

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

**CRESCIMENTO, EMPREGO E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO
NO BRASIL**

**CURITIBA
2012**

FABIANO CAMARGO DA SILVA

**CRESCIMENTO, EMPREGO E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO
NO BRASIL**

Trabalho acadêmico apresentado como requisito parcial do grau de especialista, do Curso de Especialização em Desenvolvimento Econômico, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Luiz Curado

**CURITIBA
2012**

Crescimento, Emprego e o Regime de Metas de Inflação no Brasil

Fabiano Camargo da Silva¹

RESUMO

O presente artigo tem por finalidade analisar o Regime de Metas de Inflação (RMI) no Brasil e sua compatibilidade com o crescimento econômico e a geração de empregos. Para tanto, são analisados os aspectos operacionais, teóricos do RMI e seus possíveis impactos sobre o nível de atividade econômica desde a sua implantação em terras brasileiras no ano de 1999. Um dos principais entraves verificados nos primeiros anos do RMI no Brasil diz respeito ao formato da política econômica utilizado para manter a estabilidade dos índices de inflação, certamente que os instrumentos foram extremamente eficazes para o controle inflacionário, porém, o mesmo não se pode dizer do desempenho do Produto Interno Bruto (PIB), que só passou a apresentar taxas mais expressivas de crescimento a partir de 2004.

Palavras-chave: metas de inflação; política monetária; crescimento econômico.

ABSTRACT

The aim of this paper is to analyze the Brazil's Inflation Targeting Regime (ITM or RMI in brazilian portuguese) and its compatibility with economic growth and job creation. To reach the ITM target, we analyze the operational aspects, theoretical ITM and its possible impacts at the economic activity level since its implementation in Brazil in 1999. A greatest constraint verified in the early years of Brazil's RMI, is about the the format of economic policy used to maintain stability of inflation rates. The instruments were extremely effective to control inflation indeed, but the same can not be said of the performance of Gross Domestic Product (GDP). The GDP has only started to present most significant rates of growth after 2004.

Key Words: inflation targeting; monetary policy; economic growth

1) INTRODUÇÃO

O Regime de metas de inflação atualmente é adotado por mais de 20 países em todo o mundo, nos últimos anos tem se constituído na principal âncora nominal de controle de estabilidade dos preços. No Brasil o RMI foi implementado em 1999 após a desvalorização do real. Desde então, na maioria dos anos o regime de metas tem obtido êxito em sua tarefa de manter a inflação sob controle no país, todavia, o mesmo não pode-se dizer da sua eficiência no estímulo ao crescimento e a geração de empregos. Assim, desta forma, no presente estudo, serão abordados aspectos inerentes a questões teóricas e também empíricas sobre este regime e assim,

¹ Economista. Aluno do Curso de Especialização em Desenvolvimento Econômico da UFPR. Técnico do Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (DIEESE)

consequentemente avaliar sua compatibilidade com a estrutura macroeconômica da economia brasileira bem como seu desempenho desde o ano de 1999.

O trabalho está dividido em dez seções incluindo a introdução, na segunda parte do trabalho será realizado breve histórico a respeito dos regimes monetários utilizados até a implementação do regime de metas de inflação a partir da década de 90. Na terceira seção, serão analisados os antecedentes do regime de metas de inflação no Brasil, bem como o processo de adoção pelo país no ano de 1999 com o fim da utilização do regime de metas cambiais. Na quarta seção será abordando o referencial teórico existente por trás do regime de metas, que é fundamentado nas linhas teóricas ortodoxas do pensamento econômico. Na seção cinco serão desenvolvidas as críticas realizadas a cerca do regime de metas. Na seção seis discorrerá a respeito da compatibilidade entre o regime de metas de inflação e a teoria pós-Keynesiana. Nas seções sete e oito serão analisados os resultados do regime de inflação em relação a índices de preços e crescimento econômico, respectivamente. Na seção nove serão analisadas as possíveis flexibilizações no regime de metas de inflação ocorridas nos últimos anos. E por fim é apresentada a conclusão.

2) REGIMES MONETÁRIOS ANTERIORES AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Durante a segunda metade do século passado – principalmente durante a década de 70 - o controle inflacionário realizado por meio do metas de agregados monetários ganhou força entre os formuladores de política econômica, no entanto, em função das evoluções ocorridas no sistema financeiro mundial, redundaram no aumento da velocidade de circulação da moeda, tornando a relação entre os agregados monetários e a inflação instáveis, assim, praticamente todas as nações do mundo passaram a abandonar o regime de metas monetárias. (CURADO, OREIRO 2005). Por consequência, durante a década de 90, o debate a cerca de modelos alternativos para controle inflacionário passaram a ganhar força no meio dos debates acadêmicos, bem como entre os formuladores de política econômica. Para os críticos do antigo regime, os bancos centrais deveriam deixar de acompanhar os agregados monetários e passar a acompanhar a taxa de juros de referência da economia, pois, através da manipulação desta seria possível determinar o ritmo de atividade econômica nos países, sendo que o próprio nível de atividade econômica possuiria maior correlação com os níveis de inflação existentes.

Como resultado do processo de avanço da teoria econômica surgia o Regime de Metas de Inflação (RMI), que passou a ser introduzido em todo mundo durante a década de 90 do século passado, tanto por nações desenvolvidas quanto em desenvolvimento, sendo que atualmente mais de 20 nações já adotam este regime de âncora nominal. As primeiras experiências com Regime de Metas de Inflação (RMI), ocorrem nos países desenvolvidos, com destaque para o pioneirismo da Nova Zelândia que implementou o RMI em 1990. Já o Chile foi o primeiro país entre os emergentes a adotar o RMI em 1991. O Brasil só passou a adotar este regime de âncora nominal ao final da década de 90, em meados de 1999. (DEZORDI, 2004)

Em diversos países, principalmente naqueles em desenvolvimento, que possuem economias mais vulneráveis, esta estratégia de política monetária foi adotada após

ataques especulativos contra suas moedas, fazendo que os países passassem a adotar o regime de câmbio flutuante. (FREITAS, 2008).

Ainda que o arcabouço teórico do RMI seja semelhante para o conjunto das nações que o adotaram, dentro de si o regime comporta as mais diversas configurações (FREITAS, 2008). Existem diferenças, por exemplo, quanto a: qual autoridade caberá definir a meta de inflação a ser perseguida, se será definida pelo Banco Central, pelo governo, etc; se a meta de inflação será dada pelo índice cheio, ou somente pelo núcleo, excluindo do índice preços mais voláteis, como *commodities*, por exemplo, muitas nações não se utilizam do “*core inflation*” em função da possibilidade de comprometer a credibilidade do regime monetário; de que forma será dado o formato da meta, ou com a adoção de piso e teto, intervalos de tolerância, ou ainda com meta pontual; definição do horizonte temporal para se alcançar a meta de inflação, sendo que este é um dos principais parâmetros do regime de meta, já que através deste horizonte será estabelecida condução política monetária, logo quanto mais curto for o horizonte temporal, conseqüentemente menor será a flexibilidade do regime para acomodar flutuações do produto devido a ocorrência de choques; inclusão de cláusulas de escape, para o caso de não cumprimento da meta estabelecida.

Assim, para o estabelecimento do RMI são necessários a adoção de alguns pressupostos estruturais: i) anúncio público em números da meta de médio prazo para a inflação; ii) compromisso institucional para estabilidade de preços como objetivo prioritário para a política monetária; iii) informação do comportamento das principais variáveis responsáveis pela estratégia; iv) transparência da estratégia de política monetária (elemento central para comunicação com o público e planejamento dos mercados); e v) criação de mecanismos que fazem com que o BC seja mais comprometido na busca dos objetivos inflacionários (MENDONÇA, 2002).

3) IMPLANTAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Em função do processo de abertura econômica e financeira que o país vinha vivendo desde o início dos anos 90 e que se aprofundou com a implantação do Plano Real em 1994, acompanhado de um cenário internacional positivamente favorável criaram-se condições para entrada de capitais estrangeiros no Brasil, sendo que chegavam ao país de forma indiscriminada, sem quaisquer mecanismos de controle, o que resultaria numa valorização da moeda brasileira. Porém, para o Banco Central este processo de valorização da moeda nacional seria benéfico e poderia ser utilizado como ferramenta para controle dos preços. Assim, após a fase de implementação do Plano Real, os formuladores de política econômica passariam a utilizar a política de “ancoragem cambial” para manter a estabilidade dos preços (GREMAUD et al, 2007)

Desta maneira, em um cenário de enorme liquidez internacional, combinado com as elevadas taxas de juros existentes no Brasil, havia um enorme atrativo para os capitais internacionais entrarem no país. Aproveitando desta conjuntura, o Banco Central, através das elevadas taxas de juros teria dois instrumentos de política econômica, de um lado atrairia capitais e de outro faria o controle da atividade econômica, ambos com intuito de controlar a inflação, ou seja, de um lado

restringindo a demanda agregada da economia com juros mais elevados, tornando o custo do crédito mais elevado e de outro com a entrada de capitais tornando o câmbio mais valorizado, resultando em produtos importados com preços relativamente mais baratos e ainda aumentando a concorrência com produtos internos dificultando eventuais aumentos de preços (DIEESE, 2011).

Para o Banco Central, este seria o regime mais adequado para controlar a inflação, todavia, para manter este arcabouço seriam necessários instrumentos de política econômica, como a manutenção do câmbio artificialmente sobrevalorizado e os elevados patamares da taxa de juros básica da economia – Selic. Pode-se dizer que autoridades econômicas foram exitosas no combate à inflação do período do início do plano Real até a ocorrência da crise cambial em 1999. No entanto, as políticas adotadas traziam impactos sobre a atividade econômica bem como sobre o nível de emprego no país.

Os elevados patamares da taxa de juros necessários faziam que o “preço” do dinheiro ficasse mais caro na economia brasileira, conseqüentemente dificultando o acesso ao crédito tanto das famílias quanto para as empresas brasileiras, sendo que estas últimas além de encontrarem empecilhos para obter crédito a valores competitivos revisavam suas políticas de investimento, reduzindo gastos, e preferindo aplicar seus recursos no mercado financeiro, portanto, também influenciado sobre a não contratação de novos trabalhadores. Além disso, a utilização desta política fazia com que o Brasil incorresse em sucessivos déficits em conta corrente, tornando a economia vulnerável a choques externos, sendo cada vez mais dependente de capitais externos. Somado-se a isso, assistia-se ao cenário de elevação expressivo do endividamento público nacional. A fragilidade externa do Brasil foi confirmada pelas diversas crises que atingiram o Brasil, bem como as nações emergentes, provocando rápidas saídas de capitais em grande montante, devido as mudanças ocorridas no mercado financeiro internacional. Sendo que a perda sucessiva de reservas nacionais e os ataques ao Real levaram o governo brasileiro a desvalorizar sua moeda no ano de 1999. (GREMAUD et al, 2007).

Após o abandono do regime de metas cambiais e em função do temor da volta da inflação em patamares elevados, como era verificado de forma contínua durante as décadas de 80 e 90, surgia então o debate pela necessidade da adoção de um regime de âncora nominal para a manutenção do controle da inflação, conforme é destacado por Modenesi (2005):

No caso brasileiro, a adoção de uma âncora nominal era considerada pelos formuladores de política econômica ainda mais relevante para se manter a estabilidade de preços, em face do convívio, por muitos anos, com uma situação de alta inflação crônica. Ou seja, em um sistema econômico historicamente caracterizado por um elevado grau de instabilidade, como a economia brasileira, as expectativas dos agentes econômicos, com relação à inflação eram muito elásticas, tornando a adoção de uma âncora nominal ainda mais importante para assegurar o controle da inflação (Modenesi, 2005, p.359).

Para a definição do regime de âncora a ser adotado pelo país seria realizado, foi realizado no Rio de Janeiro seminário internacional que tinha por finalidade analisar e debater as experiências em implementação do regime de metas de inflação nos países desenvolvidos e também nos em desenvolvimento. (MISSIO et al, 2006)

A partir do final dos anos 90 o país passaria a ter novo regime de âncora nominal. O Regime de metas de inflação foi adotado no Brasil formalmente em 1999, mais precisamente em 01/07/1999, por meio da resolução n.º 2.615 Conselho Monetário Nacional, por consequência, o regime de metas de inflação passaria ser o mecanismo empregado para manutenção da estabilidade dos preços, assim, o país deixaria de utilizar o regime de bandas cambiais. (MODENESI, 2005)

Para operacionalização do regime, conforme explicitado por Modenesi (2005), ocorre o estabelecimento de metas inflação através do Comitê Monetário Nacional (CMN), órgão que é composto pelo Presidente do Banco Central, Ministro do Planejamento e Ministro da Fazenda. E ficou a cargo do Conselho de Política Econômica (COPOM) do Banco Central a responsabilidade pela implementação de políticas monetárias necessárias para o atingimento das metas estabelecidas por meio do instrumento da manipulação da taxa de juros de curto prazo – Selic – que possui influência sobre as demais taxas de juros existentes na economia nacional. Sendo que conforme estabelecido no decreto n.º 3.088, que instituiu este regime monetário, o Banco Central brasileiro possui independência de instrumentos para cumprir as metas de inflação.

Para estabelecer os fundamentos do RMI, primeiramente deve ocorrer o anúncio público de uma meta de longo prazo para a inflação a ser perseguida pelo Banco Central. Sendo que se deve ter como referência um índice de preços que melhor explique a realidade econômica do país e que seja conhecido por toda sociedade. No caso brasileiro, optou-se pelo estabelecimento de um índice cheio para a meta inflação, assim, como é verificado na maioria das nações onde é utilizado este regime de âncora nominal. No país, o índice escolhido foi Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) elaborado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), que abrange famílias com rendimentos mensais compreendidos entre um e quarenta salários mínimos e residentes em áreas urbanas. Assim, são determinadas as metas numéricas e também os intervalos de tolerância, ou seja, o piso, o centro e também o teto da meta, a serem perseguidos num intervalo de tempo de 12 meses.

Consta ainda do decreto de implantação do RMI, que em caso de não atingimento das metas, cabe ao presidente do Banco Central tornar público quais as razões do descumprimento da mesma em carta aberta ao ministro da fazenda contendo os seguintes elementos: as causas do descumprimento da meta, medidas necessárias para trazer a inflação para dentro da meta e o prazo esperado para as medidas surtirem efeito.

Para que o RMI tenha êxito em sua tarefa de controlar os índices inflacionários é preciso que haja o aumento da transparência na condução da política monetária, aprimorando os canais de comunicação entre o Banco Central e os agentes econômicos, desta forma, é possível o monitoramento, avaliação do desempenho e os resultados alcançados pela autoridade monetária, por parte dos agentes sociais. Para esta finalidade foi criado o Relatório de Inflação que possui periodicidade trimestral. No esforço de tornar transparente o processo de condução das políticas do RMI existem ainda as atas do Copom que são divulgadas na semana após a realização das reuniões do órgão. Assim, havendo o conhecimento dos objetivos e

também dos instrumentos que estão sendo utilizados para a busca da estabilidade de preços, aumenta-se a previsibilidade em torno dos índices de preços, auxiliando a conversão das expectativas de inflação futura para a meta de inflação, reduzindo assim o custo de sacrifício da política econômica, reduzindo a margem de previsão dos agentes, conseqüentemente minimizando as incertezas no cálculo econômico.

E por fim, o Banco Central possui independência de instrumentos (não é necessária à independência formal, apesar da teoria ortodoxa defender esta tese) de política monetária para atingir seu objetivo: a estabilidade de preços.

4) REFERENCIAL TEÓRICO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Estabelecidas as diretrizes organizacionais do RMI, passa-se agora a analisar o arcabouço teórico por trás deste regime de âncora nominal e também os princípios que regem sua operacionalização. Segundo teóricos (SICSÚ,2002) o RMI está ancorado em três fundamentos básicos: taxa natural de desemprego, curva-expectacional de Phillips e no dito *viés inflacionário*.

No mundo dos teóricos alinhados sobre o pensamento econômico monetarista, ortodoxo, do qual fazem parte os chamados novo clássicos, que são os propositores do RMI a economia está sempre na situação de pleno emprego, desta maneira, não haveriam vazamentos no fluxo renda-gastos, assim teria validade a conhecida Lei de Say, onde a oferta cria sua própria demanda, conseqüentemente a moeda teria apenas o papel de intermediária entre as trocas de produtos (um véu), assim, estes teóricos defendem a neutralidade da moeda, pois, esta supostamente só afetaria variáveis monetárias. Seguindo nesta linha de argumentação estes teóricos preconizam que não haveria desta maneira o entesouramento de moeda (assim não havendo vazamentos do círculo renda-gastos), pois, os agentes tendem a maximizar sua utilidade, agindo com racionalidade e também que a oferta de moeda seria estabelecida pelas autoridades monetárias, sendo a oferta monetária exógena e estável.

Derivada da visão da economia estar sempre em pleno emprego, surge a “versão moderna” da Lei de Say, que seria o conceito da taxa natural de desemprego, que se constitui num dos fundamentos da teoria novo clássica e deste resultam diversas implicações, tese esta concebida por Milton Friedman (1968). A taxa natural seria aquela taxa adequada ao sistema de equilíbrio geral walrasiano que incorporaria as características estruturais e institucionais do mercado de trabalho e do mercado de bens, tais como, imperfeições, variações sazonais na demanda e oferta, o custo e o tempo de coletar informações sobre vagas disponíveis e o custo e o tempo de mobilidade de um emprego para outro, entre outras características. Além disso, a taxa natural seria aquela taxa que engloba o desemprego friccional e o desemprego voluntário. Assim, o arcabouço teórico postula que a taxa corrente do desemprego corresponderia à taxa natural de desemprego quando o conjunto de trabalhadores (empregados ou não) estivessem obtendo satisfação plena e quando as firmas estivessem auferindo lucros potenciais máximos. Assim, o conceito de curva-expectacional de Phillips diz em linhas gerais que a taxa natural de desemprego prevalecerá na ausência de erros ou decepção das expectativas por parte dos agentes.

Deste conceito, surgiram algumas conclusões, primeiramente: que os agentes agem de modo racional, e se não forem tomados de surpresa são capazes de prever a política monetária a ser empregada pelos *policy makers*, pois, não cometem erros sistemáticos e também porque conhecem o modelo econômico. Desta maneira, a política monetária seria incapaz de alterar variáveis reais mesmo no curto prazo, portanto, seria ineficaz, resultando no conceito de ineficácia da política monetária e também da neutralidade da moeda. Conceitos que foram desenvolvidos por Sargent e Wallace (1975)

Seguindo na linha da administração da política econômica através de técnicos especializados, é desenvolvida a tese da inconsistência temporal da política monetária e o viés inflacionário, tendo como principais expoentes Kydland e Prescott (1977). A qual preconiza, que caso a política monetária seja administrada de forma discricionária, existe a possibilidade da ocorrência do viés inflacionário, em que a autoridade monetária é incentivada a alterar as regras de política econômica no “meio do jogo”, desta maneira, como resultado teria efeitos nulos sobre o nível de atividade econômica e produziram efeitos somente sobre a inflação. Assim, para esta linha de pensamento a forma de proteger a economia de possíveis ingerências por parte dos políticos seria a instituição de metas inflacionárias (que não poderiam ser alteradas arbitrariamente), para serem seguidas pelos formuladores de política econômica, assim, os governantes não poderia agir de forma popular para reduzir emprego e incentivar a economia, agindo deste modo, o máximo que iriam fazer seria elevar a inflação e produzir efeitos nulos sobre a atividade econômica. Indo mais adiante a teoria ortodoxa prega que para o correto funcionamento das ações de política monetária o ideal seria a existência de um Banco Central independente.

Os teóricos propositores do RMI defendem a ideia de que a inflação é resultante de um fenômeno exclusivamente monetário, logo, enfatizam o papel da inflação de demanda, onde o principal instrumento a ser utilizado para combate dos movimentos altistas será a política monetária, através da manipulação da taxa de juros da economia, utilizando da regra de Taylor (1993), que seria a função reação do Banco Central. Onde a taxa de juros é determinada tendo em vista a inflação esperada, o hiato do produto passado, do desvio da inflação de sua meta e da taxa real de juros de equilíbrio de longo prazo, sendo que este corresponde a um hiato do produto igual a zero e a uma taxa de inflação constante.

No caso brasileiro a instrumentalização do RMI foi explicitado por Bogdanski, Tombini e Werlang (2000), mais detalhes podem ser verificados abaixo, onde a estrutura do regime de metas seria composta por : curva IS, curva de Phillips, paridade descoberta da taxa de juros e a regra para taxa de juros – tipo Taylor.

Curva IS

A especificação padrão de uma curva IS, demanda agregada da economia, representa o hiato do produto em função de suas defasagens próprias e da taxa real de juros. Além disso, acrescenta-se uma variável fiscal a IS, déficit ou superávit em porcentagem do PIB, representando um instrumento de política fiscal.

Equação:

$$h_t = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + \beta_4 pr_{t-1} + \varepsilon_t^h$$

Onde: h – hiato do produto; r – taxa real de juros; pr – necessidades de financiamento público primárias; ε - choque de demanda.

Curva de Phillips

A Curva de Phillips, que representa a oferta da economia, expressa a taxa de inflação em função das suas defasagens próprias, do hiato do produto e da desvalorização cambial.

Equação:

$$\pi_t^L = \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 \pi_{t-2} + \alpha_3 E_t(\pi_{t+1}) + \alpha_4 h_{t-1} + \Delta(p_t^F + e_t) + \xi_t^S$$

Onde: π – inflação (em logaritmo); h – hiato do produto (em logaritmo); e – taxa de câmbio (em logaritmo); “ \otimes ” - taxa de desvalorização do câmbio nominal; ξ - choque de oferta.

Paridade descoberta da taxa de juros

Relaciona o diferencial entre as taxas de juros doméstica e externa com a expectativa de desvalorização da moeda nacional e o prêmio de risco do país

Equação:

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

Onde: e - logaritmo da taxa de câmbio; i - logaritmo taxa de juros nominal doméstico; i^F - logaritmo da taxa de juros nominal externa; x – logaritmo do prêmio de risco; η – mudança de expectativas que segue um processo estocástico de ruído branco (isto seria o equivalente a um processo aleatório com uma surpresa monetária, onde a surpresa é caracterizada por mudanças nos diferenciais de taxa de juro ou na percepção de risco).

Regra de Juros

O instrumento de política monetária definido pelo Copom do Banco Central para operacionalizar regime de metas e controlar a inflação é a taxa de juros curto prazo, no caso brasileiro a Selic.

Equação:

$$\dot{y}_t = \alpha_1 (\pi_t - \pi^*) + \alpha_2 h_t + \alpha_3$$

Onde: π_t - logaritmo da inflação; π^* - logaritmos da meta de inflação; h - o hiato do produto; α representa os pesos ou coeficientes estimados.

Das equações acima apresentadas, o Banco Central dispõe de um simples modelo estrutural que lhe pode fornecer previsões para variáveis como inflação, hiato do produto, taxa de câmbio e trajetória para taxa de juros real e também nominal. Sendo que as decisões de política monetária são baseadas nas previsões feitas através destes modelos

Logo, desta forma, dispondo de apenas um instrumento de política monetária, no caso a taxa de juros de curto prazo, as autoridades monetárias farão controle da demanda da agregada por meio da manipulação da taxa de juros conforme o cenário previsto, por exemplo, em um cenário de elevação da demanda agregada, com a redução do hiato do produto, com a economia próximo do seu produto potencial, poderão ocasionar pressões sobre os índices inflacionários, consequentemente o Banco Central age elevando a taxa de juros desestimulando a atividade econômica. O mesmo mecanismo poderá ser utilizado ainda também em um caso em que as expectativas futuras da inflação estarem acima do estipulado, assim, o Banco Central atua de modo a convergir as expectativas dos agentes para menores níveis de inflação. De forma inversa, o Banco Central agirá reduzindo a taxa de juros que prever que a inflação esta abaixo do estimado ou que o produto da economia esteja abaixo do seu potencial. A utilização deste mecanismo possui respaldo na tese da neutralidade da moeda, onde as manipulações realizadas nas taxas de juros (para cima ou para baixo) somente afetariam variáveis monetárias, logo, seria um mecanismo eficaz no controle inflacionário sem que tivesse impactos negativos sobre variáveis reais como produto e emprego.

Além do regime de metas inflação, compõe a política macroeconômica nacional desde 1999, o superávit primário (economia fiscal feita pelo governo federal para o pagamento de credores financeiros) e o sistema de câmbio flutuante. (PAULA, 2004)

As principais vantagens elencadas no regime de metas de inflação são apontadas por Neves e Oreiro (2008), entre outros. Ao contrário dos regimes de taxas de câmbio e de metas monetárias, o regime de metas tem a capacidade de responder aos choques domésticos e não possui dependência de uma relação estável entre moeda e inflação para obter sucesso no controle da inflação. Além destas, incluem ainda: este regime aumenta a credibilidade da autoridade monetária, que passa a exercer uma maior responsabilidade na condução da política monetária e uma maior comunicação com o público. Resultado deste processo, a probabilidade do banco central cair numa armadilha de inconsistência dinâmica se reduz. Auxilia a conversão das expectativas dos agentes da inflação futura para a meta de inflação, reduzindo desta forma os custos da política monetária. Torna facilitada a compreensão por parte da sociedade, provocando um aumento da transparência

dos atos das autoridades monetárias.

5) CRÍTICAS AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

As principais críticas ao RMI partem dos economistas chamados heterodoxos, em especial os economistas seguidores dos postulados de Keynes. Os teóricos Pós-Keynesianos defendem que o mundo econômico é marcado pela incerteza (CARVALHO, 1996), assim, o passado é irreversível e o futuro é incerto, assim, por não ser possível prever o futuro com base em fatos ocorridos no passado e no presente, e desta forma, não existe a possibilidade de se fazer cálculos com base em probabilidade, este seria o fato pelo qual a economia para Keynes e Pós-Keynesianos seria não ergódica. Assim, neste cenário os agentes procuram se defender da incerteza buscando liquidez e o ativo que possui maior liquidez é a moeda, assim, a moeda seria utilizada não apenas para o motivo transação, mas também para precaução e especulação. Consequentemente a moeda teria a capacidade de resguardar valores de um período para outro, quando torna-se referência de contratos futuros, que protegem os detentores de ativos. Posteriormente. Keynes preconizaria ainda outro motivo – *finance* (VAL; LINHARES, 2008). Desta forma, na teoria keynesiana a moeda desempenha papel fundamental, sendo considerada como não neutra, pois afeta variáveis monetárias e reais no curto e no longo prazo. Com o conceito de preferência de liquidez, ocorrendo a possibilidade de vazamentos e também entesouramento de moeda, a Lei de Say e também a taxa natural de desemprego perdem sua validade (CARVALHO, 1996).

E por serem as economias monetárias de produção instáveis, num ambiente marcado pela incerteza, onde é impossível prever o futuro baseado em modelos probabilísticos é que a teoria pós-Keynesiana refuta a tese de expectativas racionais. Os defensores desta tese argumentam que os agentes são capazes de prever o modelo de política econômica e assim, os agentes econômicos não seriam tomados pelo fator surpresa. Em um mundo onde ocorrem flutuações econômicas onde nem mesmo os economistas (independente da corrente de pensamento econômico) conseguem prever o comportamento da economia, que dirá os agentes conseguirão prever o futuro de forma correta e “racional”. Além disso, para que os agentes pudessem tomar as decisões de modo racional incorreriam em dois custos, o primeiro o custo de obtenção da informação e segundo o custo de processamento das mesmas. Assim, como não é possível afirmar que os agentes agem sempre de modo “racional”, podem ocorrer oscilações na economia, e assim, segundo os teóricos keynesianos podem haver múltiplos equilíbrios e não apenas um único, como preconiza a teoria ortodoxa (MODENESI, 2005).

Para os pós-Keynesianos devem se buscar as origens do processo inflacionário, ou seja, suas causas. Assim, após esta verificação seriam delineadas as políticas necessárias para combater o foco inflacionário. Pois, para esta linha de pensamento existem diversos tipos de inflação, como exemplo, inflação de salários, inflação de monopólio, inflação de lucros, inflação de retornos decrescentes, inflação importada, choques de oferta inflacionários, inflação de impostos e inflação de demanda. Assim, para os pós-keynesianos os focos inflacionários se originam na maioria das situações no lado da oferta. Logo, diferentes políticas devem ser utilizadas para cada caso específico de inflação (SICSÚ, 2003). Pois, de nada adianta, por exemplo, combater uma quebra de safra de alimentos com a elevação da taxa de

juros, o resultado será somente a redução da demanda agregada, portanto, elevando o hiato do produto e as taxas de desemprego, sem que se afetem diretamente as causas do aumento da inflação. Além disso, como para os pós-Keynesianos a moeda não é neutra, nem no curto nem no longo prazo, a utilização do instrumental de juros para combater qualquer foco inflacionário, afeta diretamente as variáveis reais da economia.

Além dos elementos relacionados às questões teóricas, que geram muitas divergências entre os teóricos, muitos economistas realizaram críticas em relação a estrutura de governança da política monetária como não sendo a mais adequada para o regime de metas. Curado e Oreiro (2005) abordando pontos como:

- Não há uma clara separação entre a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias e a instituição responsável pela sua obtenção. Isso ocorre porque o Presidente do Banco Central do Brasil tem voz e voto no Conselho Monetário Nacional, que é a instituição responsável pela fixação das metas inflacionárias. Como, nas regras atuais, o Conselho Monetário Nacional é composto por apenas três membros — sendo os outros dois o Ministro da Fazenda e o Ministro do Planejamento —, segue-se que a capacidade do Banco Central de influenciar a fixação das metas inflacionárias é bastante elevada.
- O processo de fixação das metas inflacionárias no âmbito do Conselho Monetário Nacional não obedece ao requisito de representatividade das preferências sociais por inflação e desemprego que se espera da instituição responsável pela fixação das metas da política monetária.
- Existe pouco espaço para a autoridade monetária acomodar choques de oferta. Tal como ressaltado por Bernanke et al. (1999, p. 291 apud CURADO; OREIRO, 2005), a condução da política monetária com base no sistema de metas de inflação não implica que as autoridades monetárias devam ignorar o objetivo tradicional da estabilização do nível de produção e de emprego.
- 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 a respeito da evolução futura da inflação, mas, sim, as opiniões vigentes entre os analistas do mercado financeiro sobre esse tema.

Sendo que as características da governança da política econômica gerariam problemas, tais como:

- O Banco Central do Brasil tem, na atual estrutura, autonomia para fixar os objetivos da política monetária, e não apenas autonomia no uso dos instrumentos necessários à operacionalização dessa política. Porém, a decisão a respeito da política monetária deve caber aos representantes democraticamente pelo povo. Assim, o princípio fundamental da democracia está sendo violado, qual seja, “Todo poder emana do povo e em seu nome deve ser exercido”;
- as metas de inflação tendem a ser fixadas em “patamares irrealistas”, isto é, em níveis que não refletem adequadamente o grau de aversão social à inflação e o grau de aversão social ao *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego. Esse fenômeno se observa nas frequentes declarações dos representantes da indústria e dos sindicatos em favor de uma política mais realista de combate à inflação.
- a taxa de juros real efetiva tende a permanecer num patamar

“excessivamente elevado” não só com respeito ao valor observado em outros Países — de fato, o Brasil é o país com a mais alta taxa de juros real do mundo —, mas também com respeito a qualquer estimativa minimamente plausível do valor de equilíbrio da referida taxa.

Por meio do diagnóstico a respeito de entraves a cerca da governança do regime de metas, os autores, sugerem um conjunto de mudanças:

- Ampliação da composição do Conselho Monetário Nacional (CMN), atualmente o CMN é composto de apenas três membros. Por ser um órgão que determina a meta de inflação, deveria ter em sua composição outros atores da sociedade brasileira, como representante de trabalhadores, empresários e também do meio acadêmico da área de economia. Lembrando que antes da implantação do Plano Real o CMN era composto de 20 membros.

- Adoção de metas estáveis de inflação, no início do regime o país adotou metas de inflação decrescentes, todavia, na prática a política se mostrou ineficiente. Esta política tinha como intuito a sinalização, para o mercado o compromisso com a estabilidade de preços, garantindo assim a credibilidade. Se tivesse adotado desde o início metas estáveis, contribuiria entre outros pontos, para a elevação da demanda agregada e também do produto.

- Definição das metas de inflação a partir do núcleo do IPCA e não do IPCA “cheio”, desde a implantação do regime de metas, tem se utilizado o índice de inflação “cheio”. Até os anos de 2005 e 2006, os preços administrados tinham pressionado o IPCA, com variação muito superior a dos chamados “preços livres”. No entanto, a elevação da taxa de juros para controle dos índices inflacionários não possui relação com a expansão da demanda agregada, reduzindo o ritmo da atividade econômica. Além disso, choques externos, também afetar de forma significativa a inflação, sem que as causas deste processo inflacionário sejam resultantes de pressões de demanda que seriam corretamente atacados com aumentos na taxa de juros.

- mudança da forma de apuração das expectativas inflacionárias, as expectativas deveriam refletir a percepção dos agentes que efetivamente dispõe de poder de formação de preços a respeito da evolução futura da taxa de inflação. Para tanto, o Banco Central, deveria levar em consideração as expectativas de um conjunto mais amplo de agentes, para aumentar a confiabilidade das expectativas apuradas.

Outra crítica realizada ao regime de metas de inflação trata-se do custo da operacionalização do regime, para se manter os índices inflacionários dentro dos parâmetros estabelecidos, torna-se necessário a elevação da taxa de juros para frear a demanda agregada e assim reduzir a inflação. No entanto, a utilização do instrumento de taxa de juros influi para redução do potencial de crescimento do país, contribuindo diretamente para o aumento do endividamento público, valorização do câmbio que prejudica as exportações de produtos nacionais e estimula a entrada de produtos estrangeiros, desestimula a atividade econômica encarecendo os investimentos em atividades produtivas. Bresser-Pereira e Silva (2009) destacam que as políticas estabelecidas pelo regime de metas criam uma armadilha colocando a economia num círculo vicioso, e ainda advogam que o país ainda não possuía as condições estruturais para implantação do regime de metas.

6) COMPATIBILIDADE DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO COM A TEORIA PÓS- KEYNESIANA

Diversos estudos e modelos têm sido elaborados no período recente buscando abordar a possibilidade da compatibilidade entre a teoria pós-Keynesiana e o regime de metas de inflação. Araujo (2012) desenvolve síntese a respeito dos aspectos favoráveis e contrários a esta possível conciliação teórica, elencando que de um lado estão:

Os autores que defendem ser possível conciliar o RMI na análise pós-Keynesiana afirmam que algumas mudanças no modelo ortodoxo, tais como a introdução de uma equação de expectativas inflacionárias (movidas por incerteza), tornariam o modelo de RMI mais compatível com a visão pós-keynesiana (Araujo, 2012, p.13).

Sendo que tem se verificado, que vários teóricos têm avançado no sentido de buscar similitudes entre o RMI e a teoria pós-Keynesiana no período recente. Para Palley (2006a; 2006b apud ARAUJO, 2012, p.13) deveria ser introduzido um novo formato para curva de Phillips, na modalidade *backward bending long-run Phillips curve*, onde a política monetária teria como sua meta o ponto onde o efeito lubrificante da inflação sobre o mercado de trabalho alcança seu nível máximo (MURI) e não no ponto onde atingiria o produto natural ou potencial da economia (NAIRU) como é preconizada pela teoria ortodoxa. Os estudos realizados por Setterfield (2006 apud ARAUJO, 2012, p.14) e Lima e Setterfield (2008 apud ARAUJO, 2012, p.14) tem como fundamento elementos base da teoria pós-Keynesiana, a saber: pressões existentes no lado da demanda exercem papel importante na determinação do equilíbrio do produto e ainda, a inflação é resultante da existência de conflitos distributivos entre os diferentes agentes sociais. Desta maneira, a compatibilidade entre o RMI e a teoria pós-keynesiana seria possível através do formato dado pela operacionalização da política econômica, ao contrário da teoria ortodoxa onde somente a política monetária (por meio de apenas um único instrumento) é utilizada exclusivamente para conquistar a estabilidade de preços, para os pós-keynesianos a política econômica teria de se utilizar de um *mix* amplo de instrumentos e focar não somente a estabilidade de preços, mas sim também o nível de produto. E por fim, Oreiro, Paula e Squeff (2009 ARAUJO, 2012, p.14), elaboraram estudo no sentido de flexibilização do RMI, enfatizando que o problema não estaria no regime de metas, mas sim no formato ortodoxo no qual ele é operacionalizado, desta maneira, são propostas uma amplitude maior de instrumentos e também de objetivos, buscando um novo desenho institucional, por meio de medidas como: um índice de preços que excluísse a influência dos choques de oferta, a fixação de períodos mais longos e de um intervalo de tolerância maior em relação ao ponto central da meta.

Por outro lado, existem acadêmicos pós-Keynesianos que tecem diversas críticas a cerca da possível compatibilidade entre os fundamentos dos seus arcabouços teóricos com o RMI, preconizando que em função dos pilares do regime é impossível realizar a conciliação entre ambos. Para tanto, Araujo (2012) enumera alguns dos pontos levantados pelos teóricos contrários: estabelecimento de uma âncora nominal, separação entre os fatores reais e monetários, a inflação como um fenômeno essencialmente de demanda e a existência de uma taxa natural de juros

Logo, perante a visão desta linha de pensamento pós-keynesiana não haveria a

possibilidade de compatibilização entre os postulados desta teoria e o RMI, tanto do ponto vista teórico quanto da operacionalização do regime de metas. Pois, segundo os keynesianos e também pós-keynesianos a política econômica deve ser guiada de modo a manter a estabilidade macroeconômica num sentido amplo, que compreende não somente a estabilidade de preços mas sim também o nível do produto da economia e a geração de empregos, mantendo a economia constantemente em estágio de pleno emprego dos fatores de produção. Para atingir tal objetivo deveriam ser utilizados os diversos instrumentos de política econômica e não somente a política monetária.

7) RESULTADOS DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Analisando os resultados do Regime de Metas de Inflação desde 1999 é possível mensurar que: as autoridades monetárias têm obtido no êxito no atingimento das metas de inflação. Nos dois anos iniciais de implantação do RMI as metas foram cumpridas, não se atingiu o centro da meta, porém, a inflação ficou dentro dos intervalos de tolerância permitidos. Em 2001 e 2002, a inflação efetiva medida pelo IPCA no Brasil situou-se em 7,67% e 12,53% respectivamente, portanto, acima dos limites superiores estabelecidos. Em 2001, o país enfrentou um grande racionamento de energia elétrica causando forte choque sobre os preços, além da elevada volatilidade cambial advinda da crise da Argentina, já em 2002, em função das incertezas decorrentes das eleições ocorreu um processo de depreciação cambial que acabou por elevar os índices inflacionários, com mais força nos últimos três meses do ano. Em 2003 a inflação medida foi de 9,3%, ainda sofrendo com as influências da inflação de 2002, portanto, bem acima da meta central, inicialmente estabelecida em 3,25% e posteriormente ajustada para 4% e superior ao limite de tolerância ajustado que era de 8,5%.

No ano de 2004, a meta também foi revisada dos iniciais 3,75% para 5,5%. O IPCA medido no ano recuou para 7,6%, apenas 0,4 pontos percentuais abaixo do limite máximo tolerável de 8%. A inflação manteve seu ritmo de queda em 2005, quando o índice medido foi de 5,69%, a partir deste ano o centro da meta passou a ser de 4,5% e se manterá neste patamar até o ano de 2014, no entanto, em 2005 a banda era de 2,5 pontos percentuais, sendo reduzida para dois pontos percentuais nos anos seguintes, tendo como limite inferior 2,5% e limite superior de 6,5%. Desta forma, a inflação oficial medida entre os anos de 2006 e 2011 tem ficado dentro dos limites toleráveis, oscilando para mais ou para menos da meta central estabelecida. Em 2011, o IPCA fechou o ano em 6,5% exatamente o mesmo valor do limite máximo permitido pelo regime de metas de inflação.

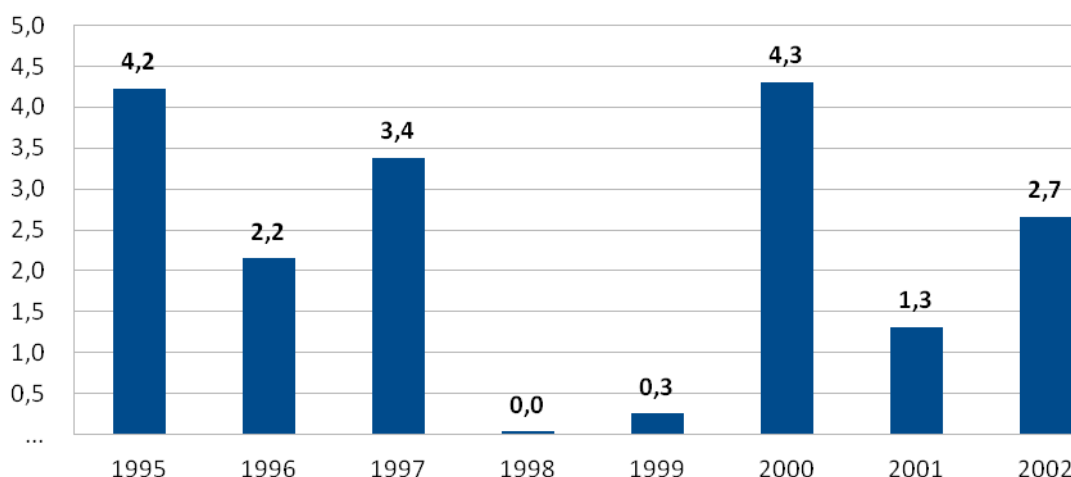
8) REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO VERSUS CRESCIMENTO ECONÔMICO

Uma das críticas mais contundentes feitas ao regime monetário de metas de inflação principalmente em nações emergentes diz respeito a sua incompatibilidade com o crescimento econômico, ou ainda, que este regime poderia influir de forma negativa para ocorrência do mesmo. Pois, os condutores da política econômica brasileira no intuito de combater a inflação usam única e exclusivamente a taxa de juros básica da econômica para tornar o câmbio valorizado e também para controle da atividade

econômica, assim, diminuem o potencial de crescimento do país e também reduzem o nível de emprego na economia, lembrando que este expediente de política monetária já vinha sendo utilizado no Brasil desde a implantação do plano real e através das taxas de crescimento econômico do PIB nacional verificamos que acabou por prejudicar o potencial de desenvolvimento nacional.

As maiores taxas de crescimento econômico entre 1995 e 2002 foram, um crescimento de 4,2% em 1995 e outro de 4,3% em 2000, este ocorrido logo após a implementação do regime de metas de inflação e da desvalorização do câmbio. Nos demais anos analisados, as taxas de crescimento foram mínimas, sendo que em 1998 e 1999 em função da instabilidade vivida pelo Brasil, a economia ficou praticamente estagnada.

Gráfico 1 - Evolução do PIB brasileiro -1995 a 2002 - em %



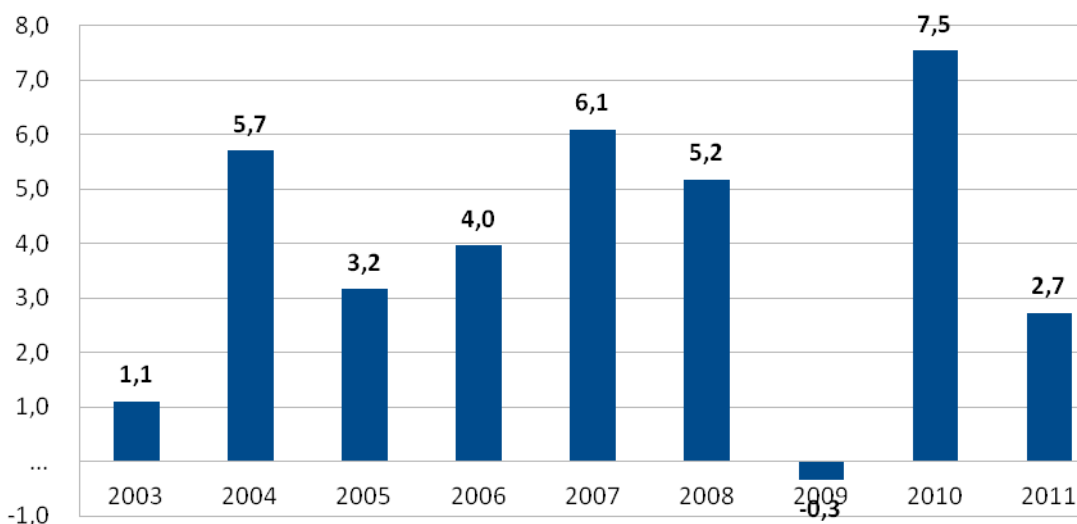
Fonte: IBGE. Elaboração: Própria.

Mesmo adotando o regime de metas de inflação e com os entraves que lhe são inerentes, o Brasil a partir de 2004 e mais fortemente a partir de 2007, passou a apresentar crescimento mais significativo, com taxas de crescimento econômico acima das apresentadas durante as décadas de 80 e 90 do século passado. O cenário positivo foi favorecido pelo estímulo ao mercado interno bem como a enorme liquidez e o elevado crescimento verificado internacionalmente. Do ponto de vista interno, a maior intervenção estatal na economia, com aumento dos investimentos públicos, diretamente pelo governo federal ou mesmo por meio das suas estatais, que incluiu, por exemplo, o lançamento do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), para aumentar os investimentos em áreas essenciais de infraestrutura, avanço da formalização do emprego com o conseqüente avanço da renda, aliada a política de valorização do Salário mínimo, bem como unificação e a elevação dos programas de distribuição de renda criaram condições positivas para alavancagem do mercado interno e sustentação da economia em momentos de turbulências.

Do ponto de vista externo, as condições também foram favoráveis ao crescimento brasileiro, a enorme liquidez internacional proporcionou ao país atrair capitais, tanto àqueles interessados na obtenção de ganhos de arbitragem bem como aqueles

destinados a inversão na atividade produtiva, além disso, as expressivas taxas de crescimento verificado por nações emergentes, em especial a China, alavancaram as exportações nacionais, majoritariamente concentradas em produtos primários.

Gráfico 2 - Evolução do PIB brasileiro - 2004 a 2011 - em %



A nova dinâmica da economia brasileira pode ser vista de forma clara com os números do PIB. Nos anos de 2004, 2007, 2008 e também 2010, a taxa de crescimento ficou acima da casa dos 5%, com destaque para o ano de 2010, quando o PIB se elevou em 7,5%, taxa de crescimento que a décadas não era observada na economia nacional. Nos anos de 2009 e 2011 a economia brasileira sofreu mais duramente os efeitos da crise financeira internacional, sendo que 2009 ocorreu uma retração de 0,3% do PIB nacional. A média de crescimento verificado entre 2003 e 2003 tem ficado próximo a 4%, deve-se ressaltar que a média poderia ser ligeiramente maior caso fosse desconsiderado a redução do PIB observada em 2009.

Um elemento importante a destacar sobre os impactos do crescimento econômico, devido ao aumento da demanda agregada na economia, diz respeito a geração de postos de trabalho, em momentos de baixo crescimento ocorre a redução no ritmo de criação de vagas, panorama inverso ocorre em momentos de elevado crescimento, com maior dinamismo no mercado de trabalho.

Nos primeiros anos do Plano Real, bem como no final da década de 90 e também nos primeiros anos deste século a geração de postos de trabalho no Brasil apresentou baixo dinamismo, somente após a ocorrência da desvalorização do câmbio que o mercado de trabalho começou a apresentar dados mais expressivos, por exemplo, em 2000 e 2002, ocorreu a criação de mais de um milhão de empregos formais. Ainda assim, entre 1995 e 2002, a média na geração de postos de trabalho

ficou em torno de 600 mil. Já por outro lado, entre 2003 e 2010 a média de postos de trabalho gerados foi de 1,923 milhões, sendo mais de 15 milhões de novos empregos formais, com o estoque total de trabalhadores formais atingindo 44,068 milhões conforme dados da Relação Anual de Informações Sociais (RAIS) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Destaca-se, que desde 2004 a geração de postos de trabalho tem ficado acima 1,7 milhão de empregos, sendo o menor valor de 1,765 milhão em 2009, ano em que o Brasil sofreu com os impactos da crise financeira internacional, ou seja, mesmo com a crise o saldo do emprego foi positivo. Já em 2010, devido ao elevado ritmo da atividade econômica nacional, o total de

Tabela 2 – Evolução do emprego formal no Brasil – 1995 a 2010

	Empregos	Absoção	Relativa (%)
1995	23.755.736	88.495	-
1996	23.830.312	74.576	0,31
1997	24.104.428	74.576	1,15
1998	24.491.635	387.207	1,61
1999	24.993.265	501.630	2,05
2000	26.228.629	1.235.364	4,94
2001	27.189.614	960.985	3,66

vagas abertas no país chegou 2,861 milhões, melhor resultado da série histórica da RAIS.

Observando ainda os dados do saldo de movimentação entre admitidos e desligados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do MTE, nota-se que mesmo em cenário de desaceleração do ritmo de crescimento econômico como o verificado nos anos de 2011 e 2012, ainda assim a geração de empregos formais celetistas continua positiva, em 2011 o saldo do emprego foi de 1,945 milhão, já no acumulado de janeiro a junho deste ano o saldo também é positivo em: 1,048 milhão, ambos os dados colhidos da série ajustada. Analistas do mercado de trabalho preconizam que o Brasil estaria vivendo em um cenário de pleno emprego no mercado de trabalho, onde todas as pessoas dispostas a trabalhar estariam encontrando emprego e que ainda existiria um cenário de escassez generalizada de mão de obra, porém, pelas estatísticas de emprego e desemprego de instituições como o Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos

(Dieese) e também devido ao elevado contingente de pessoas na informalidade, nota-se que o país não está no estágio de pleno emprego e a escassez tem se manifestado de forma localizada. Os dados de emprego demonstram que o cenário econômico positivo, com taxas significativas de crescimento foram favoráveis aos trabalhadores, tanto para o aumento da formalização do emprego quanto para o avanço da renda, possível também devido a estabilização dos índices inflacionários.

9) ALTERAÇÕES NA CONDUÇÃO NA POLÍTICA ECONÔMICA – FLEXIBILIZAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

A partir de final de 2010 e de forma mais efetiva desde 2011, observam-se alterações na condução da política econômica no Brasil, marcadamente com uma maior coordenação e articulação entre as políticas monetária, fiscal e cambial, já que durante a maior parte do governo Lula, as autoridades econômicas em especial o Ministério da Fazenda e o Banco Central realizavam políticas conflitantes, exemplo desta desarticulação, ocorreu durante a crise financeira internacional de 2008, de um lado a Fazenda atuava com políticas anticíclicas de cunho fiscal para fomentar a atividade econômica e o Banco Central mesmo com o aprofundamento dos impactos negativos da crise que o país vinha sofrendo continuava adotando políticas monetárias restritivas (FUNDAP, 2011).

Desta forma, a sinalização dada pelo novo governo recentemente é a busca pelo crescimento econômico, com a utilização conjunta dos diversos instrumentos de política econômica disponíveis, sem, no entanto, deixar em segundo plano a estabilidade de preços (LIMA; AQUINO, 2011). Se desde o início da adoção do regime de metas de inflação a taxa básica de juros vinha sendo utilizada como o principal instrumento de política monetária, pode-se dizer até mesmo que foi o único. No início do governo Dilma, foram utilizados instrumentos adicionais para controle da demanda agregada, vide as medidas de controle de crédito de caráter prudencial, como os compulsórios sobre os depósitos a vista, a prazo e de poupança, que contribuíram para a desaceleração do nível de atividade econômica e também para o controle da inflação (Ressaltam-se que sobre os índices inflacionários de 2011 ocorria uma forte pressão os preços dos alimentos e também das *commodities*, logo, não era necessariamente uma pressão exclusivamente de demanda). Aliada as decisões de política monetária, o governo federal anunciou em 2011 entre outras medidas de cunho fiscal, que realizaria corte de R\$ 50 bilhões no orçamento do ano (MARTELO, 2011). Logo, as duas principais políticas econômicas continuariam sendo empregadas de modo convergente para potencializar seus efeitos e reduzir os custos econômicos e sociais para sociedade brasileira.

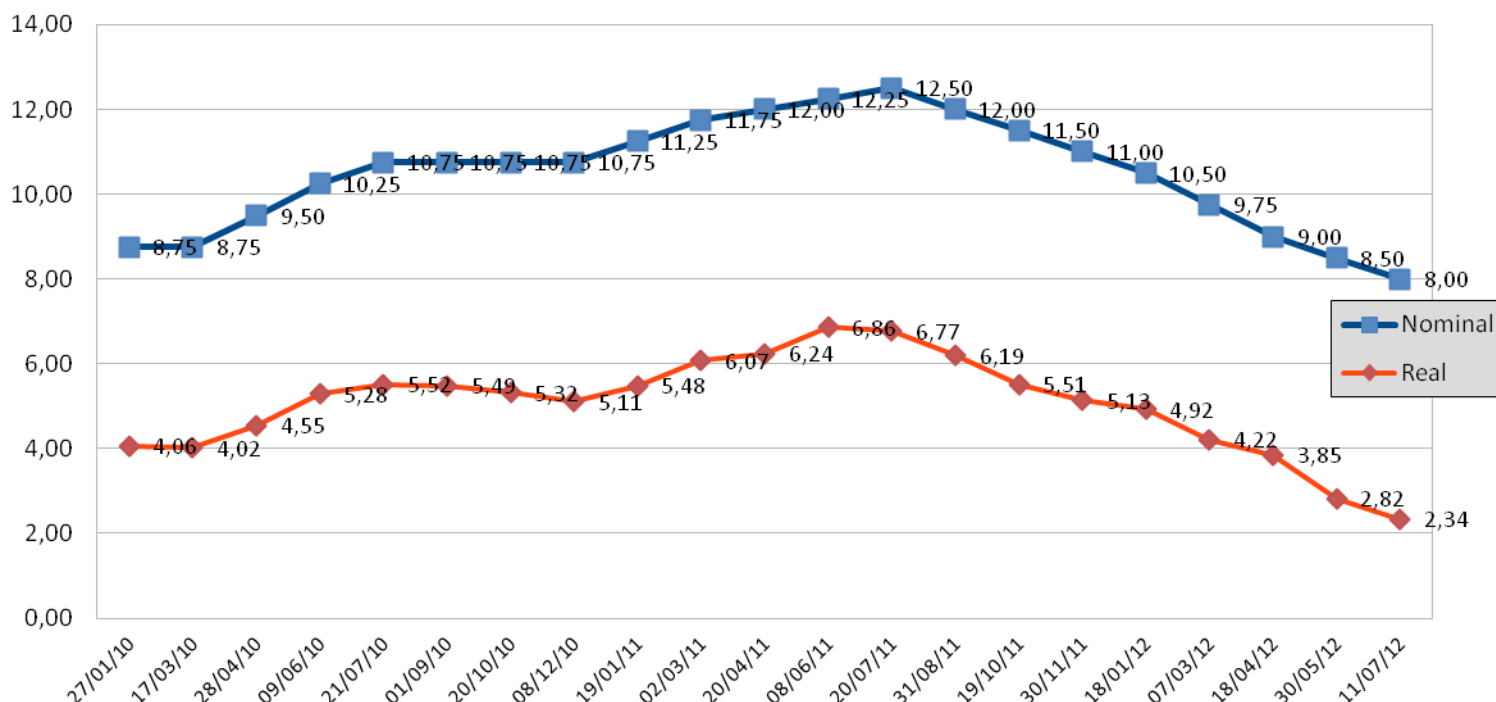
Destacam-se ainda sobre as alterações ocorridas na condução da política monetária e que vão no sentido de flexibilizar o regime de metas de inflação, a utilização do instrumento de juros de forma gradualista para combate a inflação e não a convergência rápida para o centro da meta, o que no segundo caso tornariam necessárias elevações expressivas da Selic, sendo que era esta política monetária utilizada durante grande parte do governo Lula, quando o Banco Central era administrado por Meirelles, onde se procurava agir de forma agressiva para controlar a inflação, todavia, quando os preços davam sinais de arrefecimento ou mesma as expectativas sinalizavam para taxas mais baixas de inflação no futuro, as quedas nos juros não eram feitas na mesma magnitude (FUNDAP, 2011).

Além disso, verificou-se o rompimento da rigidez do horizonte temporal do cumprimento das metas estabelecidas. Conforme afirmação feita pelo presidente do Banco Central, Tombini e avalizada pela presidenta Dilma, para não afetar ainda mais o crescimento da economia em 2011 (já muito prejudicado pelo cenário de intensificação da crise e pela valorização cambial), estabeleceria o ano de 2012 como prazo para convergência da inflação para o centro da meta (LEOPOLDO, 2011). Sendo que o IPCA fecharia o ano de 2011 em percentual de 6,5%, logo, ainda dentro do intervalo permitido pelo regime de metas.

Se durante o início de 2011, nas primeiras decisões do Copom a atuação das autoridades monetárias foi no sentido de elevar a Selic de modo gradual para o controle da inflação, situação inversa passou a ocorrer a partir da 161.a reunião do Copom ao final de agosto do ano passado, com reduções sucessivas na taxa de juros básica na economia, que caiu de 12,5% para 12%, sendo que atualmente está no patamar de 8%, menor patamar da história. Esta nova orientação da política monetária foi severamente criticada por setores conservadores da sociedade bem como integrantes do mercado financeiro que de forma unânime preconizavam que como resultado se assistiria ao processo de aumento descontrolado dos índices inflacionários no país (BONIS, 2011).

A decisão de reduzir a taxa de juros seguiu a decisão governamental de reduzir a Selic para padrões “civilizados” mais próximos dos patamares internacionais e retirar do país o ingrato de nação detentora das taxas de juros mais altas do mundo (DILMA, 2012). Como resultado da queda da Selic, a sinalização dada é de incentivar a atividade produtiva do Brasil, estimulando o consumo e prioritariamente os investimentos produtivos, junto com as medidas fiscais e tributárias implementadas pelo governo de modo a sustentar o crescimento de longo prazo. Verifica-se ainda que parte do movimento de reduzir a Selic foi decorrente da intensificação dos impactos da segunda fase da crise financeira internacional sobre a economia brasileira.

Gráfico 3 - Evolução taxa Selic - nominal e real - 2010 a 2012 - em %



Observa-se que houve certa flexibilização na operacionalização do regime de metas de inflação brasileiro nos últimos anos, de modo a torná-lo mais compatível com as políticas econômicas implementadas pelo governo brasileiro com vistas a fomentar o crescimento econômico de longo prazo. Todavia, deve-se atentar ao fato que as bases estruturais do regime de metas, estipuladas pela teoria ortodoxa não foram eliminadas tampouco alteradas, logo, não se pode concluir efetivamente que houve concretamente uma completa flexibilização deste regime de âncora nominal.

10) CONCLUSÃO

Durante os anos 90 o regime de metas de inflação passou a ser adotado por muitos países em todo o mundo, tanto por países desenvolvidos quanto por em desenvolvimento, atualmente já é utilizado em mais de 20 nações. No Brasil o RMI foi implementado no ano de 1999, em um cenário de elevada turbulência internacional, marcado por diversas crises econômicas (em especial dos países ditos emergentes) e ataques especulativos contra a moeda nacional, onde em função do histórico brasileiro de elevados índices inflacionários, preconizava-se que após o fim do regime de metas cambiais seria necessário a adoção de um regime de âncora nominal para manutenção dos preços sob controle.

Observa-se que tanto a fundamentação teórica do regime de metas, bem como sua operacionalização foram desenvolvidos a luz da teoria ortodoxa, sobre a qual recaem inúmeras críticas de economistas heterodoxos, em especial dos alinhados na corrente pós-Keynesiana. Porém, nem mesmo entre estes existe um consenso a respeito da compatibilidade entre seus postulados teóricos e o RMI. Pois, dentro da corrente existem trabalhos desenvolvidos que vão no sentido de buscar a conciliação entre a teoria pós-Keynesiana e o RMI, inclusive com os chamados modelos de simulação, por outro lado, existem teóricos da corrente dos seguidores de Keynes que criticam veementemente qualquer possibilidade de harmonização entre o regime de metas inflacionárias e a teoria pós-Keynesiana, pois, advogam que somente a flexibilização na operacionalização do RMI não seria capaz de alterar os elementos perversos que desestimulam a atividade econômica e permeiam a construção do RMI.

Por meio dos dados levantados a respeito da economia brasileira foi possível diagnosticar que o regime de metas de inflação foi exitoso na missão de manter a estabilidade dos preços no país, na maioria dos anos analisados a inflação oficial (medida pelo IPCA) ficou dentro dos intervalos estipulados. Todavia, do ponto de vista do crescimento econômico e da geração de empregos não se pode fazer a mesma conclusão, pois, até o ano de 2003, o Brasil apresentava baixas taxas de crescimento tanto do PIB quanto da criação de novos postos de trabalho, cenário que apresentou melhoria em 2004 e mais fortemente a partir de 2007, quando o PIB passou a crescer a taxas mais elevadas e foi possível o aumento de novos empregos, sendo que o ápice deste cenário macroeconômico ocorreu em 2010, quando a atividade econômica avançou 7,5% e foram criados quase três milhões de emprego. Logo, parte das críticas que se faziam ao regime, de que não seria possível ao Brasil crescer devido às amarras impostas pelo RMI, foram colocadas em xeque. No entanto, deve-se ressaltar que as taxas médias de crescimento econômico do país ainda estão aquém das verificadas no Brasil durante o século XX e também estão distantes das taxas mensuradas em outros países emergentes atualmente. De positivo, devem-se preconizar os milhões de empregos gerados nos últimos anos, mesmo em momentos de baixo crescimento ou ainda com recessão, vide o ano de 2009, quando mesmo com a retração do PIB em 0,3% foram gerados 1,766 milhão de empregos formais.

Nos últimos anos, em especial durante o governo Dilma, tem se verificado uma nova sinalização por parte do governo federal, no sentido de flexibilizar a operacionalização do RMI, com a utilização de um conjunto mais amplo de instrumentos econômicos, como por exemplo, o compulsório, em substituição a taxa de juros Selic. Sabe-se que esta nova composição só foi possível em função de uma maior coordenação entre as políticas monetária, fiscal e cambial, potencializando seus efeitos sobre a economia. Todavia, a flexibilização feita pelas autoridades econômicas se restringe ao campo operacional, destaca-se que nada (ou praticamente nada) foi feito para alterar os pilares de sustentação do RMI amparados sob o arcabouço teórico da teoria ortodoxa convencional. Porém, atualmente, apesar da taxa Selic ainda ser elevada para os padrões internacionais e contribuir ainda negativamente para o crescimento dos investimentos em capital fixo e conseqüentemente para o crescimento do produto, não se pode diagnosticar como sendo o RMI o principal entrave ao desenvolvimento do potencial econômico e social brasileiro, haja vista, por exemplo, o intenso debate existente no Brasil atualmente a

cerca da desindustrialização.

REFERÊNCIAS

ARAUJO, A. L. Z. Avaliação crítica do regime de metas de inflação a partir de uma ótica pós-Keynesiana. Trabalho apresentado no V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. São Paulo, 2012. Disponível em: <http://www.akb.org.br/upload/130820120848299402_Assilio%20Araujo.pdf> Acesso em: 20 de agosto de 2012.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.A.; WERLANG, S.R.C.. Implementing inflation targeting in Brazil. Working paper series 1, July 2000. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps01.pdf>> Acesso em: 18 de julho de 2012.

BONIS,G. Queda da selic gera críticas. Carta Capital, 01 set. 2011. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br/economia/queda-da-selic-gera-criticas>> . Acesso em: 20 de agosto de 2012.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; SILVA, C.G. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. In: José Luís Oreiro; Luiz Fernando de Paula; Rogério Sobreira. (Org.). Política monetária, bancos centrais e metas de inflação. 1 ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009, v. 1, p. 21-51.

CARVALHO, F.J.C. Sobre a centralidade da teoria da preferência da liquidez na macroeconomia pós-keynesiana. Ensaios FEE, Porto Alegre (17) 2 – p.42-77, 1996. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1875/2248>>. Acesso em: 18 de agosto de 2012.

CURADO, M.L.; OREIRO J.L Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 127-146, set. 2005. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/viewFile/1121/1452>>. Acesso em: 15 de julho de 2012.

DIEESE. Inflação e juros: é necessário mudar o rumo do debate. Nota técnica n.94, janeiro de 2011. Disponível em: <<http://www.dieese.org.br/notatecnica/notaTec94InflacaoeJuros2011.pdf>>. Acesso em: 15 de julho de 2012.

DILMA cobra de bancos corte de juros. O Globo. 01 mai. 2012. Disponível em: <<http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2012/5/1/dilma-cobra-de-bancos-corte-de-juros>>. Acesso em: 15 de julho de 2012.

DEZORDI, L.L. A condução da política monetária brasileira no regime de metas de inflação uma abordagem teórica. 2004. 134f.Dissertação do curso de mestrado em desenvolvimento econômico da UFPR, Curitiba, 2004. Disponível em: <http://dspace.c3sl.ufpr.br/dspace/bitstream/handle/1884/512/LUCAS_DEZORDI_FINAL.pdf?sequence=2>. Acesso em: 18 de agosto de 2012.

FREITAS, M. C. P. Regime de metas a inflação em perspectiva comparada. Fundap – Grupo de Conjuntura. 2008. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap%5Cpdf%5CLivro-Panorama_das_Economias_Internacional_e_Brasileira/06_Regime%20de%20Metas%20de%20Infla%C3%A7%C3%A3o%20em%20perspectiva%20comparada.pdf>. Acesso em: 15 de agosto de 2012.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. American economic review, p.1-17, mar. 1968. Disponível em: <<http://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf>>. Acesso em: 05 de julho de 2012.

FUNDAP. Regime de política macroeconômica no governo Dilma. Boletim de economia 7, setembro de 2011. Disponível em: <http://novo.fundap.sp.gov.br/arquivos/pdf/Boletim_de_Economia%207_Conjuntura_Economica_Regime_de_Politica_Macroeconomica_no_Governo_Dilma.pdf>. Acesso em: 20 de agosto de 2012.

KYDLAND, F.E.; PRESCOTT, E. Rules rather than discretion:the inconsistency of optimal plans. Journal of political economy, v.85, p. 446-743, 1977. Disponível em: <http://www.sfu.ca/~kkasa/prescott_77.pdf>. Acesso em: 05 de julho de 2012.

LEOPOLDO, R. Tombini aponta inflação no centro da meta em 2012. O Estado de São Paulo. 29 set. 2011. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia+geral,tombini-aponta-inflacao-no-centro-da-meta-em-2012,86120,0.htm>>. Acesso em: 05 de julho de 2012.

LIMA,L.;AQUINO,Y. Dilma aposta em crescimento de 5% para 2012. Agência Brasil – Empresa Brasil de Comunicação. 16 dez. 2011. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/noticia/2011-12-16/dilma-aposta-em-crescimento-de-5-para-2012>>. Acesso em: 05 de julho de 2012.

MARTELO, A. Governo anuncia corte recorde de R\$ 50 bilhões no orçamento de 2011. G1 Globo. 09 fev. 2011. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/02/governo-anuncia-corte-recorde-de-r-50-bilhoes-no-orcamento-de-2011.html>>. Acesso em: 06 de julho de 2012.

MENDONÇA, H. F. Metas para câmbio, agregados monetários e inflação. Revista de economia política, vol. 22, n.º 1 (85), janeiro-março 2002. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/metas_para_taxa_de_cambio.pdf>. Acesso em: 06 de julho de 2012.

MISSIO, F.; ALVES, F.D.; FRAINER, D.; CORONEL, D.A. Metas de inflação e o modelo estrutural de previsão: uma análise a partir do caso brasileiro. Teoria e evidência econômica, v.14, n. 27 p.102-124, novembro de 2006. Disponível em: <http://www.upf.br/cepeac/download/rev_n27_2006_art5.pdf>. Acesso em: 05 de julho de 2012.

MODENESI, A..M. Regimes monetários: teoria e experiência do real. Barueri: Manole, 2005.

NEVES, A. L.; OREIRO, J.L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. Ensaios FEE, Porto Alegre, v.29, n.1, p. 101-132, jun.2008. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/2164/2548>>. Acesso em 01 de julho de 2012.

PAULA, L.F.R. 2004. A questão da autonomia do banco central: uma visão alternativa. Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, v. 32, n.1, p. 253-264, maio 2004. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/viewFile/248/431>>. Acesso em: 10 de agosto de 2012.

SARGENT, T.J.; WALLACE, N. "Rational expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. Journal of political economy, v.83, apr.1975. Disponível em: <https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2003/sargent_wallace.pdf>. Acesso em: 05 de julho de 2012.

SICSÚ, J. Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias. Revista de economia política, vol. 22, n.º 1 (85), janeiro-março 2002. Disponível em: <http://ww2.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/teoria_e_evidencias_do_regime.pdf>. Acesso em: 05 de julho de 2012.

_____. Políticas não-monetárias de combate a inflação: uma proposta pós keynesiana. Análise econômica, ano 21, n.39, março 2003. Disponível em: <seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/download/10725/6336>. Acesso em: 05 de julho de 2012.

TAYLOR, J. Discretion versus policy rules in practice. Cornegie-Rochester conference series on public policy 39, p. 195-214 (1993). Disponível em: <<http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>>. Acesso em: 05 de julho de 2012.

VAL, V.C.; LINHARES, L. O papel da moeda em Mark e Keynes. Leituras de economia política, Campinas, 14, p. 81-107, agosto-dezembro de 2006. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/leituras-de-economia-politica/V11-F1-S14/5%20LEP14_O%20papel%20da%20moeda.pdf>. Acesso em: 15 de julho de 2012