

**REGIMES MONETÁRIOS NO BRASIL:
UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA PARA O PERÍODO 1994-2008**

Christian Velloso Kuhn¹

Felipe Santos Tostes²

RESUMO

O objetivo deste artigo foi analisar a aplicação dos regimes monetários durante o período 1994-2008 no Brasil, expondo argumentos críticos e proposições pós-keynesianas com relação à prática de política monetária em tais regimes. Observou-se que, não obstante a adoção de tais regimes tenha sido importante para o controle inflacionário, a economia brasileira passou por um período de crescimento à la *stop-and-go*. Ademais, as autoridades monetárias ainda não lograram êxito e precisão no cumprimento das metas por elas mesmas definidas. Por conseguinte, o regime de metas de inflação, do modo como é empregado no Brasil, não só é inadequado, como também se mostra ineficiente para o controle da inflação, pois se restringe a utilizar a política monetária para tal fim. Isso se deve a um problema no diagnóstico destas causas pela concepção monetarista de que a inflação se reduza a uma manifestação exclusivamente monetária.

1 INTRODUÇÃO

Nos anos 1990, vários países latino-americanos lançaram planos de estabilização com o objetivo de controlar a taxa de inflação. Estes planos foram concebidos seguindo o princípio de conferir maior credibilidade às autoridades monetárias na condução da política econômica. Para tanto, julgou-se necessário a adoção de regras de política monetária para o alcance de tal fim. A utilização ou não de regras para a definição da política monetária se mantém até hoje um tema controverso dentro da teoria econômica, em que monetaristas, novos-keynesianos e pós-keynesianos se encontram em lados opostos. Os dois primeiros sendo favoráveis ao emprego de tais regras, com a finalidade de disciplinar as autoridades monetárias para o foco de controlar a inflação, enquanto os últimos defendendo a implementação de políticas discricionárias, conforme o estado corrente da economia.

No Brasil, desde 1994, com a adoção do Plano Real, foram implantados os três tipos de regimes monetários existentes: regime monetário de metas monetárias, regime monetário de metas cambiais e regime monetário de metas de inflação, estando este último em vigor desde junho de 1999. Assim, preponderaram as proposições de monetaristas e novos-keynesianos com respeito a implementação de políticas antiinflacionárias, em que prevalece até hoje a utilização da política monetária como principal instrumento. Isto se deve à concepção da inflação como um “fenômeno meramente monetário”, em conformidade com o apregoado por Friedman (1968).

Partindo de uma interpretação pós-keynesiana dos regimes monetários, o objetivo deste trabalho é apresentar a forma como foram aplicados durante o período 1994-

2008, bem como expor os argumentos críticos e proposições dessa corrente com relação a prática da política monetária em tais regimes. Assim, o artigo é composto de cinco seções, incluindo a introdução. Na seção 2, far-se-á uma breve exposição da teoria dos regimes monetários, apresentando seus tipos e conceitos, assim como seus aspectos positivos e negativos. Posteriormente, na seção 3, será demonstrada a experiência brasileira na adoção de cada um destes regimes, retratando os principais fatos concernentes à implementação dos tipos de regimes monetários no decorrer do plano. Já os principais argumentos críticos e proposições feitas pelos pós-keynesianos aos regimes monetários adotados serão analisados na seção 4. Por fim, algumas conclusões e comentários serão descritos nas considerações finais.

2 A TEORIA DOS REGIMES MONETÁRIOS: CONCEITOS E CARACTERÍSTICAS

Para caracterizar o desempenho dos diferentes regimes monetários implementados no Brasil, faz-se necessária uma apresentação prévia dos conceitos e características de regimes monetários existentes. Conforme dito anteriormente, os regimes monetários podem ser de três tipos: (i) de metas monetárias; (ii) de metas cambiais; (iii) de metas de inflação. No decorrer de prazos distintos, cada um desses regimes fez parte do período analisado. Por este motivo, nesta seção, estes serão devidamente conceituados, demonstrando suas vantagens e desvantagens no que tange a política econômica, sobretudo o desempenho de indicadores macroeconômicos.

2.1 Política monetária: Regras ou discricção?

Antes de apresentar cada tipo de regime monetário, convém tratar de um antigo debate a respeito de política monetária. Não é recente a polêmica criada em torno da forma ideal de condução desta política por autoridades governamentais. O debate pode ser assim sumariado em duas correntes: os defensores de **regras** para a política monetária e os favoráveis a adoção de **discricionarismo** na implementação de tal política (Modenesi, 2005; Neves e Oreiro, 2008).

Os defensores de **regras** postulam que os instrumentos de política monetária devem estar a serviço e condicionados aos objetivos predefinidos, predominantemente direcionados ao controle dos níveis de preços, e, portanto, independentes do estado em que se apresenta a economia. Para a adoção de regras, são definidas metas para diferentes indicadores (taxa de câmbio, estoque de moeda ou taxa de inflação), em que a partir dos quais os tipos de regimes monetários são constituídos. Sua defesa se concentra no combate ao *viés inflacionário* (Modenesi, 2005; Mendonça, 2002; Neves e Oreiro, 2008), que pode ser entendido como um desejo que as autoridades governamentais possuem de usar a política monetária com o intuito de estimular o crescimento econômico ou reduzir o desemprego. Aos adeptos das correntes monetarista e novos-keynesianos, esta espécie de prática incorreria no recrudescimento da inflação, de onde surge o termo *viés inflacionário*. Desse modo, segundo Neves, Oreiro (2008, p. 107), seu conceito “deriva do argumento de ineficácia das políticas”. Percebe-se que o emprego dessa expressão é carregado de uma ideologia política liberalizante, na qual o Estado necessita ser disciplinado sob a pena deste fazer mal uso dos instrumentos de política econômica.

Outro ponto mencionado pelos apoiadores do uso de regras para políticas monetárias é o problema de *inconsistência temporal* (Barros e Gordon, 1983; Neves e O-reiro, 2008), que nada mais é do que a inadequação de uma política econômica numa determinada data futura, embora possa vir a parecer ótima no momento presente, quando esta foi tomada.

Já o **discrecionalismo** (defendido pela maioria dos keynesianos), também chamado de “ativismo monetário” (Modenesi, 2005, p. XLIII), é sustentado por aqueles favoráveis a uma maior liberdade ao governo para definir a política monetária, em conformidade com o estado corrente da economia. Entretanto, devido ao fracasso na condução de uma política monetária discrecional nos anos 1960, em que vários países conviveram com o fenômeno da *estagflação*, desde esse período, as autoridades monetárias passaram a priorizar a adoção de regras para a política econômica.

2.2 Tipos de regimes monetários

Os regimes monetários se caracterizam pelo emprego de *âncoras nominais*, em que um indicador ou instrumento de política econômica é fixado (ou se define um intervalo para sua variação), podendo ser a taxa de câmbio (metas cambiais), os estoque monetários (metas monetárias) ou mesmo a taxa de inflação (metas de inflação). Conforme mencionado anteriormente, os tipos de regimes monetários serão apresentados nas subseções a seguir.

2.2.1 Metas cambiais

Contemporaneamente, as metas cambiais têm sido implementadas com a taxa de câmbio sendo ancorada à moeda de países com baixa taxa de inflação (Mishkin, 1999). Confere-se maior rigidez ao regime de metas cambiais à medida que o sistema cambial evolui sua fixação da taxa de câmbio nominal, sendo possíveis dez sistemas cambiais (Modenesi, 2006, p. 3), tais como (i) flutuação limpa, (ii) flutuação suja, (iii) banda cambial rastejante (*crawling band*), (iv) banda cambial deslizante (*sliding band*), (v) banda cambial (*target zone*), (vi) minidesvalorizações (*crawling peg*), (vii) câmbio fixo sustentável, (viii) câmbio fixo, (ix) conselho da moeda (*currency board*), (x) dolarização plena³.

Dentre as principais *vantagens* do regime de metas cambiais (Mishkin, 1999), pode-se mencionar: (i) submete a inflação interna à externa; (ii) melhor controle sobre os preços de bens comercializáveis; (iii) acaba por atenuar o problema de inconsistência temporal, uma vez que a taxa de câmbio é utilizada como “regra automática de condução da política monetária” (Neves e Oreiro, 2008, p. 110); e (iv) a facilidade de compreensão por parte do público, o que aumenta a transparência do regime monetário.

Por outro lado, segundo Modenesi (2005), as *desvantagens* desse tipo de regime são: (i) redução de autonomia na definição da política monetária; (ii) perda da função de um emprestador de última instância aos bancos por parte do BACEN; (iii) eleva a capacidade de transmissão de choques provenientes da economia-âncora para a economia ancorada; e (iv) sujeita a economia a uma incidência maior de ataques

especulativos.

Por conta exatamente de alguns dos problemas supracitados, muitos países abdicaram da adoção das metas cambiais, o que leva a concluir que: “o regime monetário de metas cambiais deve ser utilizado apenas como **primeiro estágio** na obtenção da estabilidade de preços, mas não como estratégia permanente de condução da política monetária” (Modenesi, 2006, p. 26, grifos do autor). Mishkin (1999) ressalta inclusive que, para países em desenvolvimento, a utilização deste regime pode ser ainda mais deletéria para o desempenho das contas externas e da inflação.

2.2.2 Metas monetárias

Geralmente, neste tipo de regime, determina-se como regra monetária a vinculação do crescimento da base monetária ou dos meios de pagamento à evolução da taxa de crescimento do PIB. Os adeptos de regimes de metas monetárias trabalham, usualmente, com a concepção monetarista de que a “inflação é um fenômeno meramente monetário” (Modenesi, 2006, p. 54).

Quem primeiro defendeu seu emprego foi Milton Friedman (1968), mas de acordo com Mishkin (1999), os países o praticaram de modo consideravelmente distinto e flexível em relação ao proposto por aquele autor. Neves e Oreiro (2008) ressaltam que nos regimes de metas monetárias, comumente se segue um sistema de câmbio flutuante, sem dominância fiscal⁴.

Segundo a literatura (Mishkin, 1999; Modenesi, 2005, Neves e Oreiro, 2008, Ca-

nuto, 1999; Mendonça, 2002), as vantagens mais apontadas para a escolha de um regime de metas monetárias são: (i) o BACEN controla diretamente a base monetária; (ii) facilita o monitoramento e avaliação (*accountability*) por parte do público, conferindo maior transparência à política monetária; (iii) permite revisão e ajustes na política econômica na ocorrência de choques; e (iv) o BACEN pode definir mais facilmente as suas metas de inflação.

Já as desvantagens desse regime são: (i) pressupõe que a velocidade de circulação da moeda seja estável; (ii) a capacidade restrita do BACEN de controlar os agregados monetários. Consoante Neves e Oreiro (2008), os países que adotaram regras de metas monetárias apresentaram instabilidade nas trajetórias do agregado monetário fixado e da taxa de inflação, não se verificando sua convergência, conforme propositado pelos seus defensores. Os autores atribuem esta instabilidade às mudanças em curso no sistema financeiro desde os anos 1980, com suas inovações financeiras e maior volume de capital transacionado entre os países.

2.2.3 Metas de inflação

De acordo com Canuto (1999, p. 21), a implementação de um regime de metas de inflação “muda o foco, deslocando-os dos instrumentos de política monetária e cambial em direção aos próprios objetivos desta”, favorecendo a aplicabilidade e flexibilidade na definição de regras monetárias. A meta de inflação pode ser tanto um determinado valor ou intervalos de valores da taxa de inflação. O sistema de câmbio necessita, por sua vez, ser flexível. Além disso, “eventualmente, as metas de estabilidade de preços podem ser acompanhadas pelo objetivo de estabilidade do produto,

desde que a estabilidade dos preços não seja violada” (Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2009, p. 2)⁵.

São consideradas vantagens apontadas por alguns autores (Modenesi, 2005; Canuto, 1999; Mishkin, 1999, Neves e Oreiro, 2008): (i) maior flexibilidade e poder discricionário aos formuladores de política monetária, ao permitir a consideração de dados a respeito do estado corrente da economia; (ii) a função das metas intermediárias são restritas; e (iii) assim como as metas monetárias, também confere maior transparência à política monetária, por meio de seu monitoramento e avaliação (*accountability*).

Com relação às desvantagens dos regimes de metas de inflação, pode-se citar: (i) o baixo grau de previsibilidade da inflação; (ii) o BACEN não controla diretamente a taxa de inflação; (iii) a imprecisão na definição da meta; e (iv) a utilização de um câmbio flutuante requerida pelo regime sujeita o país a crises financeiras.

Segundo Neves e Oreiro (2008), a fundamentação teórica das metas de inflação está alicerçada no que os autores chamam de “Novo Consenso Macroeconômico”, em que prevalece a concepção monetarista da inflação se reduzir a um “fenômeno monetário”. Ademais,

“O emprego da política monetária como principal instrumento de política macroeconômica deve-se ao fato de ela ser mais flexível e permitir resposta mais rápida aos acontecimentos econômicos, sem afetar, de forma duradoura, o lado real da economia, apesar da defasagem entre o momento da tomada de decisão quanto à taxa nominal de juros e o seu efeito sobre a inflação”. (Neves e Oreiro, 2008, p. 116).

Ainda segundo os autores, devido ao *status* que ganhou a política monetária no regime de metas de inflação e da morosidade da política fiscal, que é “refém de um lento e incerto processo legislativo” (Arestis e Sawyer, 2003, apud Neves e Oreiro, 2008, p. 116), esta cumpre uma função dependente de suplementar a supremacia da política monetária mediante o controle do déficit público. Logo, o regime monetário de metas de inflação deveria ser compreendido e praticado mais como:

“Uma estrutura política em que a definição da taxa nominal de juros a ser adotada depende de um conjunto de fatores, como, por exemplo, as informações disponíveis, o desenho do regime de metas de inflação adotado em cada país, o uso, ou não, de previsões do setor privado e/ou do próprio banco central sobre a trajetória da inflação futura, dentre outros” (Neves e Oreiro, 2008, p. 117).

Por conseguinte, para Bernanke e Mishkin (1997), as metas de inflação não devem ser interpretadas como regra no seu sentido *strictu sensu*, apregoadas por Friedman (1968), mas sim uma espécie de política de *constrained discretion*. Isso decorre da liberdade para manipulação dos instrumentos de política econômica, contanto que voltada para o controle inflacionário.

No entanto, o regime de metas de inflação requer que a gestão da política monetária seja conduzida por profissionais especializados, ao invés de políticos, tendo em vista a consolidação de um banco central independente (Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2009), para conferir maior credibilidade às autoridades monetárias e solucionar os problemas de inconsistência temporal (como também ocorre nas metas cambiais) e de viés inflacionário.

3 REGIMES MONETÁRIOS DURANTE O PERÍODO 1994-2008

Uma vez apresentados os diferentes regimes monetários, bem como as suas benéficos e inconveniências, convém nesta seção detalhar a experiência brasileira na adoção de cada um destes regimes. Assim, em cada subseção, serão retratadas e analisadas as principais medidas para a política monetária, bem como o desempenho nos indicadores que compõem as metas destes regimes.

3.1 O período 1994-1998: Metas monetárias e cambiais⁶

3.1.1 Regime de metas monetárias (julho a setembro de 1994)

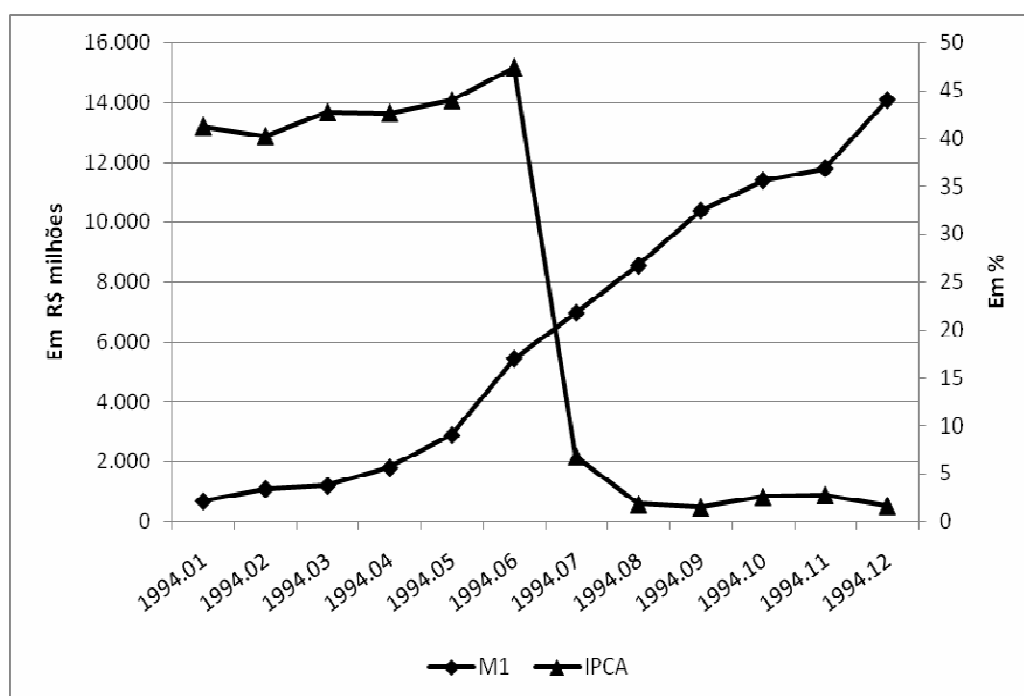
Em julho de 1994, os gestores da política econômica decidiram pela adoção das seguintes medidas para a aplicação do regime de metas monetárias: i) adoção de metas para a base monetária, que poderia ser alterada em até 20% pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); ii) o lastreamento da base monetária em reservas internacionais; iii) o estabelecimento de uma paridade fixa entre o Real e o Dólar; e iv) modificações no CMN: transferência da competência de emissão monetária deste conselho para o congresso nacional e modificações em sua composição.

A transição de uma situação de alta inflação, de acordo com Modenesi (2005), em que a moeda brasileira já havia perdido alguns de seus atributos principais, para uma situação de estabilidade de preços, acarretou num grau elevado de remonetização dos agentes econômicos⁷. Para que o regime de metas monetárias lograsse sucesso, seria necessário que houvesse uma estabilidade na velocidade de circula-

ção da moeda. Conforme ocorrera em outros países, este fato não se verificou⁸, já que a recuperação do atributo de reserva de valor pela moeda brasileira elevou a demanda por encaixes reais. Rompia-se desta forma a relação entre os agregados monetários e o nível geral de preços (vide Gráfico 1), não sendo possível ao Banco Central (BACEN) determinar *ex ante* o volume de oferta monetária compatível com a estabilidade de preços.

Com isso, as metas monetárias não foram cumpridas e o Real se sobrevalorizou devido a entrada de um grande volume de divisas no País. Estas reações da economia brasileira diante das medidas adotadas levaram as autoridades monetárias a abandonar o regime de metas monetárias e a adotar o regime de metas cambiais.

GRÁFICO 1 – Relação entre M1 e IPCA em 1994 – dados mensais



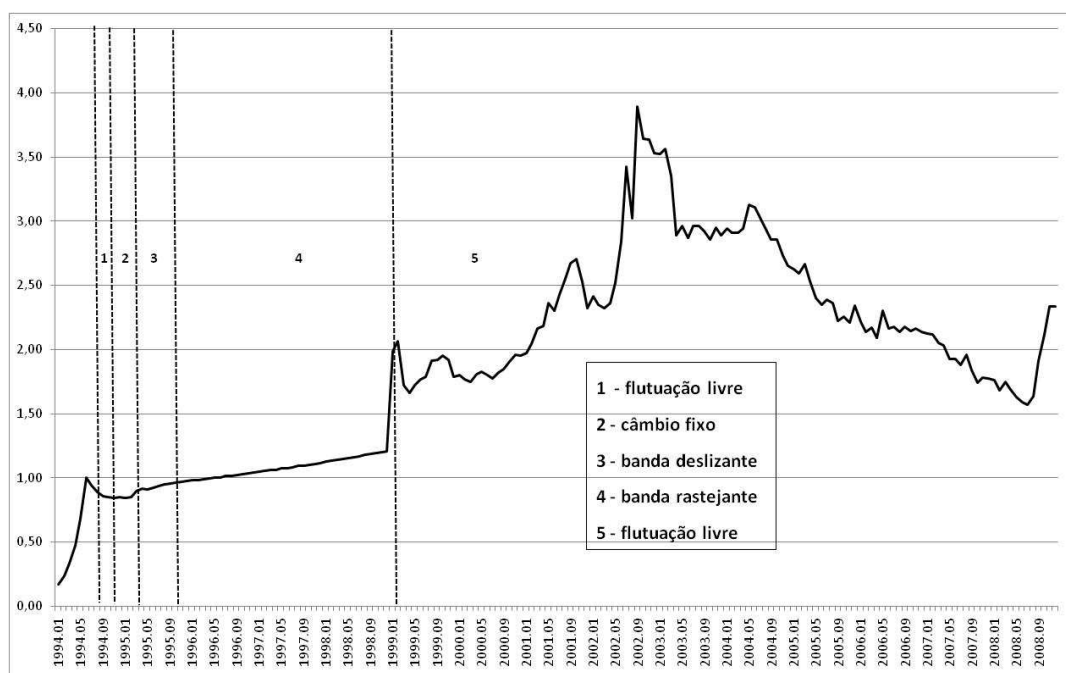
Fonte dos dados brutos: IPEADATA. Elaborado pelos autores

3.1.2 Regime de metas cambiais (outubro de 1994 a dezembro de 1998)

Conforme Modenesi (2005), durante o período em que foi adotado o regime de metas cambiais como um dos instrumentos de controle da variação do nível de preços, foram utilizados os seguintes sistemas: i) a flutuação cambial; ii) taxa de câmbio fixa; iii) banda cambial deslizante; e iv) banda cambial rastejante.

O primeiro sistema adotado, o de flutuação livre da taxa de câmbio, foi implementado durante a vigência do regime de metas monetárias. Nele, as autoridades monetárias não intervieram no mercado de divisas cambiais, deixando o Real flutuar com relação ao Dólar de acordo com as leis e necessidade do mercado.

O sistema de câmbio fixo foi adotado entre outubro de 1994 e fevereiro de 1995. Nele, a taxa de câmbio foi mantida praticamente estável no valor de R\$0,84/US\$ (vide Gráfico 2) por meio de intervenções das autoridades monetárias no mercado de câmbio, através de leilões de compra e venda de dólares. No entanto, esse sistema só é viável enquanto o país que o adota tiver um bom nível de reservas internacionais, ou seja, enquanto o mercado de divisas estrangeiras for favorável para uma acumulação de reservas no País (Modenesi, 2005). Foi assim que, com a eclosão da crise mexicana, em dezembro de 1994, os fluxos internacionais de capitais para os mercados emergentes diminuíram consideravelmente. Isso fez com que as reservas brasileiras esgotassem rapidamente, dada a decisão de se manter o leilão de divisas até fevereiro de 1995. Isso vai ao encontro do que se viu anteriormente, a respeito das desvantagens dos regimes de metas cambiais.

GRÁFICO 2 – Taxa de câmbio nominal (R\$/US\$), por sistema cambial

Fonte dos dados brutos: IPEADATA. Elaborado pelos autores

Assim, em março de 1995, o BACEN foi obrigado a desvalorizar o Real e a mudar o sistema de câmbio. A partir deste mês até setembro de 1995, o governo passou a adotar o sistema de banda cambial deslizante, em que a taxa de câmbio apresentou uma ligeira tendência de alta (conforme pode ser visto no Gráfico 2). Nele, de acordo com Modenesi (2005), houve intervenções bem menos rígidas por parte das autoridades monetárias. Primeiramente, foi criada uma banda larga de flutuação cambial, que seria gradativamente reduzida até que as reservas internacionais fossem recompostas.

Foi assim que por volta de outubro de 1995, as autoridades políticas mudaram novamente o sistema cambial, implementando uma banda cambial rastejante que se manteve inalterada até janeiro de 1999. Neste sistema, foram adotadas minibandas cambiais de inclinação positiva e sistematicamente reajustadas, com progressiva e-

levação da banda. Neste sistema, também se verifica uma tendência de elevação na taxa de câmbio, um pouco superior à inclinação observada no sistema cambial de banda deslizando.

Mas, em janeiro de 1999, em função de alterações no mercado internacional de capitais, o volume de divisas internacionais sob posse do Tesouro Nacional reduziu-se drasticamente – uma perda em torno de US\$ 34 bilhões entre julho de 1998 e janeiro de 1999 - forçando o BACEN a abandonar com urgência o regime de metas cambiais. Estabeleceu-se então um sistema de flutuação suja da taxa de câmbio, no qual a autoridade monetária interveio no mercado de forma esporádica e limitada, com o objetivo de reduzir a volatilidade da taxa de câmbio. Foi adotado a partir de então o regime de metas de inflação, oficialmente instituído em junho de 1999, sob a justificativa de ser o instrumento mais adequado para a manutenção da estabilidade de preços. Na prática, é nítido o aumento da volatilidade cambial a partir desse sistema, com tendência de crescimento até setembro de 2002 (pico da série), sendo revertida a partir deste período até fevereiro de 2008.

3.2 O período 1999-2008: Metas de inflação

A política monetária implementada no regime de metas de inflação brasileiro caracteriza-se pela adoção dos seguintes elementos: i) o anúncio de uma meta para a inflação a ser perseguida pelos agentes responsáveis pela política monetária; ii) compromisso institucional com a estabilidade de preços, como principal objetivo da política monetária; iii) transparência na condução da política monetária; e iv) independência de instrumentos do Banco Central.

Foram adotadas as seguintes medidas em forma de decreto: i) caso não fosse alcançada a meta estabelecida para a inflação, o ministro da Fazenda deve dizer em carta aberta as causas do descumprimento, as medidas necessárias para a redução da inflação e o prazo esperado para que se alcance a meta, e ii) o CMN devia calcular a meta a partir do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE. Paralelamente aos decretos e medidas mencionados, aprimorou-se os canais de comunicação entre o BACEN e o público, com o objetivo de tornar mais transparente a condução da política monetária.

O BACEN deve, portanto, assegurar o cumprimento de uma meta referente a taxa de variação do IPCA fixada pelo CMN. Esse objetivo é alcançado através de uma meta para a taxa de juros Selic, alcançada por meio do gerenciamento diário de liquidez. Assim, a Selic é o principal instrumento utilizado pelo BACEN para que o IPCA se mantenha dentro da flutuação estabelecida pelo Conselho.

Complementarmente, segundo Modenesi (2005), o BACEN brasileiro, desde a introdução do regime monetário de metas de inflação, vem desenvolvendo uma série de arranjos institucionais para o bom funcionamento da nova política monetária. Dentre esses desenvolvimentos gerou-se vários instrumentos para a previsão cada vez mais acurada da inflação, entre os quais se destaca: i) um modelo econométrico estrutural da economia, capaz de refletir e simular o mecanismo de transmissão da política monetária para os preços; ii) modelos estatístico auto-regressivos, que procuram refletir o comportamento da inflação no curto prazo; iii) pesquisas diárias objetivando captar as expectativas inflacionárias; iv) medições alternativas do IPCA; e v) estimativas de indicadores antecedentes da inflação.

Ainda segundo este autor, o modelo estrutural macroeconômico para a economia brasileira possui o seguinte objetivo básico: identificar e simular o mecanismo de transmissão da política monetária e analisar os resultados alcançados pela política monetária.

A mudança de regime monetário demanda uma reestruturação institucional, ou seja, para que um novo regime funcione de forma plena, é necessária a criação de novos organismos, a reordenação das regras e a redefinição dos papéis dos agentes econômicos. Como isso não foi feito no Brasil antes da aplicação do regime de metas de inflação, em virtude da necessidade do abandono urgente do regime de metas cambiais, as autoridades passaram a desenvolver pragmaticamente as instituições básicas para o bom funcionamento do regime de metas de inflação.

Foi dessa forma que, a partir do compromisso estabelecido de cumprimento da metas anunciadas pelo CMN, o BACEN procurou entender melhor como ocorre o mecanismo de transmissão da política monetária e passou a desenvolver técnica cada vez mais apuradas para a fixação de metas para a taxa de juros cada vez mais precisas de acordo com a meta de inflação anunciada.

Desta maneira, procurou-se mostrar neste último sub-tópico como os agentes responsáveis pela condução da política monetária (CMN e BACEN) vêm desenvolvendo as instituições básicas para o funcionamento do regime monetário de metas de inflação. Entretanto, na próxima seção, serão apontadas considerações de autores pós-keynesianos à experiência com os regimes monetários no Brasil durante o período em estudo.

4 CRÍTICAS PÓS-KEYNESIANAS AOS REGIMES MONETÁRIOS ADOTADOS NO PLANO REAL

Uma vez apresentada a implementação dos regimes monetários no Brasil, nesta seção serão explanados os principais argumentos contrários ao modo que foram aplicados e conduzidos, bem como algumas proposições de mudança na gestão da política monetária com a finalidade de controle da taxa de inflação. Estas críticas e propostas serão detalhadas para cada regime monetário implantado durante 1994-2008⁹.

4.1 Críticas ao regime de metas cambiais

Desde o lançamento do Plano Real até a crise cambial de janeiro de 1999, a moeda brasileira foi mantida artificialmente valorizada em relação ao Dólar. E apesar de não haver consenso sobre o nível de equilíbrio da taxa de câmbio na época, não havia dúvida de que o Real estava sobrevalorizado, dada a deterioração do saldo da balança de pagamentos (Bresser-Pereira, 2007; Edwards, apud Batista Jr., 2000). A preocupação principal dos gestores da política econômica era manter uma paridade do Real em relação ao Dólar, com um único objetivo, manter a estabilidade da inflação. Além disso, autores como Franco (1998) questionavam que mesmo a alteração no nível da taxa de câmbio não implicava necessariamente numa sobrevalorização cambial, visto que o aumento da produtividade do trabalho e a contenção da inflação teriam deslocado a taxa de câmbio de equilíbrio.

Mesmo assim, de acordo com Modenesi (2005), o modelo de metas cambiais de-

veria ter sido abandonado de forma planejada antes da crise cambial de janeiro de 1999. Isso porque os indicadores disponíveis da época mostravam que todos os componentes da demanda agregada estavam reprimidos: i) o consumo, devido a elevada taxa de juros e de desemprego; ii) o investimento, devido ao aperto monetário, a redução nas vendas, a elevação da capacidade ociosa e a pesada carga tributária; iii) os gastos do governo, por causa do ajuste fiscal; e iv) as exportações, por causa da desaceleração mundial e da sobrevalorização do Real. Desta forma, segundo o autor, é bem provável que uma desvalorização cambial dificilmente impactaria nos custos de produção, os elevando. Ou seja, a desvalorização do Real um pouco antes da crise cambial de janeiro de 1999 não ameaçaria a estabilidade do nível de preços.

Os gestores da política monetária na época se defendiam dizendo que o processo de flexibilização da taxa de câmbio devia ser feita de forma gradativa. Para este fim, a alta taxa de juros tinha como objetivo cobrir o déficit da conta corrente atraindo capitais externos (Bresser-Pereira, 2007; Ferrari Filho, 2001). Ou seja, para que a viabilidade da política monetária com base na âncora cambial fosse mantida, era necessário que o governo mantivesse um bom volume de reservas internacionais. Ademais, conforme fora apontado na seção 2, verifica-se outra desvantagem do regime de metas cambiais, que é a perda de autonomia da política monetária.

No entanto, os desequilíbrios macroeconômicos, internos e externos, tornaram a moeda brasileira vulnerável a ataques especulativos, outra consequência negativa que acompanha os regimes de metas cambiais. Ficava evidente que, diante das várias crises cambiais que ocorreram na década de 90 em alguns países, um dia o

Brasil passaria por fenômeno semelhante e que era necessário o abandono da política monetária até então adotada (Modenesi, 2005). Apesar disso, as autoridades monetárias preferiram ignorar os alertas e defendiam-se dizendo da necessidade da atração de capitais externos para financiar os investimentos. Ou seja, para garantir a sustentabilidade do regime o Banco Central continuou realizando intervenções no mercado de divisas cambiais, sustentando uma política monetária contracionista através da elevação da Selic (Ferrari Filho, 2001). Logo se viu que “se, por um lado, a ancoragem cambial estabilizava a dinâmica inflacionária, por outro ela passou a ser uma das protagonistas das profundas crises cambiais” (Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2009, p. 6).

4.2 Críticas ao regime de metas de inflação

Partindo-se do pressuposto de que a alta inflação inercial que prevaleceu no Brasil entre os anos 1980 e 1994 foi neutralizada, mesmo com o risco iminente do retorno de um novo processo inflacionário não existem justificativas para a adoção de políticas tão restritivas, cujos efeitos colaterais são uma alta taxa de juros e uma baixa taxa de câmbio (Bresser-Pereira, 2007 e Oreiro, Lemos e Padilha, 2006). Obviamente, o risco de uma volta da inflação tenderia a ocorrer em patamares significativamente inferiores ao daquele período (Bresser-Pereira, 2007), além de suas causas atuais diferirem das da década de 80. Assim, de acordo com esses autores, desde sua adoção em 1999, a política de metas de inflação tem apresentado alguns problemas, principalmente, devido a forma como ela foi e vem sendo aplicada e aos elevados custos fiscais e de desenvolvimento econômico envolvidos.

Para eles, tais problemas são de duas naturezas: i) a adoção da política de metas inflacionárias sem uma adequação prévia do ambiente institucional, tais como: fim da indexação dos títulos públicos a Selic e outras medidas necessárias para trazer a taxa de juros para níveis mais adequados; ii) a implementação de uma meta para a taxa de juros como a principal variável para o controle da inflação, sem levar em consideração outras importantes variáveis, como a taxa de câmbio e a taxa de desemprego.

4.2.1 O problema do ambiente institucional

Com o objetivo de impedir a abrupta desvalorização da moeda brasileira e evitar a desconfiança dos agentes econômicos com respeito a capacidade brasileira em enfrentar crises externas, as autoridades monetárias decidiram por metas muito elevadas e por um prazo muito curto para cumpri-la. Porém, como ressaltam Oreiro, Lemos e Padilha (2006), o resultado foi que, ao aplicar-se o regime num período tão conturbado, sem um plano de transição, engessou-se uma estrutura inadequada para o bom funcionamento do novo regime monetário.

É dessa forma que os autores afirmam que a origem do fraco crescimento da economia brasileira não está na opção feita pelo regime de metas de inflação e sua taxa de juros elevada, mas, sim, em como esse regime está sendo conduzido pelos agentes responsáveis. Resumidamente, o problema está na estrutura de governança da política brasileira, devido aos seguintes pontos:

- (i) não há uma clara separação entre a autoridade responsável pela fixação das metas da política monetária e a autoridade responsável pela obtenção das mesmas; (ii) as metas de inflação não refletem adequadamente as “preferências sociais” no que se refere ao “grau

de aversão à inflação” e o grau de aversão social ao *trade-off* entre inflação e desemprego; e (iii) a fixação da taxa de juros pelo Copom é feita com base em *expectativas inflacionárias* de agentes que não tem poder efetivo de fixação de preços (Oreiro, Lemos e Padilha, 2006, p. 2-3).

Sendo assim, ainda conforme Oreiro, Lemos e Padilha (2006), a atual estrutura é inadequada porque: i) no momento em que permite a participação do BACEN na fixação e na obtenção das metas, fornece-lhe um poder demasiadamente alto sobre a condução da política monetária. Só para se ter ideia, o presidente do BACEN juntamente com os ministros da Fazenda e do Planejamento compõe o CMN, ou seja, entre outras atribuições, são apenas essas pessoas que decidem qual a meta a ser fixada; ii) o processo de fixação das metas é antidemocrático na medida em que não conta com uma fiel representação da sociedade brasileira. Não reflete a vontade da sociedade com respeito a inflação e ao *trade-off* inflação e desemprego; iii) não existem mecanismos de acomodação da elevação de preços devido a choques de oferta; e iv) a decisão de fixação da taxa de juros é influenciada por expectativas de inflação que não refletem a percepção dos agentes com efetivo poder de formação de preços, mas leva em conta a opinião de analistas do mercado financeiro.

Para Modenesi (2005) e Oreiro, Lemos e Padilha (2006), desde a aplicação do regime monetário de metas de inflação, o BACEN tem tido dificuldades em alcançar as metas estabelecidas pelo CMN. Entre 1999 e 2005, “as metas de inflação estiveram dentro dos limites estabelecidos em [apenas] 3 dos 7 anos iniciais de operacionalização dessa estratégia de política monetária” (Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2009, p. 13)¹⁰. Os fatores que explicam essa dificuldade são: i) baixo grau de previsibilidade da inflação; ii) adoção de metas incompatíveis com a realidade brasileira;

iii) a existência de uma inércia inflacionária devido a indexação das tarifas públicas, o que implica numa elevada participação dos preços administrados no IPCA, que estão completamente fora do controle do BACEN; e iv) dentro deste último ponto, a volatilidade da taxa de câmbio, segundo Minella *et alli* (2003), é o principal fator explicativo para o não atendimento das metas de inflação no Brasil.

TABELA 1 - Histórico de Metas para a Inflação no Brasil – 1999-2010

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003 ^{1/}	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5	9,30
2004 ^{1/}	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	7,60
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	
2010	Resolução 3.584	1/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	

^{1/} A Carta Aberta, de 21/01/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

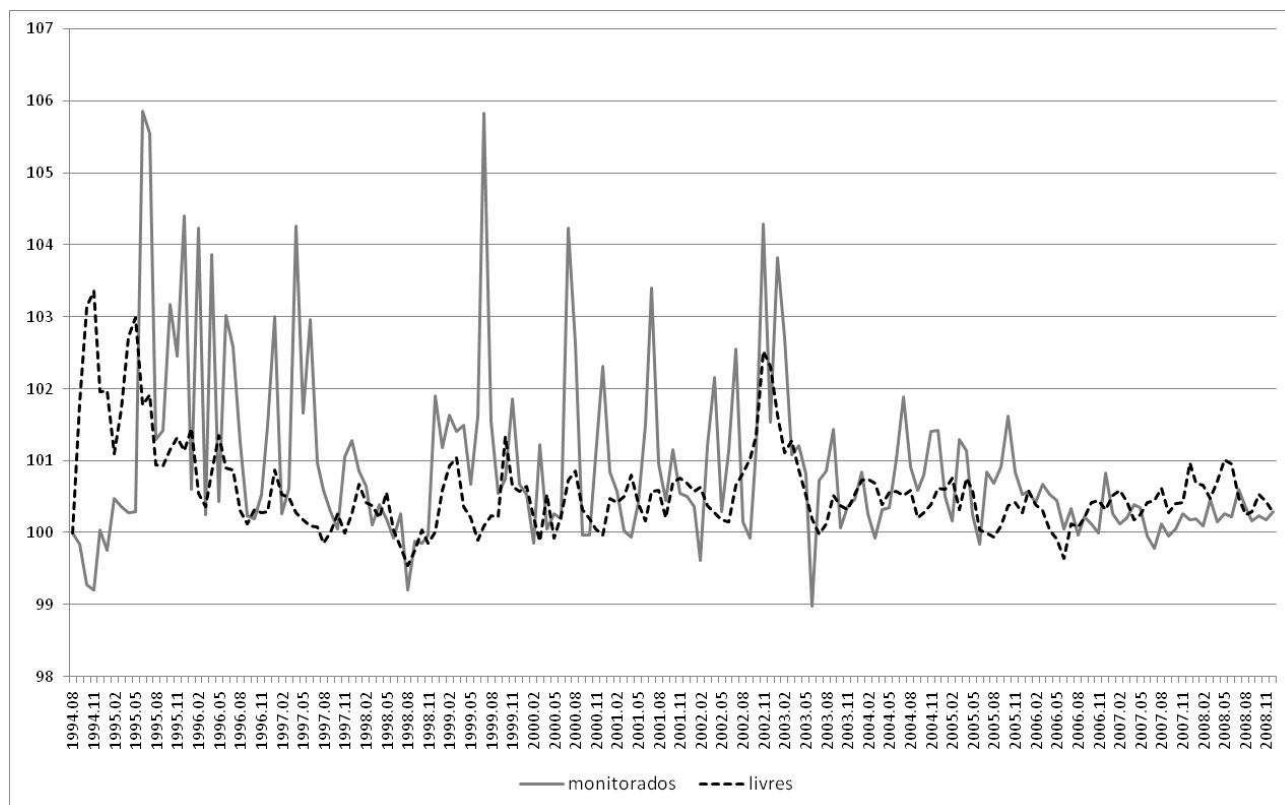
Fonte: Banco Central do Brasil

O primeiro fator que dificulta o cumprimento da meta, segundo Modenesi (2005), é a taxa de inflação ser uma variável difícil de prever de maneira precisa, dada a falta de indicadores que possam antecipar satisfatoriamente a variação do índice de preços e a inexistência de uma relação estável entre os instrumentos de política monetária e a inflação. O desconhecimento da estrutura da economia e dos canais de transmissão da política monetária, aliado à existência de defasagens na condução desta política, dificulta a previsão da inflação. Assim, na medida em que a inflação é imprevisível, fica reduzida a capacidade do BACEN em controlá-la. Dessa maneira, os agentes econômicos perdem a confiança de que os agentes responsáveis pela

política monetária serão capazes de cumprir as metas estipuladas, o que pode comprometer o sucesso do regime.

O segundo fator que diz respeito à fixação de metas incompatíveis com a realidade econômica brasileira também ajuda a explicar a dificuldade no cumprimento das metas. De início, já existe uma dificuldade em se estabelecer uma meta para a inflação, já que não existe consenso sobre qual o nível de inflação a ser estabelecido como objetivo final da política monetária.

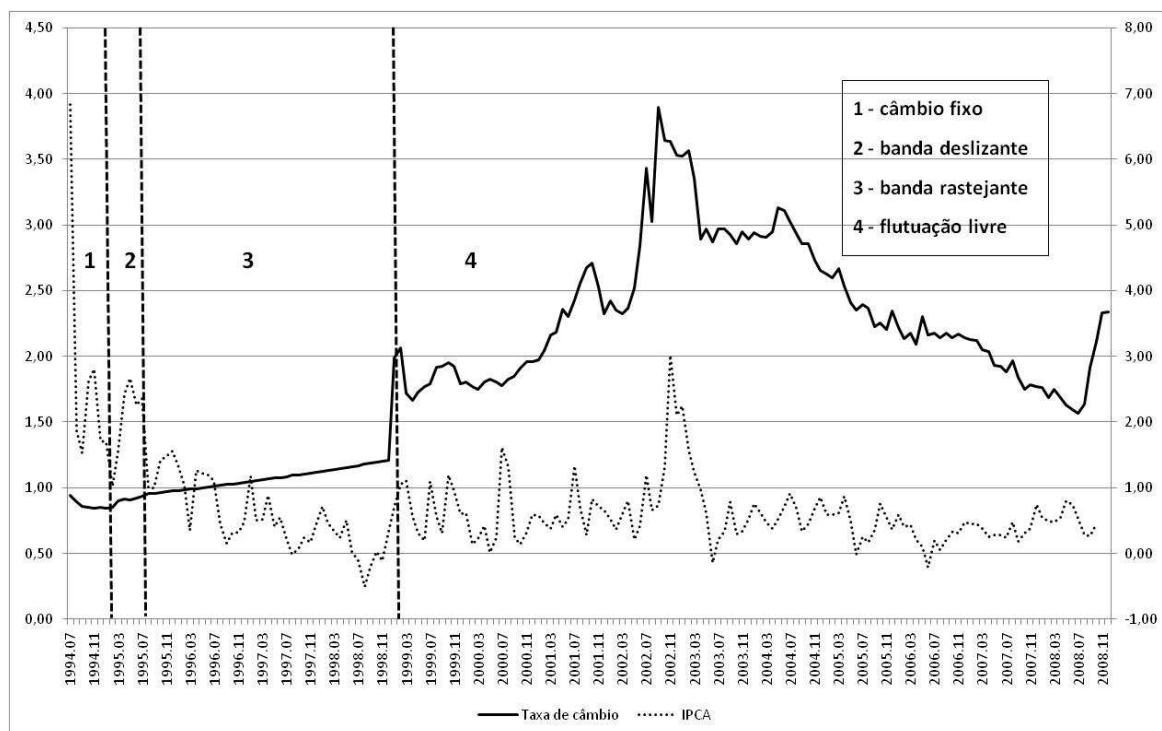
O terceiro fator de dificuldade são os preços administrados (monitorados). São aqueles preços que de alguma forma são determinados ou influenciados por agências reguladoras e/ou variam independentemente das condições vigentes de oferta e demanda¹¹. Para Minella *et alli* (apud Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2009, p. 17), a evolução destes produtos é distinta dos preços livres devido a três fatores: i) alguns destes serem *commodities* e, portanto, sua cotação ser diretamente influenciada pela variação dos preços internacionais, como é o caso dos derivados de petróleo; ii) o efeito *pass-through* da taxa de câmbio; iii) os preços destes artigos estarem indexados a indicadores de preços, como por exemplo, energia elétrica e telecomunicações, que, por sua vez, têm contratos que incorporam o Índice Geral de Preços (IGP) na sua definição.

GRÁFICO 3 – IPCA (preços livres e monitorados) – Brasil (07/1994 a 12/2008)

Fonte dos dados brutos: IPEADATA. Elaborado pelos autores.

Observando as trajetórias dos preços livres e monitorados (Gráfico 3), os últimos apresentam maior oscilação, principalmente durante o período 1994-2002. A partir de 2003, embora as variações nos preços administrados sejam menores (em virtude da mudança na metodologia do cálculo do IPCA)¹², ainda permanecem em patamares superiores aos dos preços livres, pelo menos até fevereiro de 2007. Isso decorre do crescimento dos preços de exportação de produtos agrícolas, como da soja, que inverteram esta tendência.

GRÁFICO 4 – Taxa de câmbio nominal e IPCA (dados mensais) – Brasil
(07/1994 a 12/2008)



Fonte dos dados brutos: IPEADATA. Elaborado pelos autores.

Para verificar o efeito pass-through do câmbio, ao comparar a evolução da taxa de câmbio – e seus respectivos sistemas cambiais - com a inflação (Gráfico 4), é no sistema de flutuação livre em que a correlação entre as taxas de inflação e de câmbio se mostra mais alta. Já nos sistemas de câmbio fixo e de bandas (deslizante e rastejante), que vigoraram entre julho de 1994 a dezembro de 1998, enquanto o IPCA apresentou uma tendência declinante mais acentuada, a taxa de câmbio nominal cresceu de forma linear, mas com baixa inclinação. Outrossim, desde setembro de 2002, verifica-se uma redução nos patamares dos dois indicadores. No entanto, conforme o gráfico, a taxa de câmbio parece influenciar mais fortemente a taxa de inflação quando sofre variações mais bruscas, como ocorreram em janeiro de 1999 e se-

tembro de 2002, consolidando-se como importante variável explicativa.

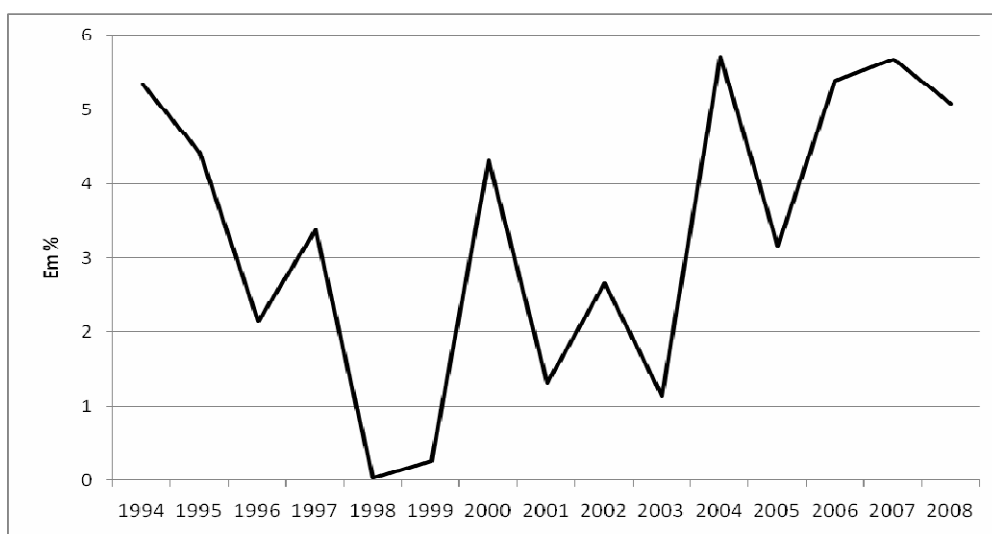
Assim, como boa parte da inflação é composta pelos preços administrados e estes têm seus preços direta ou indiretamente influenciados pela taxa de câmbio, boa parte da inflação é altamente sensível a taxa de câmbio, e não responde aos métodos utilizados pelos gestores da política monetária para controlar a inflação, ou seja, uma considerável parcela do processo inflacionário está fora do controle do BACEN.

Portanto, a recuperação da eficácia da política monetária requer uma redução significativa, ou até mesmo a eliminação, da participação dos preços administrados na economia brasileira, ou seja, é preciso promover uma nova desindexação da economia. Enquanto houver essa alta participação dos preços administrados na economia brasileira, o Conselho Monetário terá que fixar metas mais elevadas para a inflação, a partir de taxas mais elevadas do IPCA, e o Banco Central terá que estipular taxas mais elevadas para a Selic. Ou seja, a insistência na utilização do regime de metas de inflação, sem uma estrutura de governança adequada - no cenário em que se encontra a economia brasileira - implica alto custo para a sociedade brasileira em termos de taxas de crescimento econômico e níveis de desemprego.

Ainda segundo Oreiro, Lemos e Padilha (2006), seria melhor: i) fixar metas mais elevadas; ii) tornar a convergência para a meta um processo mais gradual; iii) diminuir a volatilidade da taxa de juros; iv) eliminar os preços administrados; e v) utilizar o “índice expurgado”.

Por outro lado, a própria utilização do regime de metas de inflação é passível de críticas. Isso decorre da carência de evidências de que o emprego desse regime implique necessariamente na redução da inflação, uma vez que em países que não adotam metas de inflação, também se verificou uma queda neste indicador (Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2009). Ademais, os países em desenvolvimento tendem a apresentar mais dificuldades para conduzir este regime monetário, por conta do alto grau de exposição de suas economias a choques financeiros e de *commodities* (em virtude do elevado nível de abertura comercial e financeira), bem como o seu alto endividamento em moeda estrangeira e a falta de credibilidade que possuem as autoridades monetárias destes países (Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2009). Por fim, o crescimento do PIB no Brasil tem sido à la *stop-and-go* (vide Gráfico 5), não seguindo uma trajetória sustentável, em boa parte por causa da política monetária que tem sido implementada pelo regime de metas de inflação (Bresser-Pereira, 2007; Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2009).

GRÁFICO 5 – Variação do PIB real – 1994-2008



Fonte dos dados brutos: IPEADATA. Elaborado pelos autores

4.2.2 O problema da taxa de juros

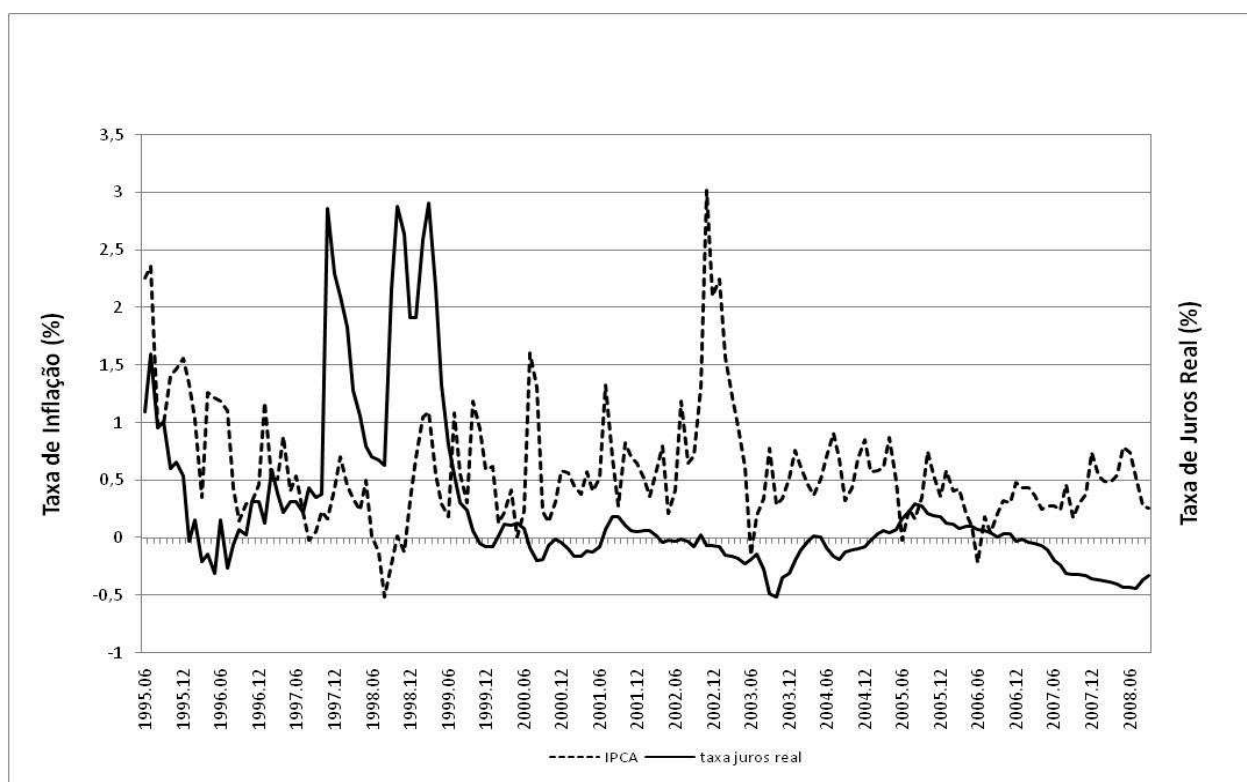
Sendo assim, como afirma Bresser-Pereira (2007), a taxa de juros básica da economia atualmente no Brasil é mantida num patamar muito elevado como resultado de uma relação de poder do BACEN e dos agentes do mercado financeiro. Para ele, as razões para que a taxa básica de juros seja tão alta devem-se à falta de crédito para o Estado brasileiro, ou seja, dado a necessidade normal de financiamento do setor público e a falta de recursos no mercado, os agentes que “financiam” o Estado brasileiro acabam cobrando caro demais por estes recursos, o que pressiona a taxa de juros para cima e eleva o desajuste fiscal. No entanto, segundo este autor, a ortodoxia convencional baseia-se em dois argumentos para explicar o elevado nível da Selic: i) é o desajuste fiscal crônico que força o governo a captar muitos recursos no mercado, elevando a taxa de juros; e ii) um Risco-Brasil muito elevado devido a uma falta de crédito no mercado internacional para o governo brasileiro.

Neste último ponto, consoante ao mesmo autor, existe uma confusão feita entre juros de curto prazo - que não dependem das classificações de risco - e juros de longo prazo - que dependem do nível de endividamento externo e das classificações de risco¹³. A dívida pública interna está indexada à taxa de juros de curto prazo (Selic), enquanto a dívida externa está atrelada à taxa de juros de longo prazo. Como nos outros países a dívida pública é indexada à taxa de juros de LP, seus bancos centrais não exercem influência direta sobre a remuneração dos títulos da dívida pública. Mas, no Brasil, em função dessa particularidade com relação à indexação da dívida interna, o Banco Central tem o poder de influenciar diretamente a remunera-

ção dos títulos da dívida (Bresser-Pereira, 2007). Outrossim, não existe evidência de correlação entre a classificação de risco-país e a taxa de juros de curto prazo, indo de encontro ao argumento das autoridades monetárias.

A argumentação convencional diz que a taxa de juros é alta devido a dois fatores: i) porque é o mecanismo mais importante de combate a inflação, e sua redução acarretaria na elevação da taxa de câmbio, podendo levar a uma elevação da inflação; e ii) devido ao desequilíbrio das contas externas faz-se necessário uma taxa de juros elevada para a atração de capitais externos. Para Bresser-Pereira (2007), a taxa de juros no nível elevado em que se encontra, atende a dois interesses: i) eleva a remuneração dos credores da dívida pública; e ii) beneficia os agentes econômicos (multinacionais) com um câmbio valorizado.

Outro aspecto é que a elevada participação dos preços administrados no índice que é utilizado como base para o cálculo da meta para a inflação reduz substancialmente a eficácia da utilização da taxa básica de juros como instrumento de política monetária para controle da inflação. Por conseguinte, os preços administrados são insensíveis às variações na taxa Selic, estando fora do controle direto do BACEN (Modenesi, 2005; Sicsú e Oliveira, 2003; Arestis, Paula e Ferrari Filho, 2009).

GRÁFICO 6 – Taxa Selic real e IPCA (dados mensais) – Brasil (06/1995 a 10/2008)

Fonte dos dados brutos: IPEADATA. Elaborado pelos autores.

Conforme se pode ver acima (Gráfico 6), a relação entre a taxa de juros e a taxa de inflação, aqui medida pelo IPCA. Vale dizer que isso é decorrente da própria composição do IPCA, que incorpora tantos os preços livres quanto os preços indexados, bem como de produtos indexados ou diretamente influenciados ao câmbio. Daí a ineficácia da taxa de juros como única variável para o controle da inflação.

Esta conclusão vai ao encontro do que é apregoado pelos pós-keynesianos, que “não recomendam a utilização da taxa de juros como instrumento para manter o controle da inflação” (Sicsú, 2003, p. 117). Esta visão deriva da concepção que os economistas desta corrente teórica têm das causas inflacionárias, em que boa parte se

tratam de problemas pelo lado da *oferta*, enquanto a taxa de juros atua sobre o lado da *demanda*. Ou seja, “uma elevação da taxa de juros atacaria os sintomas da inflação e não as suas causas” (Sicsú, 2003, p. 117).

Para os pós-keynesianos, conforme Sicsú (2003), existem sete tipos de inflação em função de sua causa específica, a saber: (i) inflação de salários, (ii) inflação de lucros, (iii) inflação de rendimentos decrescentes, (iv) inflação importada, (v) choques inflacionários, (vi) inflação de impostos; e (vii) inflação de demanda¹⁴. Destes tipos, os seis primeiros se manifestam pelo lado da oferta, ou seja, são consideradas inflações de *custos*.

Para cada tipo de inflação, os pós-keynesianos propõem uma forma de controlar a taxa de inflação. Uma proposta é a TIP (*tax-based on incomes policy*), desenvolvida por Weintraub e Wallich (1978). Segundo Sicsú (2003, p. 128), “a concepção básica da TIP é que aumentos salariais ou de lucros acima das possibilidades oferecidas pelos ganhos de produtividade são prejudiciais para toda a sociedade”. A TIP, desse modo, seria o estabelecimento de uma regra para a quitação de impostos que recai sobre as empresas de grande porte que elevam salários ou reajustam suas margens de lucro em patamar superior aos permitidos pela elevação da produtividade do trabalho. O problema é que a TIP só incidiria sobre a inflação de salários e de lucros.

De acordo com esse autor, a inflação de retornos decrescentes, que tem origem na incorporação de funcionários com menor grau de qualificação à medida que aumenta o emprego no setor produtivo, só pode ser evitada no longo prazo, a partir de

políticas de treinamento e qualificação de trabalhadores. Por sua vez, a inflação de impostos pode ser evitada pelo próprio governo, reduzindo os tributos, principalmente daquelas empresas de setores que têm os seus custos aumentados. Já a inflação importada deve ser controlada com políticas cambiais, fiscais e monetárias complementares (reservas bancárias e títulos públicos dolarizados). Os choques inflacionários são solucionados com instituições que estoquem *commodities* e usem seus estoques para ajustar a oferta em situações em que haja carência destes produtos. Além disso, a inflação de lucros, que incorpora os preços administrados, deve ser contida através da proibição de contratos com preços cotados em dólar ou indexados ao IGP, bem como a eliminação destes contratos depois de concluído o seu período de vigência. Por último, a inflação de demanda não necessariamente deve ser controlada somente pela política monetária, mas igualmente por meio de políticas fiscais contracionistas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho, foi exposta a teoria dos regimes monetários, além de como foram implantados no Brasil a partir do Plano Real. Dentre os três existentes, os mais relevantes, dado o seu tempo de utilização, foram os de metas cambiais e de metas de inflação. Acredita-se que a adoção de tais regimes tenha sido importante para o controle inflacionário, e, portanto, para o sucesso do Plano Real enquanto plano de estabilização.

No entanto, isto não implica que a condução dos regimes monetários no país não

seja passível de críticas, já que a economia brasileira passou por um período de crescimento à la *stop-and-go*, fato explicado em boa parte pelo modo como foi a gestão destes regimes por parte das autoridades monetárias. Ademais, estas autoridades ainda não lograram êxito e precisão no cumprimento das metas por elas mesmas definidas.

Por conseguinte, o regime de metas de inflação, do modo como é empregado no Brasil, não só é inadequado, como também se mostra ineficiente para o controle da inflação, pois se restringe a utilizar tão somente a política monetária para tal fim (sobretudo por meio quase exclusivo da taxa de juros). No Brasil, viu-se que a inflação é fortemente sensível a variações na taxa de câmbio (e choques externos), bem como aos preços administrados e aos preços internacionais de *commodities*.

À guisa de conclusão, a taxa de juros pode ser até *eficaz* (atinge o seu objetivo) no controle da inflação brasileira, mas não é sempre o modo mais *eficiente* (o melhor meio para atingir o seu fim), uma vez que não incide diretamente sobre as suas verdadeiras causas. Neste particular, denota-se aqui um problema no diagnóstico destas causas, que partem da concepção monetarista de que a inflação se reduza a uma manifestação exclusivamente monetária. Assim, crê-se que os pressupostos e proposições pós-keynesianos devam ser levados em consideração pelas autoridades monetárias, bem como por outras esferas governamentais, para que seja criado um consenso de políticas antiinflacionárias e de esforços de toda a sociedade brasileira para se debelar os efeitos deletérios da inflação.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the application of the monetary regimes during the period 1994-2008 in Brazil, exposing post-Keynesian critical arguments and propositions regarding the practice of monetary policy in such schemes. It was observed that despite the adoption of such regimes that has been important to control inflation, the Brazilian economy went through a period of growth to the stop-and-go. Moreover, monetary authorities have not managed to succeed and accuracy in achieving the targets set by themselves. Therefore, the inflation targeting system, in the way it is used in Brazil is not only inappropriate, but it seems inefficient to control the inflation, because it restricts the use monetary policy to this end. This is a problem in the diagnosis of these causes by the monetary approach in which inflation is reduced to a purely monetary expression.

NOTAS

¹ Mestrado em Economia pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Brasil(2005). Economista da Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica, Brasil

² Mestrado em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Brasil(2010).

³ Para um maior detalhamento, com explicações para o funcionamento da tipologia dos 3 sistemas cambiais apresentada por Edwards e Savastano (1999), ver Modenesi (2006).

⁴ Segundo Gadelha e Divino (2008, p. 660), “o regime de dominância fiscal é aquele em que a autoridade fiscal ativa gera superávit primário independente da necessidade de estabilização da relação dívida/PIB, e a autoridade monetária passiva perde o controle do nível de preços por ser forçada a gerar as receitas de senhoriagem necessárias à solvência do governo”. Ademais, não obstante a inflação possa ser resultante de desequilíbrios fiscais, vale a concepção monetarista desta ser fruto de um excesso de oferta de moeda.

⁵ Para saber como funciona a operacionalização do regime de metas de inflação, ver Arestis, Paula e Ferrari Filho (2009).

⁶ Nesta subseção, baseou-se em Modenesi (2005), em virtude de sua especialização a respeito do assunto.

⁷ O grau de monetização (relação M1/M4) passou de 7,0% em julho de 1994 para 10,0% em setembro do mesmo ano.

⁸ Enquanto no segundo trimestre de 1994, a velocidade de circulação da moeda foi de 4,58, no trimestre posterior, este índice caiu para 3,26.

⁹ Dado o curto período em que vigorou o regime monetário de metas monetárias no Brasil, este não será objeto de análise crítica nesta seção.

¹⁰ Cabe reconhecer que a inflação efetiva tem se mantido dentro dos limites de 2006 a 2008. Por outro lado, quando comparada ao centro da meta, em apenas 3 anos esteve abaixo deste valor.

¹¹ Dentre os produtos que compõem o conjunto dos preços administrados, destacam-se derivados do petróleo, telecomunicações, energia elétrica e transporte público.

¹² O IBGE, por meio da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2002-2003, alterou os pesos da ponderação dos preços livres e administrados na composição do IPCA, reduzindo o efeito de inércia inflacionária dos preços administrados.

¹³ A taxa de juros de LP no Brasil é determinada pelo risco-país e pelos juros pagos por empresas brasileiras no exterior. Esta taxa determina o custo do empréstimo externo para as empresas e o governo brasileiro. Os determinantes da taxa de juros de longo prazo são: i) o risco de default ou risco país; e ii) o nível da taxa de juros de longo prazo americana.

¹⁴ Uma explicação mais detalhada de como essas causas impactam sobre a taxa de inflação, sugere-se a leitura de Sicsú (2003).

REFERÊNCIAS

ARESTIS, P.; PAULA, L. F. R.; FERRARI FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade** (Unicamp), 2009.

ARESTIS, P.; SAWYER, M (2003). Inflation targeting: a critical appraisal. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College. (**Working paper**; n. 388).

BARRO, R. J.; GORDON, D. B (1983). A positive theory of monetary policy in a natural rate model. **Journal of Political Economy**, University of Chicago Press, vol. 91(4), pages 589-610, August.

BATISTA JR. P. N. (2000). **A economia como ela é**. São Paulo, Bointempo.

BERNANKE, B. S., MISHKIN, F. S (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy? **Journal of Economic Perspectives**, v. 11, n. 2, p. 97-116.

BRESSER-PEREIRA, L. C. (2007). **Macroeconomia da estagnação**: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994. Sao Paulo: ed. 34.

CANUTO, O. (1999). Regimes de política monetária em economias abertas. **Texto para Discussão**, IE-Unicamp. Campinas: Unicamp, n. 92, dez. 1999.

EDWARDS, S; SAVASTANO, M. (1999). Exchange rates in emerging economies: what do we know? What do we need to know? **NBER Working Papers**, n. 7228, jul. 1999.

FERRARI FILHO, F. (2001). O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico? In: REIS, C. N. dos. **América Latina**: crescimento no comércio mundial e exclusão social. Porto Alegre: DACASA/Palmarinca, 2001.

FRANCO, G. (1998). Inserção externa e desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, v. 18, n. 3 (71), julho-setembro.

GADELHA, S. R. de B.; DIVINO, J. Â. (2008). Dominância fiscal ou dominância monetária no Brasil? Uma análise de causalidade. **Economia Aplicada**, v. 12, n. 4, pp. 659-675.

IPEADATA. www.ipeadata.gov.br

MENDONÇA, H. F. (2002). Metas para a taxa de câmbio, agregados monetários e inflação. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1 (85), p. 4-52.

MINELLA, A.; FREITAS, P.; GOLDFAJN, I.; MUINHOS, M. (2003). Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility. **Working Papers Series**, nº 77, Banco Central do Brasil, Novembro, 1-32.

MISHKIN, F. S. (1999). International experiences with different monetary policy regimes. Cambridge: **National Bureau of Economic Research** (Working Paper, n.

6.965).

MODENESI, A. de M. (2005). **Regimes monetários**: teoria e a experiencia do Real. Barueri: Manole.

NEVES, A. L.; OREIRO, J. L (2008). O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, jun. 2008.

OREIRO, J. L., LEMOS, B. P. e PADILHA, R. A. (2006). O regime de metas de inflação e a governança da política monetária no Brasil: análise e proposta de mudança. **Anais do XI Encontro de Economia Política**, em www.economia.ufpr.br.

SICSU, J. (2003). Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. **Análise Econômica**, 21(1): 115-136, jan./mar.

SICSÚ, J., OLIVEIRA, S. de C (2003). Taxa de juros e controle da inflação no Brasil. In: SICSÚ, J., OREIRO, J. L., PAULA, L. F. de. **Agenda Brasil**: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. Barueri, SP : Manole : Fundação Konrad Adenauer.

WEINTRAUB S.; Wallich, H. (1978). A Tax-based incomes policy. In: Weintraub, S. (org.), **Keynes, Keynesians and Monetarists**. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.