

OS IMPACTOS DO REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO SOBRE O NÍVEL E A
VOLATIDADE DO PRODUTO: UMA RESENHA DA LITERATURA

Konrad Pereira da Costa Figueiredo Cabral

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

Examinada por:

Prof. Dr. Antonio Luis Licha. (IE/UFRJ) - Orientador

Prof. Dr. André de Melo Modenesi (IE/UFRJ)

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula (PPGCE / UERJ)

FICHA CATALOGRÁFICA

- C117 Cabral, Konrad Pereira da Costa Figueiredo.
Os impactos do regime de metas para a inflação sobre o nível e a volatilidade do produto :
uma resenha da literatura / Konrad Pereira da Costa Figueiredo Cabral. -- 2013.
63 f. ; 31 cm.
- Orientador: Antonio Luis Licha.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia,
Programa de Pós-Graduação em Economia, 2013.
Bibliografia: f. 60-62.
1. Regime de metas para a inflação. 2. Custo social da inflação. 3. Política monetária. I.
Licha, Antonio Luis. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia.
III. Título.

CDD 332.46

RESUMO

CABRAL, Konrad Pereira da Costa Figueiredo. Resenha da literatura sobre os impactos do Regime de Metas para a Inflação sobre o nível e volatilidade do produto. Dissertação (Mestrado em Economia) – PPGE, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

Esta dissertação explora, sob um ponto de vista teórico, as possíveis formas pelas quais o Regime de Metas para a Inflação prejudicaria o crescimento econômico, com atenção especial para o caso brasileiro. Para este fim, a metodologia escolhida é uma resenha de três grupos de críticas teóricas e práticas que são feitas a este regime monetário, com foco naquelas que caracterizam o suposto prejuízo ao crescimento.

Palavras-chave: Regime de Metas para a Inflação. Sacrifícios de produto. Política monetária.

ABSTRACT

CABRAL, Konrad Pereira da Costa Figueiredo. Resenha da literatura sobre os impactos do Regime de Metas para a Inflação sobre o nível e volatilidade do produto. Dissertação (Mestrado em Economia) – PPGE, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

This paper explores, under a theoretical point of view, the possible ways in which inflation targeting framework could hurt economic growth, with special attention to the Brazilian case. To this end, the methodology chosen is a review of three groups of theoretical and practical criticisms that are made to this monetary system, focusing on those that characterize such alleged damage of growth.

Keywords: Inflation targeting. Output costs. Monetary policy.

DEDICATÓRIA

A meus sogros, Alexandre e Dilmar, que ofereceram seu apoio e estímulo, mesmo quando não precisavam tê-lo feito.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço minha futura esposa, Evellyn, pelo apoio incondicional durante o período em que me dediquei ao curso de mestrado.

Agradeço a minha família e à família da Evellyn pela compreensão e pela aceitação de minhas escolhas.

Agradeço aos meus colegas de curso pela troca e enriquecimento de conhecimentos e pelos momentos de descontração durante os últimos anos.

Agradeço ao meu orientador, Antonio Luis Licha, por todos os conselhos e pela paciência dispensada durante a escrita desta dissertação.

Agradeço ao Instituto de Economia da UFRJ, pela sua estrutura e seus professores dedicados a compartilhar o conhecimento econômico.

Finalmente, agradeço ao CAPES pelo apoio financeiro oferecido durante o curso de mestrado.

LISTA DE SIGLAS

BACEN	Banco Central do Brasil
CMN	Conselho Monetário Nacional
COPOM	Comitê de Política Monetária
EME	Economia de Mercado Emergente
HP	Hodrick-Prescott
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
NAICU	Non-Accelerating Inflation Rate of Capacity
NAIRU	Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment
NFSP	Necessidade de Financiamento do Setor Público
PIB	Produto Interno Bruto
PTF	Produtividade Total dos Fatores
RMI	Regime de Metas para a Inflação
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TIP	Tax-based on Incomes Policy

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
1. O REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO.....	16
2. O RMI BRASILEIRO.....	24
3. AS CRÍTICAS AO RMI.....	35
3.1 OS SRAFFIANOS.....	35
3.2 OS PÓS-KEYNESIANOS.....	40
3.3 OS NOVOS-DESENVOLVIMENTISTAS.....	48
CONCLUSÃO.....	56
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	60

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 Crescimento Anual do PIB	32
--	----

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Canal de Transmissão do RMI.....	21
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Metas para a inflação, faixas de tolerância e IPCA efetivo.....	26
Tabela 2 Resumo da resenha	58

INTRODUÇÃO

O Regime de Metas para a Inflação (RMI) é um arranjo de política monetária amplamente adotado pelas autoridades monetárias mundo afora, inclusive a brasileira. Diversos autores, das mais diferentes matizes ideológicas, concordam que, apesar de em grande medida o RMI ser bem-sucedido no controle do processo inflacionário, o mesmo traz acoplado a ele algum nível de prejuízo à trajetória de crescimento econômico dos países que o adotam. Sob uma abordagem mais teórica do que empírica - porém sem nunca se desconectar da realidade – esta dissertação visará entender as formas pelas quais essa perda se materializa. Ela propõe-se a buscar na literatura crítica caminhos para a redução destes custos sociais, voltado para o nosso país e suas especificidades. Isso porque o arcabouço institucional do RMI pode ser tratado como o melhor possível para a política monetária brasileira, a despeito de suas fraquezas. Em outras palavras, o trabalho visa apresentar, na forma metodológica de resenha, três abordagens críticas à inflação brasileira e ao RMI, além de contribuir com a melhora do desempenho da autoridade monetária brasileira, sem oferecer perigo à trajetória de crescimento do produto e à própria estabilidade monetária. A resenha será quase que totalmente teórica, apesar de conter alguns aspectos práticos. A verificação empírica de cada grupo de críticas já foi feita em seus trabalhos e, salvo exceção, foge do escopo desta dissertação expô-las. Também é importante ressaltar que, dado o interesse específico na realidade econômica brasileira, escolheu-se resenhar grupos teóricos nacionais que, por sua vez, basearam seus trabalhos em autores estrangeiros e procuraram adaptar as contribuições destes às nossas especificidades.

A suposta fraqueza do RMI, explorada pelas críticas resenhadas neste trabalho, materializa-se naquilo que denotarei frequentemente por *output costs* (sacrifício de produto). Esta expressão não reflete um conceito muito frequentemente utilizado pela

ciência econômica: ao empregá-la, o objetivo é englobar de forma simples todos os malefícios que o RMI traria ao crescimento econômico, ou seja, os sacrifícios ao nível e à volatilidade do produto interno bruto das nações. Muitos dos autores que serão aqui citados acreditam que o produto brasileiro poderia crescer mais do que vem crescendo nos últimos anos, o que aceleraria assim a caminhada do país em direção ao desenvolvimento socioeconômico. Com isso em mente, o objetivo geral da dissertação é mapear as possíveis formas pelas quais os *output costs* se materializam no caso brasileiro, conforme elas são encontradas na literatura sobre o tema, entender as suas causas e, vislumbrar ajustes pontuais à institucionalidade do RMI, sem a intenção de abandoná-lo. Com isso, viso em última instância, contribuir para a possibilidade do controle da inflação sem o sacrifício da trajetória do produto, tanto no nível como na sua variabilidade. A justificativa óbvia para o trabalho relaciona-se com o esforço constante de lapidação da política monetária, assim como a consequente contribuição para o desenvolvimento nacional, o que passa conjuntamente pelo crescimento acelerado do produto e pela manutenção da estabilidade de preços.

Após esta introdução, o primeiro capítulo é um resumo da já amplamente difundida literatura teórica que descreveu o arcabouço do RMI. A intenção é desde o começo explicitar as características institucionais e teóricas que, de acordo com seus críticos, fazem com que o regime cause prejuízo ao crescimento.

O segundo capítulo analisa o caso brasileiro, destacando o conflito entre o crescimento e a inflação desde a adoção do regime. O objetivo é descrever, sob o ângulo da própria autoridade monetária e do governo brasileiro, quais são as especificidades do nosso sistema econômico, das nossas instituições e de todo o resto que circunda o RMI. Em outras palavras, entender como o BACEN enxerga a economia e o fenômeno

inflacionário brasileiro para, posteriormente, explorar como a ação (ou inação) do mesmo pode fomentar os *output costs*.

O terceiro capítulo é a *raison d'être* da dissertação: traz três grupos de críticas ao RMI, três visões distintas de como e por que o RMI em tese prejudicaria o crescimento econômico. Logicamente, as críticas que resenho aqui vem de autores que prescrevem o abandono total ou parcial ao RMI; porém, somente serão exploradas as parcelas das críticas que poderiam ser aproveitadas para estimular o crescimento sem abandonar o regime. O objetivo é fazer um resumo curto, com as ideias centrais e relacionadas com o sacrifício de produto de cada uma das correntes teóricas aqui exploradas.

A primeira crítica é a dos economistas “sraffianos”, encontrada nos trabalhos de Franklin Serrano e Ricardo Summa, da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ): em linhas gerais, eles afirmam que existe alguma “histerese” nas séries de produto interno bruto. Isto quer dizer que a série de produto potencial é afetada (ou até mesmo determinada) pelo produto corrente e pela demanda agregada efetiva. Conseqüentemente, caso a política monetária prejudique o nível do produto de alguma maneira, pode prejudicar exponencialmente a trajetória futura da economia.

A segunda crítica aqui explorada é a do grupo denominado “pós-keynesiano”: a crítica que afirma que a inflação tem diversas fontes, principalmente originadas no lado da oferta agregada. Portanto, utilizar apenas um instrumento (a taxa nominal de juros) não seria salutar para combater essa inflação multifacetada, pois faria com que o produto desacelerasse mais do que o necessário. Essa crítica pode ser total ou parcialmente encontrada nos trabalhos de autores como Fernando Cardim de Carvalho, Jennifer Hermann, João Sicsú e André Modenesi, todos da UFRJ.

A terceira e última crítica é a do grupo autodenominado “Novo-Desenvolvimentista”, liderado pelo ex-ministro da Fazenda Luiz Carlos Bresser-Pereira.

Este grupo de autores afirma que o RMI e seus juros quase sempre altos trazem malefícios às taxas nominal e real de câmbio, conseqüentemente prejudicando a competitividade das exportações brasileiras no mercado internacional. Isto por sua vez prejudica o modelo de crescimento liderado pelas exportações (*export-led growth*), recomendado por essa corrente de pensamento como a mais sustentável estratégia para o Brasil. Além disso, este grupo considera que a situação institucional brasileira deveria ter sido mais bem endereçada antes da adoção do RMI. Caso contrário, este regime contribuiria para a manutenção de sacrifícios desnecessários à trajetória do produto.

A dissertação é concluída com uma reflexão de como as três críticas resenhadas se entremeiam no conceito dos *output costs*, e como o aprofundamento do estudo destas críticas ou a adoção imediata de algumas de suas propostas poderia, em tese, contribuir para a evolução do RMI brasileiro e conseqüentemente aliviar o conflito entre inflação e crescimento do produto.

CAPÍTULO I – O REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO

Este capítulo revisita a bibliografia que lançou as bases teóricas do RMI, e visa explicitar algumas das características institucionais e operacionais que podem causar prejuízos ao nível e à volatilidade do produto.

Desde o começo da década de 1990, vários países (por exemplo, Nova Zelândia, Canadá, Israel, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália, Espanha, Brasil e outros) implantaram o Regime de Metas para a Inflação (RMI) como a política, oficial ou informal, de combate à inflação. Em termos bastante amplos, o regime consiste em adotar institucionalmente uma meta para a taxa de inflação, divulgá-la amplamente à sociedade e utilizar a taxa nominal de juros como principal instrumento para manter a inflação no patamar determinado. Neste modelo, a própria meta anunciada é a âncora nominal da inflação.

Ben Bernanke e Frederic Mishkin, em um já clássico artigo de 1997, elencam outras três características presentes nas versões do RMI pelo mundo: o reconhecimento explícito que uma taxa de inflação baixa e estável é o objetivo primordial da política monetária; o aumento da comunicação do Banco Central com o público sobre os planos e objetivos dos formuladores de política monetária; e aumento da prestação de contas (*accountability*) dos bancos centrais pelo alcance ou não destes objetivos (Bernanke e Mishkin, 1997, p. 1).

Os autores afirmam que, apesar de partir do pressuposto teórico de que a estabilidade monetária¹ é a única função da política monetária no longo prazo, o RMI deixa espaço para outros objetivos de estabilização no curto prazo como, por exemplo,

¹ Estabilidade Monetária é aqui definida não como taxa de inflação zero, mas sim como uma taxa de inflação baixa o suficiente para não ser um problema social. Inflação zero não seria recomendável por vários motivos, a saber: os índices de inflação medidos podem superestimar a inflação “verdadeira”; reduziria a flexibilidade do salário real; e aumentaria a possibilidade de uma deflação. Por isso, as metas de inflação praticadas ao redor do mundo geralmente não são menores do que 1% ou 2% ao ano.

produto e taxa de câmbio. Porém estas metas secundárias tem o peso reduzido e, em caso de conflito, a meta de inflação é soberana.

Quanto à possibilidade de acomodação pelo RMI destes objetivos secundários de estabilização no curto prazo, os autores argumentam:

“First, the price index on which the official inflation targets are based is often defined to exclude or down-weight the effects of "supply shocks;" for example, the officially targeted price index may exclude some combination of food and energy prices, indirect tax changes, terms-of-trade shocks, and the direct effects of interest rate changes on the index (for example, through imputed rental costs). Second, as already noted, inflation targets are typically specified as a range; the use of ranges generally reflect not only uncertainty about the link between policy levers and inflation outcomes but is also intended to allow the central bank some flexibility in the short run. Third, short-term inflation targets can and have been adjusted to accommodate supply shocks or other exogenous changes in the inflation rate outside the central bank's control. [...]

In other cases, the central bank or government makes explicit an ‘escape clause,’ which permits the inflation target to be suspended or modified in the face of certain adverse economic developments.” (ibid. p.4-5)

As exclusões de certos preços do índice, o uso de intervalos em relação à meta e de cláusulas de escape, além de permitirem a acomodação de outros objetivos no curto prazo, aumentam a capacidade do governo de responder a choques de oferta. Na visão dos autores, caso um severo choque de oferta atinja a economia, o RMI dá ao governo uma melhor chance de convencer o público que este choque inflacionário é pontual e transitório, sem comprometer a credibilidade do sistema.

A publicidade das informações macroeconômicas é parte fundamental do RMI. Assim, a comunicação da autoridade monetária com o público é parte da institucionalidade do mesmo, para que a situação da inflação possa ser constantemente discutida e avaliada pelos agentes econômicos. Neste sentido, o RMI busca gerar um

ambiente que permita ao governo e à sociedade mensurarem o sucesso (ou fracasso) da política monetária como um todo. Consequentemente, um país que adota o RMI poderia em tese avaliar mais precisamente se a autoridade monetária está cumprindo ou não sua função social de modo satisfatório. Isto também dificultaria que o governo usasse a política monetária com fins populistas como, por exemplo, tentar estimular o produto no curto prazo em detrimento da estabilidade monetária no longo prazo.

Além disso, a comunicação transparente entre autoridade monetária e o público diminuiria a incerteza quanto ao futuro da inflação, o que por si só beneficiaria o bem-estar da população, além de reduzir a volatilidade dos mercados financeiros. Neste sentido, as metas de inflação seriam superiores a outros regimes de política monetária. Para os autores, é mais simples para o público compreender a meta de inflação do que uma meta de agregados monetários, por exemplo.

A adoção do RMI, ainda de acordo com Bernanke e Mishkin (1997), também é geralmente associada com reformas no sentido de aumentar a independência de instrumentos da autoridade monetária. Ao mesmo tempo em que o país que adota o RMI toma a inflação como objetivo principal da política monetária, ele deve garantir que os bancos centrais tenham poder suficiente para alcançá-lo, sem que os instrumentos usados para tal sejam foco de interferência. Portanto, o instrumento usado - como foi dito, geralmente a taxa nominal de juros - não deve ser usado de modo prejudicial ou contraditório à consecução da meta de inflação.

O artigo de Bernanke e Mishkin foi responsável por posicionar o RMI em relação ao debate dicotômico de regra versus discricionariedade². Na visão dos autores, este debate é infrutífero, pois as duas abordagens se fazem necessárias em diferentes

² Enquanto que alguns economistas defenderam o uso de regras rígidas (por exemplo, a fixação da velocidade de crescimento dos agregados monetários), outros defenderam a discricionariedade na condução da política monetária, ou seja, a liberdade por parte dos bancos centrais de mudar suas posturas à medida que novos fatores relevantes vão surgindo.

momentos e por diferentes razões. Nesse sentido, negam a avaliação anterior de que as metas de inflação sejam uma regra, e a enxergam mais como um enquadramento de política monetária, o que nesta dissertação está sendo chamado de *regime*. Em outras palavras, este regime é mais bem visto como um híbrido dos dois opostos, a “discrecionalidade limitada” (ibid., 9-10).

Sobre isto, os autores desenvolvem alguns argumentos:

“[...] interpreting inflation targeting as a type of monetary policy rule is a fundamental mischaracterization of this approach as it is actually practiced by contemporary central banks. First, at a technical level, inflation targeting does not qualify as a policy rule in that it does not provide simple and mechanical operational instructions to the central bank. Rather, the inflation targeting approach enjoins the central bank to use its structural and judgmental models of the economy, in conjunction with all relevant information, to determine the policy action most likely to achieve the inflation target, and then to take that action. Unlike simple policy rules, inflation targeting never requires that the central bank ignore information that bears on its achieving its objectives. Second, and more importantly, inflation targeting as it is actually practiced contains a considerable degree of what most economists would define as policy discretion.” (ibid. p.11)

Como suporte para este argumento, os autores usam o caso da Nova Zelândia, primeiro país a institucionalizar o regime. Este país é o mais extremo dos países que usam o RMI em relação aos limites impostos ao uso discrecional da política monetária. Mesmo assim, a lei neozelandesa provê alguma flexibilidade ao regime como, por exemplo, excluindo preços de commodities do índice de preços.

Lars Svensson, também em 1997, enumerou algumas vantagens oferecidas pela adoção do RMI: o foco direto no alcance da meta, sem desvios ou complicações desnecessárias; avaliação *ex-post* do sucesso e da credibilidade da política; redução ou

até mesmo remoção do chamado viés inflacionário³; e caso seus requerimentos sejam atendidos, a convergência das expectativas inflacionárias para o nível de inflação previamente concebido (Svensson, 1997, p.2).

Entretanto, o autor também encontra algumas dificuldades e obstáculos para o RMI. A autoridade monetária não tem total controle sobre a inflação, mesmo que siga perfeitamente as características estabelecidas. Isto, de acordo com Svensson, acontece porque a inflação corrente é essencialmente pré-determinada por decisões e contratos prévios à ação do banco central, o que significa que o mesmo somente pode afetar a inflação futura. A imperfeição do controle da inflação dificulta o monitoramento e a avaliação da política pelo público. Portanto, o sucesso da política contra a inflação corrente só pode ser verificado depois que a inflação se materializar ou não no futuro. Além disso, o Banco Central pode alegar em caso de descumprimento da meta que fatos fora do seu controle desviaram a inflação do seu caminho, e que não pode ser responsabilizado por isso. Todas essas dificuldades podem enfraquecer o comprometimento com a meta e, em última instância, prejudicar grandemente a credibilidade da política.

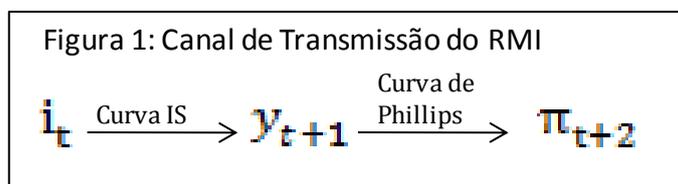
Svensson sugere uma solução para esses problemas: o uso pelo BC de uma meta de expectativas de inflação como meta intermediária. Ele argumenta que fazer isso de modo explícito facilita tanto à implantação quanto ao monitoramento da política pelo público. A meta de previsão inflacionária é, por definição, a variável corrente que é mais correlacionada com a meta primária; é mais controlável e pode ser feita mais observável que a mesma. De acordo com o autor, ela também pode ser muito transparente, e desta maneira pode facilitar a comunicação da autoridade monetária com o público, e a compreensão da política monetária por este.

³ O viés inflacionário é um conceito inaugurado por Kydland e Prescott (1977) que representa o incentivo de bancos centrais discricionários de estimular o produto e o emprego no curto prazo, o que faz com que a inflação seja maior do que o nível desejado pelo público no longo prazo.

Existem vários modelos que visam representar o RMI, e a grande maioria se baseia em três equações:

- (i) A curva de Phillips, que determina a inflação corrente via produto (ou desemprego), e que geralmente também inclui como determinantes a inflação passada ou a projetada para o futuro;
- (ii) A curva IS, que relaciona negativamente os juros e o hiato de produto⁴;
- (iii) A função de reação da autoridade monetária, frequentemente denominada Regra de Taylor, que determina o nível da taxa de juros nominal com base no desvio da inflação da meta pactuada.

Cada modelo tem suas próprias curvas com seus próprios detalhes. Porém o que é comum a quase todos os modelos que representam o RMI é o mecanismo de transmissão pelo qual a manipulação dos juros controla a inflação. Esse mecanismo é representado no diagrama abaixo:



A autoridade monetária determina a taxa de juros, que via curva IS, determina o produto após um intervalo temporal. O produto, por sua vez, determina a inflação após um segundo período de tempo. É dessa característica operacional que emergem os *output costs*. Para controlar a inflação, o RMI primeiro controla a demanda agregada. A forma das três curvas também afeta como e quanto este mecanismo fomenta este tipo de

⁴ O hiato de produto é a diferença entre o produto corrente e o produto potencial. O conceito de produto potencial e sua estimação são de fundamental importância para o modelo, conforme veremos adiante no capítulo 3.

custo social. As críticas resenhadas nesta dissertação abordam estas características do RMI: as curvas usadas, o mecanismo de controle da inflação e também a institucionalidade do regime, além de obviamente criticar as premissas teóricas do mesmo, no âmbito econômico e até mesmo político.

Em termos da modelagem da economia sob o RMI, um artigo de referência é Clarida, Gali e Gertler (1999). O mesmo estabelece um modelo-base de economia fechada⁵ para os países que adotam o regime, isto é, estabelece exemplos das três curvas coerentes com as premissas do RMI. Dentre algumas das conclusões que o artigo traz, podemos citar três em especial, que se relacionam com a forma com que o RMI geralmente é usado:

- (i) A escolha de instrumentos ótima requer a convergência para a meta de inflação ao longo do tempo. Um alcance contínuo das metas traz grande volatilidade ao produto. Esta característica, especificamente no modelo descrito por Clarida, Gali e Gertler, decorre da assunção de que somente choques inflacionários de custo geram *trade-off* entre inflação e produto. No caso de inflação de demanda, a política afeta a inflação e o produto na mesma direção, e atinge os dois “objetivos”⁶ simultaneamente. (Clarida, Gali e Gertler, 1999, p. 1673). Os regimes de metas de inflação encontrados pelo mundo geralmente trazem consigo esta característica, isto é, a convergência para a meta ao longo do tempo. Um regime de alcance contínuo da meta causaria grandes sacrifícios de produto, e nenhum país tentou adotar uma versão do RMI como essa até hoje.

⁵ Neste capítulo não será feita referência à modelagem do RMI para economias abertas. Alguns aspectos desse tema serão abordados no segundo capítulo, que trata da versão do RMI especificamente aplicada no Brasil.

⁶ Aqui foram usadas aspas para deixar claro que apesar de a trajetória do produto ser valorizada pelos bancos centrais, esta na maioria das vezes não é tratada como objetivo institucional da política monetária.

- (ii) A política ótima, em resposta a um aumento das expectativas de inflação, deve fazer com que a taxa nominal de juros suba o bastante para fazer com que a taxa real cresça junto. Isso porque é a taxa real de juros que controla a demanda agregada. Sem a manipulação do juro real no sentido e na grandeza corretos, a demanda agregada não é controlada. Logo, o mecanismo de transmissão fracassa no controle da inflação.
- (iii) A política ótima faz com que ajustes da taxa nominal compensem perfeitamente choques de demanda e que acomodem perfeitamente choques ao produto potencial (p. ex., choques de produtividade). Conforme já foi dito, choques inflacionários de oferta geram *trade-off* entre inflação e desemprego e são combatidos com a manipulação da demanda agregada. Desta maneira, é uma função importante da política monetária distinguir corretamente as origens dos choques que atingem a economia (ibid., p.1674-1675).

Algumas das características citadas neste capítulo influenciam a forma como os *output costs* se materializam no ambiente gerado pelo Regime de Metas para a Inflação. Portanto, como foi dito mais acima, as críticas abordadas nesta dissertação se relacionam estreitamente com essas características, de modo individual ou conjunto, conforme veremos no capítulo 3.

CAPÍTULO 2 – O RMI BRASILEIRO

Este capítulo retrata o RMI brasileiro e algumas das especificidades do nosso sistema econômico. É uma análise teórica complementar ao primeiro capítulo e se utiliza principalmente de dois artigos de trabalho publicados pelo Banco Central brasileiro com o fim de entender a visão que este tem sobre a nossa economia, para desde já começar a investigar as formas através das quais a atuação da autoridade monetária pode desencadear a presença dos *output costs*.

No dia 21 de junho de 1999 o presidente Fernando Henrique Cardoso promulgou o Decreto nº 3088⁷, que estabelece o Regime de Metas para a Inflação como “diretriz para fixação do regime de política monetária” no Brasil. As principais reformas institucionais que o decreto trouxe foram:

- (i) As metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação.
- (ii) As metas e os respectivos intervalos de tolerância são fixados pelo Conselho Monetário Nacional - CMN, mediante proposta do Ministro da Fazenda.
- (iii) Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas.
- (iv) O índice de preços a ser adotado é escolhido pelo CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda.
- (v) Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação - medida pelo índice de preços referido no artigo anterior, relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário - situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância.
- (vi) Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do Banco Central do Brasil divulga publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deve conter a descrição detalhada das causas do descumprimento, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

⁷ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm

- (vii) O Banco Central do Brasil divulga, até o último dia de cada trimestre, Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de "metas para a inflação", os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

O horizonte temporal de um ano-calendário para a verificação do cumprimento da meta não é algo mandatário. Existem países que verificam se a meta foi cumprida todos os meses (taxa acumulada dos 12 meses anteriores) e outros (p. ex. a Austrália) que consideram que as metas devem ser alcançadas em média ao longo do tempo. O BACEN, em documento encontrado no seu site na internet, afirma que um horizonte mais curto, como o utilizado no Brasil, é mais recomendável quando “se está buscando convergência para melhores padrões internacionais de taxa de inflação”⁸.

Conforme previsto pelo decreto, o Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução nº 2615⁹, escolheu o IPCA, calculado e publicado pelo IBGE, como índice balizador para a política. Ao contrário do que a bibliografia citada no capítulo 1 recomenda, o IPCA mede a inflação “cheia”, e não o seu “núcleo”. Ou seja, o IPCA não exclui da sua medida preços voláteis como os de alimentos ou de energia. Bogdanski, Tombini e Werlang, em artigo que é referência sobre o RMI brasileiro, afirmam que a escolha desse índice foi “essencial por razões de credibilidade, ao menos no início da implementação das metas de inflação”, e que a supressão de tais preços seria suspeita, dado o histórico brasileiro de manipulação de índices inflacionários (2000, p. 12-13).

Nas notas sobre da 33ª Reunião do COPOM¹⁰, anterior à adoção oficial do RMI pelo Brasil, o BACEN já dava sinais de que a política monetária seria conduzida por um arcabouço deste tipo. Nessas notas se lê que o “objetivo primeiro do Banco Central é o

⁸ <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%2010-Regime%20de%20Metas%20para%20a%20Infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20Brasil.pdf>

⁹ http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2615_v1_O.pdf

¹⁰ <http://www.bcb.gov.br/?COPOM33>

de manutenção da estabilidade dos preços”, característica citada no primeiro capítulo como fundamental ao RMI. Adicionalmente, conforme se percebe no decreto citado, o governo brasileiro também se preocupou em garantir ao modelo brasileiro do RMI duas outras características: o binômio poder-responsabilização sobre a política monetária entregue exclusivamente ao Banco Central, e o aumento no esforço de comunicação transparente com o público.

As metas brasileiras sempre foram mais altas do que as usadas por países desenvolvidos, ainda que nos primeiros anos tenha-se percebido uma intenção de diminuí-las ao longo dos anos. A Tabela 1 mostra as metas fixadas e as respectivas faixas de tolerância, assim como a taxa efetivamente verificada:

Tabela 1 - Metas para a inflação, faixas de tolerância e IPCA efetivo					
Ano	Meta	Piso	Teto	IPCA	Meta Cumprida?
1999	8,00%	6,00%	10,00%	8,94%	SIM
2000	6,00%	4,00%	8,00%	5,97%	SIM
2001	4,00%	2,00%	6,00%	7,67%	NÃO
2002	3,50%	1,50%	5,50%	12,53%	NÃO
2003	3,25%	1,25%	5,25%	9,30%	NÃO
	4,00%	1,50%	6,50%		
2004	3,75%	1,25%	6,25%	7,60%	SIM
	5,50%	3,00%	8,00%		
2005	4,50%	2,50%	6,50%	5,69%	SIM
2006	4,50%	2,50%	6,50%	3,14%	SIM
2007	4,50%	2,50%	6,50%	4,46%	SIM
2008	4,50%	2,50%	6,50%	5,90%	SIM
2009	4,50%	2,50%	6,50%	4,31%	SIM
2010	4,50%	2,50%	6,50%	5,91%	SIM
2011	4,50%	2,50%	6,50%	6,50%	SIM
2012	4,50%	2,50%	6,50%	5,84%	SIM
2013	4,50%	2,50%	6,50%	3,43% *	-
2014	4,50%	2,50%	6,50%	-	-
2015	4,50%	2,50%	6,50%	-	-

Fonte: Banco Central do Brasil

* Até o mês de agosto.

A determinação de um caminho declinante para as metas entre 1999 e 2001 justificou-se, de acordo com Bogdanski, Tombini e Werlang, pela natureza da inflação brasileira após o Plano Real de 1994 até a adoção do RMI. De acordo com os autores, a economia brasileira experimentava no ano de 1998 uma estabilidade de preços. Em 1999, o Brasil sofreu um choque de desvalorização cambial que provocou um realinhamento de preços relativos. Este choque, por ter sido um evento isolado e sem pressões adicionais de alta, justificava a abordagem declinante para as metas (ibid., p.12).

As metas determinadas pelo CMN foram descumpridas durante três anos consecutivos: 2001, 2002 e 2003. No ano de 2001, o BACEN justificou o não cumprimento como sendo resultado de choques adversos sofridos pela economia brasileira, notadamente a depreciação do real e o reajuste das tarifas de energia elétrica acima do que era previsto¹¹. Em 2002, a depreciação cambial foi a principal responsável para o não cumprimento, além da inércia carregada do ano anterior e da consequente deterioração das expectativas¹². No ano de 2003, a meta novamente não foi cumprida, a despeito de ter sido ajustada para cima. Desta vez, a inércia foi apontada como a principal culpada¹³. Em 2004 a meta foi novamente afrouxada, mas desta vez o BACEN conseguiu manter a inflação dentro da meta. A partir do ano de 2005 o centro da meta foi sistematicamente mantido em 4,5% ao ano, assim como seu intervalo de tolerância ($\pm 2\%$ ao ano). Desde então, a taxa de inflação vem ficando dentro do intervalo todos os anos. Ao que parece, a intenção de reduzir paulatinamente as metas anuais foi abandonada, ou pelo menos postergada.

A preocupação com a construção de credibilidade do regime e da política monetária como um todo sempre foi algo claramente perceptível no caso brasileiro.

¹¹ <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta.pdf>

¹² <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2003.pdf>

¹³ <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/carta2004.pdf>

Várias das características construídas pelo governo e BACEN refletem essa preocupação. Isto se justificou, em um primeiro momento, por especificidades da economia brasileira em relação a outros países que se utilizam do RMI.

Fraga, Goldfajn e Minella (2003), classificam o Brasil como uma economia de mercado emergente (EME). De acordo com os autores, estas economias enfrentam *trade-offs* mais agudos na condução da política monetária do que os países desenvolvidos. Isto é devido, por um lado, à menor credibilidade da política monetária destes países e, por outro, à maior instabilidade macroeconômica e vulnerabilidade a choques externos (Fraga, Goldfajn e Minella, 2003, p.4). Por isso, estes países devem ser ainda mais cuidadosos no provimento de informações transparentes sobre a condução da política monetária, a fim de “deixar claro que a resposta da política é a correta frente um problema que é bem entendido” (ibid., p.29). É crucial que as autoridades monetárias destes países façam um esforço extra para identificar o tamanho e a natureza dos choques que os atingem, a fim de ancorar as expectativas dos agentes de modo bem-sucedido. Caso contrário, o alcance das metas somente se dará com sacrifícios de produto maiores do que os incorridos pelos países desenvolvidos.

De acordo com Fraga, Goldfajn e Minella (2003), as especificidades mencionadas das EMEs justificam as metas mais altas e os intervalos de tolerância mais largos. Também justificaria, em tese, a adoção de horizontes mais longos do que o ano-calendário, contudo com o perigo de afetar a reputação do banco central se a credibilidade ainda estiver sendo construída (ibid., p.31). Afinal de contas, um “aspecto crucial das metas para a inflação é a habilidade de elevar a credibilidade do processo e, como resultado, atingir as metas desejadas com *custos mínimos*” (ibid., p.32, grifos meus). Se os países emergentes têm características macroeconômicas especiais, o arcabouço de política monetária também deve ser adaptado a fim de não sacrificar o

crescimento econômico mais do que o necessário. Nesse sentido, a credibilidade é um instrumento fundamental a ser conquistado pela política monetária, mas não chega a ser um objetivo a ser perseguido a todo e qualquer custo.

Vejamos então como a autoridade monetária brasileira retrata o sistema macroeconômico e os canais de transmissão da política monetária. Para isso, voltaremos ao artigo de Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) e serão apresentadas as três equações mencionadas no primeiro capítulo, conforme foram interpretadas e adaptadas para a realidade econômica brasileira no citado artigo.

Para a curva IS, temos a seguinte especificação, onde h é o log do hiato do produto, r é o log da taxa real de juros [$\log(1+R)$], pr é o log das necessidades de financiamento do setor público [$\log(1+NFSP)$] e ε é um choque de demanda. Cada período t corresponde a um trimestre:

$$h_t = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + pr_{t-1} + \varepsilon_t^{hf}$$

O produto potencial, usado na série do hiato do produto, é calculado exogenamente por algumas técnicas: 1) extração de uma tendência temporal linear da série histórica do PIB; 2) suavização da série de PIB via filtros como Hodrick-Prescott; 3) filtros Kalman e 4) estimativas da função de produção. Os autores atestam que para o caso brasileiro, as técnicas 1 e 2 foram preferidas pois ambas produziram resultados similares (Bogdanski, Tombini e Werlang, 2000, p.18). O produto potencial exogenamente gerado é foco de uma das três críticas resenhadas nesta dissertação, a crítica “sraffiana”, descrita no terceiro capítulo.

A versão da curva de Phillips utilizada nesse artigo combina parâmetros *backward* e *forward-looking*. Essa especificação mista foi utilizada porque “exibe as

propriedades dinâmicas desejadas da economia, com persistência da inflação devida ao lento ajustamento forçado pelos termos *backward-looking*, enquanto mantém um componente *forward-looking*, imaginado como crescentemente importante no período de transição após as mudanças na política monetária e no regime de taxa de câmbio” (ibid. p.20).

$$\pi_t = \frac{(\alpha_1^f + \alpha_1^b)}{2} \pi_{t-1} + \frac{\alpha_2^f}{2} E_t(\pi_{t+1}) + \frac{\alpha_2^b}{2} \pi_{t-2} + \frac{(\alpha_3^f + \alpha_3^b)}{2} h_{t-1} + \frac{(\alpha_4^f + \alpha_4^b)}{2} \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^n$$

Na curva de Phillips transcrita acima, π é o log da inflação; p^F é o log do índice de preços dos produtores estrangeiros; e é o log da taxa de câmbio; Δ é um operador de primeira diferença; $E_t(\cdot)$ é um operador de esperança matemática, condicional a informação disponível no período t ; e, finalmente, ε^n é um choque de oferta de média zero. A especificação da inflação corrente pelo RMI é alvo da crítica “Pós-Keynesiana”, resenhada na segunda seção do terceiro capítulo deste trabalho.

Como a taxa de câmbio é incluída nessa especificação, sua modelagem é de fundamental importância para o modelo. A dinâmica desta variável é representada abaixo:

$$\Delta e_t = \Delta i_t^F + \Delta x_t - \Delta i_t + \eta_t$$

A variação da taxa de câmbio (Δe) é determinada pelo diferencial da taxa de juros nominal doméstica em relação à sua contraparte estrangeira (Δi), pela primeira diferença do risco-país (Δx) e por um ruído branco (η). Essa equação é obtida por Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) a partir da condição de paridade descoberta de

juros, que “relaciona mudanças esperadas na taxa de câmbio entre dois países ao diferencial das suas taxas de juros e um prêmio de risco” (ibid., p. 22). A influência da taxa de câmbio na economia e a forma como o RMI brasileiro a interpreta é foco da crítica do “Novo Desenvolvimentismo”, a terceira e última resenhada no terceiro capítulo desta dissertação.

Quanto à função de reação da autoridade monetária, os autores afirmam que durante as reuniões do COPOM são feitas várias simulações com o intuito de simular os movimentos das variáveis de interesse, a partir de diversas trajetórias da taxa nominal de juros, instrumento de política. Uma das equações utilizadas é uma regra de Taylor com suavização da taxa de juros, conforme abaixo:

$$i_t = (1 - \lambda) i_{t-1} + \lambda(\alpha_1 (\pi_t - \pi^*) + \alpha_2 h_t + \alpha_3)$$

A letra grega λ é um parâmetro arbitrário que, se igual à unidade, transforma a equação em uma regra de Taylor padrão. Caso esteja entre zero e um, permite alguma suavização da trajetória da taxa nominal de juros, prática comum a diversos bancos centrais ao redor do globo. Já os parâmetros α podem ser obtidos via otimização computacional ou escolhidos arbitrariamente.

Dadas essas quatro equações, pode-se incluir outras que determinem algumas das variáveis exógenas encontradas, como as expectativas de inflação¹⁴ e o risco-país. Assim a autoridade monetária brasileira procura representar a economia do país e simular e visualizar os mecanismos de transmissão da política monetária. Este é muito

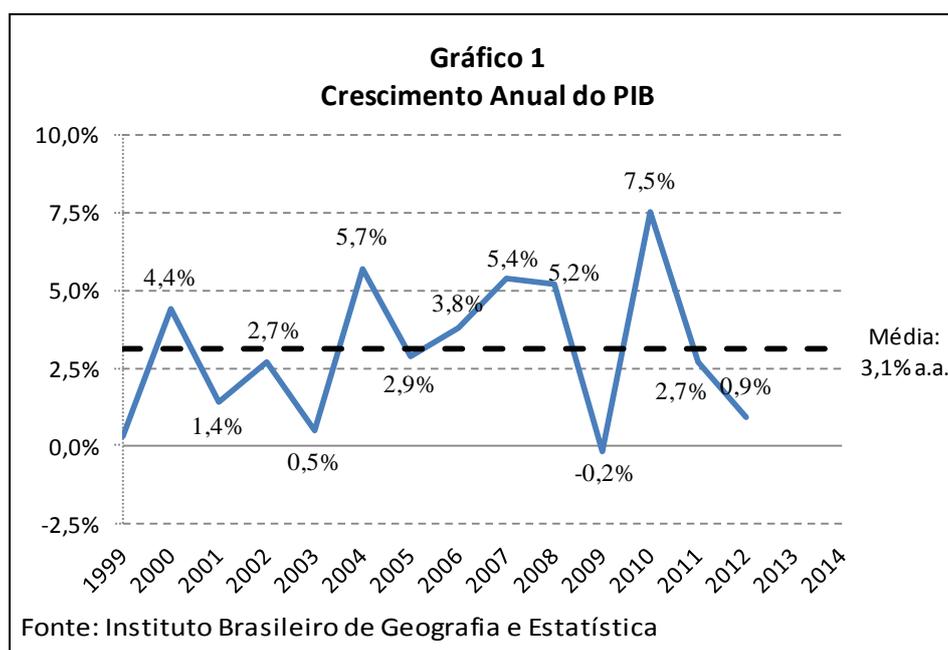
¹⁴ O Banco Central brasileiro guia suas decisões com base nas suas próprias previsões para a inflação, embora as expectativas do mercado sejam importantes inputs para os modelos de previsão da autoridade monetária. (Bevilaqua, Mesquita e Minella, 2007, p.5)

similar do que o apresentado no capítulo 1: uma adição importante é a dinâmica da taxa de câmbio.

Quanto aos mecanismos de transmissão propriamente ditos, Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) afirmam que no modelo utilizado:

- A taxa de juros afeta a taxa de câmbio nominal contemporaneamente e o hiato de produto depois de um intervalo de entre 3 a 6 meses;
- A taxa de câmbio afeta a inflação importada e, portanto, a taxa de inflação doméstica contemporaneamente;
- O hiato de produto afeta a taxa de inflação após um intervalo de aproximadamente 3 meses.

A partir de 1999, ano de adoção do RMI, e até 2012, o Brasil cresceu em média 3,1% ao ano, conforme o gráfico 1 mostra. Os críticos deste arcabouço de política monetária, dentre outras coisas, acreditam que o mesmo pode ter de algum modo prejudicado essa trajetória. Ou seja, defendem que se outras formas de condução da política monetária fossem aplicadas, talvez o PIB brasileiro pudesse crescer mais rapidamente.



CAPÍTULO III – AS CRÍTICAS AO RMI

Este capítulo reúne três grupos de críticas ao RMI: a crítica sraffiana, a crítica pós-keynesiana e a crítica do novo-desenvolvimentismo. As três, em algum ponto de suas argumentações, afirmam que o RMI (conforme foi e é aplicado no Brasil) pode prejudicar a trajetória do crescimento do produto. O objetivo do capítulo é isolar, no caso de cada uma das críticas, qual fator teórico ou institucional em tese desaguaria nos prejuízos ao crescimento. Assim, busca-se trazer um estímulo ao estudo destas características, para que no futuro seja possível aprimorar a operacionalização do RMI e minorar o aparecimento dos *output costs*.

3.1 OS SRAFFIANOS

Conforme foi mostrado no primeiro capítulo, a maioria das versões da curva de Phillips do Novo Consenso se utiliza do conceito de produto potencial. Este é tido como exogenamente determinado principalmente por forças do lado da oferta, não sendo nunca afetado pela demanda. Uma das diversas críticas (aqui denominada sraffiana¹⁵) ao Regime de Metas para a Inflação parte justamente desta variável usada na curva IS e na curva de Phillips, isto é, o produto potencial exogenamente determinado pelos fatores de produção e pela produtividade. De acordo com essa crítica, o produto potencial é afetado, e até mesmo determinado, pela demanda efetiva da economia. Deste modo o RMI, ao manipular a taxa real de juros com o objetivo de controlar a demanda, tem efeitos de longo prazo sobre a trajetória do produto.

Nesta seção, serão endereçadas apenas as críticas - ao produto potencial exógeno e determinado pela oferta - encontradas nos trabalhos de Franklin Serrano e Ricardo

¹⁵ Em referência ao economista italiano Piero Sraffa, forte influência para os trabalhos resenhados nesta seção.

Summa, ambos da UFRJ. Tais autores afirmam, dentre outras coisas, que a hipótese de histerese forte, isto é, de que o produto corrente afeta positivamente o potencial não pode ser rejeitada. Ao contrário, afirmam que os indícios apontam que as séries temporais de produto e de desemprego corroboram a mesma. Econometricamente falando, se a série em questão demonstrar ser estocástica (*i.e.* oferecer evidências de raiz unitária), isso quer dizer que a mesma apresenta histerese. Caso a tendência seja determinística (*i.e.* evidências de ausência de raiz unitária), a hipótese de histerese é rejeitada. De forma alternativa, se houver histerese então os choques de demanda têm efeitos permanentes na economia.

Summa (2010) enumera vários trabalhos que testam econometricamente a hipótese da histerese. A maioria destes trabalhos citados aponta para a não-estacionariedade das séries de produto, ou seja, para a não-rejeição da histerese. Summa argumenta, porém, “que mesmo que estes confirmem a presença de uma tendência determinística (rejeite a raiz unitária), isso não quer dizer que o produto potencial seja determinado por fatores de oferta. Afinal, uma economia na qual a capacidade produtiva cresce puxada pelo crescimento da demanda agregada, e esta última cresce constantemente ao longo do tempo, o resultado será uma tendência do produto determinística sem que o produto efetivo e o potencial sejam influenciados pelos choques de oferta” (Summa, 2010, p. 24).

Braga (2006), conclui sobre a evidência de validade da histerese:

“(...) essa evidência tem implicações teóricas importantes por impor um dilema sobre teorias em que o PIB potencial seja determinado por fatores de oferta, já que permite apenas duas alternativas: ou se abre mão do fato vastamente comprovado de que a demanda determina o hiato do produto PIB e se deve trabalhar com a hipótese da escola de ciclos reais de negócios de que, mesmo flutuações de curto prazo do produto

são determinadas por fatores de oferta; ou então se mantém a hipótese de que o hiato do produto seja determinado pela demanda.” (Braga, 2006, p.127).

Voltando a Summa (2010), este trabalho também discute as formas pelas quais o produto potencial é estimado nos artigos que tratam do tema, de modo que o mesmo possa ser inserido como variável exógena nos modelos do Novo Consenso. São listados três métodos: a estimação pela Função de Produção, a estimação por filtros estatísticos e um terceiro método, uma mescla dos dois primeiros, que aplica filtros estatísticos não na série de produto em si, mas nas variáveis que compõem a Função de Produção.

Sobre o primeiro método, a estimação via Função de Produção, Summa demonstra que apesar deste ser o mais fiel à teoria neoclássica do valor e da distribuição, não consegue produzir uma série de produto potencial totalmente exógena. Isso porque a produtividade total dos fatores (PTF), parte integrante da função de produção, é obtida como um resíduo da série do PIB efetivo. As taxas NAIRU e NAICU¹⁶, que também fazem parte da Função de Produção, geralmente são escolhidas arbitrariamente como uma média fixa das séries de desemprego e de utilização da capacidade.

Além disso, Summa cita alguns trabalhos que usam este método para o Brasil a partir do ano de 1980, e em todos eles, o hiato estimado é majoritariamente negativo. Ou seja, se tomados em conjunto com a ideia de inflação como sendo majoritariamente de demanda, prescreveriam uma desaceleração da inflação (ou até mesmo uma deflação) para os períodos estudados, o que definitivamente não se verificou no Brasil na prática.

Acerca do segundo método, a estimação pelo uso de filtros estatísticos - Hodrick-Prescott (filtro HP), Band Pass, filtro de Kalman, etc. - Summa argumenta que “o produto potencial obtido por esses filtros é incompatível com o produto potencial

¹⁶ Taxas de desemprego e de utilização da capacidade que não aceleram a inflação.

teórico do modelo do Novo Consenso, que deve ser determinado apenas pela evolução dos estoques dos fatores e de seu uso eficiente” (p. 35). Isto se dá porque os filtros estatísticos, com maior ou menor sofisticação matemática, são em última instância médias móveis da série objeto, neste caso o produto corrente. O mesmo raciocínio vale também para o caso dos filtros multivariados, onde são incluídas informações de outras séries como a inflação ou o desemprego.

O terceiro método é a mescla dos dois primeiros. Ao invés de estabelecer valores arbitrários médios para a NAIRU e a NAICU, estas taxas são obtidas pelo uso dos filtros estatísticos já citados. Assim, apesar de serem as taxas que não aceleram a inflação, seu cálculo é feito de maneira totalmente independente desta. São, novamente, sofisticadas médias móveis das séries que as geram. Após a filtragem, estas médias móveis tornam-se variáveis exógenas na função de produção, de maneira similar ao primeiro método. O produto potencial obtido desta forma é ainda mais endógeno do que no caso do primeiro método, pois “além de depender da PTF calculada como além de depender da PTF calculada como resíduo do PIB efetivo, depende também do andamento médio do nível da utilização da capacidade instalada e da taxa de desemprego observadas” (p. 44). Assim, a incompatibilidade com as premissas teóricas do Novo Consenso se mantém.

Em resumo, na visão do autor, ou o produto potencial na prática não é totalmente exógeno à demanda agregada (contradizendo assim a teoria neoclássica), ou produz resultados empíricos que não correspondem aos fatos observados na história econômica brasileira recente. A alternativa proposta é fazer com que o produto potencial seja gerado endogenamente. Assim, o produto potencial seria afetado pelo produto corrente, em consonância com a hipótese da histerese. Sobre isso, Serrano (2006) deixa claro que:

“our general impression is that the more recent evidence and tests mostly confirm Nelson & Plosser (1982) original findings of strong hysteresis in output that we take as a stylized fact that theories have to explain” (Serrano, 2006, p.8)

Na sua própria tese de doutoramento, Serrano procurou oferecer tal alternativa:

“(...) perhaps what we are observing is a general long-run tendency of productive capacity to adjust itself to effective demand. Indeed, that would be the case if the long-run evolution of productive capacity of a capitalist economy is seen as being usually demand-led rather than resource-constrained.” (Serrano, 1996, p.11)

A principal construção teórica deste modelo “*demand-led*” é o supermultiplicador *sraffiano*¹⁷. A equação¹⁸ que determina o produto é:

$$Y = Z / (1 - w - h)$$

Nesta abordagem, o produto efetivo é função dos gastos autônomos (Z),¹⁹ da propensão marginal a consumir (w) e da propensão marginal a investir (h), sendo que a soma destas duas últimas (a propensão marginal a gastar) é estritamente menor que a unidade, e os gastos autônomos são obrigatoriamente positivos. O supermultiplicador

¹⁷ O supermultiplicador recebeu esse nome, nas palavras de Serrano: “mainly because income distribution is an exogenous parameter and normal prices and 'planned' degree of capacity utilization prevail” (1996, p.16)

¹⁸ As equações aqui transcritas foram retiradas do artigo de Serrano de 2006, que apresenta um modelo simplificado do supermultiplicador.

¹⁹ Os gastos autônomos incluem o consumo autônomo das famílias, os gastos do governo, exportações, investimento não-gerador de capacidade produtiva, e todas as outras variáveis que não são afetadas pelo nível da demanda efetiva.

sraffiano é o recíproco do denominador da expressão acima, e o gasto autônomo é a grandeza a ser multiplicada por ele. O produto será tanto maior quanto maiores forem as propensões marginais a consumir e a investir e, obviamente, quanto maiores forem os gastos autônomos.

Além disso, outra característica teórica deste modelo relaciona-se com o fato de que o investimento é induzido, isto é, varia de acordo com a situação da demanda agregada. Interpretando e retratando o investimento desta maneira, os autores procuram lidar com o chamado “caráter dual do investimento”, ou seja, o fato de que o investimento gera tanto demanda (imediatamente) quanto capacidade produtiva (no futuro).

Nesta abordagem, se a demanda estiver aquecida - ou em outras palavras, se o hiato do produto estiver positivo (produto corrente for maior do que o produto potencial) - existe incentivo para que as firmas invistam mais em capacidade de produção, fazendo com o que o hiato se feche ao longo do tempo. Caso o hiato esteja em um patamar negativo, o investimento induzido diminuirá, também fazendo com que o hiato se feche. Em outras palavras a propensão a investir (h) se adapta ao nível da demanda agregada. Existe um nível de h a investir que é compatível com o crescimento dos gastos autônomos, nível este denotado h^* . Assim, o produto potencial no longo prazo tende a seguir a seguinte equação:

$$Y^* = Y = Z/(1 - w - h^*)$$

Como visto, o produto potencial tende a seguir a tendência de crescimento do produto corrente, e ambos são determinados pelo lado da demanda. Assim, a hipótese da histerese é representada de forma bem-sucedida. A consequência da assunção desta

hipótese é de que as inflações de demanda somente serão aceleracionistas durante o tempo que demorar para que as firmas ofertantes adaptem seu investimento (e sua capacidade) à nova situação da demanda. Como afirma Serrano:

“(...) a single demand shock would be self correcting and it could not bring the economy to hyperinflation. After capacity adjustments to the permanently higher levels of demand, the positive output gap would close itself and inflation would stop increasing and stabilize at the new, permanently higher level.”(Serrano, 2006., p. 10)

Portanto, se o produto potencial for realmente afetado pela demanda agregada, o RMI deixa de ser neutro em relação ao nível e ao crescimento do produto no longo prazo. No âmbito desta dissertação, caso esta hipótese seja verdadeira, o RMI pode estar fomentando desnecessariamente os *output costs*. Isto porque, conforme visto no capítulo 1, o RMI aplica choques de demanda negativos (via taxa de juros nominal) toda vez que identifica que a demanda está aquecida, com o objetivo de manter a inflação dentro da meta.

Se a histerese fosse tida como válida, e os hiatos de produto (ou de capacidade) se corrigissem automaticamente, então os choques de demanda contrários poderiam ser menores, levando em conta a adaptação da capacidade produtiva ao longo dos períodos subsequentes. Logo, a trajetória de alta da taxa de juros poderia ser mais baixa (se mantidos constantes os parâmetros de sensibilidade da regra de Taylor) e conseqüentemente o sacrifício de produto, sem que a situação das metas de inflação se descontrolasse no longo prazo.²⁰ Assim, em última instância o produto sacrificado pelo

²⁰ No caso de demanda desaquecida, o estímulo oriundo da taxa de juros nominal também seria menor, pois o produto potencial igualmente se adequaria à pior situação da demanda agregada. E, finalmente, no caso de um choque de custos que aumentasse a inflação como, por exemplo, um aumento do preço do petróleo, a trajetória da taxa de juros e o prejuízo em termos de produto seriam os mesmos, com ou

RMI depende em grande extensão da validade ou não da hipótese da histerese. Ou por outro ângulo, de que fatores determinam o produto potencial.

Em resumo, na teoria oferecida por Serrano e Summa, o produto corrente e o produto potencial são determinados pela demanda agregada, em especial pelos gastos autônomos, aqueles que não respondem a variações da demanda nem geram capacidade produtiva nos períodos seguintes. Estes gastos autônomos, por sua vez, são determinados exogenamente ao modelo, por fatores diversos como a natureza do sistema financeiro e as condições de crédito ao consumo, o ritmo da mudança tecnológica e o processo de concorrência no que se refere a estratégias de inovação e diferenciação de produto das empresas, a relação entre os gestores e proprietários, a política de gastos (e de impostos) do governo e, no caso da economia aberta, a competitividade internacional das empresas nacionais e da política cambial. (Serrano, 1996, p.45).

3.2 OS PÓS-KEYNESIANOS

A corrente teórica denominada pós-keynesiana critica o Regime de Metas para a Inflação afirmando que a inflação não é somente originada no lado da demanda, e sim tem várias fontes distintas. Ao passo que a maioria dos defensores do Regime acredita que o processo inflacionário se origina por excessos de demanda ou por choques de oferta (que no longo prazo tem média zero), os pós-keynesianos afirmam que a maioria das fontes é originada pelo lado da oferta. Desta maneira, a inflação é muito difícil de ser antecipada e, por conseguinte, controlada pelas autoridades monetárias que utilizam apenas um instrumento, a taxa nominal de juros. Tal controle só é alcançado com

sem histerese, pois não estamos discutindo aqui a natureza, a persistência ou a eventual neutralidade de longo prazo (média zero) de tais choques. Todos os casos levados em conta, a aceitação da histerese pelo RMI muito provavelmente diminuiria a *volatilidade da taxa de juros*.

grandes prejuízos ao lado produtivo da economia, o que no âmbito desta dissertação, está sendo chamado de *output costs*.

Nesta seção, serão citados apenas os autores pós-keynesianos brasileiros, que adaptaram os trabalhos de economistas como Paul Davidson, Hyman Minsky, Marc Lavoie, Phillip Arestis e Malcolm Sawyer, à realidade do nosso país e da nossa inflação. Escolheu-se esta abordagem pelo fato dos autores brasileiros acomodarem as premissas e propostas desta corrente à nossa realidade, as complementando com especificidades majoritariamente domésticas como, por exemplo, a indexação de preços e contratos.

Modenesi (2005) lista sete tipos de inflação previstos pela teoria pós-keynesiana, encontrados originalmente no trabalho de Davidson. São eles:

- (i) Inflação de demanda – O único tipo de inflação aceito e previsto pela teoria monetarista. Porém, para os pós-keynesianos, só pode ocorrer em situação pleno emprego, pois “dada [...] a impossibilidade das firmas aumentarem a produção, uma ampliação da demanda agregada se reflete integralmente em elevação do nível geral de preços” (p.202). É o único tipo de inflação cujo correto tratamento é o aumento da taxa nominal de juros, a fim de restringir a demanda agregada excessivamente aquecida.
- (ii) Inflação salarial - Se os salários nominais aumentam exogenamente os preços da economia tendem a serem aumentados a fim de compensar este maior nível de custo para as empresas. Tomando exemplos do caso brasileiro, o aumento salarial pode ser consequência de uma conquista sindical setorial, ou de um aumento geral do salário mínimo via ação governamental. Esta pressão inflacionária oriunda do salário nominal pode ser minorada caso os avanços salariais sejam acompanhados por

suficientes aumentos da produtividade dos trabalhadores que foram beneficiados.

- (iii) Inflação de lucros – Se o grau de concentração dos mercados aumentar exogenamente, os participantes desses mercados podem aumentar seus preços com maior facilidade, sem temor de venderem menos. Assim, a saída de uma empresa, ou uma fusão que aumente o grau de oligopolização de um mercado, pode gerar algum impacto inflacionário.
- (iv) Inflação importada – Se o preço dos produtos importados aumentar por quaisquer motivos, os preços internos podem sofrer aumentos também. Tanto por dar espaço de reajuste para os produtos que concorrem com o importado, como por aumentar os custos que usem algum importado como insumo. Esse tipo de inflação depende do grau de abertura da economia: quanto maior for o peso das importações no cálculo do índice de preços, maior será a sensibilidade da inflação doméstica à inflação estrangeira.
- (v) Inflação de choques negativos de oferta – se a oferta de um determinado produto é reduzida, seu preço tende a aumentar. Assim, choques exógenos como um baixo índice pluviométrico ou quaisquer outros fatores que prejudiquem a produção, podem gerar aumentos de preço que são refletidos nos índices de inflação calculados.
- (vi) Inflação de impostos – Se o imposto de um produto aumenta, seus ofertantes tendem a repassar o aumento para seus clientes, quanto maior for o seu poder de *mark-up*.
- (vii) Inflação de retornos decrescentes de escala – À medida que a economia vai se aproximando do pleno emprego do fator trabalho, as empresas são obrigadas a contratar trabalhadores dentre os menos produtivos se

quiserem continuar a aumentar a produção. Assim, o custo unitário do trabalho tende a se elevar, carregando consigo o preço final dos produtos.

Os seis tipos de inflação oriundos do lado da oferta (*cost-push inflations*), de acordo com a teoria pós-keynesiana, são tão mais potentes quanto mais próxima do pleno emprego estiver a economia como um todo. Em situação de alto nível de renda e emprego, os trabalhadores terão mais facilidade em conseguir aumentos nominais, e as empresas terão mais facilidade em repassar maiores custos para o preço cobrado dos consumidores finais.

Os autores pós-keynesianos não negam que aumentos da taxa nominal de juros podem conter a inflação. Somente argumentam que, para alcançar tal objetivo, a política monetária restritiva prejudica de maneira excessiva a atividade econômica. De acordo com Modenesi (2006):

“... essa terapia não atua sobre as causas que originam a inflação, mas, sim, sobre seus efeitos. O uso de política monetária contracionista para conter um processo inflacionário com origem no lado da oferta em nada contribui para eliminar a causa do problema que se está tentando solucionar. No entanto, ao reduzir os níveis de atividade e emprego, a autoridade monetária pode evitar que uma elevação nos custos seja repassada (integralmente) para os preços. [...] dependendo da origem do fenômeno, isto é, da natureza do impulso inflacionário, o regime de metas de inflação pode comprometer o desempenho econômico gerando uma elevação excessiva, ou melhor, *desnecessária* do desemprego e do hiato do produto” (Modenesi, 2006, p.203).

Para cada tipo de inflação, um tipo de política ou tratamento distinto. Na visão dos pós-keynesianos, não faz sentido conter todas as pressões inflacionárias com apenas um instrumento. Para esta corrente, diversas políticas devem ser usadas *discricionariamente* no controle inflacionário. A consequência óbvia deste raciocínio é a rejeição da responsabilidade exclusiva da autoridade monetária neste controle, um dos

mais importantes pilares sobre os quais se sustenta o RMI. Adicionalmente, uma dificuldade que se impõe é a correta identificação da origem de toda e qualquer impulso inflacionário, sob pena de perseverar no erro que está se tentando corrigir.

Mas, se a inflação não deve ser exclusivamente contida pelos bancos centrais e suas manipulações da taxa nominal de juros, quais deverão ser as armas usadas pelos governos nessa batalha? Novamente, para cada tipo de inflação, um tipo de arma diferente. Modenesi dá um exemplo:

“... suponha que a ocorrência de uma quebra de safra na produção de trigo determine uma elevação do preço desse cereal e, portanto, da taxa de inflação. Nesse caso, não é necessário elevar a taxa de juros para reduzir a demanda agregada e, assim, combater a alta do preço do trigo. Alternativamente, pode-se incentivar a importação desse bem por meio de uma redução de sua tarifa de importação (ou qualquer outro expediente). Aqui, a terapêutica mais indicada não é uma contração monetária, cujo efeito perverso é o desaquecimento da economia e do desemprego (ibid., p.203).”

Sicsú (2003) sintetiza algumas das propostas pós-keynesianas para as inflações do tipo *cost-push*. Também de acordo com este autor, as propostas deste grupo se concentram nas causas da inflação, ao contrário das do *mainstream*, que atacam os seus efeitos.

Para a inflação dos tipos salarial (ii) e de lucros (iii), o autor subscreve-se à adoção da TIP (*tax-based on incomes policy*), idealizada por Weintraub e Wallich (1978). De acordo com essa proposta, “aumentos salariais ou de lucros acima das possibilidades oferecidas pelos ganhos de produtividade são prejudiciais para toda a sociedade” (Sicsú, 2003, p. 128). Assim, propõe-se “uma regra de pagamento de impostos que incida sobre as grandes empresas que concedem aumentos salariais ou aumentam suas margens de lucro acima das possibilidades oferecidas pelos aumentos de produtividade” (ibid., p.128). Ao contrário do resfriamento imposto a todas as empresas

pelo aumento da taxa de juros, a TIP visa atingir apenas àquelas que têm esse comportamento, criando uma “estrutura de desincentivos”. Neste caso, a dificuldade a ser contornada seria a correta e imediata identificação das empresas que se comportem desse modo.

Para Sicsú, a inflação importada (iv) também pode ser controlada (mesmo que não seja recomendável) por um aumento da taxa de juros, pela atração de divisas e pela redução da demanda por bens importados que o acompanham. Contrariamente, o autor afirma que:

“A inflação importada deve ser combatida, no curto prazo, com políticas cambiais, políticas tributárias e políticas monetárias complementares e direcionadas, mas preferencialmente deve ser combatida com políticas industriais de incentivo ao investimento voltado para a exportação e para a substituição de importações – que podem ser consideradas políticas com efeitos de longo prazo. O investimento voltado para a exportação contribuiria para reduzir a escassez de reservas internacionais, diminuindo as pressões altistas sobre o preço do dólar” (ibid.,130).

Para contrabalançar os efeitos inflacionários de choques negativos de oferta (v), Sicsú acompanha Davidson (1994) e defende a construção de instituições que manipulem estoques de proteção (*buffer stocks*), que são estoques que podem ser retirados ou levados ao mercado à vista com o objetivo de reduzir a volatilidade dos preços das mercadorias cujos aumentos prejudiquem a sociedade. Os estoques de proteção, além de mitigarem tais efeitos inflacionários, estabilizam “a renda de seus produtores, estimulando o investimento e aumentando a produtividade na produção dessas mercadorias e, conseqüentemente, possibilitando um mais rápido crescimento econômico e do nível de emprego” (ibid., p.131).

A inflação de impostos (vi) é, na opinião de Sicsú, a mais fácil de ser combatida, desde que haja uma mudança institucional na forma com que o controle da inflação é efetivado. Bastaria que o governo como um todo, e não apenas o Banco Central, fosse o responsável pelas políticas anti-inflacionárias. Se esse governo for comprometido com a estabilidade da moeda, obviamente irá pensar duas vezes antes de aumentar quaisquer impostos que a ponham em perigo.

Finalmente, em relação à inflação de retornos decrescentes de escala (vii), Sicsú afirma que nenhuma política macroeconômica deve ser aplicada no seu controle, a não ser com o resfriamento proposital de toda a economia, o que não seria recomendável. Os efeitos desse tipo de inflação devem ser mitigados no longo prazo por um “programa permanente de treinamento / qualificação dos trabalhadores e políticas de desenvolvimento tecnológico” (ibid., p. 129).

Adicionalmente às sete já citadas origens da inflação, Sicsú também menciona os impactos inflacionários decorrentes dos chamados preços administrados. Estes preços, geralmente de serviços públicos, são geridos por contratos assinados entre o governo e as empresas concessionárias e que na maioria das vezes têm cláusulas de indexação. Exemplos brasileiros são os preços de energia elétrica e transporte público. Essas indexações visam acompanhar algum índice de inflação, mas que nem sempre têm relação com a estrutura de custos da empresa em questão.

Para o autor, estes contratos são lesivos à sociedade, porque protegem as concessionárias de maneira desmedida, justamente porque “a variação de preços desejada pela empresa não está relacionada diretamente com a sua variação de custos” (ibid., p. 132). Assim, tais contratos deveriam ser extintos (no final de suas vigências, Sicsú ressalva) e a assinatura de novos contratos com esse tipo de cláusula deveriam ser proibidos por lei.

Como já mencionado anteriormente, uma proposta recorrente dos autores pós-keynesianos na substituição da exclusividade da taxa de juros nominal no combate à inflação é a adoção de políticas de rendas, isto é, políticas que afetem a variação dos salários e lucros na economia. Acerca disso, Hermann (2004) atesta que:

“A política de juros deve dividir com outros instrumentos a tarefa de assegurar a estabilidade de preços [...]. Mais especificamente, propõe-se aqui a combinação da política monetária com políticas de rendas, que tenham por foco os componentes [da taxa de variação dos custos de produção] e [da realimentação] da inflação, disciplinando, por exemplo, os ajustes de preços administrados e dos salários nominais, de modo a gerar expectativas inflacionárias favoráveis à estabilidade. Essas mudanças permitiriam, ao mesmo tempo, aumentar a eficácia da política anti-inflacionária e reduzir a ‘taxa de sacrifício’ imposta à sociedade” (Hermann, 2004, p.284)

Também sobre as políticas de rendas, mais especificamente sobre como conter as pressões inflacionárias decorrentes de salários, podemos citar o trabalho de Fernando Cardim de Carvalho:

“Keynes recognized that the use of incomes policy to stabilize money incomes should involve some kind of quid pro quo: ‘The standstill of wage rates, etc., could be accompanied by other measures aimed at making the programme as a whole socially just and politically acceptable. [Again] The choice of such measures is mainly a psychological and political problem.’ [...] it is reasonably safe to assume Keynes saw some kind of incomes policy as part of the required arsenal in a monetary economy.” (Carvalho, 1997, p.47)

Em suma, os pós-keynesianos, ao negar a demanda como único determinante da inflação de longo prazo, enxergam o arcabouço do RMI como prejudicial à atividade econômica. Isso porque o monopólio do Banco Central e da taxa de juros no combate à inflação dificulta que os diferentes tipos de inflação identificados por essa corrente

sejam corretamente combatidos. Conseqüentemente os pós-keynesianos propõem a adoção de políticas pelo governo (como um todo, e não apenas pelo Banco Central) que ataquem separada e diferentemente às outras causas da inflação, ou seja, aquelas que na visão deste grupo são originárias do lado da oferta da economia.

3.3 OS NOVOS-DESENVOLVIMENTISTAS

A terceira crítica abordada nesta dissertação é aquela do grupo autodenominado novo desenvolvimentista. Este grupo se apresenta como uma alternativa teórica ao Consenso de Washington tanto no campo do Desenvolvimento como no da Macroeconomia, e se considera sucessor dos economistas estruturalistas (ou desenvolvimentistas), cujos expoentes latino-americanos foram Celso Furtado e Raul Prebisch, dentre outros.

O novo desenvolvimentismo desenvolveu-se no Brasil a partir do ano 2000, principalmente a partir das ideias e trabalhos de Luiz Carlos Bresser-Pereira, ex-Ministro da Fazenda do Brasil e economista da Fundação Getúlio Vargas. Apesar de terem diversas semelhanças, as propostas de Bresser-Pereira e seus seguidores divergem em diversos pontos da abordagem do estruturalismo da década de 50, principalmente por causa da evolução estrutural dos países em desenvolvimento em relação à economia mundial. Ambas as teses enxergam o papel estatal como fundamental para o desenvolvimento econômico e interpretam os mercados como falíveis e, portanto, passíveis de indução pelo Estado.

Neste ponto, o novo desenvolvimentismo também se aproxima das ideias de Keynes, pois considera que os principais gargalos para o crescimento do produto e para o pleno emprego estão no lado da demanda. De acordo com esta corrente, o maior

obstáculo para o desenvolvimento econômico é a falta de oportunidades de investimentos lucrativos, devida à falta de demanda interna e externa e, conseqüentemente, numa relativamente baixa taxa de investimento e poupança (Bresser-Pereira, 2012, p.350).

Esta linha de pensamento propõe então uma estratégia de crescimento liderada pelas exportações (*export-led growth*). Isto porque, na opinião dos seus participantes, esta é a única estratégia liderada pela demanda agregada sustentável no longo prazo. Como exemplo, Oreiro (2012) rotula a estratégia de crescimento via gastos do governo como inviável, pois:

“[...] se a taxa de crescimento dos gastos do governo for maior do que a taxa de crescimento das exportações, então o produto e a renda doméstica irão crescer mais rapidamente do que as exportações. Se a elasticidade renda das importações for maior do que um (como é usual em economias em desenvolvimento), então as importações irão crescer mais do que as exportações, gerando um déficit comercial crescente e, provavelmente, insustentável no longo prazo.” (Oreiro, 2012, p. 31).

A já mencionada falta de oportunidades de investimento e a conseqüente insuficiência de demanda são resultados de duas tendências *estruturais*: a tendência dos salários de crescer mais lentamente que a produtividade e a tendência à sobreapreciação cíclica da taxa de câmbio. O lento crescimento dos salários é devido à grande (senão ilimitada) oferta de trabalho nos países em desenvolvimento e, de acordo com os novos desenvolvimentistas, inviabiliza a estratégia de crescimento voltada para o mercado interno (*wage-led growth*). Mesmo que se conseguisse neutralizar esta tendência, a estratégia *wage-led* também é insustentável no longo prazo, pois:

“[...] um aumento cumulativo da participação dos salários na renda irá resultar, em algum momento, numa tendência a queda da taxa de lucro. Quando a taxa de lucro cair abaixo do nível mínimo necessário à continuidade da acumulação de capital, então o investimento privado irá cessar, interrompendo assim o crescimento do nível de renda e de produção. [...] Em segundo lugar, um aumento cumulativo da participação dos salários na renda está associado a uma tendência a apreciação da taxa real de câmbio, a qual poderá impactar o grau de especialização produtiva da economia, induzindo assim uma transferência de atividades produtivas para o exterior, ou seja, levando a um processo de desindustrialização. Como consequência da desindustrialização, a elasticidade renda das exportações irá se reduzir e a elasticidade renda das importações irá aumentar, levando assim a uma redução da taxa de crescimento que é compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos. Dessa forma, a continuidade do regime *wage-led* levará, mais cedo ou mais tarde, ao estrangulamento externo e a uma crise de balanço de pagamentos” (ibid., p.31-32).

A segunda tendência estrutural apontada pelo novo desenvolvimentismo é a tendência da moeda doméstica dos países em desenvolvimento de se sobrevalorizar ciclicamente. A fim de instituir a estratégia de crescimento liderada pelas exportações, o governo deve neutralizar esta tendência manipulando a taxa de câmbio, configurando assim um câmbio flutuante sujo. A taxa de câmbio, de acordo com Bresser-Pereira, não flutua em torno de um valor de equilíbrio, nem de maneira leve, como prevê a teoria neoclássica, nem de maneira volátil, como prevê a teoria keynesiana. (Bresser-Pereira, 2012, p.351). Para os novos-desenvolvimentistas, a taxa de câmbio dos países em desenvolvimento tem dois equilíbrios: o corrente e o industrial. O primeiro é a taxa de câmbio que equilibra intertemporalmente a conta-corrente do Balanço de Pagamentos, e o segundo é aquele que permitiria que as indústrias domésticas portadoras de tecnologia de ponta (*state-of-the-art technology*) sejam competitivas no mercado internacional. No caso de países em desenvolvimento como o Brasil, o equilíbrio industrial geralmente está em um patamar mais desvalorizado do que o equilíbrio corrente da taxa de câmbio.

Bresser-Pereira argumenta que as autoridades monetárias deveriam ter como meta manter a taxa de câmbio próxima do equilíbrio industrial, para que as empresas exportadoras pudessem ter acesso à demanda mundial em toda a sua extensão, impulsionando assim o *export-led growth*. Isso se refletiria não em um mandato único - controlar apenas a inflação - mas em um mandato triplo: atingir simultaneamente as metas de inflação, de pleno emprego e de taxa de câmbio. Para cumprir este mandato triplo, o Banco Central deveria agir em consonância com todo o resto da equipe econômica do governo, e usar mais instrumentos do que somente a taxa nominal de juros (ibid., p.365). Esta é mais uma aproximação deste grupo aos economistas keynesianos.

O alcance do equilíbrio industrial da taxa de câmbio é dificultado por duas características encontradas em economias em desenvolvimento: a doença holandesa (*dutch disease*) e a entrada de capitais para além do que seria recomendável. A doença holandesa (também chamada de maldição dos recursos naturais) é uma falha de mercado, descoberta na Holanda durante a década de 60, que conserva a taxa de câmbio permanentemente sobrevalorizada, embora esta se mantenha consistente com o equilíbrio intertemporal da conta-corrente do balanço de pagamentos.

A severidade da doença holandesa é determinada pela diferença entre as taxas de câmbio condizentes com os equilíbrios corrente e industrial. Quanto maior for essa diferença, maior é a severidade desta falha de mercado (ibid., 354). A neutralização da doença holandesa deve ser realizada, de acordo com Bresser-Pereira, pela imposição de um imposto (a ser pago, em última instância, pela sociedade como um todo) sobre as *commodities* exportadas que causam a sobrevalorização da moeda doméstica. O objetivo final deste imposto é fazer com que o preço dessas *commodities* suba, e que deste modo o equilíbrio corrente se desloque na direção do equilíbrio industrial. Isto é, o

imposto visa promover uma desvalorização da moeda doméstica. A alíquota do imposto é, portanto, proporcional à severidade da doença holandesa.

Bresser-Pereira admite a dificuldade política da instituição deste imposto, mas afirma que seus benefícios são muito maiores no médio e longo prazo. A dificuldade não surge da oposição dos produtores da *commodity*, que manteriam o mesmo nível de lucros com a desvalorização da moeda doméstica; ela surge da própria desvalorização, que causaria um aumento na inflação (que na visão do autor seria temporária) e uma redução dos salários no curto prazo. (ibid., 355). Voltaremos a estas consequências mais a frente no texto.

Bresser-Pereira atesta que, para além da doença holandesa, as moedas dos países em desenvolvimento se apreciam por causa de políticas que estimulam a entrada de capitais. A principal destas é a política de crescimento via poupança externa (apelidado no artigo de 2010 como “fetiche da poupança externa”), mas o autor também aponta o eventual uso da taxa de câmbio como âncora para a inflação pelos Bancos Centrais, além daquilo que ele chama de “populismo da taxa de câmbio”, isto é, a apreciação da moeda com o objetivo de aumentar artificialmente os salários reais e, conseqüentemente, a popularidade eleitoral dos governantes.

O “fetiche da poupança externa”, conforme descrito por Bresser-Pereira, consiste na adoção de deliberadas incursões em déficits de conta-corrente, financiados pela entrada de capital externo, com o objetivo de aumentar a taxa de poupança e, deste modo, a relação investimento / PIB. O autor argumenta que tal estratégia não consegue aumentar esta relação, porque o aumento da poupança externa se dá à custa de diminuição da poupança interna, esta última devida à apreciação cambial trazida pelos capitais estrangeiros. Isto acontece porque a apreciação da moeda e o conseqüente aumento do salário real, dada uma grande propensão marginal a consumir, aumentam o

consumo e diminui a poupança das famílias. Além disso, reduz as oportunidades de investimento orientadas para exportações, diminuindo a poupança. Em suma, a poupança externa não é adicionada à interna, mas sim a substitui (ibid., p.356).

Neste sentido, os novos desenvolvimentistas consideram-se mais responsáveis que o *mainstream* teórico: ao passo que este recomenda déficit em conta-corrente com o fim de aumentar a taxa de poupança externa (e, portanto, a agregada), o novo desenvolvimentismo sugere zerar este déficit e crescer com base na poupança interna.

É neste ponto do texto que começarão a serem exploradas as nuances nas quais as propostas de política econômica do novo desenvolvimentismo se chocam com o RMI, da maneira que este é aplicado no Brasil. O choque mais óbvio entre o novo desenvolvimentismo e o RMI se dará se o Banco Central efetivamente manipular a taxa de câmbio com os dois objetivos que Bresser-Pereira listou: o uso do câmbio como âncora direta para a inflação e o aumento artificial do salário real. Se o RMI tiver esta característica, então os novos desenvolvimentistas imediatamente o acusarão de prejudicar o crescimento e fomentar os *output costs*. Porém, como tal comportamento não é assumido pelo BACEN e não é textualmente recomendado pelos defensores do RMI, focarei um pouco mais nas críticas que o novo desenvolvimentismo faz ao nível da taxa de juros nominal.

Bresser-Pereira, em um artigo escrito em 2008 em parceria com Cleomar Gomes da Silva, sustenta que o RMI, apesar de conseguir manter a inflação brasileira relativamente baixa, o fez com custos fiscais e de desenvolvimento extremamente altos. Este artigo argumenta que a inflação podia ser muito menor e o crescimento do produto, muito maior, se o RMI fosse implantado depois de materializadas as condições necessárias (Bresser-Pereira & Silva, 2008, p.189).

A ausência destas condições se concretiza naquilo que os autores chamam de “armadilha das taxas de juros e câmbio”. Esta armadilha se caracteriza: i) pelo altíssimo nível da taxa de juros em níveis reais; ii) que os juros de longo prazo pagos por títulos públicos são indexados à taxa Selic e são frequentemente bem maiores que os juros pagos pelos títulos brasileiros no exterior; e iii) que os altos juros atraem fluxos de capitais estrangeiros que causam a sobrevalorização do Real. Esta situação é uma armadilha porque, de acordo com os autores, a autoridade monetária brasileira teme reduzir a taxa nominal de juros abaixo de um determinado nível. (ibid., p.188).

Essencialmente, a taxa Selic é altíssima porque a armadilha a impede de ser reduzida. Assim, o RMI é problemático porque contribui para a *manutenção* e para o potencial deletério da armadilha, isto é, no âmbito desta dissertação, contribui para a manutenção dos *output costs*. Antes de implantar o RMI o governo deveria ter endereçado alguns dos alicerces da armadilha, para que a taxa de juros pudesse ser substancialmente reduzida, abrindo assim o caminho para a possibilidade de uma política cambial condizente com o novo desenvolvimentismo.

Dentre as reformas que deveriam preceder a adoção do RMI, os autores listam as seguintes:

- (i) Fim da indexação dos títulos federais à taxa Selic. Para os autores, esta é a principal explicação institucional para a armadilha das taxas de juros e câmbio. É um legado da alta inflação pré-plano Real que deveria ter sido abolida antes da instituição do RMI.
- (ii) Ajuste fiscal. Ao mesmo tempo em que a taxa de juros é baixada e a economia se liberta da armadilha, as autoridades devem reduzir gastos (e não aumentar impostos) a fim de gerar superávits fiscais. Com esse ajuste, o governo sinaliza sua rejeição a qualquer tipo de populismo e ao

mesmo tempo controla possíveis reflexos inflacionários de choques de demanda.

- (iii) Fim da indexação de contratos ou de preços administrados. O índice de preços ao consumidor brasileiro (IPCA) é formado por até 30% de preços administrados, que variam independentemente de fatores de demanda. Logo, as metas de inflação são alcançadas, porém com altos custos sociais envolvidos, como baixo crescimento e altas taxas de juros.

Em suma, Bresser-Pereira e Cleomar Gomes da Silva não rejeitam totalmente o RMI, mas acreditam que o mesmo não é capaz de mudar fatores estruturais da economia. Ao contrário, contribui para a manutenção do mesmo. Assim, a posição novo-desenvolvimentista é que amplas reformas estruturais deveriam ter sido implementadas antes da adoção do regime. De acordo com essa corrente, da maneira como foi feita, o RMI acaba por manter e fomentar os *output costs* para o caso brasileiro.

CONCLUSÃO

O Regime de Metas para a Inflação mantém-se no Brasil há quatorze anos. A média da inflação verificada pelo IPCA de 1999 até 2012 foi de 6,70% ao ano, enquanto que o PIB teve média de 3,1% anuais nesse mesmo período. Estas médias com certeza podem ser encaradas como uma evolução em relação a épocas passadas, mas com certeza ainda há espaço para melhora, especialmente se compararmos o Brasil a alguns dos países em desenvolvimento com melhor desempenho macroeconômico como, por exemplo, Chile ou México. Obviamente, alguns dirão que o progresso dessas médias deve vir de outros fatores que não a política monetária e o Regime de Metas para a Inflação. Porém, considerar que o sistema monetário brasileiro já atingiu a perfeição e que não tem espaço para melhorias seria ao mesmo tempo arrogante e ingênuo. Isso por si só já justifica o constante e cuidadoso estudo da nossa versão do RMI, assim como de todos os fatores periféricos que o afetam.

Foi para esse estudo que esta dissertação procurou contribuir. Algumas possíveis melhorias são quase que consensuais e até certo ponto economicamente óbvias como, por exemplo, um esforço por parte do governo em uma segunda rodada de diminuição da indexação de preços e contratos, como destacam, por exemplo, Bresser-Pereira e Sicsú. Os obstáculos a esses esforços estão mais próximos do campo da política do que no da teoria econômica, pois os beneficiados por distorções deste tipo tem força e capacidade de obstruí-los.

As críticas resenhadas neste trabalho podem apontar na direção dessas adaptações que busquem lapidar o RMI e, assim, favorecer o desenvolvimento econômico brasileiro, em especial no que se refere ao conflito entre crescimento e inflação. Em resumo:

- (i) Se a hipótese da histerese for aceita como válida, isto é, se o Banco Central refletir em seus modelos a influência do produto corrente sobre o produto potencial, então os choques de taxa de juros podem ser menores frente a um aumento da inflação (decorrente de um hiato de produto positivo). A crítica dos “sraffianos” afirma que, nesta situação, o aumento da inflação seria transitório, pois o hiato seria fechado pelo maior incentivo a investir. Assim, o prejuízo imposto ao produto pelo RMI seria menor no médio e no longo prazo, sem comprometer a estabilidade monetária.
- (ii) Se a hipótese das múltiplas causas da inflação for aceita como válida e o governo for bem-sucedido no esforço de identificação das mesmas, então instrumentos paralelos à taxa nominal de juros podem ser usados como, por exemplo, a adoção de *buffer stocks* ou de políticas de rendas. A crítica “Pós-Keynesiana” afirma que a taxa de juros nominal pode ser menor nessa circunstância, reduzindo os *output costs* atrelados ao RMI para o caso brasileiro.
- (iii) Se o Banco Central tivesse um mandato triplo (inflação, produto e taxa de câmbio) e buscasse ativamente o alcance do equilíbrio industrial do câmbio com a ajuda da imposição de um imposto sobre as *commodities* que causam a doença holandesa, então algumas das condições²¹ para o escape da armadilha das taxas de juros e câmbio poderiam se materializar. A crítica “Novo-Desenvolvimentista” afirma que, neste cenário, a inflação subiria no curto prazo, mas que no longo prazo a armadilha seria desmontada. Ou seja, a taxa nominal de juros seria menor

²¹ Outras das pré-condições necessárias para o escape da armadilha são as citadas na terceira seção do terceiro capítulo: fim da indexação de títulos públicos à taxa Selic, redução da influência dos preços administrados na inflação e ajuste fiscal via redução de gastos do governo.

e a taxa de câmbio estaria num patamar mais desvalorizado, o que aumentaria o crescimento do produto. Assim, o sacrifício ao desenvolvimento econômico imposto pelo RMI seria reduzido.

A tabela 2 resume as características exploradas na dissertação, assim como as críticas feitas pelas três correntes teóricas e os resultados econômicos visualizados pelas mesmas no longo prazo.

Tabela 2 - Resumo da resenha			
Corrente teórica	Característica do RMI alvo da crítica	Alternativa Proposta	Resultado Esperado
Sraffianos	<ul style="list-style-type: none"> - Produto potencial exógeno e independente do produto corrente - Uso de filtros estatísticos para estimação do produto potencial 	<ul style="list-style-type: none"> - Produto potencial dependente do Produto corrente e demanda efetiva (histerese) - Hiatos de demanda autocorrigidos - Multiplicador sraffiano e investimento induzido 	<ul style="list-style-type: none"> - Choques de demanda contrários à hiatos positivos (altas da SELIC) menores - Trajetória mais baixa da taxa de juros - Menores sacrifícios de produto, com baixo risco de hiperinflação
Pós-Keynesianos	<ul style="list-style-type: none"> - Representação da inflação pelo RMI - Inflação principalmente de demanda - Choques de oferta com média zero 	<ul style="list-style-type: none"> - Multiplicidade das causas da inflação - Uso discricionário de vários instrumentos - Combate inflacionário não apenas pelo BACEN 	<ul style="list-style-type: none"> - Combate às causas da inflação, não aos sintomas - Menor necessidade do uso da SELIC como instrumento - SELIC em menores patamares ao longo do tempo - Menores sacrifícios de produto
Novos Desenvolvimentistas	<ul style="list-style-type: none"> - Contribuição para a manutenção da armadilha das taxas de juros e de câmbio (SELIC alta e real valorizado) - Implantação precipitada - Sobreapreciação do Real (doença holandesa e entrada de capitais) 	<ul style="list-style-type: none"> - Reformas anteriores à adoção do RMI - Mandato triplo do BACEN (inflação, produto e câmbio) - Busca ativa pelo equilíbrio industrial do câmbio - Aprofundamento da desindexação da economia 	<ul style="list-style-type: none"> - Escape da armadilha - Taxa SELIC mais baixa, real mais competitivo - Menores sacrifícios de produto

Outras mudanças no arcabouço monetário brasileiro que, à primeira vista, são obviamente positivas, dependem de maior consideração. Um exemplo é a diminuição da meta de inflação para níveis similares aos de países desenvolvidos. Provavelmente todo economista desejaria que a inflação fosse menor do que é hoje, mas precisamos entender muito mais profundamente os riscos envolvidos, principalmente os associados aos *output costs*.

É de fundamental importância, pois, compreender se e como as características institucionais e operacionais do RMI brasileiro estimulam esse tipo de custo social. Caso exista alguma possibilidade de as críticas resenhadas nesta dissertação conterem

ao menos um pouco de verdade científica, é imperativo que as suas propostas ecoem e sejam ouvidas: se suas propostas não forem adotadas, que sejam ao menos satisfatoriamente contra-argumentadas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “*Relatórios de Inflação*”, edições de junho, setembro e dezembro de 1999

BALL, L., SHERIDAN, N. “*Does Inflation Targeting Matter?*”, (2003) Working Paper 9577, National Bureau of Economic Research

BOGDANSKI, J., TOMBINI, A., WERLANG, S. (2000) “*Implementing Inflation Targeting in Brazil*”, Banco Central do Brasil (Working Paper Series nº 1)

BERNANKE, B., MISHKIN, F. (1997) “*Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?*”, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 11, No. 2 (Spring, 1997), pp. 97-116

BEVILAQUA, A.S., MESQUITA, M., MINELLA, A. (2008). “*Brazil: taming inflation expectations*,” BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies, volume 35, pages 139-158 Bank for International Settlements.

BRAGA, J. (2006) “*Raiz unitária, inércia e histerese: o debate sobre as mudanças da NAIRU na economia americana nos anos 1990.*” Tese de doutorado, IE-UFRJ

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GOMES DA SILVA, C. (2008) “*Inflation targeting in Brazil: a Keynesian approach*”. In: L. Randall Wray; Mathew Forstater. (Org.). Keynes and Macroeconomics after 70 Years: critical assessments of the General Theory. 1 ed. Cornwall: Edward Elgar Publishing Limited, 2008, v. 1, p. 176-195.

BRESSER-PEREIRA, L. C. (2010) “*Novo desenvolvimentismo: uma proposta para a economia do Brasil*”. Nueva Sociedad, v. 230, p. 59-72.

BRESSER-PEREIRA, L.C. (2012) “*Structuralist Macroeconomics and the New Developmentalism*” Brazilian Journal of Political Economy, vol. 32, nº 3 (128), pp. 347-366, July-September

BRESSER-PEREIRA, L.C., OREIRO, J.L., MARCONI, N. (2012) “*A theoretical framework for a Structuralist Development Macroeconomics*”, encontrado no site: www.bresserpereira.org.br/papers/2012/377.Framework_Structuralist_Macro.pdf

CARVALHO, F.J (1990). “*Alta inflação e Hiperinflação: uma visão pós-keynesiana*” Revista de Economia Política, Vol. 10, nº 4(40) out-dez, pp 62-82

CARVALHO, F. J. Cardim de (1992). “*Mr. Keynes and the Post-Keynesians*”. Cheltenham: Edward Elgar.

CARVALHO, F.J (2004). “*Os custos dos juros altos*”. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/os_custos_dos_juros_altos.pdf

CESARATTO, S.; SERRANO, F.; STIRATI, A. (2003) “*Technical Change, Effective Demand and Employment*” *Review of Political Economy*, vol. 15, n. 1, p. 33 – 52.

CLARIDA, R., GALI, J., GERTLER, M., (1999). “*The science of monetary policy: A New-Keynesian Perspective*”. *Journal of Economic Literature* 37, 1661–1707.

FRAGA, A., GOLDFAJN, I., MINELLA, A. (2003) “*Inflation Targeting in Emerging Market Economies*”, Banco Central do Brasil (Working Paper Series nº 76)

GOODFRIEND, M. (2007) “*How the World Achieved Consensus on Monetary Policy*” *Journal of Economic Perspectives* - Volume 21, N. 4 - Fall – P. 47–68

HERMANN, J. (2000). “*O Modelo de Racionamento de Crédito e a Política Monetária Novo-Keynesiana: uma análise crítica*”. *Revista de Economia Política*, Vol. 20, nº 2 (78), Abril-Junho, pp. 53-75.

HERMANN, J. (2004). “*O trade-off do Crescimento no Brasil nos anos 1990-2000: análise crítica e alternativas de política monetária*”. *Revista de Economia Política*, Vol. 6,nº2 Dezembro 2004, pp.261-289.

KYDLAND, F., PRESCOTT, E. C., (1977) “*Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,*” *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 85(3), pages 473-91, June.

MODENESI, A. (2005). “*Regimes Monetários: Teoria e Experiência do Real*”. Barueri: Ed. Manole.

OREIRO, J. L. da C. (2012) “*Novo-desenvolvimentismo, crescimento econômico e regimes de política macroeconômica*” *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 26, n. 75, Aug.

SERRANO, F. (1996) “*The Sraffian Supermultiplier*”, Tese de Doutorado não publicada, Universidade de Cambridge, Cambridge, Inglaterra.

SERRANO, F. (2006) “*Mind the gap: hysteresis, inflation dynamics and the sraffian supermultiplier*” IE-UFRJ

SERRANO, F. (2007) “*Histéresis, dinamica inflacionaria y el supermultiplicador sraffiano*”. *Seminarios Sraffianos*, UNLU-Grupo Luján. Colección Teoría Económica, Ediciones Cooperativas.

SERRANO, F. (2008) “*On the impact of demand shocks on inflation*”. IE-UFRJ, mimeo. Disponível em www.franklinserrano.blogspot.com

SVENSSON, L.E.O. (1997) “*Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets*”. *European Economic Review*, 41, no. 6.

SICSÚ, J. (2001) “*Credible Monetary Policy: a Post Keynesian approach*” *Journal of Post Keynesian Economics*, 23(4), Summer: pp.669-87. Estados Unidos

SICSÚ, J. (2002) “*Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias*”. Revista de Economia Política, 22(1): pp.23-33

SICSÚ, J. (2002) “*Expectativas Inflacionárias no Regime de Metas de Inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro*” Revista Economia Aplicada, 6(4): 703-11

SICSÚ, J. (2003) “*Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana*”. Análise Econômica, 21(1): 115-136, jan./mar

SUMMA, R. (2010) “*Um modelo alternativo ao novo consenso para a economia aberta*” Tese de Doutorado, IE-UFRJ.

SUMMA, R. (2010) “*Inércia parcial, histerese e conflito: um modelo alternativo ao Novo Consenso para Economia Fechada*”. Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política, n. 25

TAYLOR, J. B., (1999a), “*Monetary Policy Rules*”, Chicago: The University of Chicago Press.