresenta o comportamento da dinâmica da taxa de câmbio determinada, aqui, pela condição de paridade não coberta de taxa de juros: $\Delta \mathbf{i}_t = \Delta \mathbf{i}_t^* + \Delta \gamma_t - \Delta \mathbf{i}_t + \eta_t$, sendo “e” a taxa de câmbio, i a taxa de juros nominal doméstica, i^* a taxa de juros nominal externa, γ o prêmio de risco e η variação esperada da taxa de câmbio.

iii) **Curva de Philips** – que expressa a taxa de inflação em função das inflações passadas, do produto e da taxa de câmbio nominal: $\pi_t = \theta_1 \pi_{t-1} + \theta_2 \pi_{t-2} + \theta_3 \pi_{t-3}^e + \theta_4 \mathbf{h}_{t-1} + \theta_5 \Delta(\mathbf{p}_t^f + \mathbf{e}_t) + \varepsilon_t^\pi$, sendo os primeiros componentes referentes à inflação inercial, o quarto componente indicativo do canal de demanda e o último, além do choque ε , indicando o canal de custos, através dos preços externos e da taxa de câmbio.

Demonstradas as equações, tal como Curado e Oreiro (2005) destacam, pode-se perceber o porquê deste modelo ser considerado um ferramental importante, uma vez que o mesmo “esclarece as interações entre as principais variáveis macroeconômicas, em especial os mecanismos de transmissão da política monetária” (PP. 5)

Além dessas equações, conforme dito anteriormente, uma vez que a inflação esperada se distancie da meta, o Banco Central deve intervir, por meio da variável operacional, qual seja, a taxa de juros de curto prazo. Para tanto, este órgão tem como referência uma função de reação (regra de Taylor) que pondera a variação da taxa de juros resultante da magnitude do desvio da meta de inflação: $\mathbf{i}_t = \alpha_1 (\pi_t - \pi^*) + \alpha_2 \mathbf{h}_t + \alpha_3$, sendo π^* meta de inflação. Paula (2002) resume:

“Como se sabe, a adoção de um regime de metas de inflação significa que a taxa de juros de curto prazo é a variável operacional que deve ser utilizada para que se possa ajustar a inflação próxima da meta estabelecida previamente. Assim, a taxa de juros deve se elevar sempre que houver perigo da taxa de inflação ser maior do que a almejada, seguindo a conhecida regra de Taylor.” (PAULA, 2002: 8)

Embora o próprio BC tenha declarado que a política monetária atua, sobretudo pelo canal da demanda,

“os impactos das alterações na taxa de juros transmitem-se para a taxa de inflação com defasagem estimada de seis a nove meses pelo mecanismo da demanda agregada, considerado o canal mais importante” (Banco Central, Relatório de Inflação, 2002: 94),

vê-se a partir das equações acima, que o modelo brasileiro reconhece a existência de outro canal de transmissão que é o canal do câmbio. Os juros, dado o resultado do estudo

realizado afetam mais rapidamente o câmbio que, via curva de Philips, afeta a inflação. De acordo com esse modelo seguido pelo BC, o câmbio somado à variação dos preços externos, representam o efeito-custo entre os componentes que determinam a inflação. Deste modo, além do canal da demanda, o canal dos custos também afetaria a taxa de inflação.

Dito isto e tendo apresentado o tripé de políticas que vem sendo seguido ao longo dos anos 1999-2009 – câmbio flutuante, austeridade fiscal e metas de inflação – bem como a manutenção da política de liberalização comercial e financeira, as seções seguintes buscarão avaliar a etiologia da inflação brasileira neste período e o tratamento conferido pelo Regime de Metas à inflação brasileira, respectivamente. Cabe destacar que a análise será restrita ao IPCA, uma vez que este é o índice de preços utilizado como referência pela política monetária vigente no país no período analisado.

3.3 A natureza inflacionária no período 1999-2009

A presente seção tem como objetivo apresentar quais foram, no período 1999-2009, os componentes macroeconômicos de maior influência no IPCA, se de demanda ou de oferta (custos). Dentre os fatores de oferta, dado o objetivo e a hipótese dessa dissertação, serão ressaltados dois componentes externos, os quais também são considerados pelo BC: taxa de câmbio e preço nominal em dólares das *commodities* (exclusive petróleo e derivados dos mercados internacionais⁷⁵), sob a simplificação de esta representar uma *proxy* dos preços dos bens *tradeables*, dado o elevado peso das *commodities* na balança comercial brasileira.

Conforme já apresentado, tanto o preço das *commodities* quanto a taxa de câmbio afetam a inflação doméstica através das variações dos preços internos dos bens comercializáveis. Estes bens, por sua vez, influenciam a trajetória do IPCA de várias formas, também direta e indiretamente. Diretamente, por sofrerem as variações outrora já destacadas (alteração interna do preço desses bens) e, indiretamente por terem forte efeito sobre o índice de preços por atacado (IPA), que tem grande peso no cálculo dos índices gerais de preço (IGPs), ao qual estão atrelados os reajustes da maioria dos preços administrados (ou monitorados). Como os administrados juntamente com os

⁷⁵ Como é sabido, os preços do petróleo e derivados em reais são diretamente afetados pela política de preços administrados da Petrobras. Ou seja, as mudanças dos preços internacionais em dólar do petróleo não impactam a inflação doméstica da mesma forma que o fazem os preços das demais *commodities*.

comercializáveis respondem por cerca de 63% do IPCA, vê-se a grande capacidade de influência que estes têm sobre o IPCA.

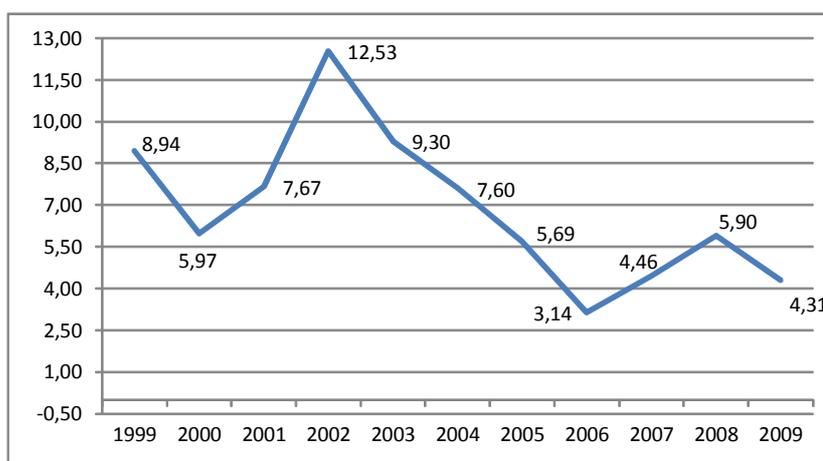
Tabela 11 - Ponderação do IPCA por grupos (%) – Junho/2010

	IPCA Total	Administrados	Total (a+b)	Livres	
				Comercializáveis (a)	Não comercializáveis (b)
Peso	100,00	29,4	70,6	33,1	37,5

Fonte: IBGE, elaboração própria.

Feita essa ressalva, analisar-se-á a influência desses componentes de custos externos sobre a evolução do IPCA, índice oficial utilizado como referência no regime de metas, cujos valores observados no período que compreende 1999 até 2009 podem ser vistos no gráfico abaixo.

Gráfico 9 - Evolução do IPCA, 1999-2009



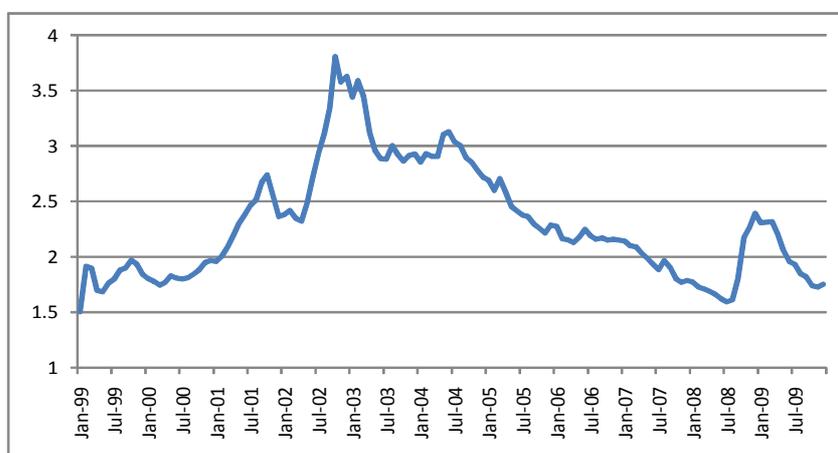
Fonte: IBGE, elaboração Própria.

No que se refere ao período de 1999 até 2009, o IPCA apresentou uma média anual de crescimento da ordem de 6,86% e um crescimento acumulado de 106,9%. Outro ponto importante refere-se à volatilidade desse índice. Levando em consideração somente o período que compreende 1999-2003 esses valores passam para 8,88% e 50,25%, respectivamente, enquanto se considerado o período 2004-2009 verifica-se crescimento de 5,18% e 35,3%, respectivamente. A variância do IPCA reduziu-se consideravelmente após a flexibilização do câmbio, passando de 0,67 verificada no período 1994-1998, para 0,19 no período 1999-2009.

Para entender o comportamento da inflação ao longo de um período faz-se necessário avaliar as variáveis que a compõe. Assim, os parágrafos que seguem buscarão destacar as influências dos custos e da demanda, sendo a primeira avaliada a partir do desempenho dos preços internacionais de *commodities* e da taxa de câmbio, dado o objetivo deste trabalho.

O maior crescimento médio anual do IPCA no período 1999-2003 (ver gráfico acima) pode ser explicado pela combinação de grande escassez de capital externo para os países emergentes e desvalorização da taxa de câmbio (ver gráfico abaixo).

Gráfico 10 - Evolução da taxa de câmbio, 1999-2009

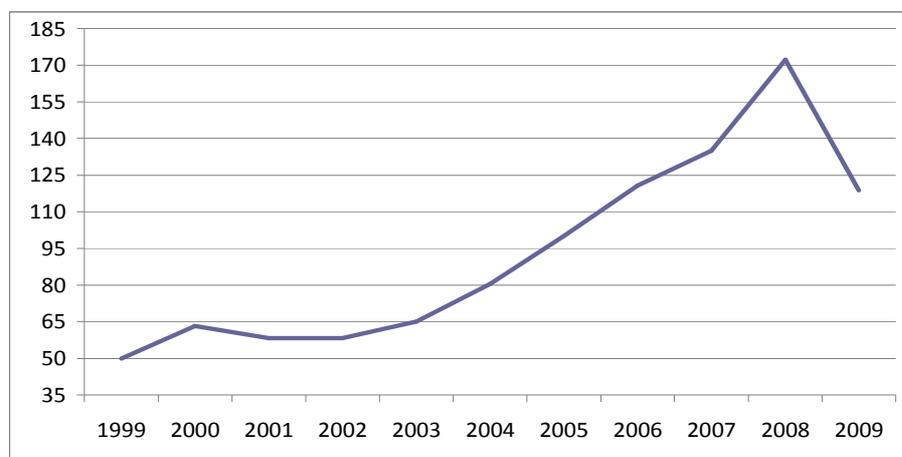


Fonte: Banco Central do Brasil.

Os preços das *commodities*, por sua vez, apresentaram certa estabilidade nesse período de 1999 até 2003, o que, do contrário, poderia ter fomentado ainda mais o crescimento do IPCA.

Nesse sentido, cabe relembra, conforme destacado no capítulo anterior, que com a ampliação do grau de abertura comercial e financeira após 1999, crises cambiais e eventuais elevações dos preços de produtos internacionais comercializados, dentre eles no caso brasileiro destacando-se o peso das *commodities*, podem dar origem em maior grau a inflação de custos importada.

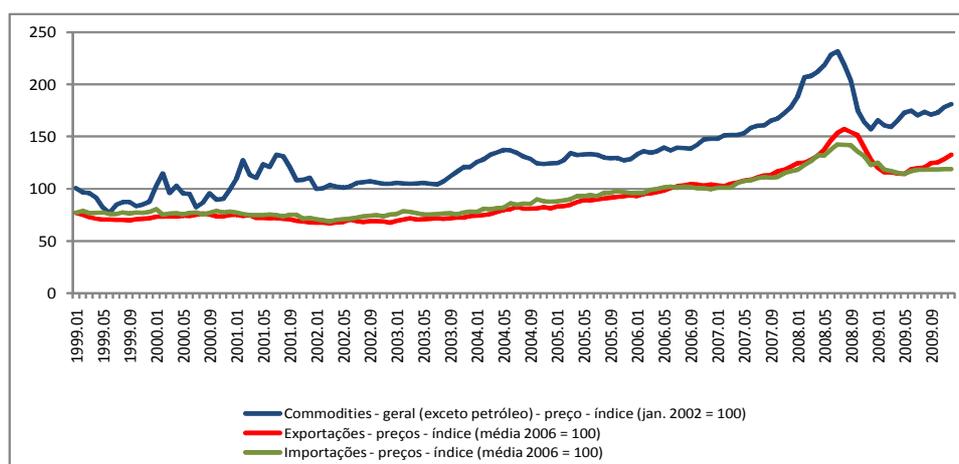
Gráfico 11 - Evolução do índice de preço das *commodities*, 1999-2009 (Índice 2005 = 100)



Fonte: FMI, WEO.

O gráfico abaixo demonstra que o preço das importações e exportações brasileiras segue os movimentos do preço internacional das *commodities*, ressaltando assim como a pauta de importação e, principalmente, de exportação do Brasil está concentrada nesses bens. Assim, seguindo o movimento dos preços internacionais das *commodities* (exclusive petróleo), os preços das exportações e importações em dólar também apresentaram estabilidade nesse período.

Gráfico 12 - Índice de preços das *commodities*, preço de importação e de exportação, 1999-2009



Fonte: IPEADATA.

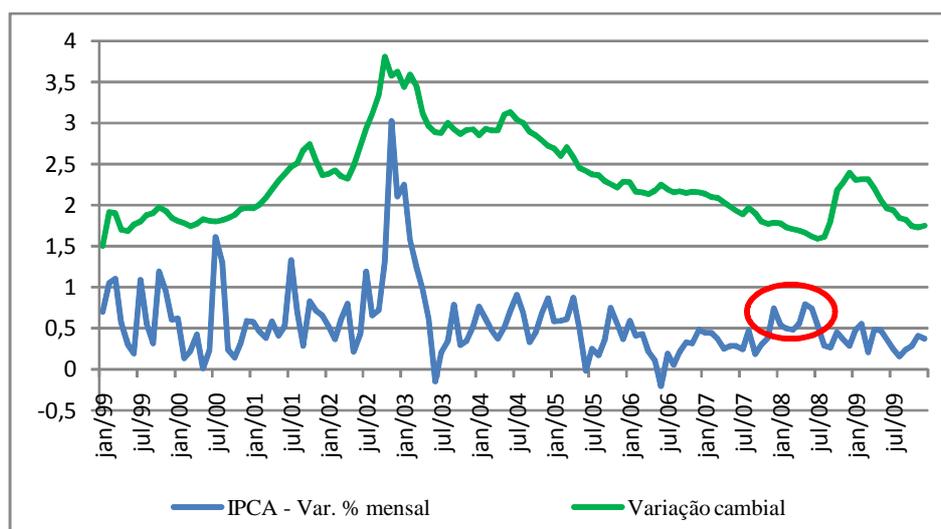
No período que se segue, a aceleração do crescimento do comércio e da economia mundial, em conjunto com o retorno de uma relativa abundância de financiamento externo, torna mais fácil para os países em desenvolvimento que adotaram o câmbio flexível e as

metas de inflação, apesar da aceleração substancial dos preços em dólar das *commodities*, a utilização da taxa de juros interna para atrair capital e ocasionar valorizações nominais no câmbio que compensem ou pelo menos neutralizem o impacto inflacionário do choque dos preços das *commodities*.

De fato, o que se observou no período de 2003 até meados de 2008 foi uma combinação de taxa de câmbio valorizada (ver gráfico 10), elevação acentuada do preço das *commodities* (exclusive petróleo – ver gráfico 12), assim como do preço das importações e das exportações (gráfico 12). Ao mesmo tempo, com exceção do ano de 2003, observou-se um cumprimento das metas de inflação, apesar do PIB nesse período ter se mostrado muito superior ao do período 1999-2003, ao mesmo tempo em que a taxa Selic, apesar de ainda muito elevada, ter apresentado sucessivas quedas, o que indica baixa influência das pressões de demanda sobre o IPCA.

Posteriormente, essa trajetória de valorização se inverte nos meses de julho a setembro de 2008, havendo então simultaneamente aumento dos preços internacionais das *commodities* e desvalorização do real. Contudo, com o estouro da crise, como é de se esperar, verificou-se um cenário de queda dos preços das *commodities*, revertidos somente em meados de 2009, somada a uma desvalorização do câmbio, que volta a se apreciar no início de 2009. A consequência foi um leve repique do IPCA nesses meses.

Gráfico 13 - Evolução do IPCA, 1999-2009



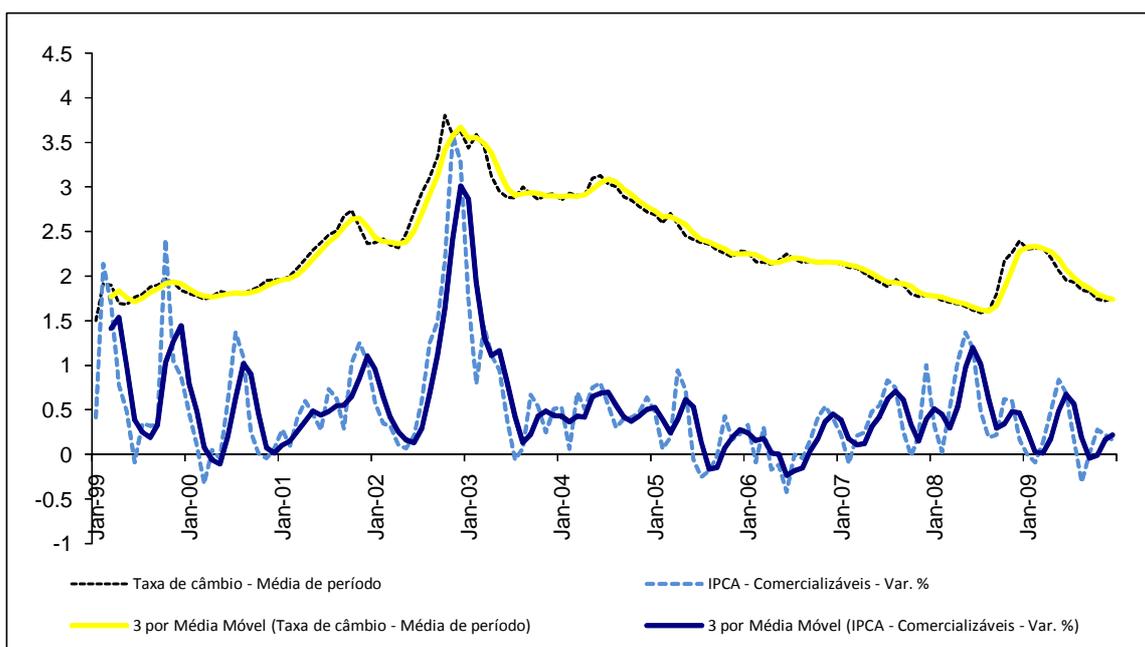
Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Ou seja, mediante ao já exposto, percebe-se que na maioria do período, os movimentos das variáveis externas se deram em direções opostas, donde se pode concluir

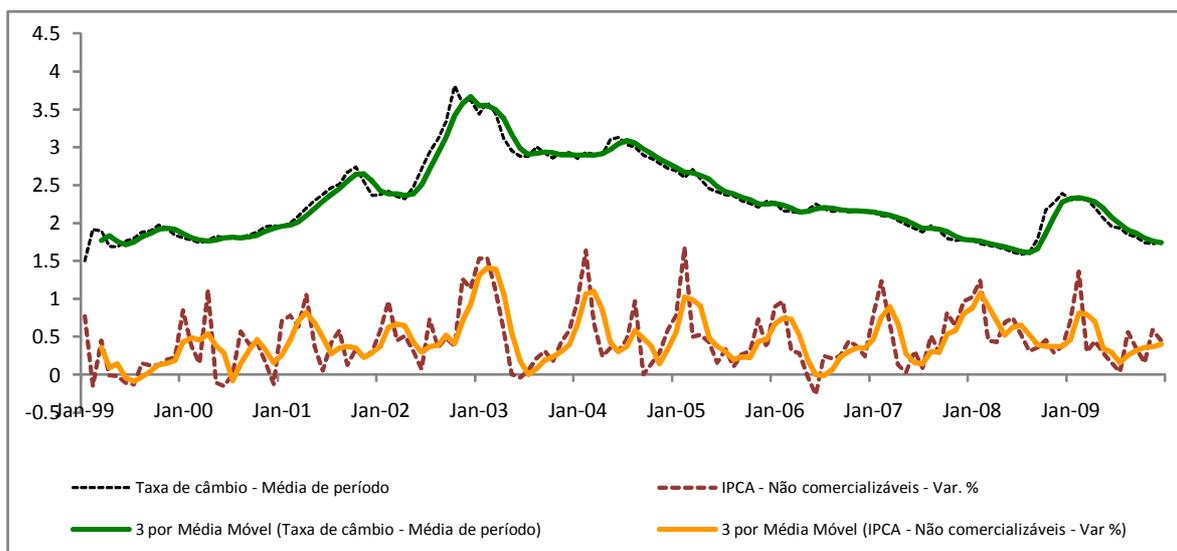
que esses movimentos contrários amenizam o impacto destas variáveis sobre o IPCA, o qual poderia ter sido ainda maior se não fosse essa combinação contrária predominante.

Dito isto, com o intuito de demonstrar a efetiva relação entre o câmbio e os preços dos bens comercializáveis e não comercializáveis, os quais refletem a influência desse componente externo sobre a inflação doméstica, os gráficos abaixo sugerem a existência de uma correlação positiva entre o câmbio e essas categorias de preços para o período analisado. Ou seja, os gráficos sugerem que havendo uma variação cambial a tendência é de que os preços, tanto de bens comercializáveis quanto de não comercializáveis, variem no mesmo sentido, diretamente. Acredita-se que essa correlação não foi maior em função do movimento contrário dos preços das *commodities*, verificado ao longo do período, o qual amortece o “efeito câmbio”.

Gráfico 14 - Taxa de câmbio nominal e IPCA – Comercializáveis, (%)

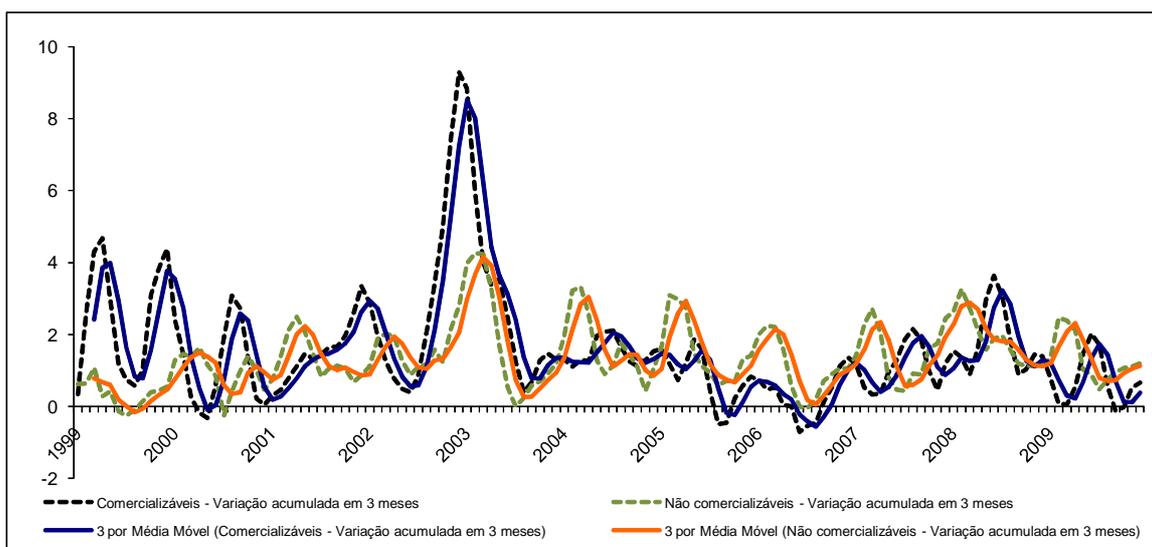


Fonte: Banco Central do Brasil.

Gráfico 15 - Taxa de câmbio nominal e IPCA - Não Comercializáveis, (%)

Fonte: Banco Central do Brasil.

Dado que o repasse cambial para os bens não comercializáveis se dá de forma indireta, conforme ressaltado no primeiro capítulo, o gráfico abaixo busca mostrar a correlação, também positiva, entre bens comercializáveis e não comercializáveis. Ou seja, havendo uma variação nos preços dos comercializáveis, proveniente de uma alteração cambial, a tendência é de que os preços dos bens não comercializáveis, variem no mesmo sentido, diretamente.

Gráfico 16 - IPCA - Comercializáveis e IPCA - Não Comercializáveis, (%)

Fonte: Banco Central.

Um comentário final sobre o mecanismo de transmissão desses componentes externos aqui considerados, em especial à taxa de câmbio, se julga interessante. Este diz respeito ao comportamento dos preços administrados.

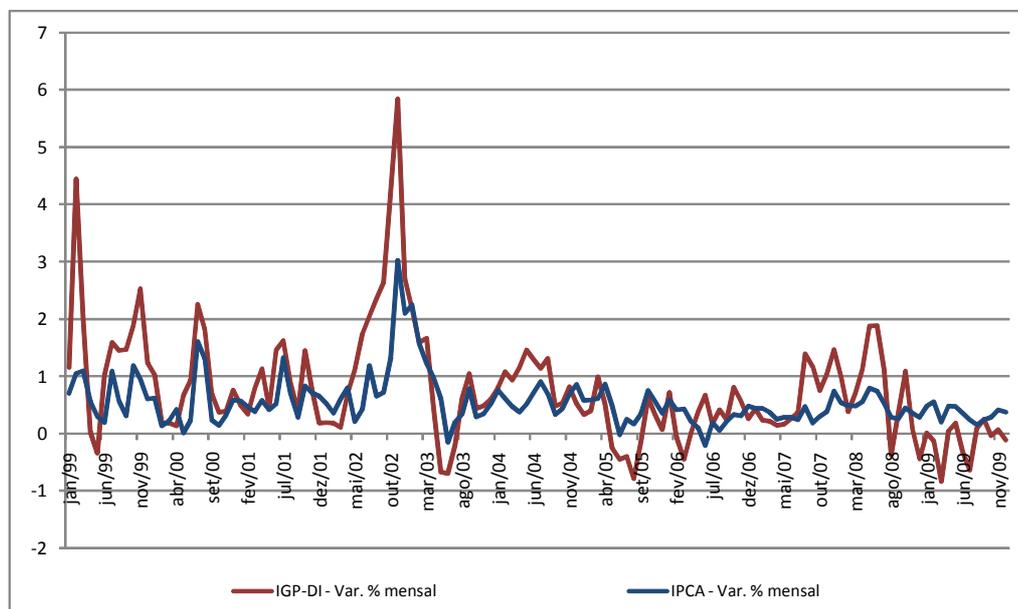
As variações tanto no câmbio quanto nos preços internacionais de *commodities*, afetam o IGP⁷⁶, que, por sua vez, afetam o índice de preços administrados, que correspondem a cerca de 30% do IPCA. Portanto, nesse caso, o IPCA também é alterado.

A relação IGP x preços administrados se dá por conta da correção anual destes preços estar indexada à variação do primeiro via acordo contratual.

Dessa forma, não são apenas os preços dos bens comercializáveis (diretamente) e dos não comercializáveis (indiretamente) que sofrem impactos da taxa de câmbio e/ou outros choques de oferta, como variação dos preços de *commodities*, mas também os preços administrados, em virtude dos contratos.

Assim, como o IGP tem sido maior do que o IPCA, este último tem sido influenciado pelo comportamento do IGP através do ajustamento dos preços administrados.

Gráfico 17 - Variação mensal do IGP-DI e do IPCA, 1999-2009



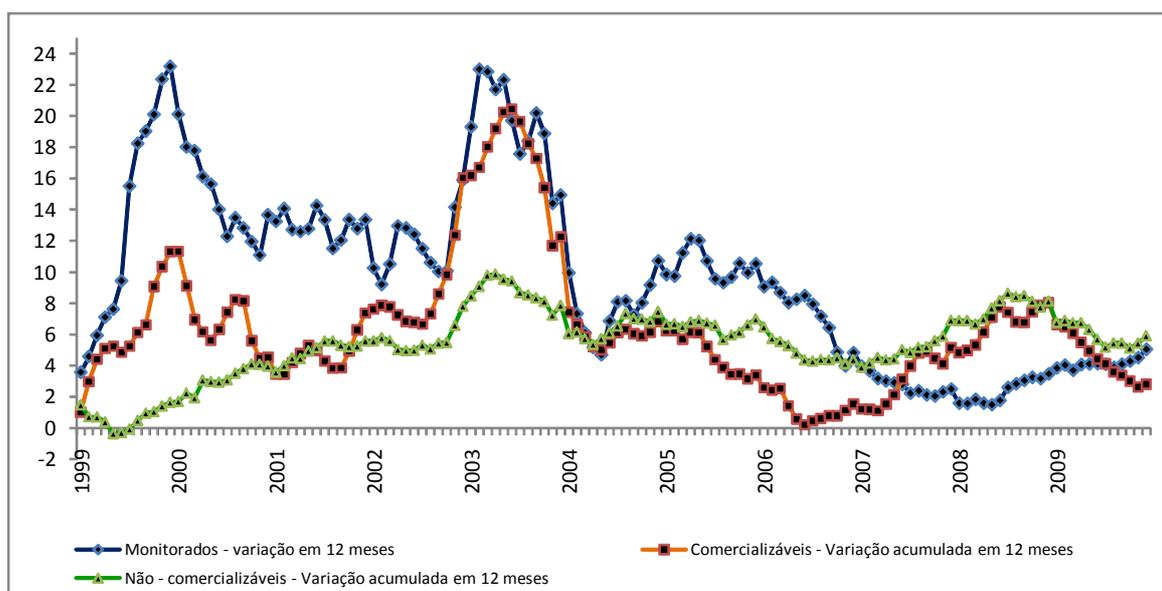
Fonte: Banco Central.

⁷⁶ O IGP tem como finalidade “registrar o ritmo evolutivo de preços no atacado, varejo e construção civil, como medida síntese da inflação nacional” (IBRE-FGV). É composto pela média ponderada do IPA (60%), IPC (30%) e INCC (10%). Como é sabido, estão disponíveis três versões do IGP (IGP-DI, IGP-M e IGP-10), sendo o método de cálculo dos três idêntico. A diferença entre eles se dá basicamente pela periodicidade da pesquisa de preços. Dada essa composição do IGP, entende-se a influência do câmbio e das *commodities* sobre este índice. O IPA, que contribui com 60% da formação do IGP, é composto predominantemente por *commodities* e, portanto, sofre grande influência cambial.

A partir daí pode-se entender o porquê do maior crescimento dos preços administrados frente ao crescimento dos preços livres, sobretudo de 1999 até 2003, quando, em sua grande maioria, a moeda brasileira se encontrou desvalorizada. A correlação entre o câmbio e os preços livres (comercializáveis e não comercializáveis) também é positiva, conforme demonstrado anteriormente, contudo acredita-se que o repasse desse efeito se dê em maior grau sobre os administrados, haja vista a vinculação destes com o IGP, que tem forte peso dos preços por atacado e são muito mais sensíveis à taxa de câmbio e demais choques de oferta.

Cabe destacar que a inércia inflacionária potencializa a evolução dos preços administrados, dada a metodologia de reajuste estipulada na maioria dos contratos desses preços. Isso porque esses contratos atrelam a correção desses preços a um índice de preços, sendo a grande maioria ao IGP, com alguma defasagem.

Gráfico 18 - Variação do IPCA preços livres e administrados, acumulado em 12 meses



Fonte: Banco Central, elaboração própria.

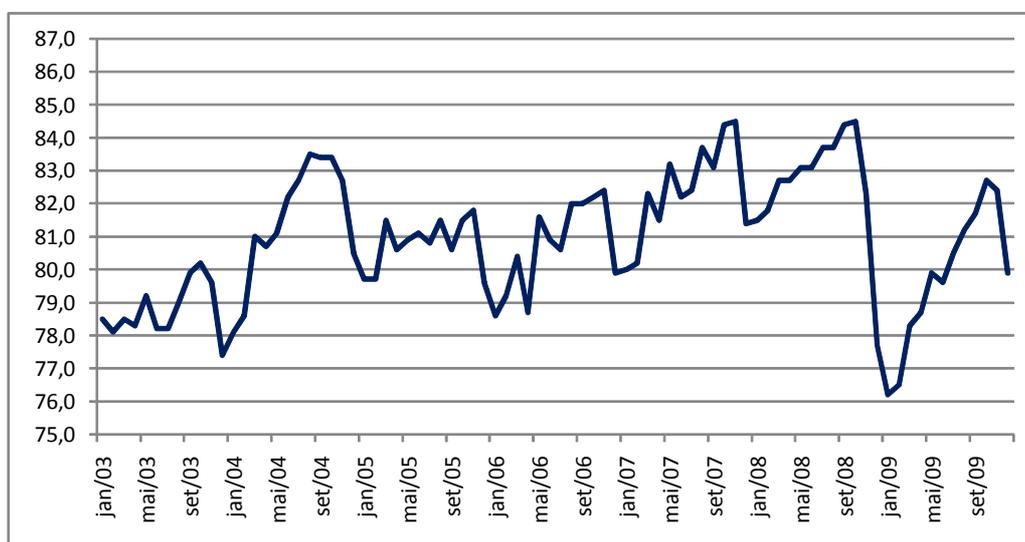
Serrano e Ferreira (2010) destacam que a reversão no período posterior a meados de 2006, quando os preços livres passam a crescer acima dos preços monitorados, estaria atrelada à política seguida pela Petrobras de evitar o repasse de forma imediata e completa dos preços internacionais do petróleo aos preços internos dos combustíveis e demais derivados do petróleo. Os autores vão além e afirmam que isso provavelmente influenciou também o controle inflacionário doméstico, entenda-se, do IPCA cheio.

Além desses componentes provenientes de alterações nos fatores de custos externos até aqui evidenciados, se faz necessário destacar outros, que não só externos, que também

influenciam na evolução da inflação brasileira, tal como destacado no primeiro capítulo quando se apresentou o modelo de Simonsen (1975), o qual consolida as possíveis fontes inflacionárias.

Nesse sentido, um primeiro componente a ser verificado, que a inflação de oferta acima destacada a partir dos componentes de câmbio e preços de *commodities*, é a inflação de demanda. Para tanto, optou-se por utilizar o nível de utilização da capacidade instalada na indústria (NUCI) como uma aproximação do fator demanda cuja evolução mensal pode ser observada no gráfico abaixo.

Gráfico 19 - Evolução mensal do nível de utilização da capacidade instalada na indústria de transformação, média (%)



Fonte: Indicadores Industriais - CNI.

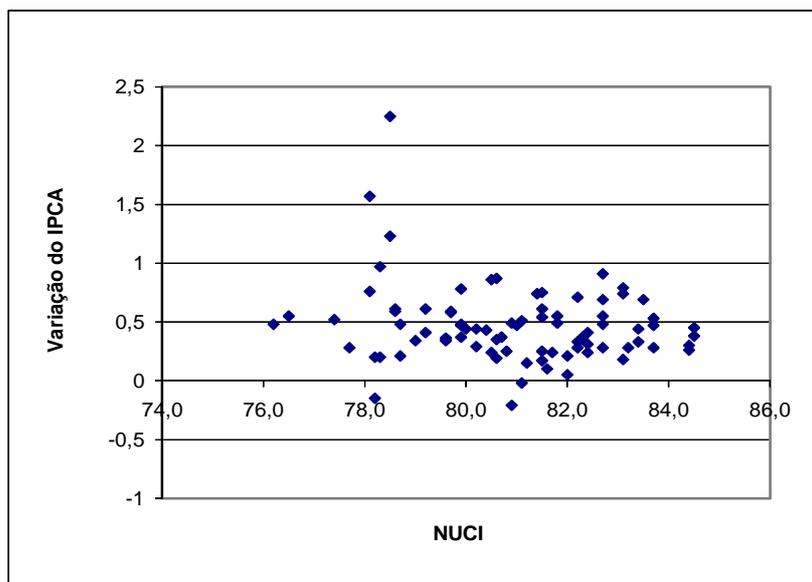
* Valores mensais disponíveis a partir de 2003.

Caso houvesse influência deste componente, dever-se-ia esperar uma correlação entre o grau de capacidade utilizada na indústria e a aceleração ou desaceleração da inflação. Todavia, o gráfico abaixo não corrobora tal conclusão, isto é, existe a possibilidade de ampliação da produção sem que haja a realização de investimentos que elevem a capacidade instalada no setor, o que aí sim poderia dar origem a pressões inflacionárias de demanda. Ou seja, desta forma, de acordo com Almeida (2005:9) “a oferta ainda pode acompanhar o crescimento da demanda sem que necessariamente haja ampliação da capacidade. Isto porque o teto para que haja inflação de demanda é em torno de 90% de utilização da capacidade instalada”.

Tal resultado inclusive contesta correntes de filiação neoclássica, e até mesmo o próprio BC, que acreditam que a inflação no período 1999-2009 teria sido, sobretudo de

demanda, à exceção dos anos de 2001, 2002 e 2003, quando se reconheceu, inclusive por estes, a origem inflacionária como proveniente da inflação de oferta advinda de fatores externos, especialmente de choques cambiais.

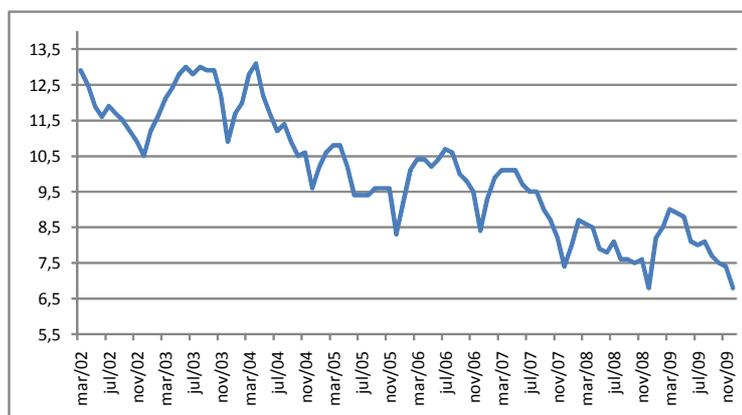
Gráfico 20 - NUCI (%) * X Variação do IPCA, (%)



Fonte: Indicadores Industriais CNI (utilização da capacidade instalada) e IBGE (variação do IPCA).
* Indústrias de transformação.

Além do grau de utilização da capacidade produtiva da indústria não ser muito elevado⁷⁷, outro indicador que corrobora a baixa significância do componente de demanda para explicar a evolução do IPCA no período, é a taxa de desemprego do país. Embora este indicador tenha saído de um patamar de 13% em 2002 para cerca de 7% em 2009 (ver gráfico abaixo), seu nível ainda é bem elevado, comparado a países desenvolvidos ou até mesmo latino-americanos, o que limita o consumo de grande parte da população brasileira.

⁷⁷ De acordo com a literatura que trata do tema, como por exemplo, IEDI (2003), um grau acima de 90% é considerado muito elevado, com potencial de geração de inflação de demanda.

Gráfico 21 - Evolução da taxa de desemprego, (%) ⁷⁸

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Assim, no que se refere a estes dois últimos componentes (nível de utilização da capacidade instalada e taxa de desemprego), pode-se inferir que os choques de demanda, em sua grande maioria utilizado como justificativa para a elevação das taxas de juros (Relatórios de inflação, diversos números), não tiveram tamanha significância na evolução do IPCA.

Quanto aos custos salariais⁷⁹, pode-se observar que de um modo geral, o valor do salário mínimo, seja em termos nominais e/ou reais, foi crescente ao longo de todo o período considerado.

Tabela 12 - Evolução do salário mínimo brasileiro, 1999 – 2009

Vigência	Norma Legal	Valor (R\$)
1/5/1999	Lei 9.032/1995	136
3/4/2000	Lei 9.971/2000	151
1/4/2001	MP 2.142/2001	180
1/4/2002	MP 35/2002	200
1/4/2003	MP 116/2003	240
1/5/2004	MP 182/2004	260
1/5/2005	Lei 11.164/2005	300
1/4/2006	MP 288/2006	350
1/4/2007	MP 362/2007	380
1/3/2008	Lei 11.709/2008	415
1/2/2009	Lei 11.944/2009	465

Fonte: Ministério do Trabalho, elaboração própria.

⁷⁸ As taxas utilizadas estão baseadas na Pesquisa Mensal do Emprego do IBGE, a qual de acordo com a nova metodologia utilizada para cálculo, está disponível a partir de março de 2002.

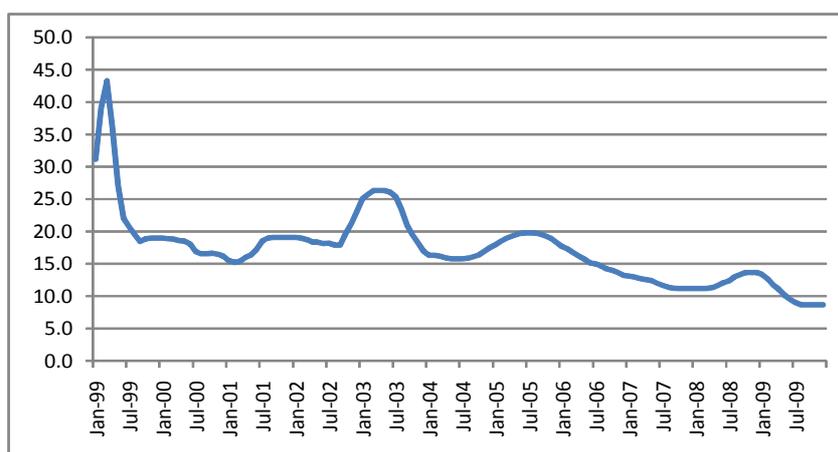
⁷⁹ Conforme destacado no primeiro capítulo, componente interno de custos.

Serrano e Ferreira (2010: 54) chamam atenção de que “em geral, nos períodos de valorização da taxa nominal de câmbio os salários médios reais crescem substancialmente e caem nos períodos em que a taxa de câmbio nominal se desvaloriza”.

Assim, dada a evolução cambial, o salário mínimo real cresceu acima do salário médio real nos anos anteriores a 2004, o que pode explicar a redução do peso relativo dos salários na renda. Isso porque de 1999 até meados de 2004, o mais comumente observado foi a soma de altas taxas de juros e certa predominância da desvalorização do real frente aos movimentos de valorização cambial (embora em meados de 2003 e 2004 tenha se observado forte valorização da moeda brasileira frente à norte-americana). Ou seja, nesse período inicial, os salários não apresentaram grande influência sobre a inflação. Na verdade eles contribuíram para a contê-la, haja visto que produtores, sob estas condições, precisavam cortar custos.

Essa tendência fora revertida, em parte, somente em meados de 2004, quando então a taxa básica de juro do país passa para um patamar menor (ver gráfico abaixo) e, concomitantemente, observa-se, na maioria do período, uma valorização do real. Aqui se atribui maior peso à valorização cambial, uma vez que as taxas de juros brasileiras ainda são muito elevadas (quando comparada em termos mundiais).

Gráfico 22 - Evolução da taxa Selic (variação anualizada), 1999-2009



Fonte: Banco Central do Brasil

Sob estas condições, nesse período, os salários apresentaram uma pressão via custos um pouco maior sobre a inflação brasileira, quando então os trabalhadores tiveram força para reivindicar aumentos salariais maiores. Ainda assim, considerando o período como um todo, de acordo com Serrano e Ferreira (2010), a pressão salarial não teria originado maiores pressões inflacionárias, dada a defasagem do período inicial e ainda o nível de utilização da capacidade instalada da indústria brasileira, acima avaliado, o qual

poderia suportar maior aquecimento da demanda, sem alterar maiores alterações nos preços.

Mediante o até aqui exposto, os dados sugerem que os fatores externos tiveram grande influência sobre a trajetória da inflação brasileira, seja pela correlação positiva entre o câmbio e a variação dos preços no Brasil ou ainda pelo recente movimento oposto entre preços internacionais de *commodities* e taxa de câmbio.

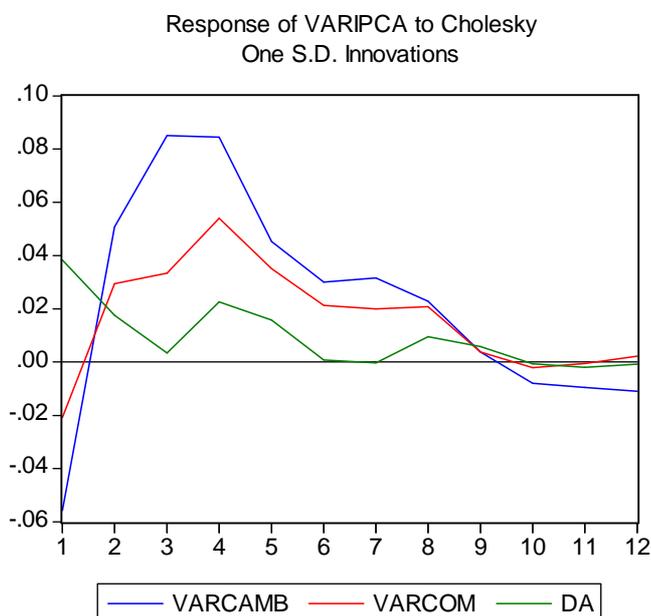
Visando verificar essa influência, buscou-se analisar as funções de resposta ao impulso e a decomposição da variância do IPCA cheio, os quais partem da estimação de um VAR (vetores auto-regressivos), para o período de 2000 até 2009. O modelo aqui estimado partiu da análise empírica apresentada em Modenesi e Araújo (2010). Porém, outras variáveis foram também consideradas e o tratamento dos dados foi feito de forma dessemelhante⁸⁰.

Partindo da premissa até aqui construída de que a economia brasileira, sobretudo pós 1990, teria ampliado sua abertura comercial e financeira acredita-se que a inflação do país dependa, além da demanda agregada, também de custos, destacando-se o custo com a variação da taxa de câmbio. Assim sendo, o modelo foi estimado a partir da simplificação de que (i) o índice da produção física da indústria geral (PIM - IBGE), depois de passado um filtro *Hodrick-Prescott*, representa o indicador do comportamento da demanda agregada (denotado por DA) e (ii) o índice de preços geral (inclusive petróleo) das *commodities*, usado como indicador dos preços internacionais das *commodities* (denotado por VARCOM). Além dessas variáveis, ainda considerou-se obviamente o IPCA (denotado por VARIPCA) e a taxa de câmbio média R\$/US\$ (denotado por VARCAMB). Os dados foram tratados com *dummies* sazonais e para controlar eventuais *outliers* observados.

Os resultados para a função resposta ao impulso e para a decomposição da variância se encontram sumarizados no gráfico e na tabela abaixo, ambos reforçando a importância dos custos externos, no caso da taxa de câmbio e dos preços internacionais de *commodities*, na determinação do IPCA.

⁸⁰ Os diferentes testes realizados para que se verificasse a ocorrência ou não de alguma inconsistência no modelo podem ser encontrados no anexo deste trabalho.

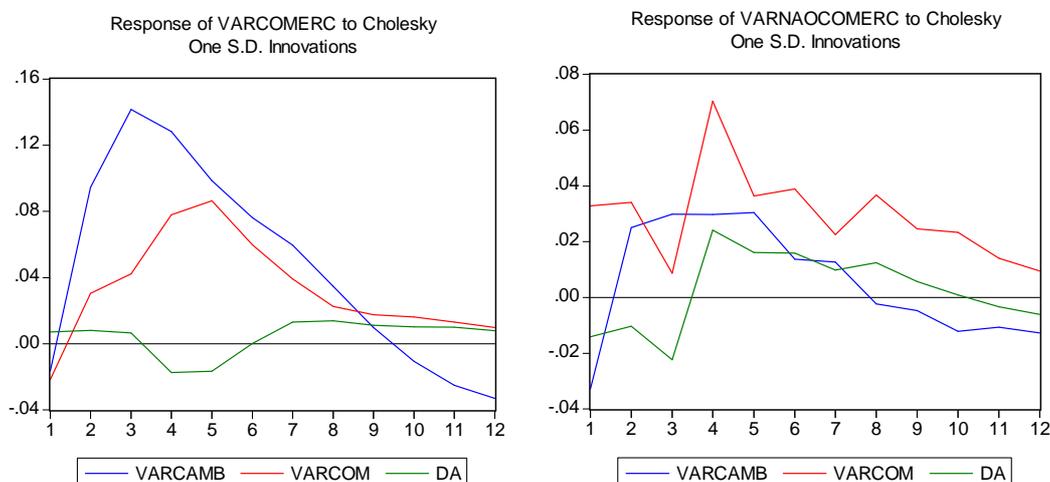
Gráfico 23 - Função Resposta do IPCA aos impulsos do câmbio, *commodities* e produção física da indústria geral (2000-2009)



No que se refere à resposta ao impulso, o intuito é demonstrar como uma variável, no caso o IPCA, respondeu a um impulso em outra variável (câmbio, preços de *commodities* e produção física da indústria), *ceteris paribus*, ao longo de 12 meses, os quais são observados no eixo das abscissas. Vê-se que os choques advindos da taxa de câmbio influenciam de forma positiva e significativa a inflação aqui medida pelo IPCA. Na verdade, a curva sugere que este é componente que mais influenciou o IPCA no período, destacando-se que o efeito acumulado desse choque atinge seu máximo próximo a 4 meses, se dissipando a partir de então. Em seguida destaca-se o efeito positivo do preço das *commodities*, o qual também atinge seu máximo ao final de 4 meses, ainda que em menor escala do que o “efeito câmbio” e, por último, do componente de demanda, o qual possui o menor efeito sobre o IPCA.

Abaixo o mesmo exercício foi realizado de acordo com a decomposição do IPCA para IPCA comercializáveis (denotado por VARCOMERC) e IPCA não comercializáveis (denotado por VARNAOCOMERC).

Gráfico 24 - Função Resposta aos impulsos do câmbio, *commodities* e produção física da indústria geral, decomposição do IPCA (2000-2009)



Observa-se, como demonstrado anteriormente, que o efeito do câmbio é maior sobre os comercializáveis e os monitorados. No caso dos não comercializáveis os custos externos ainda demonstram maior influência, muito embora o preço das *commodities* ultrapasse o efeito cambial.

Tabela 13 - Decomposição da variância do IPCA (2000-2009)

Meses	S.E.	VARCAMB	VARCOM	DA	VARIPCA
1	0.091950	4.552133	0.638199	2.158528	92.65114
2	0.096578	5.782457	1.325884	1.810769	91.08089
3	0.098868	11.86549	2.219751	1.646490	84.26827
4	0.100773	16.63701	4.429555	1.912916	77.02052
5	0.101693	16.63485	4.947658	1.921295	76.49619
6	0.104065	16.69972	5.101673	1.853573	76.34503
7	0.105240	17.24661	5.337708	1.834902	75.58078
8	0.106397	17.46896	5.599632	1.883348	75.04806
9	0.107582	17.46597	5.605592	1.905941	75.02249
10	0.108656	17.49085	5.602282	1.904044	75.00282
11	0.109350	17.49352	5.582912	1.900193	75.02337
12	0.109753	17.49752	5.560665	1.891919	75.04990

No que se refere à decomposição da variância, obtém-se a proporção de movimentos de uma seqüência que é devida a choques nela mesma contra choques de outras variáveis. Ou seja, através deste, busca-se observar qual a parcela que cada variável possui nos erros de previsão da variável dependente. Os resultados obtidos reforçam os apresentados acima. Vê-se que 75% dos erros de previsão do IPCA são atribuídos a ele mesmo (interpretado como medida de inércia inflacionária), seguido do câmbio e dos preços das *commodities*, os quais juntos explicam cerca de 23% da variância da inflação. Por último, a demanda agregada explica aproximadamente 2% da variância do IPCA.

Tal como na análise da resposta ao impulso, o mesmo exercício foi feito de acordo com a decomposição do IPCA, mantendo-se então a mesma nomenclatura das variáveis. Torna-se ainda mais claro, então, o aumento da influência do câmbio nos comercializáveis e a manutenção da importância dos componentes de custos externos como de maior influência sobre os não comercializáveis, ainda que o preço internacional das *commodities* tenha ocupado o lugar da taxa de câmbio.

Tabela 14 - Decomposição da variância do IPCA comercializáveis (2000-2009)

Meses	S.E.	VARCAMB	VARCOM	DA	VARCOMERC
1	0.095236	0.297148	0.515220	0.054709	99.13292
2	0.099366	5.074623	0.772586	0.064062	94.08873
3	0.100639	13.44271	1.462013	0.072292	85.02298
4	0.101479	18.91325	3.832286	0.188993	77.06547
5	0.102849	21.12757	6.379521	0.279342	72.21356
6	0.104867	22.19459	7.363462	0.265719	70.17623
7	0.105980	22.94053	7.736480	0.319398	69.00359
8	0.107381	23.20144	7.861365	0.384123	68.55307
9	0.108309	23.05884	7.909754	0.425235	68.60617
10	0.109150	22.88818	7.928677	0.457541	68.72560
11	0.109748	22.91428	7.920106	0.487929	68.67769
12	0.110197	23.12044	7.896182	0.505410	68.47797

Tabela 15 - Decomposição da variância do IPCA não-comercializáveis (2000-2009)

Meses	S.E.	VARCAMB	VARCOM	DA	VARNAOCOMERC
1	0.092904	1.750905	1.755127	0.324428	96.16954
2	0.097216	2.562672	3.379807	0.460466	93.59705
3	0.099146	3.766867	3.366568	1.165698	91.70087
4	0.100019	4.624121	9.663874	1.843038	83.86897
5	0.104576	5.629441	10.98030	2.104379	81.28588
6	0.105672	5.720791	12.58408	2.363021	79.33211
7	0.107178	5.838205	13.03013	2.450277	78.68139
8	0.108124	5.699757	14.31818	2.573536	77.40853
9	0.109331	5.652677	14.85157	2.579740	76.91601
10	0.110068	5.760956	15.32329	2.551605	76.36415
11	0.110630	5.856015	15.45523	2.548955	76.13980
12	0.110814	6.017877	15.49111	2.581060	75.90996

Assim, pode-se concluir que a abertura comercial e financeira, a qual facilitou e ampliou consideravelmente as relações do país com o resto do mundo, somada à política de flexibilização cambial, tiveram um papel significativo na evolução do IPCA.

Em suma, tal como se pretendia demonstrar, há uma maior influência da inflação de custos explicada por choques de oferta (variações da taxa de câmbio ou nos preços internacionais de *commodities*, por exemplo), positivos ou negativos, em relação à dinâmica do IPCA ao longo do período de 1999 até 2009. Nas palavras de Farhi (2006):

“(…) após a adoção do regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio passou a constituir o principal propulsor das alterações de preços, acelerando a inflação nos momentos em que a aversão aos riscos predominava nos mercados internacionais. No novo ciclo de elevada liquidez internacional, o câmbio voltou a cumprir o papel de principal fator de estabilidade dos preços e canal de transmissão da política monetária, atenuando os efeitos de outros choques exógenos como os aumentos dos preços internacionais das *commodities*.” (PP.166)

3.4 A natureza inflacionária e o regime de metas de inflação

Na seção anterior buscou-se avaliar, para o período 1999-2009, a influência dos componentes de custos externos, mais especificamente da taxa de câmbio e dos preços internacionais de *commodities*, na origem da inflação brasileira, tomando como referência para tal o IPCA. Feita essa análise e tendo concluído que esses teriam sido os componentes que mais teriam influenciado o IPCA no período, a presente seção busca então avaliar qual

é o tratamento destinado ao controle de possíveis pressões inflacionárias daí advindas, dado o contexto de maior abertura comercial e financeira do país e instituição do regime de flutuação cambial desde 1999.

Na seção 1.2.1, destacou-se um modelo de projeção da inflação que serve como referência ao BC na estimativa da meta previamente determinada. Foi demonstrado que este modelo é composto por três equações estruturais, quais sejam: (i) curva IS correspondente ao produto; (ii) regra câmbio-juros e, ainda, (iii) uma curva de Philips.

A partir dessa terceira equação, curva de Philips, $\pi_t = \theta_1\pi_{t-1} + \theta_2\pi_{t-2} + \theta_3\pi_{t+3}^e + \theta_4h_{t-1} + \theta_5(\Delta p_t^f + e_t) + \varepsilon_t^\pi$, vê-se que o BC reconhece a existência não só do canal de demanda, mas também do canal de custos como fontes inflacionárias. Assim, conforme já apresentado ao longo do trabalho, o câmbio juntamente com a variação dos preços internacionais (dentre outros) representam um efeito-custo entre os componentes que determinam a inflação e estas são fontes contempladas pelo BC.

Apesar de ser reconhecido pelo regime de metas de inflação brasileiro como outro canal de transmissão, o canal de custos não é considerado o mais importante, cabendo este “mérito” ao canal de demanda agregada.

Contudo, a análise da seção anterior mostra que a inflação do país, medida pelo IPCA, é bastante sensível à taxa de câmbio, seguida dos preços internacionais de *commodities*, enquanto a sensibilidade à demanda agregada se observou mais baixa, considerando o período de 1999 a 2009. Mais ainda, conforme se buscou demonstrar ao longo deste trabalho, com a ampliação da abertura comercial e financeira do país, somada à flexibilização cambial, os componentes externos de custos se tornaram mais importantes para explicar a origem inflacionária brasileira.

Porém, apesar dessas mudanças estruturais da economia brasileira, qualquer que seja a pressão inflacionária, de demanda ou de oferta (tanto interna quanto externa), ou seja, independentemente da etiologia inflacionária, o remédio adotado é o mesmo: eleva-se a taxa básica de juros (Selic), baseando-se na regra de Taylor. Dito de outra forma, ainda que o BC reconheça a inflação de custos e a considere quando na tomada de decisão da meta inflacionária a ser perseguida, o tratamento conferido a esse tipo de origem inflacionária é o mesmo conferido à inflação proveniente do componente de demanda. Farhi (2006) exemplifica no seguinte trecho como o aumento de juros conteria a pressão inflacionária advinda de custos externos:

“Em decorrência, o BC insiste em lidar com os choques exógenos utilizando a taxa de juros para evitar que eles causem “efeitos secundários” nos preços ao consumidor. Dito de outra maneira, a autoridade monetária reconhece que, por exemplo, um aumento do preço internacional do aço se refletirá no aço negociado no mercado interno, mas pretende evitar que tal aumento se transmita aos preços dos bens que utilizam aço como matéria-prima. Isso só poderá ser obtido se a política monetária induzir tamanha queda da demanda interna que os fabricantes desses bens sejam levados a manter os preços estáveis, absorvendo a alta dessa matéria-prima em suas margens de lucro.” (Farhi, 2005:84)

Conclui-se então que, apesar do aumento da importância dos componentes de custos externos pós abertura comercial e financeira e da adoção da flexibilização cambial, e de sua forte influência sobre o IPCA via taxa de câmbio e preços internacionais das *commodities*, o regime de metas inflacionária brasileiro não tem instrumentos específicos para conter o aumento da influência desses componentes. A única saída adotada é elevar a taxa básica de juros quando o quadro externo é desfavorável, o que sacrifica duplamente o crescimento econômico. Além disso, tal política ainda aumenta a taxa de sacrifício para a sociedade, uma vez que se ampliam os custos de produção e o empresariado pode optar por reduzi-lo via corte de pessoal ou reajuste salarial. Nesse sentido, Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009) bem resumem:

“As conseqüências de taxas de juros elevadas são por demais conhecidas: (i) sérias restrições ao crescimento econômico, visto que o custo do crédito encarece, afetando, assim, as expectativas de investimento dos empresários; (ii) o aumento da dívida pública, que é constituída principalmente por títulos públicos indexados à taxa Selic. Apesar da melhora do balanço de pagamentos desde 2003, devido principalmente ao crescente superávit comercial, a experiência recente do Brasil mostra que em países com um alto nível de dívida externa e com uma conta de capital totalmente liberalizada, as flutuações de capital externo podem causar períodos de instabilidade cambial intensa. Isso, por sua vez, pode prejudicar os esforços para alcançar e manter as metas de inflação anunciadas. Essa situação tem causado, também, um baixo crescimento econômico, pois as Autoridades Monetárias tendem a aumentar as taxas de juros nos períodos de turbulência externa, a fim de atingir as metas preestabelecidas e estabilizar a taxa de câmbio. Por outro lado, durante o “período de tranquilidade”, em que os países apresentam maciças entradas de capitais, as taxas de juros são utilizadas com a finalidade de atrair capitais, o que acaba apreciando a taxa de câmbio e contribuindo para trazer a inflação para as suas metas.” (PP.17)

Mediante este dilema, existe ampla discussão na literatura econômica a respeito do mecanismo de aumentar os juros para conter a pressão inflacionária, dada a maior abertura da economia e a flexibilização cambial. Muito embora a elevação (redução) das taxas de juros também contribua para valorização (desvalorização) do real e assim afete a inflação

favoravelmente, ou seja, reduza a pressão sobre o IPCA, há que se considerar também possíveis condições externas adversas, as quais pós ampliação da abertura comercial e financeira atingem em maior grau o país, sobretudo via conta de capital. A título de exemplo pode-se citar os anos nos quais as metas não foram alcançadas, 2001, 2002 e 2003 (ver tabela abaixo), nos quais o próprio Banco Central atribuiu aos fatores externos o descumprimento das metas previamente estabelecidas. Simultaneamente, observou-se também o crescimento pífio da economia brasileira, dado o potencial de crescimento que a mesma tinha à época (e ainda tem).

Tabela 16 - Evolução dos índices de preços, 1999-2009

	Meta (%)	Banda (p.p.)	IPCA (%a.a.)	INPC (%a.a.)	IGP-DI (%a.a.)	IGP-M (%a.a.)	IPA-DI (%a.a.)
1999	8	2	8,94	8,43	19,99	20,10	28,88
2000	6	2	5,97	5,27	9,80	9,95	12,06
2001	4	2	7,67	9,44	10,40	10,37	11,88
2002	3,5	2	12,53	14,74	26,41	25,30	35,41
2003	4*	2,5	9,30	10,38	7,66	8,69	6,27
2004	5,5*	2,5	7,60	6,13	12,13	12,42	14,68
2005	4,5	2,5	5,69	5,05	1,23	1,21	-0,97
2006	4,5	2	3,14	2,81	3,79	3,83	4,29
2007	4,5	2	4,46	5,15	7,89	7,75	9,44
2008	4,5	2	5,90	6,48	9,10	9,81	9,80
2009	4,5	2	4,31	4,11	-1,43	-1,72	-4,08

Fonte: IBGE e FGV.

* Estas metas foram resultado de ajustes nas metas previamente estipuladas de 3,25% e 3,75%, respectivamente.

No que se refere ao ano de 2001, os fatores destacados pelo próprio BC como causadores da inflação foram: agravamento da crise argentina; contração da maioria dos mercados consumidores da América Latina; ataques terroristas contra as Torres Gêmeas de Nova York, e ainda crise de energia, os quais influenciaram negativamente não só o desempenho das exportações do país⁸¹, como também a atração de fluxo de capitais externos.

⁸¹ De acordo com Giambiagi (2005:191), observou-se uma “queda acumulada de 17% do preço médio das exportações brasileiras entre 1998 e 2002”.

Tabela 17 - Balanço de Pagamentos Brasileiro, 1999/03 (US\$ bilhões)

	1999	2000	2001	2002	2003
Exportações	48	55,1	58,2	60,3	73
Variação das exportações (%)		14,8%	5,6%	3,6%	21,1%
Importações	49,2	55,7	55,5	47,2	48,2
Variação das importações (%)		13,2%	-0,4%	-15,0%	2,1%
BALANÇA COMERCIAL - FOB (1)	-1,2	-0,6	2,7	13,1	24,8
SERVIÇOS E RENDAS (2)	-25,8	-25	-27,5	-23,1	-23,4
TRANSFERÊNCIAS UNILATERAIS (3)	1,6	1,5	1,6	2,3	2,8
TRANSAÇÕES CORRENTES (1+2+3)	-25,4	-24,1	-23,2	-7,7	4,2
Conta Capital	0,3	0,2	-0,03	0,4	0,4
Conta Financeira	16,9	19	27	7,5	4,6
Investimento Estrangeiro Direto	28,5	32,7	22,4	16,5	10,1
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	17,2	19,2	26,97	7,9	5
RESULTADO DO BALANÇO	-8,2	-4,9	3,77	0,2	9,2

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

* O Balanço aqui representado não demonstra todas as rubricas que compõem cada conta.

Conseqüentemente, observou-se uma depreciação cambial forte a qual promoveu um choque interno, elevando os preços dos produtos comercializáveis e dos administrados, em especial tarifas de energia elétrica, gasolina e transporte público.

Quanto ao ano de 2002, a justificativa para o descumprimento girou em torno de dois principais eixos: (i) forte aversão ao risco que se deu nos mercados financeiros internacionais, resquício, sobretudo do “efeito 11 de setembro”, e (ii) desconfiança associada à incerteza do futuro da política econômica com a posse do novo governo. Estes dois fatores geraram, dentre outros, aumento do risco-país, retração dos fluxos financeiros internacionais, os quais, por sua vez, pressionaram fortemente o câmbio e as expectativas com relação à evolução da inflação, que contribuíram mais significativamente para o descumprimento da meta.

Com relação ao ano de 2003, mesmo depois do CMN aceitar a meta ajustada proposta, a qual passava a meta previamente estabelecida de 4% para 8,5%, a inflação efetiva situou-se em 9,3%. Além do elevado grau de inércia inflacionária, fator predominante na composição inflacionária no ano de 2003, contribuiu também para tal resultado a depreciação cambial ocorrida em 2002, dada as defasagens existentes no mecanismo de transmissão de repasse cambial, sendo este mais acentuado para os preços administrados (Carta Aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, 2004).

Como bem resume Farhi (2006):

“Os ataques especulativos contra a moeda brasileira que se sucederam até 2002 revelaram os efeitos perversos da combinação dessa política monetária com a taxa de câmbio flutuante numa economia que possui uma estrutura de formação dos preços que amplifica o impacto da instabilidade dos fluxos de capitais e da taxa de câmbio na inflação. Nessas condições, por intermédio das taxas de juros, o sistema de metas de inflação retransmitiu, ao conjunto da economia, a volatilidade engendradora nos mercados financeiros globais que provocou episódios sucessivos de *stop and go* ou vôos de galinha.” (PP.170)

Conforme dito anteriormente, no período de 1999-2003, ora a elevação dos preços de *commodities*, ora a desvalorização do real afetou bastante o desempenho da economia doméstica, de modo que inclusive nos anos de 2001, 2002 e 2003 houve descumprimento da meta, com o próprio BC o tendo justificado como uma persistência de inflação de custos advinda de fatores externos. Ou seja, o panorama macroeconômico brasileiro da época revelava a persistência de uma inflação de custos, derivada da elevação dos preços das *commodities* agrícolas e do petróleo, dos efeitos da forte desvalorização do real ocorrida em 2002 e da indexação parcial das tarifas públicas. Assim, a partir da tabela acima ainda se pode de fato inferir que, por serem influenciados decisivamente pelas alterações dos preços no atacado, os IGPs revelam enorme sensibilidade a choques externos, tendo então apresentado valores muito acima dos verificados para os IPCs (dentre eles o IPCA), que são menos sensíveis a essas variáveis. Outra conclusão que se pode inferir a partir da tabela é que, se um dos IGPs tivesse sido escolhido como o índice de balizamento do modelo de metas de inflação, o resultado quanto ao cumprimento das metas não teria sido o mesmo ou a taxa de juros teria sido ainda mais alta. Na verdade, tal como chamam atenção os círculos vermelhos na tabela, somente três anos ao longo do período (2005, 2006 e 2009) teriam cumprido a meta previamente estabelecida, caso as mesmas fossem mantidas valendo essa hipótese.

Ou seja, o que se observa dos parágrafos imediatamente acima é que, dada a abertura e a flexibilização cambial, a passagem de um quadro externo favorável para desfavorável afetou, principalmente via conta capital e financeira, não só a inflação brasileira, mas até mesmo o cumprimento do regime de metas, que embora tenha mantido a taxa de juros num patamar elevado não conseguiu conter essa pressão inflacionária, tal como se havia mencionado anteriormente. Esses anos corroboram então, a falta de um mecanismo específico para tratar o aumento da importância dos custos externos, bem como

as conseqüências adversas que recaíram sobre a economia brasileira, como baixo PIB ou ainda elevada taxa de desemprego verificadas.

Outro exemplo pode ser enunciado com o estouro da crise do *subprime*, em 2008. O cenário externo se tornou adverso com o estouro da crise, a qual tomou proporções mundiais e logo acabou afetando o cenário interno da economia, o qual até então vinha demonstrando um bom desempenho. O agravamento da crise causou uma fuga de capital e fortes desvalorizações nominais do câmbio (real se desvalorizou frente ao dólar de setembro de 2008 até fevereiro de 2009), o que provocou certo repique no IPCA nesses meses. Contudo, ainda assim, a inflação se manteve dentro da meta, tendo no ano de 2009 se situado abaixo da meta pela segunda vez desde a implantação do regime de metas. Uma das justificativas, além do arrefecimento da demanda doméstica, para tal cumprimento recaí sobre o preço das *commodities*. Ao mesmo tempo em que o agravamento da crise financeira internacional gerou uma desvalorização da moeda brasileira, ela também leva ao colapso dos preços internacionais em dólar das *commodities*, que de um modo geral, neutraliza as pressões inflacionárias decorrentes das desvalorizações nominais (SERRANO; FERREIRA, 2010).

Dito isso, se faz importante uma ressalva. A presente dissertação não tem a pretensão de sugerir que a maior abertura da economia brasileira provocou inflação e, portanto, deve-se evitá-la, mas sim se intenciona demonstrar que com a ampliação da abertura econômica e da flexibilização cambial, o câmbio e os preços de *commodities* foram os principais canais de inflação e, portanto merecem um tratamento específico, que não apenas a elevação da taxa de juros, em prol de uma menor taxa de sacrifício e de um crescimento econômico mais robusto.

3.5 Sumário e conclusões

O presente capítulo teve como principal objetivo analisar a decomposição da inflação brasileira no período 1999-2009. Ou seja, objetivava-se avaliar quais teriam sido os componentes da inflação que mais teriam influenciado a evolução do IPCA ao longo desses anos.

Para tanto, inicialmente, apresentou-se o fim do regime de âncora cambial e a introdução do regime de câmbio flexível, bem como as demais políticas econômicas, que tal como esta foram postas em prática no ano de 1999. Além disso, ainda destacou-se a manutenção por parte do governo para com as políticas de ampliação da abertura comercial

e financeira. O intuito era esclarecer o aumento da vulnerabilidade externa do país pós abertura, o qual inclusive levou ao fim do regime de âncora cambial e o porquê da mudança da política econômica, desde 1999 baseada no tripé. Buscou-se destacar que o governo introduziu o regime de metas de inflação no país como diretriz para a condução da política monetária, o qual define como variável alvo de política monetária a expectativa de variação de preços e mantém como variável operacional a taxa de juros.

Em seguida, buscou-se avaliar a natureza inflacionária em período semelhante, destacando quais componentes foram mais significativos na trajetória da inflação brasileira, se as condições de oferta (provenientes de choques externos) ou se as de demanda.

Observou-se que para o período que compreende os anos de 1999 até 2009, portanto pós flexibilização cambial e sob manutenção da ampliação do processo de abertura econômico-financeira, a evolução do IPCA foi mais sensível aos componentes externos de custos, do que aos fatores de demanda. Tanto a análise construída a partir de gráficos de linha quanto a partir das funções de resposta ao impulso e da decomposição da variância do IPCA, as quais partem da estimação de um VAR (vetores auto-regressivos), corroboram tal resultado. A partir da análise da decomposição da variância pôde-se inclusive concluir que os componentes externos de custos, expressos pela variação do câmbio e dos preços das *commodities*, explicam juntos cerca de 23% da variância da inflação, enquanto o componente da demanda explica apenas 2%. Sendo assim, concluiu-se que índices mais afetados por estes componentes de custos, como é o caso dos IGPs, caso fossem adotados como meta a ser alcançada ao invés do IPCA, não teriam apresentado o mesmo desempenho no que se refere ao cumprimento das metas previamente estabelecidas.

Mediante esse resultado, de maior influência do câmbio e dos preços internacionais de commodities, questionou-se então o tratamento do regime de metas de inflação brasileiro para esse tipo de pressão inflacionária.

Apesar do BC reconhecer e considerar essas fontes inflacionárias destacou-se que o tratamento conferido a elas é o mesmo conferido a pressões de demanda, qual seja: aumento da taxa básica de juros da economia. Contudo, destacou-se que com a ampliação da abertura comercial e financeira, aqui principalmente a financeira, e com a flexibilização cambial, este “remédio” funciona somente sob momentos nos quais o quadro externo seja favorável. Do contrário, ou seja sob cenário externo adverso, verifica-se saída de capitais externos do país, aumento da taxa básica de juros, baixo crescimento do PIB e ainda

aumento da possibilidade de não cumprimento das metas inflacionárias, como em 2001, 2002 e 2003. No período de 2004 até 2009 não se observou descumprimento das metas, dentre outros, porque a taxa de câmbio e os preços das *commodities* apresentaram movimentos opostos, amenizando assim seus efeitos. Ou seja, o quadro externo favorável potencializou a política monetária doméstica.

Dessa forma, conclui-se que, apesar do aumento da importância dos componentes de custos externos pós abertura comercial e financeira e da adoção da flexibilização cambial, e de sua forte influência sobre o IPCA via taxa de câmbio e preços internacionais das *commodities*, o regime de metas inflacionária brasileiro não tem instrumentos para evitar, especificamente, o aumento da influência desses componentes sobre o IPCA, índice referência do regime de metas. Ou, em outras palavras, não tem um tratamento adequado para conter essas pressões inflacionárias ampliadas com a abertura econômica e a adoção de um regime de câmbio flutuante. A única saída adotada é elevar a taxa básica de juros quando o quadro externo é desfavorável, o que sacrifica duplamente o crescimento econômico.

CONCLUSÃO

A presente pesquisa aqui construída teve como objetivo central analisar a etiologia da inflação brasileira no período de 1999 até 2009, confrontando-a com o tratamento dado à mesma ao longo desses anos, ou seja, sob a vigência do regime de metas de inflação.

No intuito de atender a este objetivo, duas hipóteses básicas orientaram a condução do trabalho. A primeira é que a ampliação do processo de abertura comercial e financeira pelo qual o Brasil vem passando desde o início da década de 1990, tornou a inflação brasileira mais sensível ao componente de custo, em especial aos determinantes de custo externo. A segunda é que após a adoção do regime de câmbio flutuante em 1999, esta sensibilidade se ampliou ainda mais, haja visto que até então, sob o regime de câmbio administrado, os efeitos da abertura comercial e financeira eram, de certo modo, filtrados pela necessidade de intervenções do Banco Central, de modo que o câmbio não repercutia, em sua devida proporção, eventuais reversões do quadro externo.

Nesse sentido, como a intenção final é estudar a causa inflacionária predominante no período sob o contexto das duas hipóteses acima destacadas, o estudo foi principiado com uma discussão teórica acerca da inflação de custos. O caminho percorrido teve como ponto de partida a interpretação acerca da teoria de preços de John M. Keynes na TG,

passando então para as contribuições e desdobramentos daí originados, destacando-se modelos como de Weintraub e dos pós keynesianos. Ademais, apresentou-se no mesmo capítulo o modelo proposto por Mario Henrique Simonsen, buscando sintetizar todos os componentes da inflação, que não só os de custos. Ainda foi conferida atenção especial aos componentes de custos externos – preços internacionais e taxa de câmbio – destacando a possibilidade de uma economia “importar inflação” e ainda os modelos de *pass through*.

Concluiu-se que enquanto para a abordagem neoclássica a inflação é, predominantemente, proveniente do excesso de demanda gerado por uma expansão excessiva da oferta monetária, para Keynes e seus seguidores esta se configura apenas como uma possibilidade e não uma regra, ficando clara, assim, a relevância conferida por estes autores à inflação de custos. Quanto aos componentes de custos externos, concluiu-se que, diferentemente de uma economia fechada ou com baixa relação comercial e financeira, uma economia com elevado grau de abertura econômica pode ter seu nível de preços influenciado mais facilmente em função de alterações nos preços praticados externamente de bens/ serviços comprados por residentes (como resposta à maior concorrência), ou ainda em função de alterações da taxa de câmbio, haja visto maior potencial de a economia doméstica “importar inflação”. Em ambos os casos, variação de preços externos e/ou da taxa de câmbio, os bens comercializáveis são afetados de forma direta, enquanto os não comercializáveis são impactados indiretamente.

A título de exemplo, havendo uma desvalorização da moeda nacional, o impacto direto sobre os bens comercializáveis seria a elevação dos preços dos importados, ou, em outras palavras, o aumento da competitividade das exportações, o que atrairia demanda para estas. A oferta nacional destes bens então se reduziria o que, por si só, já justificaria uma elevação do nível de preços desse tipo de bens em âmbito nacional (mantida a demanda nacional inicial). Ou seja, verificou-se, assim, a subordinação dos preços dos produtos comercializáveis nacionais à variação cambial, que, por sua vez, afeta o preço praticado externamente.

A ilustração acima deixa claro que o aumento de preços se dá, nesse caso, pela participação dos bens importados na estrutura produtiva nacional e, portanto, nos índices de preços, o que remete à análise feita no segundo capítulo. Isso porque o processo de ampliação da abertura comercial e financeira do país colocado em prática desde o ano de 1988, objeto de análise do segundo capítulo, possibilitou um aumento na quantidade de bens comercializados com o exterior, especialmente de bens importados, que até então eram bastante reprimidos. Nesse sentido, destaque para (i) a eliminação das restrições não-

tarifárias, (ii) a continuidade da redução gradual das tarifas médias de importação, e ainda (iii) a extinção de grande parte dos regimes especiais de importação. Paralelamente, as medidas de facilitação da integração financeira do Brasil com os demais mercados financeiros, também se ampliaram, o que tornou o país mais vulnerável a eventuais adversidades externas, refletidas na taxa de câmbio. Destaque para as medidas no primeiro nível, de ingresso de capital, ao longo do período 1987-1993 e para as medidas de segundo nível, remessa de capital, ao longo dos demais anos que completam a década de 1990, 1994-1999.

Concluiu-se, tal como já introduzido no parágrafo anterior, que o processo de liberalização determinou grande mudança da estrutura econômica do Brasil, tendo provocado reflexos, dentre outros, sobre o balanço de pagamentos do país. Dentre as conseqüências mais imediatas destacou-se (i) considerável crescimento das importações, principalmente de setores antes deveras restrito como, por exemplo, o de bens de capital; (ii) ampliação da participação do capital estrangeiro no investimento em carteira, destacando-se o investimento em títulos de renda fixa de longo e curto prazo, e ainda (iii) ampliação dos investimentos estrangeiros diretos. A partir daí, interligando as medidas liberalizantes e seus efeitos imediatos à conjuntura macroeconômica da época, evidenciou-se que a inflação brasileira se tornou então mais sensível a componentes externos, antes não tão sentidos por conta das restrições que se faziam valer no país.

Mediante as medidas liberalizantes observadas e os reflexos sobre a economia brasileira, em especial sobre o setor externo, constatou-se que, dado um grau de abertura comercial mais elevado, os preços domésticos se tornam mais sensíveis aos preços externos, dependendo do comportamento da taxa de câmbio. Assim, ampliaram-se as chances de se obter maior “inflação importada” *potencial*, pois quanto mais produtos são adquiridos no exterior em relação ao total de produtos comprados pelos residentes, maior é a probabilidade de um aumento do preço de um produto qualquer no mercado internacional influenciar o nível de preços domésticos, dada a maior quantidade de produtos importados presente na cesta doméstica de cálculo da inflação. Da mesma forma, o inverso também pode ocorrer. Havendo uma redução dos preços internacionais, os produtores de bens comercializáveis provavelmente reduzirão seus preços, o que também pode influenciar o nível de preços domésticos, só que agora gerando uma pressão baixista.

Tendo sido destacada essa possibilidade de a inflação doméstica ter se tornado mais sensível a componentes de custos externos, no terceiro capítulo buscou-se, a partir de uma análise da conjuntura macroeconômica e ainda da estimação de um modelo de vetores

auto-regressivos (VAR), analisar a decomposição da inflação brasileira, medida pelo IPCA, no período 1999-2009. O intuito de tal análise era avaliar quais teriam sido os componentes da inflação que mais teriam influenciado a evolução desse índice de preços ao longo desses anos, se de demanda ou de oferta, sendo esta restrita a custos externos, medidos pelos preços internacionais de *commodities* e pela taxa de câmbio. Porém, antes de realizar esta análise, julgou-se necessário avaliar o fim do regime de âncora cambial, resultado, em última instância, do aumento da vulnerabilidade externa do país pós-abertura econômico-financeira, bem como a introdução do regime de metas de inflação, o qual define como variável alvo de política monetária a expectativa de variação de preços e mantém como variável operacional a taxa de juros.

Partindo para o objetivo fim desse terceiro capítulo, observou-se que para o período que compreende os anos de 1999 até 2009, portanto sob um contexto de manutenção da ampliação do processo de abertura econômico-financeira e vigência de um regime de câmbio flutuante, a evolução do IPCA foi mais sensível aos componentes externos de custos do que aos fatores de demanda. Tanto a análise construída a partir do ambiente macroeconômico da época, quanto a partir das funções de resposta ao impulso e da decomposição da variância do IPCA, as quais partiram da estimação de um modelo VAR, corroboraram tal resultado.

Ao analisar a conjuntura macroeconômica e o comportamento dos componentes que compõem a inflação, lembrando mais uma vez aqui medida pelo IPCA, percebeu-se forte influência dos componentes de custos externos sobre sua evolução. A correlação positiva e forte entre taxa de câmbio e preço dos bens comercializáveis e não comercializáveis foi um dos indicadores que ajudaram a evidenciar tal resultado. Além disso, ao avaliar o nível de utilização da capacidade ociosa da indústria, percebeu-se que ao longo do período ainda havia espaço para crescimento da produção sem que houvesse pressão inflacionária de demanda.

Pela análise da decomposição da variância pôde-se concluir que os componentes externos de custos, expressos pela variação do câmbio e dos preços das *commodities*, explicam juntos cerca de 23% da variância do IPCA, enquanto o componente da demanda explica apenas 2%. Quanto aos custos externos ainda, notou-se que na maioria do período avaliado, os movimentos da taxa de câmbio e dos preços internacionais de *commodities* se deram em direções opostas, donde se pôde concluir que esses movimentos contrários amenizaram o impacto destas variáveis sobre o IPCA, o qual poderia ter sido ainda maior se não fosse essa combinação contrária predominante.

A partir dessa decomposição do IPCA, concluiu-se que índices mais afetados por estes componentes de custos, como é o caso dos IGPs, caso fossem adotados como meta a ser alcançada ao invés do IPCA, não teriam apresentado o mesmo desempenho no que se refere ao cumprimento das metas previamente estabelecidas.

Mediante esse resultado, maior influência do câmbio e dos preços internacionais de *commodities*, questionou-se então o tratamento do regime de metas de inflação brasileiro para esse tipo de pressão inflacionária. Apesar do Banco Central do Brasil reconhecer e considerar essas fontes inflacionárias destacou-se que o tratamento conferido a elas é o mesmo conferido a pressões de demanda, qual seja: aumento da taxa básica de juros da economia.

Porém, tal como salientado ao longo do segundo capítulo desta dissertação, com a ampliação da abertura comercial e financeira, nesse caso principalmente a abertura no âmbito financeiro, e com a vigência do regime de flexibilização cambial, este “remédio” (taxa de juros) funciona somente sob momentos nos quais o quadro externo seja favorável.

Do contrário, sob cenário externo adverso, o que comumente se verifica é uma saída de capitais externos do país, aumento da taxa básica de juros, baixo crescimento do PIB e ainda aumento da possibilidade de não cumprimento das metas inflacionárias, como se pôde verificar em 2001, 2002 e 2003. Aqui cabe destacar que na maioria do período, os movimentos das variáveis externas aqui contempladas (preços de *commodities* e taxa de câmbio) se deram em direções opostas, donde se pode concluir que esses movimentos contrários amenizam o impacto destas variáveis sobre o IPCA, o qual poderia ter sido ainda maior se não fosse essa combinação contrária predominante. Ou seja, dada a maior vulnerabilidade externa do país, o quadro externo favorável potencializa a política monetária doméstica.

Dessa forma, conclui-se que, apesar do aumento da importância dos componentes de custos externos pós abertura comercial e financeira e da adoção da flexibilização cambial, e de sua forte influência sobre o IPCA via taxa de câmbio e preços internacionais das *commodities*, o regime de metas inflacionária brasileiro não tem instrumentos para evitar, especificamente, o aumento da influência desses componentes sobre o IPCA, índice referência do regime de metas. Ou, em outras palavras, não tem um tratamento adequado para conter essas pressões inflacionárias ampliadas com a abertura econômica e a adoção de um regime de câmbio flutuante. A única saída adotada pelo regime de metas é elevar a taxa básica de juros quando o quadro externo se apresenta desfavorável, o que sacrifica duplamente o crescimento econômico.

Nesse caso, entende-se ser necessário, dado que no período 1999-2009 a taxa de câmbio e os preços de *commodities* se mostraram como os principais canais de inflação, que esses componentes merecem um tratamento específico, que não apenas a elevação da taxa de juros. Uma possibilidade seria adotar políticas que atinjam a economia pelo lado da oferta. Nesse sentido, tudo o mais constante, uma medida que poderia ser adotada, por exemplo, é um maior controle sobre os fluxos de capitais, visando assim reduzir a vulnerabilidade do país a acontecimentos externos desfavoráveis⁸². Dessa forma, não restringindo o tratamento desses componentes de custos externos somente à taxa de juros, acredita-se que se teria uma menor taxa de sacrifício e um crescimento econômico mais robusto.

⁸² Contudo, isso é tema para um desenvolvimento futuro, entrando aqui somente como uma sugestão, dado que esse é um assunto complexo e que, por si só, requer muito mais argumentos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACKLEY, G. (1989): “Teoria Macroeconômica”. Trad. JÚNIOR, D. A. da S. C. São Paulo: Livraria Pioneira Editora, v.1, ed.3, p. 107-125.

ALBUQUERQUE, C. R. (2005): “Taxas de Câmbio e Inflação no Brasil: um estudo econométrico”. X Encontro Nacional de Economia Política – SEP, Campinas/SP (maio). Disponível em: <<http://www.sep.org.br/artigo/xcongresso40.pdf>>. Acesso em: 10 de agosto de 2010.

ALMEIDA, D. K. de (2005): “A Inflação Brasileira Recente: Uma Crítica ao Regime de Metas de Inflação”. Tese de Doutorado, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

AMITRANO, A.; GRAUWE, P. de; TULLIO, G. (1997): “Why has inflation remained so low after the long exchange rate depreciations of 1992?”. *Journal of common market studies*, v.35, n.3 (september), p. 329-346.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F. de; FERRARI-FILHO, F. (2009): “A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil”. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.18, n.1 (abril), p. 1-30.

AVERBUG, A. (1999): “Abertura e integração comercial brasileira na década de 90”. In: GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. M. (org.). *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, p. 43-81. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro/eco90_02.pdf>. Acesso em: 16 de abril de 2010.

AZEVEDO, A. F. Z. de; PORTUGAL, M. S. (1997): “Abertura comercial brasileira e instabilidade da demanda de importações”. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, p. 3-19. Disponível em: <www.ufrgs.br/ppge/pdf/msp/97-05-pdf>. Acesso em: 02 de maio de 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (1990): “Relatório Anual, 1989-1999”. Brasília, Distrito Federal, v.26. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 05 de maio de 2010.

_____, (diversos números): “Relatório de Inflação”. Brasília, Distrito Federal. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 05 de junho de 2010.

_____, (diversos números): “Carta Aberta ao Ministro de Estado da Fazenda”. Brasília, Distrito Federal. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 12 de julho de 2010.

BORÇA-JUNIOR, G. R. (2005): “Metas de inflação aplicado ao caso brasileiro (1999-2003): fundamentos teóricos, limitações e eficiência”. Monografia de Graduação, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro (janeiro).

BRESSER-PEREIRA, L. C. (2010): “A descoberta da inflação inercial”. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v.14, n.1 (janeiro-abril), p. 167-192.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; YOSHIKI, N. (1983): "Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação". X Encontro Nacional de Economia – ANPEC, Belém (dezembro). Reproduzido em (1984), Revista de Economia Política, v.4, n.1 (janeiro), p.5-21.

CARVALEHIRO, N. (2001): "A Política Monetária no Brasil Pós-Real". Texto para discussão, n. 05, Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, Universidade PUC-SP.

CARVALHO, F. C. de (1990): "Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana". Revista de Economia Política, São Paulo, v. 10, n. 4 (outubro-dezembro), p. 62-82.

CARVALHO, F. C. e LOPEZ, J. (2008): "Resuming growth in Latin America: short and long term policies". Revista de Economia Política, v. 28, n.3 (julho-setembro), p. 392-413.

CASTRO, L. B. de. (2005): "Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 1990 (1990-94)". In: GIAMBIAGI, F.; A. VILLELA, A.; L. B. CASTRO, L. B. de; HERMANN, J. (org.). Economia Brasileira Contemporânea (1945/2004). Rio de Janeiro: Campus.

_____, (2005): "Esperança, Frustração e Aprendizado: A História da Nova República (1985-1989)". In: GIAMBIAGI, F.; A. VILLELA, A.; L. B. CASTRO, L. B. de; HERMANN, J. (org.). Economia Brasileira Contemporânea (1945/2004). Rio de Janeiro: Campus.

CERQUEIRA, L. F. (2006): "Dinâmica da Inflação no Brasil, 1960-2005". Texto para Discussão, n. 200, Faculdade de Economia, Universidade Fluminense.

CHOUDHRI, E. U.; HAKURA, D. S. (2001): "Exchange rate pass-through to domestic prices: does the inflationary environment matter?". Washington, DC: International Monetary Fund, IMF Working Paper, n. 01/194.

DAVIDSON, P. (1994): "Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century". Cheltenham: Edward Elgar, p. 142-163.

_____, (1994): "Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century". Cheltenham: Edward Elgar, p. 198-212.

EICHENGREEN, B. (2002): "Can emerging markets float the way they float? Should they inflation target?". Banco Central do Brasil, trabalhos para discussão, n.36 (fevereiro).

FARHI, M. (2006): "O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária". Política Econômica em Foco, Campinas, n.7 (novembro/2005 - abril/2006).

_____, (2005): "A ineficácia da política monetária". Política Econômica em Foco, Campinas, n.5 (novembro/2004 - abril/2005).

FERRARI-FILHO, F. (2004): “Política comercial, abertura econômica e vulnerabilidade externa da economia brasileira a partir dos anos 1980: análise e perspectivas”. IX Encontro Nacional de Economia Política, Uberlândia (junho). Disponível em: <http://www.sep.org.br/artigo/ixcongresso85.pdf>. Acesso em: 15 de maio de 2010.

FISHER, I. (1911): “The purchasing power of money”. New York: Macmillan.

FONSECA, P. C. R. (2009): “A retomada da eficácia da política monetária anti-inflacionária no Brasil pós-Plano Real (1995-2007), Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

FRANCO-JÚNIOR, M. C. R; TRICHES, D. (2010): “Estimação de equações de importação brasileira por categoria de uso entre os anos de 1988 a 2008.” Instituto de Pesquisas Econômicas e Sociais, Universidade de Caxias do Sul (UCS), Texto para discussão, n.40 (agosto).

FRANKEL, J. A.; PARSLEY, D. C.; WEI, S. J. (2005): “Slow pass through around the world: a new import for developing countries?”. National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n. 11199. Disponível em: http://www.nber.org/papers/w11199.pdf?new_window=1. Acesso em: 25 de março de 2010.

FREITAS, A. (2006): “Uma interpretação heterodoxa para as relações de taxa de juros, câmbio e inflação no Brasil, 1999-2006”. Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

FREITAS, M. C. P. de; PRATES, D. M. (2001): “A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências”. Economia e Sociedade, Campinas, n.17 (dezembro), p. 81-111.

FRIEDMAN, M. (1956): “The quantity theory of money – a restatement”. In: FRIEDMAN, M. Studies in quantity theory of money. University of Chicago.

GIAMBIAGI, F. (2005): “Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002)”. In: GIAMBIAGI, F.; A. VILLELA, A.; L. B. CASTRO, L. B. de; HERMANN, J. (org.). Economia Brasileira Contemporânea (1945/2004). Rio de Janeiro: Campus.

GOLDBERG, P. K.; KNETTER, M. M. (1996): “Goods prices and exchange rates: what have we learned?”. National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n. 5862 (December). Disponível em: http://www.nber.org/papers/w5862.pdf?new_window=1. Acesso em: 25 de março de 2010.

HERMANN, J. (2006): “Crescimento, restrição externa e fluxos de capital: uma análise da experiência brasileira nos anos 1990-2000”. In: SICSÚ, J.; FILHO, F. F. (org.). Câmbio e Controle de Capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Rio de Janeiro: Elsevier.

_____, (2005): "Liberalização Financeira e Crise Cambial: a experiência brasileira no período 1987-99". In: SOBREIRA, R. (org.). Regulação Financeira e Bancária. São Paulo: Atlas.

_____, (2004): "O *trade off* do crescimento no Brasil nos anos 1990-2000: Análise crítica e alternativas de política monetária". Revista Econômica, Universidade Federal Fluminense, Rio de Janeiro, v.6, n.2 (dezembro), p. 261-289.

_____, (2002): "Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990". Tese de Doutorado, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em: maio de 2010.

_____: "Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor". Brasília, Distrito Federal. Disponível em:

<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/defaultprecos.shtm#sub_indicadores>. Acesso em: 12 de agosto de 2010.

KEYNES, J. M. (2007): "A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda". Trad. CRUZ, M. R. da. São Paulo: Editora Atlas S.A., ed.1, reimpr. 13, 328p.

_____, (1923): "A Tract on Monetary Reform". In: MOGGRIDGE, D. (Ed.). The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. IX. London: MacMillan, 1971.

_____, (1930): "A Treatise on Money – The applied theory of money". In: MOGGRIDGE, D. (Ed.). The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. VI. London: MacMillan, 1971.

LAAN, C. R. van der; CUNHA, A. M.; LÉLIS, M. T. C. (2007): "Liberalização Financeira e Desempenho Macroeconômico no Brasil entre 1994 e 2006". XXXV Encontro Nacional de Economia. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2007/artigos/A07A133.pdf>>. Acesso em: 15 de maio de 2010.

LOPES, F. (1984): "Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas". In: Revista da ANPEC (novembro). Reproduzido em LOPES, F. (1986), Choque Heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária. Rio de Janeiro: Campus, cap.18.

LOSCHIAVO, G. V.; IGLESIAS, C. V. (2003): "Mecanismos de transmission de La política monetário-cambiaria a precios". Banco Central Del Uruguay, Revista de Economia, v.X, n.1 (maio).

MINSKY, H. (1986): "Stabilizing an Unstable Economy". New Haven; Yale University Press, p. 283-316.

MODENESI, A. M. (2005): "Regimes Monetários: teoria e experiência do Real". Barueri: Manole, 438p.

MODENESI, A. M.; ARAÚJO, E. C. de (2010): "A importância do setor externo na evolução do IPCA". Valor econômico (outubro).

NEUTZLING-JUNIOR, J. (2007): "O setor externo da economia brasileira durante e após o Plano Real." Disponível em:

<<http://www.perspectivaeconomica.unisinos.br/pdfs/65.pdf>>. Acesso em: 19 de maio de 2010.

OLIVEIRA-JÚNIOR, M. de (2000): "A liberalização comercial brasileira e os coeficientes de importação – 1990/95". Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Texto para Discussão, n. 703 (fevereiro).

PAULA, L. F. R. de (2002): "Uma alternativa de política econômica para o Brasil". In: Cadernos Adenauer, Rio de Janeiro: Fundação Adenauer, ano IV, n. 2.

PEREIRA, E. A.; FERREIRA, A. N. (2003): "O ajuste recessivo". Política Econômica em Foco, Campinas, n.1 (maio-agosto).

PRATES, D. M. (2006): "A inserção externa da economia brasileira no governo Lula". Política Econômica em Foco, Campinas, n.7 (novembro/2005 – abril/2006).

_____, (1997): "Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa: a Economia Brasileira na Década de 1990". Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas.

RIBEIRO, J. R.; ALMEIDA, L. T. de; PRESSER, M. F. (2007): "O Comportamento dos Principais Índices de Preços da Economia Brasileira no período 1999-2005: evidências da impropriedade do IGP como medida síntese da inflação nacional". XII Encontro Nacional de Economia Política, São Paulo (junho). Disponível em:

<http://www.sep.org.br/artigo/691_8e8875e6b837e1911afeeed1a5f0cca6.pdf>. Acesso em: 15 de agosto de 2010.

ROWTHORN, B. (1980): "Capitalismo, Conflito e Inflação: ensaios de Economia Política". Trad. WEISSENBERG, A. Rio de Janeiro: Zahar Editores, p. 119-164.

SERRANO, F.; FERREIRA, S. (2010): "Commodities, câmbio e inflação de custos no Brasil 1994-2009". Revista Versus Acadêmica, Rio de Janeiro (abril).

SICSÚ, J. (2006): "A liberalização financeira brasileira no período 1988-2002". In: SICSÚ, J.; FILHO, F. F. (org.). Câmbio e Controle de Capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Rio de Janeiro: Elsevier.

SILBER, S. D. (2003): "Mudanças Estruturais na Economia Brasileira (1988-2002): Abertura, Estabilização e Crescimento". USP (mimeo).

SIMONSEN, M. H.; CAMPOS, R. de O. (1975): "A nova economia brasileira". Rio de Janeiro: Biblioteca do Exército Editora, p. 79-118.

SIMONSEN, M. H. (1983): "Dinâmica Macroeconômica". São Paulo: McGraw-Hill, cap.1.

SOUZA, F. E. P. de. (1994): “Lições de Experiências de Políticas de Estabilização Baseadas na Âncora Cambial”. Revista Brasileira de Comércio Exterior, agosto - setembro.

SOUZA, N. de J. (2003): “Consequências econômicas da abertura comercial da economia brasileira, 1990/1998”. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Disponível em: <http://www.nalijsoza.web.br.com/conseq_abertura.pdf>. Acesso em: 15 de maio de 2010.

WEINTRAUB, S. (1961): “Classical keynesianism Monetary Theory and The Price Level”. Connecticut: Greenwood Press, p. 41-64.

_____, (1958): "An Approach to the Theory of Income Distribution". Philadelphia: Chilton, p. 162-164.

WERLANG, S. R. da C.; TOMBINI, A.; BOGDANSKI, J. (2000): “Implementig inflation targeting in Brazil”. Brasília, Banco Central do Brasil, Working Paper Series n.1, julho.

ANEXO

O modelo estimado buscou verificar a participação dos fatores externos (simplificação: taxa de câmbio e preços de *commodities*) no IPCA à luz do instrumental econométrico de séries temporais. Para isso, utilizou-se a metodologia VAR (Vetores Auto-Regressivo) através das análises das funções de resposta ao impulso, bem como da decomposição de variância dos erros de previsão.

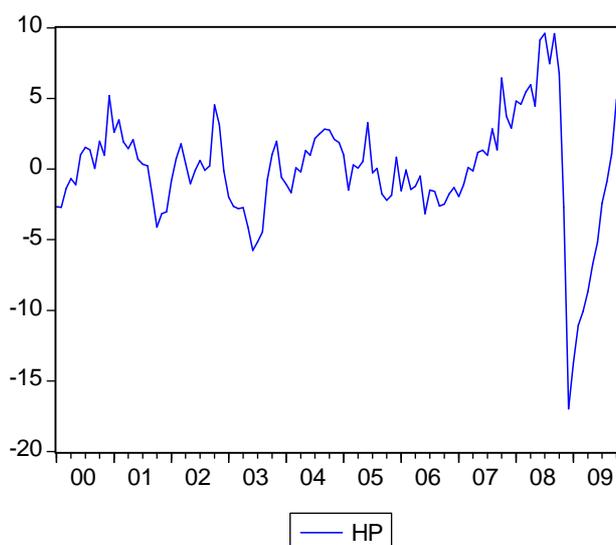
As variáveis utilizadas na estimativa, referente ao período de 2000 até 2009, estão relacionadas abaixo:

- **VARIPCAM:** Variação mensal do IPCA (cheio);
- **VARCAMB:** Variação da taxa de câmbio média real/dólar;
- **DA:** “proxy” para o hiato do produto alcançado a partir do índice de produção física (*quantum*) da indústria, no qual passou-se o filtro Hodrick-Prescott para obter a variação;
- **VARCOM:** Variação do índice dos preços das *commodities* como indicador das condições de oferta;

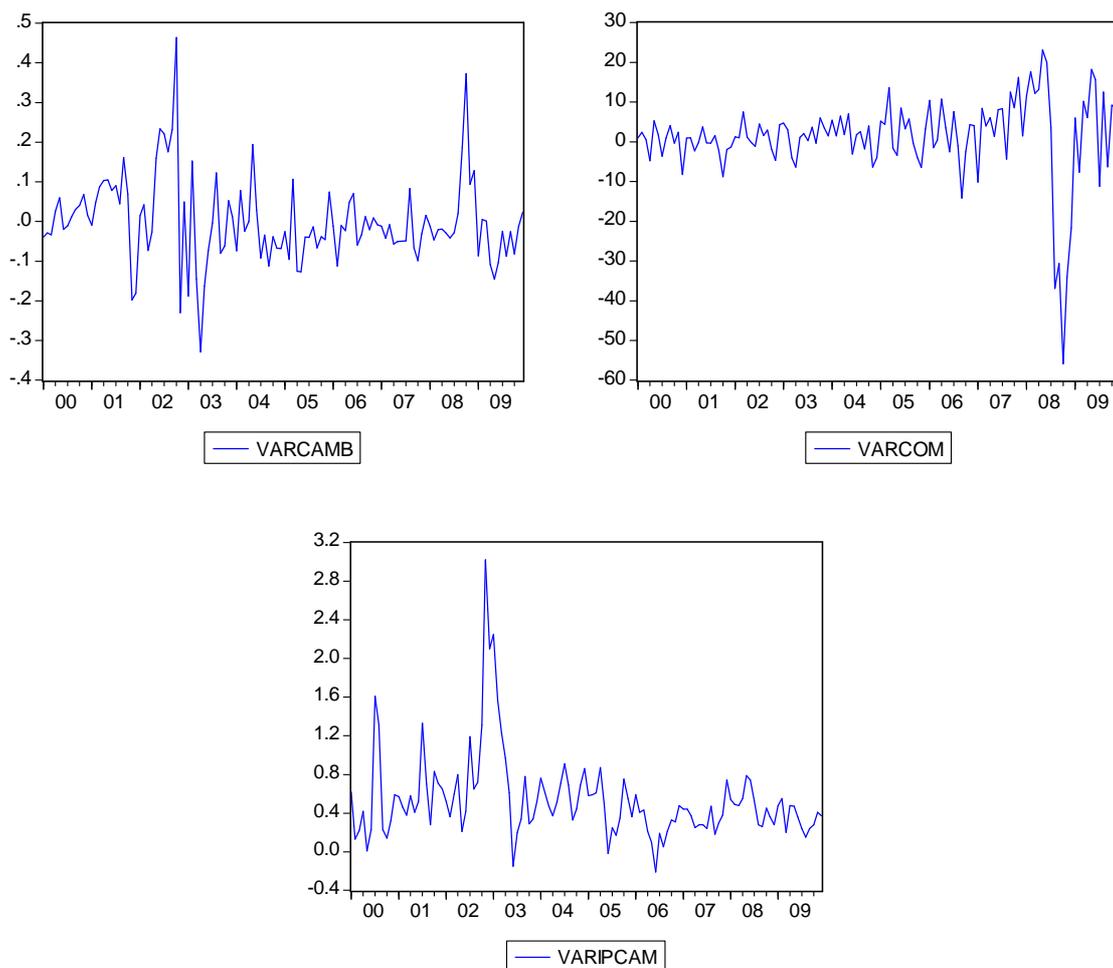
Além disso, os dados foram tratados com dummies sazonais (para os meses de fevereiro até dezembro = 11 dummies) e para controlar eventuais outliers.

Assim, tal como já mencionado o primeiro passo foi passar o filtro sobre o índice de produção física (*quantum*) da indústria, através do qual obteve-se o seguinte resultado:

1º - Filtro Hodrick-Prescott sobre a PIM para obter o indicador de demanda (primeiro gráfico) e gráficos das séries utilizadas:



Os gráficos das demais variáveis utilizadas seguem abaixo. Aparentemente, todos indicam estacionariedade das séries.



Porém, ainda assim, foram realizados Testes de Raiz Unitária com intercepto e tendência determinística (ADF – Augmented Dickey Fuller) para verificar o comportamento das séries ao longo do tempo. As mesmas se mostraram estacionárias, conforme esperado. Abaixo seguem os resultados caso a caso.

Null Hypothesis: HP has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.901108	0.0149
Test critical values: 1% level	-4.037668	
5% level	-3.448348	
10% level	-3.149326	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(HP)

Method: Least Squares

Date: 10/24/10 Time: 12:30

Sample (adjusted): 2000M03 2009M12

Included observations: 118 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	-			
HP(-1)	0.209217	0.053630	-3.901108	0.0002
D(HP(-1))	0.230961	0.091456	2.525380	0.0129
C	0.049900	0.415743	0.120025	0.9047
	-			
@TREND(2000M01)	0.000107	0.005990	-0.017940	0.9857
R-squared	0.131529	Mean dependent var		0.059764
Adjusted R-squared	0.108674	S.D. dependent var		2.346281
S.E. of regression	2.215125	Akaike info criterion		4.461805
Sum squared resid	559.3729	Schwarz criterion		4.555727
	-			
Log likelihood	259.2465	F-statistic		5.755057
Durbin-Watson stat	2.051106	Prob(F-statistic)		0.001059

Null Hypothesis: VARCAMB has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.744412	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.036983	
5% level	-3.448021	
10% level	-3.149135	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VARCAMB)

Method: Least Squares

Date: 10/20/10 Time: 11:32

Sample (adjusted): 2000M02 2009M12

Included observations: 119 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

t				
VARCAMB(-1)	-0.681032	0.087939	-7.744412	0.0000
C	0.019973	0.019068	1.047489	0.2971
@TREND(2000M01)	-0.000335	0.000277	-1.210976	0.2284
R-squared	0.340821	Mean dependent var	0.000531	
Adjusted R-squared	0.329455	S.D. dependent var	0.125149	
S.E. of regression	0.102481	Akaike info criterion	-1.693394	
Sum squared resid	1.218270	Schwarz criterion	-1.623332	
Log likelihood	103.7570	F-statistic	29.98818	
Durbin-Watson stat	2.069957	Prob(F-statistic)	0.000000	

Null Hypothesis: VARCOM has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.820134	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.036983	
5% level	-3.448021	
10% level	-3.149135	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VARCOM)

Method: Least Squares

Date: 10/20/10 Time: 11:33

Sample (adjusted): 2000M02 2009M12

Included observations: 119 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VARCOM(-1)	-0.452287	0.077711	-5.820134	0.0000
C	0.381630	1.607208	0.237449	0.8127
@TREND(2000M01)	0.001496	0.023235	0.064386	0.9488
R-squared	0.226025	Mean dependent var	-0.018699	
Adjusted R-squared	0.212681	S.D. dependent var	9.810829	
S.E. of regression	8.705248	Akaike info criterion	7.190616	
Sum squared resid	8790.635	Schwarz criterion	7.260678	

Log likelihood	-424.8417	F-statistic	16.93784
Durbin-Watson stat	2.142476	Prob(F-statistic)	0.000000

Null Hypothesis: VARIPCAM has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.100287	0.0003
Test critical values: 1% level	-4.036983	
5% level	-3.448021	
10% level	-3.149135	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VARIPCAM)

Method: Least Squares

Date: 10/20/10 Time: 11:34

Sample (adjusted): 2000M02 2009M12

Included observations: 119 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VARIPCAM(-1)	-0.366023	0.071765	-5.100287	0.0000
C	0.273025	0.081440	3.352467	0.0011
@TREND(2000M01)	-0.001300	0.000922	-1.410723	0.1610
R-squared	0.183182	Mean dependent var		-0.002101
Adjusted R-squared	0.169099	S.D. dependent var		0.364993
S.E. of regression	0.332705	Akaike info criterion		0.661766
Sum squared resid	12.84035	Schwarz criterion		0.731828
Log likelihood	-36.37510	F-statistic		13.00729
Durbin-Watson stat	1.861914	Prob(F-statistic)		0.000008

Em seguida, adotou-se a metodologia VAR, com 4 defasagens, dado o critério para a seleção de defasagens, abaixo apresentado.

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: VARCAMB VARCOM HP

VARIPCAM

Exogenous variables: C D2 D3 D4 D5 D6 D7 D8 D9 D10 D11 D12 D13 D14 D15
D16

Date: 10/24/10 Time: 12:34

Sample: 2000M01 2009M12

Included observations: 112

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-651.6715	NA	4.204731	12.77985	14.33328	13.41012
1	-494.9357	257.4944	0.343243	10.26671	12.20849*	11.05455*
2	-476.0042	29.74947	0.329506	10.21436	12.54450	11.15977
3	-460.4618	23.31362	0.337674	10.22253	12.94103	11.32551
4	-432.7901	39.53103*	0.280280*	10.01411*	13.12096	11.27466
5	-421.5954	15.19286	0.314395	10.09992	13.59513	11.51804
6	-414.4247	9.219479	0.382047	10.25758	14.14115	11.83327
7	-399.9464	17.58073	0.411389	10.28476	14.55668	12.01801
8	-379.9343	22.87096	0.405837	10.21311	14.87340	12.10394

* indicates lag order selected by the criterion

Resultado da estimação do Vetor Auto-Regressivo:

Vector Autoregression Estimates

Date: 10/24/10 Time: 12:47

Sample (adjusted): 2000M05 2009M12

Included observations: 116 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

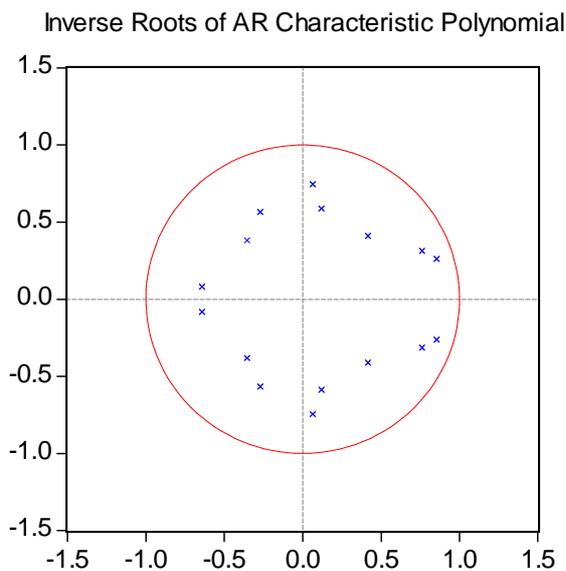
	VARCAMB	VARCOM	HP	VARIPCAM
VARCAMB(-1)	0.254196 (0.10634) [2.39038]	-4.742117 (9.63527) [-0.49216]	0.563982 (1.99831) [0.28223]	1.071919 (0.30176) [3.55228]
VARCAMB(-2)	-0.087438 (0.11400) [-0.76701]	-0.820967 (10.3292) [-0.07948]	-0.909277 (2.14223) [-0.42445]	0.206604 (0.32349) [0.63868]
VARCAMB(-3)	0.075729 (0.11412) [0.66361]	2.754862 (10.3399) [0.26643]	-0.208744 (2.14444) [-0.09734]	0.632541 (0.32382) [1.95336]
VARCAMB(-4)	-0.052089 (0.11608)	-18.16406 (10.5173)	2.419064 (2.18124)	-0.006091 (0.32938)

		[-0.44875]	[-1.72706]	[1.10903]	[-0.01849]
VARCOM(-1)	-0.000996 (0.00116) [-0.85865]	0.356172 (0.10514) [3.38759]	0.047723 (0.02181) [2.18854]	0.005382 (0.00329) [1.63449]	
VARCOM(-2)	-0.001521 (0.00127) [-1.19487]	0.300407 (0.11535) [2.60430]	0.080285 (0.02392) [3.35597]	0.000510 (0.00361) [0.14131]	
VARCOM(-3)	0.001544 (0.00140) [1.09997]	0.026083 (0.12717) [0.20510]	0.044003 (0.02638) [1.66835]	0.005501 (0.00398) [1.38116]	
VARCOM(-4)	-0.001782 (0.00136) [-1.31434]	-0.047630 (0.12286) [-0.38768]	0.098460 (0.02548) [3.86411]	-0.001945 (0.00385) [-0.50543]	
HP(-1)	0.006671 (0.00516) [1.29248]	-0.806504 (0.46764) [-1.72462]	0.637316 (0.09699) [6.57119]	-0.004190 (0.01465) [-0.28607]	
HP(-2)	-0.001421 (0.00607) [-0.23422]	0.043766 (0.54966) [0.07962]	-0.054256 (0.11400) [-0.47594]	0.000442 (0.01721) [0.02569]	
HP(-3)	0.000363 (0.00599) [0.06064]	0.235792 (0.54248) [0.43465]	-0.001122 (0.11251) [-0.00997]	0.009289 (0.01699) [0.54675]	
HP(-4)	0.002970 (0.00474) [0.62638]	-0.103480 (0.42955) [-0.24090]	0.068298 (0.08909) [0.76664]	-0.013683 (0.01345) [-1.01713]	
VARIPCAM(-1)	0.025193 (0.03761) [0.66978]	4.569557 (3.40804) [1.34082]	0.071932 (0.70681) [0.10177]	0.647346 (0.10673) [6.06515]	
VARIPCAM(-2)	-0.073759 (0.04325) [-1.70543]	-0.292518 (3.91871) [-0.07465]	-0.022226 (0.81272) [-0.02735]	-0.284342 (0.12273) [-2.31690]	
VARIPCAM(-3)	0.129331 (0.04455) [2.90292]	0.390804 (4.03673) [0.09681]	-1.738492 (0.83720) [-2.07656]	0.223446 (0.12642) [1.76747]	
VARIPCAM(-4)	-0.125287 (0.03500) [-3.57921]	-6.253323 (3.17161) [-1.97166]	0.893441 (0.65778) [1.35827]	0.075086 (0.09933) [0.75594]	

C	-0.026147 (0.04049) [-0.64572]	5.099558 (3.66898) [1.38991]	0.627397 (0.76093) [0.82451]	0.265149 (0.11490) [2.30756]
D2	0.054638 (0.04791) [1.14040]	-1.831383 (4.34113) [-0.42187]	0.297434 (0.90033) [0.33036]	-0.071881 (0.13595) [-0.52871]
D3	0.057955 (0.04785) [1.21118]	-1.436261 (4.33558) [-0.33127]	-0.236162 (0.89918) [-0.26264]	-0.135523 (0.13578) [-0.99811]
D4	0.000336 (0.04977) [0.00676]	-2.711795 (4.50939) [-0.60137]	-0.670243 (0.93523) [-0.71666]	-0.117278 (0.14122) [-0.83044]
D5	0.102871 (0.04779) [2.15240]	0.492653 (4.33044) [0.11377]	-1.080311 (0.89811) [-1.20287]	-0.264598 (0.13562) [-1.95103]
D6	0.062059 (0.04748) [1.30700]	-1.618173 (4.30223) [-0.37612]	-1.685611 (0.89226) [-1.88914]	-0.299519 (0.13474) [-2.22300]
D7	0.082077 (0.04999) [1.64174]	-3.571439 (4.52983) [-0.78843]	-0.530591 (0.93947) [-0.56478]	0.060253 (0.14186) [0.42472]
D8	0.096048 (0.04736) [2.02787]	-6.760135 (4.29151) [-1.57523]	-0.547410 (0.89004) [-0.61504]	-0.359385 (0.13440) [-2.67398]
D9	0.059632 (0.05079) [1.17401]	-6.765220 (4.60225) [-1.46998]	-1.378624 (0.95449) [-1.44436]	-0.228756 (0.14413) [-1.58713]
D10	0.044617 (0.04848) [0.92029]	-5.169480 (4.39276) [-1.17682]	0.837162 (0.91104) [0.91891]	-0.116111 (0.13757) [-0.84400]
D11	-0.008195 (0.04793) [-0.17097]	0.290486 (4.34280) [0.06689]	-0.609265 (0.90068) [-0.67645]	-0.050719 (0.13601) [-0.37291]
D12	0.065700 (0.04778) [1.37508]	-4.600832 (4.32912) [-1.06276]	-1.345603 (0.89784) [-1.49871]	0.037453 (0.13558) [0.27625]
D13	0.107398 (0.04195)	2.056153 (3.80065)	1.048362 (0.78824)	0.129149 (0.11903)

	[2.56037]	[0.54100]	[1.33001]	[1.08503]
D14	-0.044978 (0.03251) [-1.38336]	-7.587097 (2.94597) [-2.57541]	-0.992410 (0.61098) [-1.62429]	0.017283 (0.09226) [0.18732]
D15	0.015959 (0.03016) [0.52923]	-0.578323 (2.73233) [-0.21166]	1.921501 (0.56667) [3.39085]	0.019400 (0.08557) [0.22671]
D16	-0.089095 (0.04698) [-1.89640]	-3.888956 (4.25682) [-0.91358]	-1.606080 (0.88284) [-1.81921]	0.471011 (0.13331) [3.53309]
R-squared	0.488146	0.534372	0.866805	0.750335
Adj. R-squared	0.299248	0.362533	0.817649	0.658196
Sum sq. resids	0.710198	5830.479	250.7851	5.718554
S.E. equation	0.091950	8.331294	1.727871	0.260918
F-statistic	2.584171	3.109728	17.63398	8.143562
Log likelihood	130.9597	-391.7982	-209.3152	9.975838
Akaike AIC	-1.706201	7.306865	4.160607	0.379727
Schwarz SC	-0.946590	8.066476	4.920218	1.139338
Mean dependent	-0.000154	1.108069	0.063934	0.543621
S.D. dependent	0.109842	10.43479	4.046296	0.446288
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.102732		
Determinant resid covariance		0.028248		
Log likelihood		-451.5173		
Akaike information criterion		9.991677		
Schwarz criterion		13.03012		

O gráfico abaixo demonstra que o modelo é estável, uma vez que as raízes estão dentro do círculo unitário.



Com relação ao teste de autocorrelação não se rejeita a hipótese nula de que não há correlação serial dos resíduos (com nível de significância de 5%):

VAR Residual Serial Correlation LM
Tests
H0: no serial correlation at lag order h
Date: 10/24/10 Time: 12:36
Sample: 2000M01 2009M12
Included observations: 116

Lags	LM-Stat	Prob
1	14.70967	0.5460
2	19.55482	0.2409
3	21.60636	0.1564
4	14.28074	0.5778
5	14.48984	0.5623
6	19.00839	0.2682
7	25.32149	0.0644
8	9.545928	0.8892

Probs from chi-square with 16 df.

Com relação à normalidade dos resíduos, um teste utilizando a matriz ortogonalizada pelo método de Cholesky não rejeita a hipótese de os resíduos terem distribuição normal e multivariada (com nível de significância de 5%):

VAR Residual Normality Tests
 Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)
 H0: residuals are multivariate normal
 Date: 10/24/10 Time: 12:37
 Sample: 2000M01 2009M12
 Included observations: 116

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.
1	-0.096774	0.181062	1	0.6705
2	-0.092928	0.166957	1	0.6828
3	-0.463223	4.148468	1	0.0417
4	-0.246966	1.179185	1	0.2775
Joint		5.675671	4	0.2247

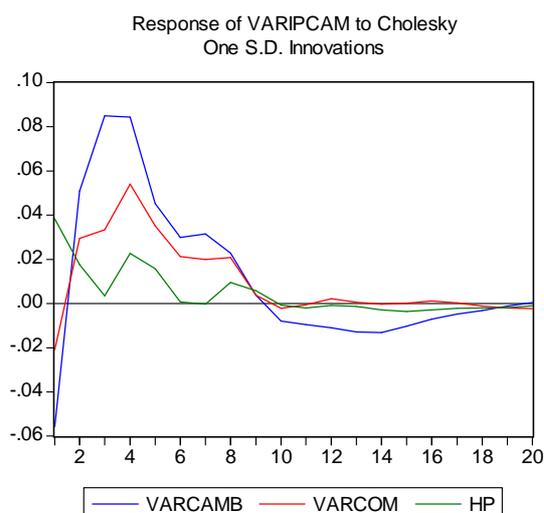
Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	1.974168	5.086264	1	0.0241
2	2.963478	0.006447	1	0.9360
3	2.344508	2.076734	1	0.1496
4	2.323850	2.209701	1	0.1371
Joint		9.379147	4	0.0523

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	5.267326	2	0.0718
2	0.173404	2	0.9170
3	6.225203	2	0.0445
4	3.388885	2	0.1837
Joint	15.05482	8	0.0581

Em seguida foi realizada a análise da função resposta ao impulso, com o intuito de saber como uma variável responde a um impulso em outra variável *ceteris paribus*. Ou seja, essa análise nada mais é do que um exercício de estática comparativa.

No caso, a matriz de variância-covariância é diagonal, ou seja, certos choques têm relação com outros choques de modo que precisa-se primeiro ortogonalizar os erros (torná-los independentes) através da decomposição da matriz de covariância, ou decomposição de Choleski. Uma das matrizes criadas nessa decomposição é triangular inferior,

demonstrando assim que a ordem das variáveis tem importância para essa decomposição. Contudo, essa ordem não pode ser determinada por métodos estatísticos: ela acaba sendo determinada arbitrariamente pelo analista, de acordo com o que se deseja provar. Como no caso o intuito é demonstrar a influência dos componentes externos de oferta sobre a evolução do IPCA, optou-se pela ordem: câmbio, preços de commodities e então o HP. Abaixo o resultado ao final de 20 meses:



Tal como para a análise anterior, mantém-se a mesma ordem das variáveis, dada a intenção de mostrar quão significativo são os componentes externos de oferta para explicar a trajetória do IPCA.

Period	S.E.	VARCAMB	VARCOM	HP	VARIPCAM
1	0.091950	4.552133	0.638199	2.158528	92.65114
2	0.096578	5.782457	1.325884	1.810769	91.08089
3	0.098868	11.86549	2.219751	1.646490	84.26827
4	0.100773	16.63701	4.429555	1.912916	77.02052
5	0.101693	16.63485	4.947658	1.921295	76.49619
6	0.104065	16.69972	5.101673	1.853573	76.34503
7	0.105240	17.24661	5.337708	1.834902	75.58078
8	0.106397	17.46896	5.599632	1.883348	75.04806
9	0.107582	17.46597	5.605592	1.905941	75.02249
10	0.108656	17.49085	5.602282	1.904044	75.00282
11	0.109350	17.49352	5.582912	1.900193	75.02337
12	0.109753	17.49752	5.560665	1.891919	75.04990