

KARIN VANESSA MOCELIN

**ANÁLISE DOS DETERMINANTES DA RECENTE INFLAÇÃO BRASILEIRA:
DE 1999 A 2007**

Monografia apresentada como requisito ao título de bacharel em Ciências Econômicas do Curso de Graduação em Economia da Universidade Federal do Paraná.

Prof. Orientador: João Basílio Pereima Neto.

CURITIBA

2008


TERMO DE APROVAÇÃO


KARIN VANESSA MOCELIN

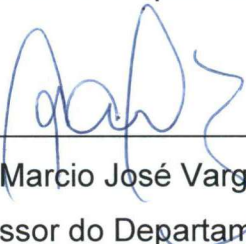
ANÁLISE DOS DETERMINANTES DA RECENTE INFLAÇÃO BRASILEIRA: DE 1999 A 2007

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas, pela Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, mediante a seguinte banca examinadora:

Orientador: _____


Prof. João Basílio Pereima Neto
Professor do Departamento de Economia da UFPR


Prof. Luiz Antonio Domakosky
Professor do Departamento de Economia da UFPR


Prof. Marcio José Vargas da Cruz
Professor do Departamento de Economia da UFPR

**CURITIBA
2008**

SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS E TABELAS.....	iv
RESUMO	v
1 INTRODUÇÃO.....	1
2 ANTECEDENTES DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	3
2.1 O <i>TRADE-OFF</i> ENTRE INFLAÇÃO E DESEMPREGO: AS DIVERSAS VERSÕES DA CURVA DE PHILLIPS	3
2.2 A FORMA DE CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA: REGRA VERSUS DISCRICIONARIEDADE	12
2.3 A INFLAÇÃO E OS REGIMES DE CÂMBIO	14
2.3.1 Regimes Cambiais.....	15
2.3.2 Regime de Câmbio Intermediário	17
2.4 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	19
3 INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA APÓS 1999.....	22
3.1 A INFLAÇÃO NO BRASIL APÓS A ADOÇÃO DO REGIME DE METAS	23
3.2 O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	24
3.3 RESULTADO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	27
4 O CENÁRIO ATUAL DA INFLAÇÃO BRASILEIRA	33
4.1 O IMPACTO DO CHOQUE DE OFERTA SOBRE OS PREÇOS	33
4.2 ANÁLISE DO CHOQUE DE OFERTA SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA E A POSIÇÃO DO BANCO CENTRAL.....	36
5 CONCLUSÃO	43
6 REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA	45

LISTA DE GRÁFICOS E TABELAS

GRÁFICO 2.1 A CURVA DE PHILLIPS ORIGINAL: RELAÇÃO ENTRE INFLAÇÃO SALARIAL E DESEMPREGO.....	4
GRÁFICO 2.2 A CURVA DE PHILLIPS VERSÃO DE SAMUELSON-SOLOW: RELAÇÃO ENTRE A TAXA DE INFLAÇÃO ANUAL E O DESEMPREGO.....	5
GRÁFICO 2.3 A CURVA DE PHILLIPS VERSÃO FRIEDMAN-PHELPS E A HIPÓTESE ACELERACIONISTA.....	8
GRÁFICO 2.4 CURVAS DE OFERTA DE CURTO E LONGO PRAZO.....	10
GRÁFICO 2.5 CURVA DE PHILLIPS VERTICAL – VERSÃO LUCAS.....	10
GRÁFICO 3.1 – META PARA O IPCA E IPCA EFETIVO	26
TABELA 3.1 – HISTÓRICO DE METAS PARA INFLAÇÃO NO BRASIL E INFLAÇÃO EFETIVA.....	26
GRÁFICO 3.2 – TAXA SELIC E TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL.....	28
GRÁFICO 3.3 – EVOLUÇÃO DO PIB, SELIC E IPCA EFETIVO.....	28
TABELA 3.2 – INDICADORES ECONÔMICOS DE 1999 A 2004.....	31
TABELA 4.1 – ÍNDICE DE VARIAÇÃO DOS PREÇOS DOS ALIMENTOS.....	34
GRÁFICO 4.1 – VARIAÇÕES NO PREÇO DAS <i>COMMODITIES</i>	34
TABELA 4.2 – TAXA ACUMULADA DO CÂMBIO OUT/2007 A SET/2008.....	38
GRÁFICO 4.2 – EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB.....	39
TABELA 4.3 – TAXA REAL DE CRESCIMENTO DO PIB.....	40
GRÁFICO 4.3 – COMPONENTES DA DEMANDA.....	41
GRÁFICO 4.4 – NÍVEL DE PRODUÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA VERSUS PRODUTIVIDADE DO TRABALHO.....	41

RESUMO

A presente monografia tem por objetivo apresentar uma análise dos determinantes da inflação brasileira, dando ênfase ao período compreendido entre julho de 2007 a setembro de 2008. Para isso, primeiramente será realizada uma revisão teórica das principais teorias macroeconômicas que levaram à adoção do regime de metas de inflação. No capítulo seguinte serão mostrados os principais momentos da economia brasileira a partir da estabilização com o lançamento do Plano Real, e os motivos que levaram à adoção do regime de metas de inflação, recordando seus principais momentos. Por fim, o último capítulo analisa a situação inflacionária do país a partir do segundo semestre de 2007 até setembro de 2008, apontando as causas e opiniões dos principais economistas brasileiros sobre qual é a posição da autoridade monetária para estabilizar a pressão inflacionária e ter eficiência no alcance das metas pré-estabelecidas.

1 INTRODUÇÃO

A inflação, que é o aumento persistente de preços, resultando numa contínua perda de poder aquisitivo monetário, foi e é, até hoje, uma das principais preocupações dos cidadãos brasileiros, bem como, dos responsáveis pelas políticas econômicas no governo. Em vista disso, a busca pela estabilidade de preços é um dos principais objetivos da autoridade monetária.

Nos anos 80 a economia brasileira enfrentou a chamada inflação inercial, caracterizada por taxas elevadíssimas de inflação, e sua conseqüente transição para a hiperinflação, quando os preços passam a crescer de forma explosiva. Na tentativa de estabilização, os governos da época tentaram implantar uma série de planos econômicos para conter a hiperinflação, mas a situação só seria controlada com o lançamento do Plano Real, em junho em 1994, com a criação de uma unidade de valor indexada, com paridade fixa com o câmbio, reajustada diariamente de acordo com a inflação passada, a URV, que mais tarde se converteria em Real tornando-se a única moeda do país. O plano trouxe enfim a estabilidade e desindexação tão necessárias à economia do país, através da ancoragem cambial, ou seja, ancorando a moeda nacional em uma moeda forte.

A partir de 1999, devido às crises no sistema financeiro internacional, principalmente russo e asiático, a âncora que segurava os preços internos ficou abalada. Isso levou o governo a adotar o regime de metas de inflação, que é baseado em anúncios de metas pré-estabelecidas para a inflação futura. Sua execução é de responsabilidade da autoridade monetária, que para alcançá-las pode fazer uso de todos os seus instrumentos de política monetária. Desde então, o país baseia sua política econômica no tripé câmbio flutuante, superávit primário através do equilíbrio fiscal, e metas de inflação.

O câmbio flutuante garante o ajuste do balanço de pagamentos; o superávit primário, ajuda a controlar a demanda evitando amplas flutuações da taxa de câmbio e as metas de inflação são utilizadas como a âncora nominal do sistema.

O sistema de metas de inflação aliado ao aumento das taxas de juros para manter as reservas cambiais, promoveu a estabilidade da economia, expandindo a oferta monetária, controlando a inflação e a demanda agregada.

Mas, a partir do segundo semestre de 2007, o regime de metas de inflação depara-se com um aumento descontrolado nos preços dos alimentos e do petróleo,

que como será mostrado decorre de um choque de oferta internacional, derivado do aumento de demanda de *commodities*, pelos países com crescimento elevado, precisamente China, Índia e Rússia, trazendo novamente à economia brasileira o fantasma da inflação.

Este trabalho se propõe a analisar a inflação presente na economia brasileira, no período especificado, que como será demonstrado é acometida por um choque de oferta, elevando os preços mundialmente. Para isso, será dividido em três seções além desta introdução e das considerações finais. A primeira seção descreve as teorias que antecederam e que, de alguma forma, foram importantes para a decisão da implantação do regime de metas. Destaca-se neste estudo: as diversas versões da curva de Phillips e suas conclusões entre inflação e taxa de desemprego; o debate entre regra e discricionismo, e qual a melhor forma de condução da política monetária; os diferentes modelos de regimes de câmbio e como mudanças em suas taxas impactam a inflação, fazendo uma análise ao período brasileiro; por fim o capítulo encerra definindo o regime de metas de inflação. A segunda seção trata do regime de metas de inflação no Brasil e faz uma análise dos resultados obtidos na economia nos quase dez anos de sua implantação. A terceira e última seção trata da recente inflação brasileira, demonstrando quais suas causas aparentes e como a autoridade monetária, responsável por atingir a meta estabelecida anual, deverá atuar ou proceder para seu alcance, sem prejudicar a economia.

2 ANTECEDENTES DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Das teorias existentes sobre inflação, alguns elementos teóricos tornaram-se alicerces para a decisão de implantação do regime de metas de inflação. Entre eles destacam-se: o debate sobre o *trade-off* entre inflação e desemprego, expresso nas diversas versões da curva de Phillips; a forma de condução da política monetária com ênfase nas medidas que prevêm a adoção de regras ou atitudes discricionárias; os regimes de câmbio e, como mudanças excessivas em sua taxa podem impactar a inflação.

Através de uma análise de teorias macroeconômicas, será possível identificar os motivos que conduziram a autoridade monetária a adotar o regime de metas para controle da inflação, o qual por sua vez, será devidamente apresentado ao final deste capítulo.

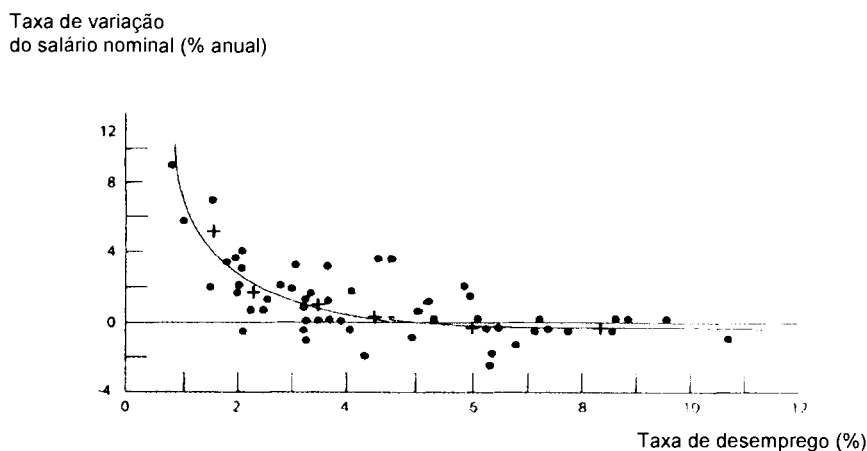
2.1 O *TRADE-OFF* ENTRE INFLAÇÃO E DESEMPREGO: AS DIVERSAS VERSÕES DA CURVA DE PHILLIPS

O trabalho empírico de A. W. Phillips, publicado em 1958, (PHILLIPS, apud CARDIM, et al, 2001, p. 230) utilizando dados da economia do Reino Unido de 1861 a 1913, deu origem à chamada curva de Phillips, a qual estabelece uma relação não linear e inversa entre as taxas de desemprego e a variação nos salários nominais.

O gráfico a seguir mostra a relação encontrada por Phillips, o chamado *trade-off* entre inflação e desemprego e a existência, no curto prazo, de uma taxa de desemprego natural. A hipótese defendida por Phillips era que quanto mais restrito o mercado de trabalho, maior teriam que ser os salários, para atrair novos trabalhadores e permanecer com os velhos.

A relação entre essas variáveis era não-linear com diferentes análises para curto e longo prazo.

GRÁFICO 2.1 – A CURVA DE PHILLIPS ORIGINAL: RELAÇÃO ENTRE INFLAÇÃO SALARIAL E DESEMPREGO



FONTE: MODENESI (2005, p. 59).

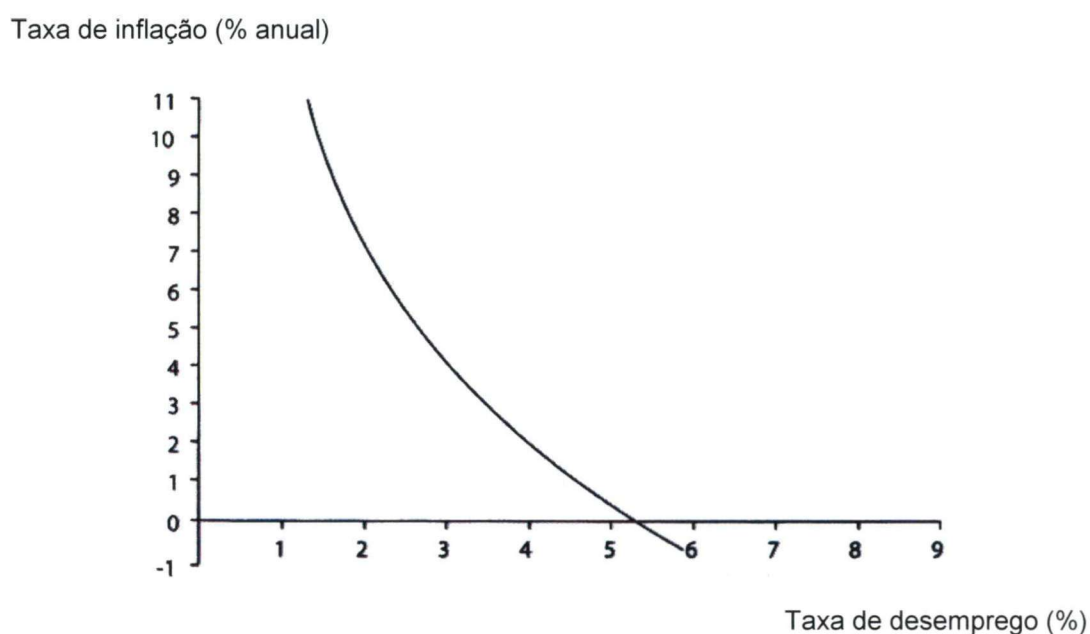
Conhecido como o gráfico da curva de Phillips, constitui-se em uma curva em formato hipérbole, expressando uma relação estatística inversa entre a taxa de variação percentual do salário nominal, w (inflação salarial), e a taxa de desemprego, u , resultando na função $W = F(U)$. A curva de Phillips na versão original representa uma relação microeconômica entre o preço (salário nominal) e a quantidade transacional de um bem (a mão-de-obra). (AMADEO, 1982, p. 56).

Em uma economia em recessão, com alto desemprego, o salário varia pouco, mas em períodos de crescimento, o desemprego é baixo e os salários nominais aumentam, de acordo com a oferta e a demanda de mão-de-obra no mercado de trabalho. Em outras palavras, é a demanda efetiva que determina o nível de emprego e afeta o salário nominal.

Como a curva de Phillips em sua versão original apresentava uma relação de longo prazo entre a taxa de variação dos salários e o nível de desemprego, considerada fixa, não representaria a realidade em casos de inflação alta. Sendo assim, em 1960 Paul Samuelson e Robert Solow (apud CARDIM, et al 2001, p. 230), utilizando dados da economia americana de 1935 a 1960, modificaram o exercício original de Phillips, relacionando a inflação com a taxa de desemprego, $P = f(U)$ ao invés da taxa de variação dos salários nominais, e concluíram que, a inclinação negativa da curva indicava que um aumento de desemprego poderia moderar ou eliminar o aumento de preços.

Essa nova versão da curva de Phillips fornecia diferentes combinações entre inflação e desemprego, dentre as quais os *policymakers* escolheriam a melhor política fiscal ou monetária a ser implantada naquele momento. Sua nova especificação tornou-se crucial para a condução da política econômica, tornando-se a pedra fundamental para a teoria macroeconômica. (MODENESI, 2005, pg 62).

GRÁFICO 2.2 – A CURVA DE PHILLIPS VERSÃO DE SAMUELSON-SOLOW: RELAÇÃO ENTRE A TAXA DE INFLAÇÃO ANUAL E O DESEMPREGO.



FONTE: MODENESI (2005, p. 61)

No final dos anos 60, mais precisamente em 1968, a curva de Phillips teve uma nova variável adicionada à sua equação: a inflação era explicada agora tanto pela taxa de desemprego, quanto pelas expectativas dos agentes econômicos com relação à inflação.

Para Friedman e Phelps, segundo AMADEO (1982), a curva original de Phillips era válida apenas em uma economia com estabilidade de preços, não existiam expectativas inflacionárias. A antecipação ou formação de tais expectativas pelos agentes deu origem à curva de Phillips na versão de Friedman-Phelps.

Na verdade, Friedman e Phelps colocaram em cheque a validade da curva de Phillips alegando que a existência de expectativas, especialmente do tipo

adaptativas, poderia levar a uma situação de inflação, mesmo sem queda de desemprego.

Tem-se como princípio para a construção da teoria de política monetária friedmaniana, conforme CARDIM (2001, p.199), a existência de uma taxa natural de desemprego. Uma economia em repouso, ou seja, não sofrendo nenhuma intervenção macroeconômica, tem a sua taxa de desemprego igual à taxa natural¹, somente vigorando o desemprego friccional² e o desemprego voluntário.³ Para Friedman, quando a taxa de desemprego é igual à taxa natural, todos os trabalhadores satisfazem suas preferências, estejam empregados ou não. Não há desemprego involuntário.

Friedman supôs que os agentes formam expectativas adaptativas baseadas no passado. Uma política econômica visando o pleno emprego e com aumento da oferta monetária, realmente pode aumentar o nível de preços e/ou a produção no curto prazo. Mas, caso esta política exceda as necessidades monetárias para o crescimento da taxa de renda real de equilíbrio no longo prazo, a inflação eliminará qualquer estímulo adicional à produção. No entanto, no curto prazo, estímulos à produção com juros baixos e preços elevados, elevam a demanda por mão-de-obra permitindo um aumento nos salários nominais.

A teoria de Friedman-Phelps pressupõe a existência de uma ilusão monetária por parte dos trabalhadores, que percebem o aumento nominal dos salários como um aumento real, e elevam a oferta de mão-de-obra. Entretanto, os empresários só aumentam o emprego com salários reais menores, o que não é percebido pelos trabalhadores, visto que a oferta de trabalho dependeria do salário real esperado (segundo Friedman), ou do salário nominal relativo (segundo Phelps). (AMADEO, 1982, p. 56-65).

Os trabalhadores só percebem que estão sofrendo de uma ilusão monetária quando realizam suas compras, pois verificam que ocorreu uma elevação dos preços, o que acaba por mostrar-lhes que o aumento nominal do salário, não aumentou o salário real, reduzindo desta forma o poder de compra dos mesmos.

¹ Taxa de desemprego que incorpora características estruturais e institucionais do mercado de trabalho e de bens. (CARDIM, et al, 2001, p. 199).

² Aquele em que os trabalhadores estão temporariamente desempregados, ou em transição de um emprego para o outro; também conhecido como o desemprego existente em função das incompatibilidades passageiras entre trabalhadores e vagas. (CARDIM, et al, 2001, p. 199).

³ Aquele em que os trabalhadores estão desempregados porque consideram que não vale a pena trabalhar pelo salário real ofertado. Ou seja, tanto as horas livres para o lazer proporcionadas pelo desemprego, quanto os bens que poderão ser adquiridos com o salário pago ao trabalho, proporcionam satisfação. (CARDIM, et al, 2001, p. 199).

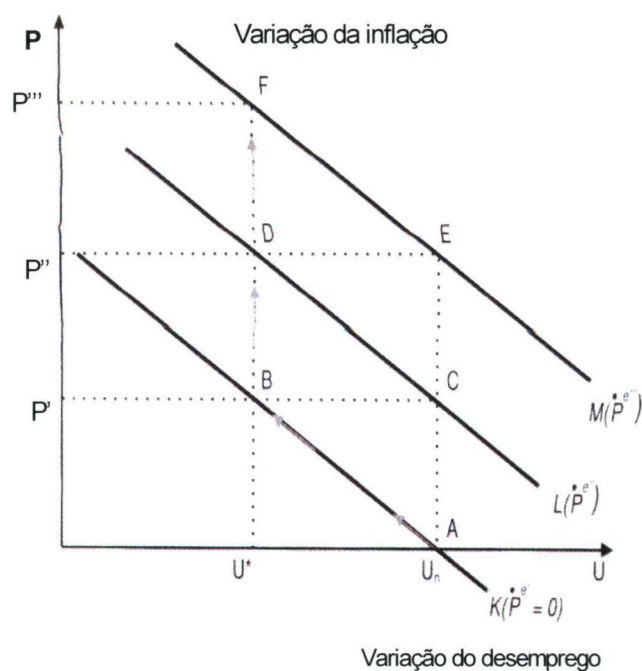
Desfeita a ilusão monetária, os trabalhadores retornam ao estado de desemprego voluntário fazendo com que os impactos reais sobre a produção, a renda e o emprego se tornem nulos. Em outras palavras, na ausência de ilusão monetária, o nível de desemprego se iguala à taxa natural.

A hipótese da taxa natural de desemprego implicava a não existência do *trade-off* entre desemprego e inflação, pois em curto prazo, implicaria erros sobre a inflação futura que só persistiriam por algum tempo. No longo prazo, sem frustração de expectativas não há *trade-off* entre inflação e desemprego, transformando a curva de Phillips original de sentido decrescente para o sentido vertical, estando a economia na taxa de desemprego natural. A curva indica que quanto maior for a ilusão de expectativas, maior será a diferença entre a taxa corrente e a taxa natural de desemprego. (CARDIM, et al, 2001, p. 202).

Como pudemos observar, a eficácia da política monetária está estreitamente ligada ao fenômeno de ilusão monetária sofrida pelos trabalhadores. Desta forma, para que o desemprego permaneça abaixo de sua taxa natural, estes precisam ser iludidos constantemente. Para que isto ocorra se faz necessário a implementação de políticas monetárias expansionistas, que conseqüentemente provocará uma inflação crescente, acelerando a velocidade de crescimento dos preços. Só assim, os trabalhadores enxergarão a inflação presente sempre maior que a passada e a taxa corrente de desemprego será inferior à taxa natural. Este resultado dá origem à curva de Phillips aceleracionista, derivada das suposições centrais do monetarismo: a existência da taxa natural de desemprego e a incorporação das expectativas adaptativas. Ao estabelecê-la, Friedman confirma a existência de um *trade-off* entre inflação e desemprego. (CARDIM, et al, 2001, p. 203).

A curva de Phillips versão Friedman-Pheps aceleracionista é apresentada abaixo:

GRÁFICO 2.3 – A CURVA DE PHILLIPS VERSÃO FRIEDMAN-PHELPS E A HIPÓTESE ACELERACIONISTA



FONTE: CARDIM, (2001, p.203).

O gráfico acima representa uma situação em que o desemprego permanece abaixo da taxa natural. Na curva K , a expectativa inflacionária é $P^e = 0$, sendo A o ponto em que a taxa de desemprego é igual à taxa natural, ou seja, a inflação efetiva é igual à inflação esperada. Dada uma expansão monetária, a curva se desloca para o ponto B , onde a taxa corrente de desemprego (U^*) é menor que a taxa natural, resultando em uma taxa de inflação efetiva P' maior que a taxa esperada P^e . Ao perceberem isso, os trabalhadores retornam ao estado de desemprego natural, deslocando a curva para o ponto C , criando a nova curva L . Neste novo ponto de equilíbrio, os trabalhadores passam a conviver com uma taxa constante de inflação P' , e a expectativa inflacionária é P^e . Novamente, ocorre uma expansão monetária para que a taxa de desemprego possa permanecer no nível U^* , deslocando a curva para o ponto D , gerando os mesmos efeitos anteriores sobre o desemprego e a expectativa de inflação. Da mesma forma ocorre nos pontos E e F representados no gráfico. (CARDIM, et al, 2001, p. 203-204).

Logo após Friedman contribuir ao estudo da curva de Phillips, Robert Lucas, (LUCAS, apud CARDIM, 2001, p. 213-214) membro da escola novo-clássica, que se baseia em várias hipóteses monetaristas, construiu uma função-utilidade para os

trabalhadores, onde lazer presente e futuro são substituídos, e flutuações no salário real podem gerar flutuações no nível geral de desemprego. Concluiu que o que ocorria com o nível de desemprego dependia do processo pelo qual os agentes econômicos formavam suas expectativas sobre preços e salários futuros e determinavam a taxa natural de salários. Lucas, ao contrário de Friedman acreditava que os agentes eram maximizadores de satisfação, eles otimizavam também as informações recebidas, e não formavam suas expectativas olhando somente para trás (*backward-looking*), mas olhavam também para o futuro (*forward-looking*).

Com isso, em 1972, Lucas adota a hipótese das expectativas racionais desenvolvida por John Muth (MUTH, apud CARDIM, 2000, p. 216), assumindo que os agentes não formavam expectativas incorretas sistematicamente. Desta maneira, Lucas tornou os desvios da taxa natural de desemprego, temporários, sendo esta restabelecida logo que os erros expectacionais fossem corrigidos.

Essa mudança acabou gerando implicações nos modelos keynesianos e monetaristas, pois ambos eram incapazes de obter resultados favoráveis em possíveis intervenções macroeconômicas.

Ao afirmar que as expectativas são racionais, supõe-se que todos os agentes entendem a economia igualmente e este entendimento corresponde à verdadeira forma operacional da economia. Em resumo, se o governo anunciar um aumento de moeda, isto representará apenas um aumento nos salários e nos preços, como reação, os agentes antecipadamente elevarão salários e preços da economia. Isto prova a ineficácia de uma política monetária expansionista para alterar o nível de emprego e produto, pois existe a taxa natural de desemprego. (CARDIM, et al, 2001, p. 228).

Para os novos-clássicos, independentemente da posição da taxa corrente de desemprego em relação à taxa natural, a economia estará em equilíbrio, pois famílias e firmas agem racionalmente, maximizando suas satisfações e lucros.

A taxa corrente de desemprego só não coincidirá com a taxa natural quando o governo implementar uma política monetária de surpresa, porque assim ocorrerá uma decepção das expectativas em relação a estoque monetário e variação do nível de preços. É o chamado erro expectacional, os agentes erram porque são surpreendidos. (CARDIM, et al, 2001, p. 214).

A situação é explicada conforme os gráficos abaixo:

GRÁFICO 2.4 – CURVAS DE OFERTA DE CURTO E LONGO PRAZO

Curvas de oferta de curto e longo prazos

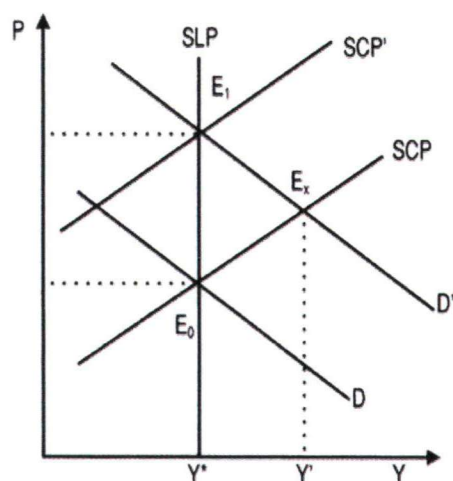
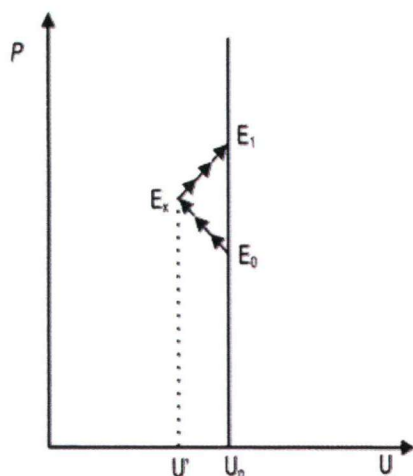


GRÁFICO 2.5 – CURVA DE PHILLIPS VERTICAL – VERSÃO LUCAS

Curva de Phillips vertical – versão Lucas



FONTE: CARDIM, (2001, p. 220).

Uma expansão monetária utilizando o elemento surpresa reduz o desemprego temporariamente, pois os agentes ao serem surpreendidos, sofrem uma restrição de informações, e mesmo possuindo expectativas racionais, entendem de forma errada o movimento dos preços e expandem sua produção contratando mais mão-de-obra, pois enxergam um aumento na demanda por seus produtos,

fazendo com que a taxa corrente de desemprego fique abaixo da taxa natural. No entanto, assim que tais erros são corrigidos, ou seja, passado o tempo necessário para o entendimento do verdadeiro movimento das variáveis, produção e emprego retornam ao seu nível original, que é correspondente à taxa natural de desemprego. Desta forma, não existe o *trade-off* entre inflação e desemprego.

Nos gráficos 2.4 e 2.5, esta situação é descrita por uma função oferta agregada e pela curva de Phillips na versão Lucas. A curva de oferta vertical SLP indica que no longo prazo (situação em que não há choques de demanda ou monetário) o produto da economia é gerado através da quantidade de trabalhadores empregados, ou seja, quando a taxa de desemprego é igual à taxa natural, significando que uma política macroeconômica não altera o produto. (CARDIM, 2001, p. 219).

O gráfico 2.4 mostra que, uma expansão monetária de surpresa, desloca a curva de demanda D para D' , aumentando o produto de Y^* para Y' , o que conseqüentemente reduz o desemprego de U_m para U' como demonstra o gráfico 2.5. Mas esta redução é temporária. O mesmo gráfico ainda mostra que uma expansão monetária eleva o nível de preços da economia, e assim que este aumento é percebido pelos empresários e trabalhadores, a produção é reduzida, deslocando a curva de oferta SCP para SCP' , voltando o desemprego em seu nível natural, ou seja, de U' para U_n . (CARDIM, 2001, p. 220).

Em posse destes resultados, a economia novo-clássica propõe que o governo não implemente políticas desconhecidas, pois estas causam impactos sobre variáveis econômicas reais, criando um ambiente de incerteza e desconfiança por parte dos agentes.

A conclusão de Lucas é que não é bom enganar os agentes, pois com isso cria-se um ambiente nervoso de expectativas que somente fazem com que aumente a inflação. Desta forma, CARDIM (2001, p. 221), afirma que os novos-clássicos propuseram uma organização do Banco Central para conduzir as políticas monetárias de forma que reduzissem as políticas surpresa. Das propostas sugeridas, as mais importantes são: a criação de bancos centrais independentes e a utilização de metas de inflação como objetivo da política monetária. Mas, a independência do Banco Central não está somente em possuir autonomia para realizar políticas monetárias, mas também em perseguir a estabilidade de preços, e ainda, assumir a tarefa de guardião da estabilidade de poder de compra da moeda.

A hipótese de Lucas está baseada na credibilidade do Banco Central. Se este anuncia que se comprometerá em diminuir a inflação e os agentes acreditam, eles diminuem suas expectativas de inflação para o período posterior, reduzindo assim o nível de inflação corrente sem que ocorra o aumento da taxa de desemprego. A inflação cairia mesmo que o desemprego permanecesse em sua taxa natural. Isso prova que uma redução na expansão monetária pode ser neutra tanto no curto, quanto no médio e longo prazos.

É importante ressaltar que Lucas não acreditava que a desinflação pudesse ocorrer sem nenhum aumento de desemprego, mas sim que esse aumento seria menor quanto maior fosse a credibilidade do Banco Central, pois faria os agentes alterarem o modo como formavam suas expectativas sobre a inflação.

2.2 A FORMA DE CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA: REGRA VERSUS DISCRICIONARIEDADE

Durante décadas, acadêmicos de diferentes países realizam estudos empíricos e teóricos sobre como conduzir a política monetária. Mas ainda não há nenhum consenso ou acordo em relação a melhor forma de política monetária a ser adotada, seja ela discricionária ou baseada em regras. Nesta seção será realizada a análise de algumas teorias, visando demonstrar duas das diversas posições adotadas sobre este assunto.

Segundo DORNBUSCH, "... o ponto crucial, a saber, é se as autoridades monetária e fiscal devem conduzir a política de acordo com a regra preanunciada que descreverá como suas variáveis políticas serão determinadas futuramente, ou se devem ser autorizadas a usar sua discricção na determinação de tais variáveis".(DORNBUSCH, 2002, p. 536).

Uma regra monetária ativista é aquela em que o percentual da taxa de crescimento da oferta monetária é mantido constante, independente do que aconteça, ou seja, este percentual será elevado acima do aumento do desemprego, ou diminuirá automaticamente no caso de diminuição do desemprego. Desta forma, o discricionarismo consiste na liberdade de utilizar todos os instrumentos monetários disponíveis por parte da autoridade monetária, sem que esta assuma qualquer compromisso preestabelecido, determinando a política monetária conforme o estado corrente da economia. (DORNBUSCH, 2002, p. 537).

Friedman (apud MODENESI, 2005) defende a adoção de regras fixas para a política monetária, condicionando os instrumentos à execução dos objetivos pré-estabelecidos. Sua hipótese aceleracionista constitui de forma clara sua posição contrária ao discricionarismo monetário, pois qualquer tentativa de reduzir o nível de desemprego abaixo de sua taxa natural tem como consequência uma inflação crescente.

As autoridades ao enganar os agentes, utilizando-se de formas discricionárias de política monetária, intervêm temporariamente nos resultados econômicos, mas estas intervenções acabam desestabilizando a economia, que passa a sofrer com fatores imprevisíveis. Os agentes se adaptam a nova realidade, mas têm sua habilidade expectacional reduzida. (MODENESI, 2005, p. 73-75)

É importante identificar se a política monetária está sendo conduzida de forma discricionária ou com base em alguma regra que trata a política monetária como um processo contínuo. Com discricionariedade, o Banco Central de um país pode responder de forma ótima às condições presentes da economia, pois trata as condições e expectativas passadas como inalteráveis e irrelevantes. Entretanto, não podemos esquecer que os agentes econômicos tomam suas decisões hoje, baseados em expectativas futuras.

Desta forma, Friedman defendeu a ideia de condução da política por meio de uma regra monetária que estipulasse uma taxa fixa de crescimento, evitando oscilações bruscas no comportamento da política monetária, eliminando distúrbios na economia, mas, sem perder a confiança na autoridade monetária por parte dos agentes. (DORNBUSCH, 2002, p. 538).

É importante ressaltar que o conceito de políticas monetárias baseadas em regras, não é imutável e permite uma revisão sempre que necessário, desde que seja conduzida visando uma atualização para otimizar as condições econômicas do país, ou seja, a regra deverá ser efetiva até quando um novo entendimento de variáveis econômicas se fizer necessário.

Adotar uma regra para conduzir a política monetária é o mesmo que estabelecer uma âncora nominal, ou seja, fixar um valor a uma variável chave, utilizada como elemento central pela política monetária. As variáveis mais utilizadas como âncoras nominais são: a taxa de câmbio, o estoque monetário e a taxa de inflação.

2.3 A INFLAÇÃO E OS REGIMES DE CÂMBIO

Antes de demonstrar como as mudanças excessivas na taxa de câmbio podem impactar sobremaneira a inflação, cabe fazer uma revisão do seu conceito.

Segundo CARDIM, "... o comportamento do mercado cambial está subordinado ao regime cambial vigente em cada economia. Este regime é definido pela regra estabelecida para a formação da taxa de câmbio e também pelo grau de conversibilidade da moeda doméstica". (CARDIM, et al, 2001, p. 408).

A taxa de câmbio é o valor da moeda estrangeira medida em unidades da moeda nacional, por isso, uma desvalorização cambial, se refere à elevação desta taxa, da mesma forma que a apreciação cambial diz respeito à queda desta taxa. A inflação em alguns momentos pode ser explicada pelas desvalorizações cambiais.

Em artigo publicado à Folha de S. Paulo, em 09/05/2005, Bresser Pereira define a taxa de câmbio como "... o preço macroeconômico mais importante de qualquer economia, pois determina a exportação e importação (podendo gerar crises na Balança de Pagamentos), determina os salários reais, o consumo e a poupança interna, além de determinar o investimento, na medida em que facilita o seu financiamento através de aumentos de poupança interna, ou gerando estímulos os investimentos em exportação".

Para Bresser, algumas experiências históricas ocorridas em países com desenvolvimento acelerado, ensinam que uma taxa de câmbio depreciada é uma importante estratégia para o desenvolvimento.

Mas o que se observa em países em desenvolvimento, é a apreciação da taxa de câmbio, pois gera populismo econômico, fiscal e cambial, para o governo que a adota, sendo assim utilizada como ponto favorável em períodos eleitorais. E também dada a grande quantidade de capitais nos mercados financeiros internacionais, países com câmbio apreciado tornam-se objeto de entradas de capitais, principalmente naqueles em que a taxa de juros é alta, como acontece no Brasil. Sendo assim, em curto prazo, a taxa de câmbio apreciada, torna-se incompatível com a acumulação de capital e com o crescimento econômico.

Cada país administra a taxa de câmbio conforme seu cenário econômico. Uma forma estratégica de evitar a apreciação cambial é fazer com que o Banco Central neutralize a entrada de divisas estrangeiras.

Na medida em que mantém a economia aberta ao exterior, a mudança permanente na taxa de câmbio afeta o preço dos bens comercializáveis. É o chamado *pass-through*, ou repasse da depreciação à inflação.

Segundo FERREIRA (2000), o efeito *pass-through* da taxa de câmbio vem sendo utilizado para analisar relações entre variações cambiais e regras de fixação de preços. Essa expressão é utilizada para referir-se a mudanças cambiais em preços aos consumidores, investimentos, volumes de comércio e preços de exportações e importações.

A economia brasileira possui uma estrutura de formação de preços vinculada a taxa de câmbio desde o lançamento do Plano Real em 1994, e isto aumenta qualquer impacto de instabilidade cambial na inflação. A volatilidade cambial e os demais choques exógenos de oferta atingem a maioria dos preços dos bens e serviços.

Os preços dos bens comercializáveis sofrem diretamente o impacto da variação cambial ou dos preços internacionais. Mas este impacto é distinto para cada setor exportador. CARBAUGH (2004), afirma que quanto maior o grau de diferenciação do produto de um país exportador, maior será o seu controle sobre os preços e mais protegido estará de variações cambiais.

Já os preços dos bens não-comercializáveis que são destinados ao mercado interno sofrem indiretamente com o *pass-through*. A justificativa para isso está no fato de que, um aumento na renda disponível para pagamento dos bens administrados reduz a demanda interna por outros bens, e ainda, elevadas taxas de juros impactam diretamente apenas sobre estes preços que são quase insensíveis à desvalorização cambial. São os preços dos bens não comercializáveis, que se ajustam à redução de demanda agregada provocada pelo aumento da taxa de juros, através de redução de custos salariais e margens de lucro.

O impacto dos movimentos cambiais sobre a inflação varia de acordo com o grau de abertura da economia, o nível de câmbio real, o ciclo econômico e o grau de inércia inflacionária.

2.3.1 Regimes Cambiais

Durante a década de 80, o Brasil passou por um processo inflacionário crônico, com intensa instabilidade macroeconômica. Após diversas tentativas

fracassadas de estabilizar a economia, foi somente em 1994, com a implementação do Plano Real, que tinha como alicerce a criação de uma moeda forte, indexada através de uma âncora cambial, que o país conquistou a tão esperada estabilidade econômica. Desta forma, a abordagem de regimes cambiais neste trabalho torna-se essencial para entendimento do processo inflacionário e a busca pela estabilização na economia brasileira.

Um regime cambial é definido pela regra que forma a taxa de câmbio, enfatizando as regras que regem o grau de conversibilidade da moeda doméstica, ou seja, a liberdade de um país local adquirir moeda de um país estrangeiro e pagar essa compra com sua própria moeda. (CARDIM, et al, 2001, p.409).

Existem vários regimes cambiais importantes, mas a princípio faremos a análise de dois tipos puros extremos: o regime de flutuação pura e a paridade fixa.

O primeiro passo é definir a taxa de câmbio. Como já mencionado neste capítulo, dá-se o nome de taxa de câmbio ao valor da moeda estrangeira medida em unidades da moeda nacional, portanto, uma elevação da taxa de câmbio aumenta o preço da moeda estrangeira em relação à moeda local, isso causa uma desvalorização da moeda local, bem como, uma queda da taxa de câmbio diminui o preço da moeda estrangeira, causando uma apreciação na moeda local.

Um regime de flutuação cambial pura ou câmbio perfeitamente flexível é formado por taxas de câmbio determinadas exclusivamente pelas forças de mercado. Desequilíbrios ocasionais no mercado de câmbio resolvem-se rapidamente através de uma mudança na taxa, levando somente a prováveis desequilíbrios no balanço de pagamentos, resultando em impactos no desempenho da economia doméstica que é afetada através de variações na taxa de câmbio. Variações cambiais servem também para ajustar o balanço de pagamentos. (CARDIM, et al, 2001, p. 409).

Um déficit no balanço de pagamentos gera uma desvalorização cambial doméstica, tornando as exportações mais baratas e conseqüentemente mais caras as importações. O impacto na balança comercial é positivo, aumentando exportações e diminuindo importações, proporcionando equilíbrio externo. No caso de um superávit no balanço de pagamentos, o efeito é oposto. Gera uma valorização cambial doméstica, aumentam as importações e diminuem as exportações, o impacto na balança comercial é negativo. (CARDIM, et al, 2001, p. 410).

Como o Banco Central não intervém no mercado, ele não necessita de reservas internacionais. "... Ou seja, desequilíbrios no balanço de pagamentos não se traduzem em variações de reservas. Isto implica apenas relações entre o mercado cambial e monetário doméstico". (CARDIM, et al, 2001, p. 411).

O regime de câmbio fixo por sua vez é aquele com a paridade entre moeda doméstica e estrangeira decidida pelo governo ou amparada por uma lei, ou seja, é responsabilidade da autoridade monetária. No caso de desvalorização cambial, para evitar as pressões ocorridas no mercado devido aos compradores da moeda escassa, o Banco Central intervém vendendo divisas. E no caso de valorização, intervém comprando divisas, sempre com o intuito de equilibrar a oferta e demanda ao nível da paridade fixada. Aqui, ao contrário do caso anterior, o Banco Central deverá possuir uma reserva de divisas internacionais para poder operar no mercado. E, como sua intervenção evita a variação cambial, serão necessários outros meios para ajustar o balanço de pagamentos. (CARDIM, et al, 2001, p. 411-413).

Existem outros tipos de regimes cambiais intermediários: regimes de câmbio fixo ajustável, regimes de *crawling peg* (mini-desvalorizações), as bandas cambiais, sistema de zonas-alvo e o regime de flutuação suja sem metas cambiais. Analisaremos suas características no tópico a seguir.

2.3.2 Regime de Câmbio Intermediário

Grande parte das economias mundiais tem regimes cambiais intermediários. Segundo CARDIM, "... o levantamento realizado pelo FMI em 1999 comprova que metade de pouco mais das 180 economias acompanhadas tinham regimes cambiais intermediários, estando a outra metade dividida entre regimes de câmbio fixo e flutuante."(CARDIM, et al, 2001, p. 420).

Os regimes intermediários constituem modalidades diversas de câmbio fixo ajustável e de flutuação suja ou administrada.

O regime mais importante foi o regime de câmbio fixo ajustável de Bretton Woods, firmado em 1944, visava a estabilidade cambial, autonomia dos estados nacionais e liberdade cambial restrita. Foi mantido por 25 anos entre 1946 a 1971 e obteve muitos adeptos. Suas principais características eram o padrão-dólar, com moedas em paridade fixa com a moeda norte-americana e esta com o ouro. O câmbio era fixo, porém ajustável, sendo assim, o ajuste de balanços de pagamentos

era realizado por desvalorizações cambiais. O FMI mantinha reservas e realizava empréstimos financiando desequilíbrios temporários. Pelo fato das paridades fixas do regime se tornarem alvo de ataques especulativos nas décadas de 60 e 70, tornando sua administração difícil, o presidente Nixon suprimiu a conversibilidade oficial do dólar em ouro, marcando o fim da era Bretton Woods. (CARDIM, et al, 2001, p. 421).

O regime de *crawling peg* ou minidesvalorizações é uma variante do regime de câmbio fixo ajustável, as mudanças na taxa de câmbio são freqüentes e obedecem a uma regra explícita ou não. Utilizado por países com alta inflação, tentando compatibilizar altos preços e competitividade interna em relação ao resto do mundo, ou seja, um aumento no preço dos produtos domésticos, juntamente com uma elevação na taxa de câmbio, manteria a taxa de câmbio real constante, preservando a competitividade externa da economia. (MODENESI, 2005, p. 05).

Atrás dessas pequenas desvalorizações periódicas, existem dois tipos de minidesvalorizações. As minidesvalorizações passivas, onde mudanças na taxa de câmbio realizadas pela autoridade monetária somente refletem a inflação passada, como forma de acomodar o câmbio e conviver pacificamente com a inflação alta. E as minidesvalorizações ativas, em que as variações na taxa de câmbio são constantes, usando-as como método para estabilização progressiva dos preços domésticos. (CARDIM, et al, 2001, p. 422-423).

Em qualquer destes procedimentos citados acima, o regime se torna semelhante ao regime de câmbio fixo, mesmo com freqüentes variações, pois a taxa de câmbio é fixada pelo Banco Central, se obrigando a comprar ou vender de modo a equilibrar a oferta e demanda de divisas.

O regime de bandas cambiais é definido como um intervalo dentro do qual o Banco Central se compromete em manter a taxa de câmbio nominal, estabelecendo uma banda ou um limite para a taxa de câmbio. Há uma paridade central e um intervalo de flutuação. O Banco Central só intervém quando a taxa de mercado atinge as extremidades da banda. No interior do intervalo, a taxa cambial é determinada pelo mercado. O regime de bandas cambiais pode ser considerado como um regime flexível, se as bandas forem amplas, ou como um regime de câmbio fixo, se as bandas forem estreitas. A caracterização do tipo de regime dependerá: da dimensão da banda que necessariamente depende da flexibilidade

da política monetária desejada pelo Banco Central; dos realinhamentos ocorridos na banda, visto que os limites estabelecidos podem variar devido a mudanças nos níveis de competitividade dos países; e da intervenção do Banco Central. (ZINNI JR, 1996).

O regime de zonas-alvo é uma regra cambial próxima ao regime de flutuação. Os intervalos de flutuação não têm limites rígidos e muitas vezes não são anunciados.

O regime cambial de flutuação administrada ou flutuação suja, sem metas como é mais conhecido, é aquele no qual o Banco Central realiza intervenções de forma esporádica, semelhante ao realizado na flutuação pura, buscando evitar basicamente a volatilidade excessiva da taxa de câmbio, proporcionando um bom valor de preço à moeda externa, sendo este determinado pelo mercado. (CARDIM, et al, 2001, p. 423).

2.4 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Acredita-se que foi com base no estudo das expectativas racionais apresentado acima que o regime de metas de inflação se desenvolveu, mas o modelo do regime não se limita somente às teorias apresentadas, e sim busca reunir todas as idéias que melhor traduzem a realidade para a condução da política monetária atual.

O regime de metas de inflação é mais uma forma da autoridade monetária conduzir a política monetária. Se bem estruturado, o regime tem maior credibilidade, gera os incentivos corretos e diminui os choques exógenos que afetam a economia. (FERREIRA, 2004).

Mas antes de descrever mais sobre este regime, vamos primeiramente defini-lo.

Segundo CARDIM, o regime de metas inflacionárias propõe uma meta de crescimento para algum índice de inflação, que é anunciada no início de um determinado período. A meta é estabelecida pelo governo e/ou pelo parlamento e deve ser seguida pelo Banco Central. A política monetária passa a ter o objetivo único de alcançar a meta inflacionária determinada, sem se preocupar com as demais variáveis macroeconômicas. (CARDIM, et al, 2001, p. 227)

Tais metas coordenariam a formação de expectativas inflacionárias dos agentes e a conseqüente fixação de preços e salários, atuando como uma âncora nominal tanto para a inflação atual quanto para as expectativas futuras.

O compromisso com a estabilidade de preços é o principal objetivo da política monetária, sendo assim a autoridade monetária anuncia metas de médio prazo para inflação e trabalha baseada em projeções de inflação. Para isso, ela deverá definir antes de tudo como a inflação será medida.

Bancos Centrais em todo o mundo escolheram medir a taxa de inflação baseados em alguma versão do índice de preços ao consumidor, pois este exclui os impactos transitórios e foca o núcleo da inflação (*core inflation*), diminuindo a volatilidade do índice de preços. (DEBELLE, GUY, 1999).

Por se tratar de um compromisso público assumido, as metas de inflação têm que ser transparentes em seu estabelecimento e condução e de fácil entendimento pela população. A comunicação assume um papel fundamental dentro do regime.

Como a inflação é imprevisível e incerta é muito importante que a autoridade monetária tenha credibilidade perante os agentes, mostrando a consistência do plano. Para isso, utiliza cláusulas de escape, amplia o horizonte de tempo de avaliação do regime, e ainda, adota bandas cambiais mais largas, com o intuito de aumentar a possível flutuação da taxa de inflação. (DEBELLE, 1997; SILVA E PORTUGAL, 2002).

Segundo MODENESI (2005, p. 102), a instituição de um regime de metas possui vantagens como: a elevação do grau de transparência da política monetária para compreensão do público quanto à atuação dos Bancos Centrais, minimiza as incertezas no cálculo econômico facilitando a tomada de decisões, principalmente no que se refere aos investimentos. Ou seja, contribuem para o aumento da credibilidade da autoridade monetária, que com confiança e apoio público consegue atingir melhores resultados econômicos.

Outra característica importante aponta por MODENESI (2005) é a flexibilidade, pois o Banco Central tem que ser hábil o suficiente para reagir às variações macroeconômicas de curto prazo de maneira efetiva e dentro das restrições impostas pelo regime.

Mas DEBELLE (1997), mostra que estudiosos críticos ao regime indicam algumas desvantagens em relação à sua implantação: o aumento da instabilidade

do produto; a redução do crescimento econômico; e as dificuldades em prever a inflação e definir a meta podem comprometer o desempenho da política monetária; o Banco Central não controla diretamente a taxa de inflação e não evita a dominância fiscal⁴; e ainda, a flexibilidade cambial requerida pelo regime pode causar uma crise financeira.

As possibilidades de ampliar a volatilidade e de comprometer o crescimento do produto são também fortes argumentos contrários ao regime, bem como, o baixo grau de previsibilidade da inflação, pois o Banco Central pode perder o controle sobre ela, sendo difícil conseguir atingir a meta estipulada, afetando sua credibilidade e comprometendo o sucesso do regime.

Por fim, o fato do regime não evitar a dominância fiscal, pode conduzir a uma situação de emissão monetária descontrolada, caso a economia tenha déficits fiscais, o que daria início a um processo de aceleração inflacionária.

⁴ Para que haja sucesso no sistema de metas de inflação para países em desenvolvimento é necessária a coordenação entre objetivos de política monetária e fiscal. A existência de uma dívida pública excessiva e persistente pode aumentar as expectativas inflacionárias, uma vez que, nesta situação, os agentes podem esperar que, no futuro, a dívida seja monetizada ou que maior inflação seja permitida para que o montante real da dívida seja corroído. Desta forma, uma relação alta entre dívida e PIB acaba ocasionando expectativas de juros altos, que podem elevar os custos financeiros. Em um contexto de expectativas inflacionárias crescentes, a autoridade monetária, na tentativa de cumprir a meta de inflação anunciada, promoveria uma elevação na taxa de juros de curto prazo. Essa elevação da taxa básica de juros provocaria o aumento dos serviços da dívida e, portanto, do seu próprio estoque. Deste modo, a não sintonia entre as políticas fiscal e monetária poderia resultar em um círculo vicioso, com taxas de juros e dívida pública cada vez maiores. (DEBELLE, 1997 apud FERREIRA, A. B., 2004).

3 INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA APÓS 1999

A literatura nos mostra que países com histórico de alta inflação sempre são tentados a usar políticas de taxa de câmbio para tentar diminuí-la. Isso porque, uma taxa de câmbio quando mantida constante faz com que os preços das importações permaneçam constantes, (supondo que os preços internacionais são mantidos constantes). Sendo assim, um país que diminui sua taxa de depreciação pode, temporariamente, diminuir sua inflação. (CANUTO, HOLLAND, 2000, p. 02).

O Brasil como tantos outros países que sofreram com altos índices inflacionários, conduzia sua política econômica baseado em um regime de minidesvalorizações cambiais passivas, integrado às fracassadas tentativas de implementação de planos de estabilização entre os anos 80 e 90. O objetivo deste regime era manter estável a taxa de câmbio real, de maneira a preservar a competitividade externa da economia através de pequenas desvalorizações periódicas que seguiam o ritmo da inflação passada.

Com o lançamento do Plano Real em 1994, as metas reais para a taxa de câmbio foram substituídas pela âncora nominal, que tem por objetivo desempenhar funções fundamentais para o alcance da estabilidade de preços e controle da inflação. Na medida em que a adoção de uma âncora nominal coordena as expectativas inflacionárias e limita a formação de preços por parte dos agentes, facilita a condução da política monetária tornando-a mais previsível. (CARDIM, et al, 2001, p. 424).

Ao desvincular a desvalorização em relação à inflação passada, o sistema rompia com a chamada *memória inflacionária*⁵ dos agentes da antiga economia brasileira, caracterizado pela indexação de preços e salários e taxa de câmbio. No final de 1996, a regra cambial passou a constituir um mecanismo de promoção de uma desvalorização real, lenta e gradual da moeda, com a inflação caindo abaixo do ritmo até então adotado, corrigindo a apreciação da moeda brasileira, ocorrida antes da política de âncora cambial. (CARDIM, et al, 2001, p. 425).

Após uma intensa perda de reservas, o Banco Central em janeiro de 1999, deixou o real flutuar.

⁵ Os agentes adotam um comportamento defensivo ao formar preços e salários, baseando-se sempre na inflação passada.

Os próximos passos dados pela economia brasileira serão discutidos a seguir, quando a partir de julho de 1999 é adotado o regime de metas inflacionárias.

3.1 A INFLAÇÃO NO BRASIL APÓS A ADOÇÃO DO REGIME DE METAS

O Plano Real, lançado em 1994, combinando elementos heterodoxos de indexação (a URV), e ortodoxos como o ajuste fiscal, teve êxito em reduzir drasticamente a inflação, principalmente ao converter a URV lançando a nova moeda o Real. Neste período a taxa de juros foi mantida elevada o que proporcionou uma grande entrada de divisas no país, permitindo a valorização do dólar americano. Com a política de câmbio valorizada e o elevado grau de abertura da economia brasileira, houve redução no preço das mercadorias comercializáveis, o que conseqüentemente reduziu a inflação. (BAER, 2002, p.221).

Como era previsto, a queda imediata do nível de inflação proporcionou uma grande expansão de consumo. A tabela 3.1 apresentada abaixo mostra a evolução das taxas de inflação e de crescimento real do PIB antes e depois da implantação do Plano Real.

TABELA 3.1 – TAXAS DE INFLAÇÃO E O CRESCIMENTO REAL DO PIB ANTES E PÓS-PLANO REAL

PERÍODO	IGP-DI/FGV	PIB
1990	1.476,70	(4,3)
1991	480,2	1,0
1992	1.157,8	(0,5)
1993	2.708,2	4,9
1994	1.093,9	5,8
JAN/JUN 94	763,2	-
JUL/DEZ 94	38,1	-
1995	14,8	4,2
1996	9,3	2,7
1997	7,5	3,6
1998	1,7	(0,1)
1999	19,9	0,8
2000	9,8	4,2

FONTE: FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

Com base na Tabela 3.1, percebe-se o êxito do Plano Real, a inflação acumulada, entre julho de 1994 e dezembro de 2000, foi de 149,8%, muito inferior à apresentada entre janeiro e junho de 1994 de 763,2%. Os preços cresceram, em média, 1,18%, e a inflação média mensal foi de 43,2%. Observa-se que o PIB

apresentou, entre 1994 e 1995, uma taxa média de crescimento real de 5,0%, bem superior à sua taxa média de crescimento real, entre 1990 e 1993, que foi somente de 1,3%.

Mas a partir de 1999, devido às crises no sistema financeiro internacional, principalmente russo e asiático, a âncora que segurava os preços internos ficou abalada. Aliada à falta de forte ajuste fiscal que minimizasse a deterioração do déficit público, tornou-se insustentável a manutenção da âncora cambial (MISHKIN E SCHMIDT-HEBBEL, 2002, p.186).

Em janeiro de 1999 o Real sofreu um ataque especulativo obrigando o Banco Central a abandonar o regime de bandas cambiais, a chamada ancoragem cambial utilizado desde 1995 para controlar a taxa de câmbio nominal, e adotar o regime de câmbio flexível com intervenção, conhecido como flutuação suja ou *dirty floating*. Como resultado, a moeda desvalorizou profundamente, o que positivamente reverteu o resultado da balança comercial, apresentando *superávit*, fruto do barateamento dos preços em dólar dos produtos brasileiros.

O ataque especulativo mostrou a incapacidade de sustentação e controle da taxa de câmbio nominal e real, e deixou os *policy markers* órfãos de seu instrumento de controle da inflação. Desta forma, em janeiro de 1999, o Banco Central adotou o regime de câmbio flutuante, em substituição ao regime de bandas cambiais devido à fracassada tentativa do Banco Central em controlar o processo de desvalorização do Real. (CURADO e OREIRO, 2005).

A nova diretoria do Banco Central empossada em março de 1999, tendo como presidente Armínio Fraga, explicitou como principal objetivo a manutenção da estabilidade de preços e para isso anunciou o que seria considerada a nova âncora para a economia: o regime de metas de inflação. (MODENESI, 2005, p. 359).

A partir de agora serão mostrados as características e os principais momentos do regime de metas de inflação, dando ênfase aos seus resultados para a economia brasileira.

3.2 O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Em 21 de junho de 1999, a economia brasileira adotou formalmente o regime de metas de inflação. O índice de inflação escolhido pelo CMN (Conselho Monetário Nacional) para determinar e averiguar o funcionamento do regime foi o

IPCA (Índice de Preços do Consumidor no Atacado), do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística).

Mas, a literatura existente sobre o regime mostra que sua adoção no Brasil foi diferenciada dos demais países que tinham esse sistema em suas economias na época.

Segundo MODENESI (2005, p.360-362), O Banco Central ganhou independência operacional para definir a política monetária, em especial, a taxa de juros básica da economia, a SELIC, o que garantia a redução do viés inflacionário da política monetária. O mercado de câmbio continuou flutuante, garantindo transparência ao regime, uma vez que um câmbio fixo impediria qualquer política monetária ativa em resposta a choques inflacionários. E, com o intuito de elevar ainda mais a transparência e promover a comunicação com os agentes econômicos, exigia que o Banco Central publicasse relatórios de inflação e minutas do comitê de política monetária relatando a condução da política para a população.

Além do compromisso público assumido de manter a estabilidade de preços, ainda firmou compromissos de controlar os gastos públicos, gerando superávits primários para bancar os grandes déficits com o pagamento de juros da dívida pública, em outras palavras, um compromisso de ajuste fiscal. (SILVA E PORTUGAL, 2002, p. 07).

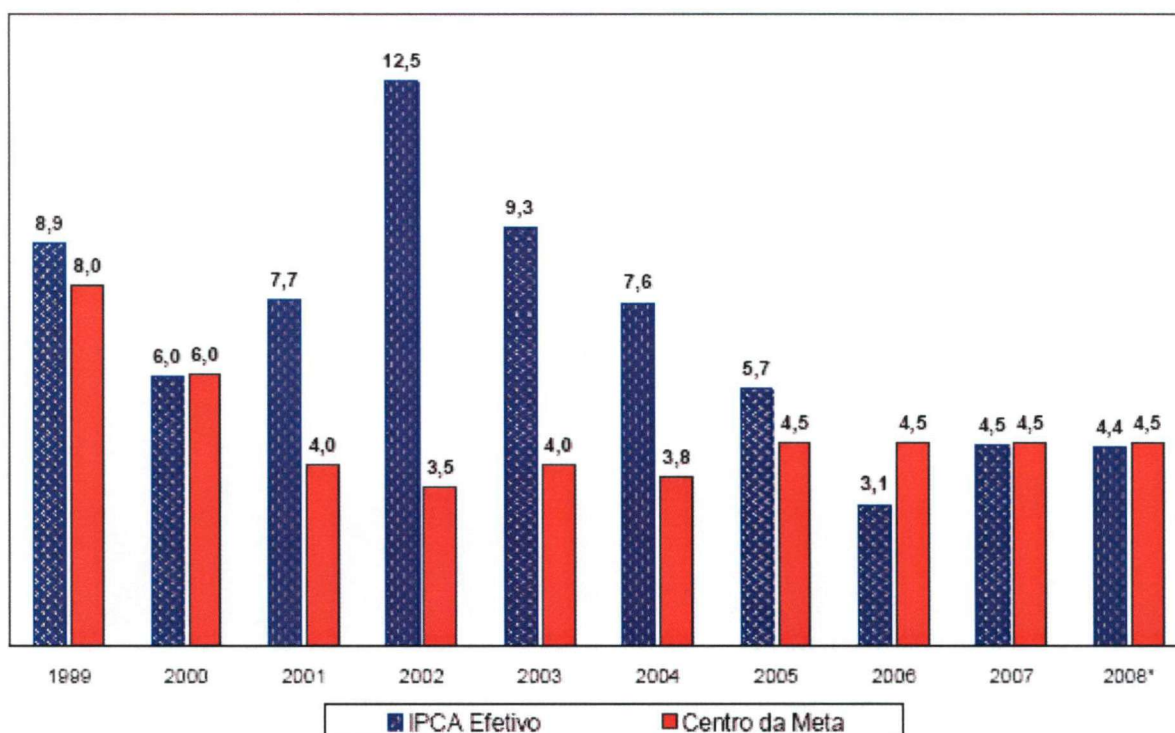
É possível verificar que o Brasil já começou com um regime de metas de inflação completo, com todas as condições já citadas anteriormente, de forma que, sendo executadas corretamente conduzem à credibilidade por parte da população com relação ao regime de metas.

Além dessas características básicas, existiam também outras duas de igual importância: o uso das bandas de variação, através de cálculos do IPCA, para calcular a inflação oficial e o estabelecimento de um horizonte anual da meta, ou seja, o tempo que esta deve ser atingida, para ao final do período, perseguir outra meta. (MISHKIN E SCHMIDT-HEBBEL, 2002, p.174).

A princípio foram fixadas metas de inflação para três anos. O alcance destas metas é responsabilidade do Banco Central e para isso ele utiliza como instrumento a taxa de juros, ou seja, a fixação da taxa SELIC. (MODENESI, 2005, p. 361).

Abaixo estão representadas as metas que foram definidas pela CMN perante a resolução 2.614, juntamente com as bandas de variação.

GRÁFICO 3.1 – META PARA O IPCA E IPCA EFETIVO (EM%)



FONTE: IPEADATA E BANCO CENTRAL DO BRASIL – ELABORAÇÃO GRUPO DE CONJUNTURA DA FUNDAP.

TABELA 3.1 – HISTÓRICO DE METAS PARA INFLAÇÃO NO BRASIL E INFLAÇÃO EFETIVA

ANO	CENTRO DA META	BANDA DE VARIAÇÃO	LIMITES INFERIOR E SUPERIOR	INFLAÇÃO CORRENTE (IPCA)
1999	8%	2	6-10	8,94%
2000	6%	2	4-8	5,97%
2001	4%	2	2-6	7,67%
2002	3,5%	2	1,5-5,5	12,53%
2003	3,25%	2	1,25-5,25	
2003*	4	2,5	1,5-6,5	9,30%
2004	3,75%	2,5	1,25-6,25	
2004*	5,5	2,5	3-8	7,60%
2005	4,5	2,5	2-7	5,69%
2006	4,5	2	2,5-6,5	3,14%
2007	4,5	2	2,5-6,5	4,46%

*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, 2007.

O Decreto n.3.088 estabelecia que o anúncio das metas fosse efetuado com dois anos de antecedência, sem alteração das metas depois que fossem fixadas. As

metas de 1999, 2000 e 2001 foram definidas em 1999. As demais foram definidas com três anos de antecedência.

Para manter a inflação constante ao longo do tempo, o Banco Central deve aumentar a taxa nominal de juros toda vez que houver aumento das expectativas de inflação, sendo o inverso também verdadeiro. O controle do processo inflacionário é realizado através de políticas de contração da demanda agregada, dada por alterações da taxa de juros.

A capacidade de cumprimento da meta é o ponto de partida da análise do regime.

3.3 RESULTADO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Nesta seção serão apresentados e analisados os principais momentos e resultados para a economia brasileira, logo após a implantação do regime de metas de inflação em junho de 1999.

Em 21 de junho de 1999, o Decreto 3.088 instituiu o regime de metas para inflação no Brasil. O regime de metas de inflação foi uma alternativa de política monetária, após a passagem do câmbio quase fixo para flutuante.

Conforme o gráfico 3.1, é possível perceber que nos dois primeiros anos de implantação do regime, 1999 e 2000, considerando a banda pré-estabelecida os resultados foram favoráveis e a meta alcançada. No final de 1999, a taxa de inflação ficou bem abaixo das previsões realizadas. A banda estabelecida era de 6% a 10%, e o percentual anual ficou em 8,94%, dentro, portanto, da banda de variação. (MODENESI, 2005, p. 372).

Mas, o alcance deste resultado não foi nada fácil, ocorreu em meio a um conturbado ambiente de desvalorização cambial, que como MODENESI (2005) definiu gerou forte pressão sobre os preços dos bens comercializáveis com o exterior. O Banco Central, com medo que a desvalorização fosse repassada ao IPCA, restringiu fortemente a política monetária, elevando a SELIC em 45% ao ano, (ver gráfico 3.2) alegando que, à medida que se revertesse o processo de *overshooting*, em outras palavras, quando a taxa de câmbio se estabilizasse em patamares menores, a política monetária seria flexibilizada, o que realmente ocorreu, pois a SELIC fechou o ano em 19%, pois ao aumentar a taxa de juros num patamar

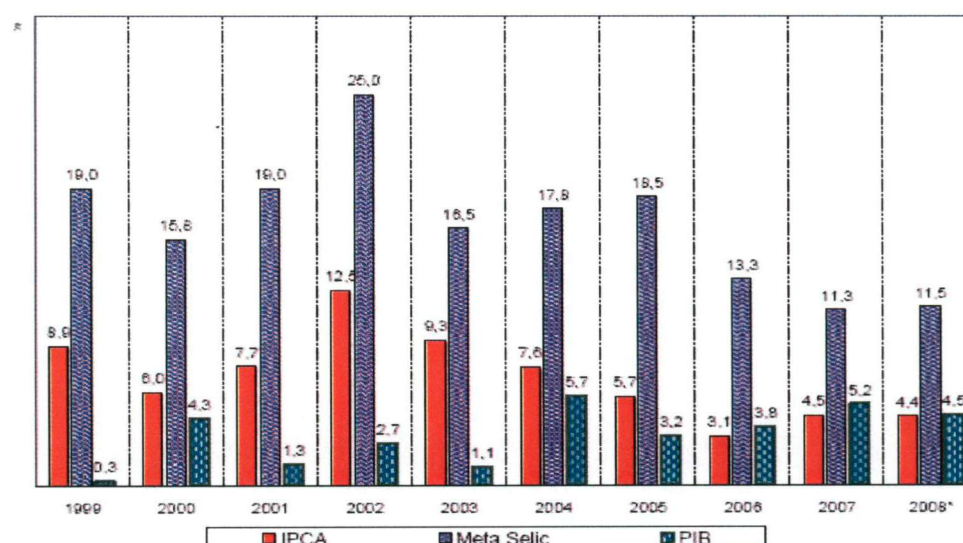
tão alto acabou por desaquecer a economia, evitando o tão preocupante repasse de desvalorização cambial aos preços. Ver gráfico 3.2. (MODENESI, 2005, p. 372).

Associa-se também ao alcance da meta nos anos de 1999 e 2000, a sobrevalorização do real antes da flexibilização do câmbio e a baixa inflação de 1998. Mas no que condiz a crescimento econômico, a restrição monetária fez com que o PIB aumentasse em apenas 0,8% a.a, e o PIB *per capita* ficasse negativo em -0,5%a.a. (MODENESI, 2005, p.373).

GRÁFICO 3.2 – TAXA SELIC E TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL (DEZ/94 ATÉ DEZ/96)



GRÁFICO 3.3 – EVOLUÇÃO DO PIB, SELIC E IPCA EFETIVO (VARIAÇÃO ANUAL EM %)



FONTE: GRUPO DE CONJUNTURA DA FUNDAP.

O conservadorismo da política monetária, associado às condições favoráveis interna e externamente, que estabilizaram a taxa de câmbio, reduziram a taxa de inflação para 5,97% ao ano em 2000, sendo que os limites eram de 4 a 8%. No que se refere a desempenho econômico, o ano de 2000 foi o melhor, o PIB aumentou em 4,4% e o PIB *per capita* em 3,0%.

Em contrapartida, nos três anos posteriores, as metas foram bem diferentes e não foram alcançadas. Em 2001 vários fatores externos e internos contribuíram para que a meta não fosse alcançada. O IPCA acumulou uma variação anual de 7,7% contra 6% do limite superior da banda, conforme é ilustrado no gráfico 3.3. Apresentam-se como choques do período: a desaceleração da economia mundial; a crise da Argentina; um aumento dos riscos associados aos investimentos em países em desenvolvimento, o que conseqüentemente ocasionou fugas de capital destes mercados em direção a outros; o atentado de 11 de setembro; a crise energética, e os elevados reajustes nos preços administrados⁶. (MINELLA, et al, 2002)

Estes choques provocaram variações na taxa de câmbio e nos preços administrados, portanto, choques na inflação efetiva. No acumulado do ano, a desvalorização cambial chegou a 20,9% e o aumento nos preços administrados 10,4%. Neste contexto, o repasse da taxa de câmbio aos preços domésticos passou a ser interpretado diferente pelo COPOM, visto a sensibilidade do IPCA em relação a variações cambiais, e assim formalizou o abandono da meta, não sacrificando excessivamente o desempenho da economia para controlar a inflação. Com relação ao PIB, este cresceu apenas 1,31%.

Dada a situação econômica problemática de 2001, em 2002, novamente a meta não foi cumprida. Ao longo do ano, o Banco Central percebeu que não conseguiria perseguir a meta estabelecida para aquele ano, e passou então a trabalhar com o conceito de meta ajustada⁷. Essa meta poderia ser alterada ao longo do ano, conforme ocorressem mudanças nos preços administrados. O Banco Central acabou perdendo credibilidade, mas argumentava ganhos de transparência e comunicação. (FRAGA, GOLDFAJN E MINELLA, 2003)

⁶ Preços administrados são aqueles que praticamente não são afetados por condições de oferta e demanda doméstica, ou que, de algum modo, são regulados por uma agência pública. Em julho de 2001, o COPOM definiu como preços administrados: preços de derivados do petróleo, telefonia fixa, eleticidade e transporte público. (MINELLA et. Al., 2002).

⁷ Aquela definida pelo somatório da meta estabelecida pelo CMN, mais 2/3 da parcela de inércia inflacionária do ano anterior acomodada ao ano corrente, conforme adotado pelo Banco Central, e do efeito primário dos choques nos preços administrados. O impacto primário é dado pela variação nos preços administrados que excede a meta, ponderada pelo peso dos administrados no IPCA, descontando os efeitos de variações no câmbio e da inércia do ano anterior. (FREITAS, MINELLA e RIELLA, 2002, p. 09).

Devido aos intensos choques, a autoridade monetária passa a argumentar que o horizonte de tempo para o alcance das metas estabelecidas deveria ser postergado para 18 ou até 24 meses. Para isso justificava a necessidade de anular os efeitos secundários dos choques passados. (MEIRELLES, 2003)

A inflação acumulada no ano foi de 12,5%, com intervalo de confiança de 5,5%, sendo que a meta central era de 3,5%, conforme apresentado no gráfico 3.3. As causas para o não cumprimento da meta foram assim destacadas na ata da 78ª reunião do Copom de 19 e 20 de novembro de 2002: acentuada depreciação do câmbio (44% a.a); deterioração das expectativas inflacionárias por parte dos agentes; e, aumento de 15,3% nos preços administrados.

A elevada desvalorização cambial repassada ao índice de preços ocorreu mais uma vez por fatores externos e internos. Externamente ocorreram: baixo crescimento das economias americana e européia; problemas políticos e econômicos em países em desenvolvimento; escândalos contábeis em grandes empresas americanas; e, a possibilidade de guerra entre os Estados Unidos e o Iraque. Juntos tais problemas levaram ao aumento de aversão ao risco por parte dos investidores, diminuindo a liquidez internacional. (MODENESI, 2005, p. 377)

Já internamente, pode-se considerar que a tensão no mercado se deu devido às incertezas quanto à condução econômica do país, dada a transição presidencial.

Todos estes acontecimentos acabaram por tornar a meta de 16,5% para a taxa SELIC incompatível com a nova meta para a inflação estabelecida para 2003 de 4,0%, conforme mostram os dados da tabela 3.1 gráfico 3.3. Sendo assim, enfatiza MODENESI (2005 – p.379), de forma unânime o COPOM decidiu reverter bruscamente à tendência de redução da SELIC, fixando-a em 21%, e chegou ao final do ano em 23%. O PIB cresceu somente 1,93% durante todo o ano.

No ano de 2003, como efeito inercial do ano anterior, a variação acumulada da IPCA foi de 9,3%, ou seja, 0,8% acima da meta estabelecida de 8,5%. As taxas de inflação logo no início do ano, representaram 73% da variação do IPCA, e foram significativas para o resultado anual. Para a autoridade monetária, havia ocorrido uma substituição dos mecanismos *forward* (expectativas futuras) por *backward looking* (expectativas passadas) na formação dos preços, por causa dos choques de 2002. Tal substituição era explicada pela tentativa dos agentes recomporem seus lucros. Ao final do primeiro semestre de 2003, o CMN estipulou 5,5% de meta para

2004 e 4,5% para 2005, com banda de variação em 2,5%. (MODENESI, 2005, p. 381).

Finalmente, em 2004 a meta foi alcançada, proporcionando um resultado favorável ao país, tanto com relação ao crescimento do PIB, quanto em relação à dívida/PIB, que caiu de 58% em 2003, para 54% em 2004, segundo dados do IBGE.

Desde 1993 não tínhamos um resultado positivo em conta corrente, o que possibilitou que a vulnerabilidade externa do país diminuísse. O IPCA, conforme pode ser visto no gráfico 3.3, se manteve dentro da meta estabelecida, revelando que os resultados externos influenciam o controle de preços.

Em vista da situação favorável, em setembro de 2004 o COPOM decidiu ajustar a meta de 2005 para 5,5%, conforme mostra a tabela 3.1 (p.26), a título de acomodar a inércia inflacionária, e para a meta de 2006 reduziu o intervalo de variação a 2%. (GRUPO DE CONJUNTURA DA FUNDAP, 2008).

A tabela 3.2 que será apresentada abaixo mostra os principais índices econômicos citados anteriormente neste capítulo.

TABELA 3.2 – INDICADORES ECONÔMICOS DE 1999 A 2004

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	MÉDIA
Crescimento do PIB (%)	0,8	4,4	1,4	1,5	-0,22	5,2	2,18
Preços							
IPCA IBGE	8,94	5,97	7,7	12,5	9,3	7,6	8,6
IPC FIPE	8,3	4,38	7,1	9,9	8,17	6,5	7,4
IPA-DI	28,9	12,06	11,08	35,41	6,27	14,06	18,02
Setor Público (% PIB)							
Operacional*	3,41	1,17	1,4	-0,01	0,88	-2,07	0,79
Primário*	-3,23	-3,47	-3,64	-3,89	-4,25	-4,61	-3,85
Dívida Líquida Total (% PIB)**	49,4	49,4	52,06	55,5	57,2	51,09	52,06
Política Monetária							
SELIC (%)***	24,3	17,6	17,5	19,2	23,5	16,4	20,1
Emprego							
Taxa de desemprego ref. 30 dias (%IBGE)***	12,1	11,0	11,2	11,7	12,3	11,4	11,6

FONTE: IBGE, IPEADATA E BANCO CENTRAL DO BRASIL, SETEMBRO 2008.

* com desvalorização cambial

** dados do último mês do ano

*** taxa anual

Conforme concluem CURADO E OREIRO (2005), estes resultados levam a observar que, o regime de metas no Brasil, mesmo não funcionando de maneira correta, manteve a inflação a baixos níveis. Essa estabilidade de preços ocorreu

mesmo sofrendo vários choques entre 1999 e 2003. Mas, em contrapartida a variação anual do IPCA oscilou entre seis a 12,5%, mostrando a incapacidade do Banco Central em mantê-la dentro do intervalo de variação estabelecido pelo CMN.

Revela-se nesta análise também, que não havia necessidade o CMN estabelecer metas tão baixas e fora da realidade econômica brasileira, tendo em vista que o não cumprimento da meta por três anos consecutivos não afetou a credibilidade do sistema para conduzir a política monetária e nem descontrolou a inflação. Porém, não é correto supor que as metas possam ser descumpridas sucessivamente, dado que o principal arcabouço teórico da escola defensora do regime, afirma que os agentes formam expectativas racionais.

Percebe-se também, que com relação a crescimento econômico, comparando o Brasil com os demais países que adotaram o regime de metas, este não ocorreu a não ser nos anos de 2000 e 2004.

No que diz respeito à condução da política monetária houve erroneamente manutenção de altas taxas de juros nominais e reais, contrariando a teoria do regime. E por fim, a política fiscal gerou superávits primários crescentes com intuito de manter a estabilidade da relação dívida/PIB.

O regime de metas de inflação no Brasil possui limitações que levam o Banco Central a ter dificuldades no alcance das metas estabelecidas, decorrentes: do baixo grau de previsibilidade de inflação; adoção de metas extremamente baixas, irrealistas para a economia do país; falta de coordenação entre políticas monetárias e fiscais, vulnerabilidade externa manifestada na excessiva volatilidade na taxa de juros que é repassada diretamente para o IPCA; e, a sensibilidade da taxa de câmbio aos choques externos. (CURADO M. L; OREIRO, J.L., 2005).

4 O CENÁRIO ATUAL DA INFLAÇÃO BRASILEIRA

Tendo realizado um estudo baseado em conceitos que representam o alicerce para a adoção de um plano econômico, visando a estabilidade de preços, e também após fazer uma análise do regime de metas para inflação implantado no Brasil, focando seus principais momentos e resultados, cabe agora, entender o motivo pelo qual a economia tem demonstrado retornar ao “fantasma” inflacionário novamente.

Para isso, nas seções seguintes será feito um levantamento dos fatos recentes que permitirá visualizar a razão do atual descontrole inflacionário.

4.1 O IMPACTO DO CHOQUE DE OFERTA SOBRE OS PREÇOS

Conforme o artigo produzido pelo grupo de Conjuntura da Fundap (Fundação do Desenvolvimento Administrativo), após quase 10 anos de sua implantação, o regime de metas de inflação enfrenta um problema diferente daqueles ocorridos anteriormente: um aumento descontrolado nos preços dos alimentos e do petróleo neste ano de 2008. Em 2007, o IPCA foi de 4,46% e em 2008, pode chegar a 6% ou 6,5%.(p.13).

Analistas afirmam que a recente inflação pode estar sendo causada por dois motivos: choques de oferta ou de demanda generalizados, causando uma globalização da inflação. O índice inflacionário mundial medido pela variação anual do IPC saltou de 3,5% em 2006 para 4,8% em 2007 e entre outubro de 2007 a setembro de 2008, a inflação medida pelo ICV-DIEESE (Índice de Custo de Vida) foi de 6,79%, influenciada pelos preços internacionais. (DIEESE, 2008)

Em diversos países foi o aumento nos preços dos alimentos que constituiu esta pressão inflacionária, conforme mostra a tabela 4.1. Este aumento se deu por vários motivos: quebra das safras agrícolas por condições climáticas adversas; políticas de apoio à produção de biocombustíveis, levando em conta o aumento do preço do petróleo; e também devido ao elevado aumento da demanda dos países em desenvolvimento, como China e Índia. (GRUPO DE CONJUNTURA DA FUNDAP, 2008).

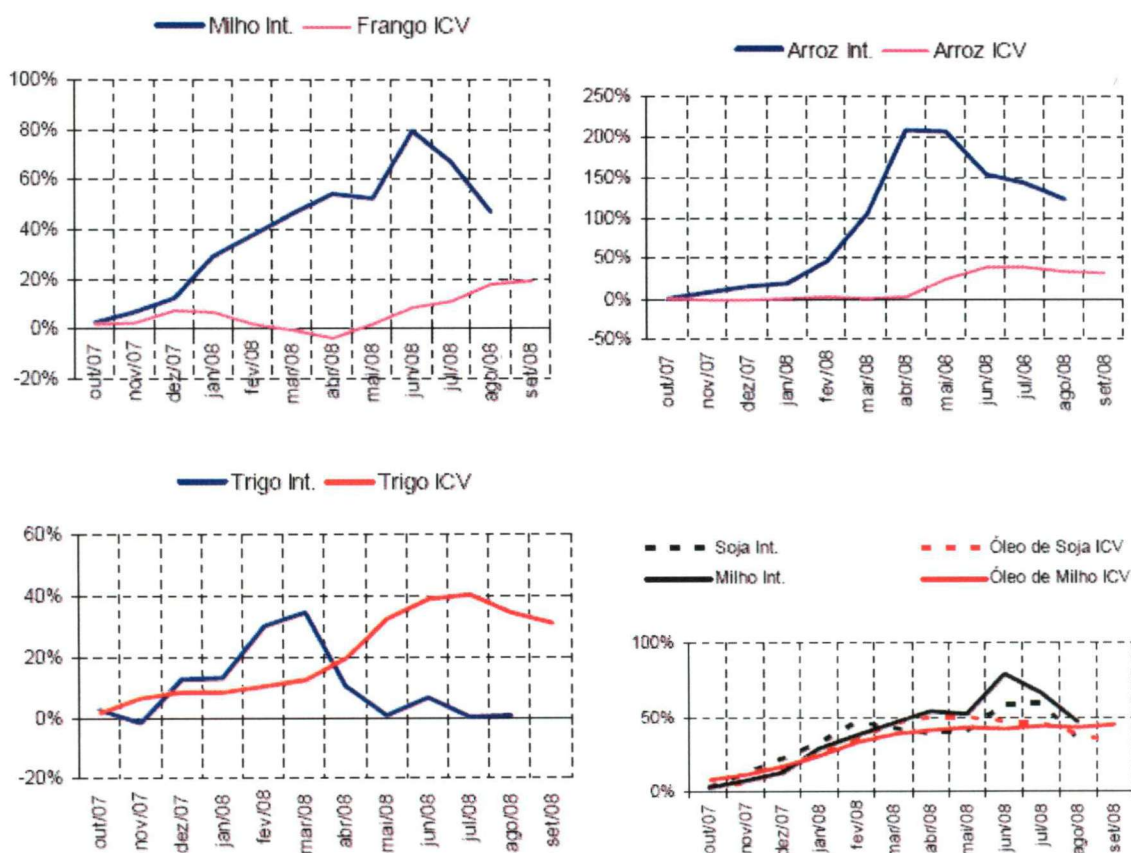
TABELA 4.1 – ÍNDICE DE VARIAÇÃO DOS PREÇOS DOS ALIMENTOS EM % SET/2007 A SET/2008

ANO/MÊS	ARROZ	TRIGO	MILHO	ÓLEO SOJA	BOVINA	FRANGO
OUT/2007	1,6	2,6	2,5	3,2	-2,0	-2,2
NOV/2007	8,0	-1,4	6,9	15,9	-0,5	-4,6
DEZ/2007	14,5	12,9	12,6	20,4	1,1	-5,8
JAN/2008	19,2	13,2	29,6	34,0	2,6	-5,3
FEV/2008	45,8	30,1	37,4	53,4	8,0	-2,9
MAR/2008	103,8	34,7	46,1	54,9	-9,8	-0,4
ABRIL/2008	207,6	10,9	54,1	51,5	-12,3	0,6
JUN/2008	205,9	0,7	52,1	56,0	5,0	2,3
JUL/2008	152,9	6,7	79,4	65,9	9,5	5,1
AGO/2008	142,1	0,5	66,8	60,9	12,5	8,2
SET/2008	123,3	0,9	46,9	36,5	14,6	8,4

FONTE: DIEESE, SETEMBRO 2008.

Os gráficos a seguir ilustram de forma mais clara o comportamento dos preços das *commodities*, estabelecendo a relação entre os preços nacionais e internacionais.

GRÁFICO 4.1 – VARIAÇÕES NO PREÇO DAS COMMODITIES



FONTE: DIEESE, SETEMBRO.

Os dados apresentados nos gráficos acima mostram que os preços internacionais estão intrinsecamente relacionados aos preços nacionais. O preço da

carne de frango subiu acompanhando a alta no preço do milho internacional, segundo dados medidos pelo ICV do DIEESE. O mesmo ocorreu com o trigo, o arroz e o óleo de soja.

Delfim Netto⁸ diz que no Brasil, ambos os choques estão ocorrendo. Pelo lado da oferta, o aumento no preço dos insumos básicos, como o petróleo, acaba pressionando os demais preços da economia causando um aumento generalizado no nível de preços. Pelo lado da demanda, há o gasto público excessivo, ou seja, o aumento no preço dos alimentos é explicado pelo aumento dos custos agrícolas, e como o governo trabalha com políticas fiscais de gasto público para os mais necessitados, estes consomem mais alimentos, aumentando a demanda dos mesmos. O país não pode controlar o aumento de preço do petróleo, mas pode diminuir o gasto público. Sendo assim, uma das primeiras atitudes para o controle do processo inflacionário atual deveria ser a redução do gasto público pela autoridade fiscal.

Para Carlos Langoni⁹, a origem do problema que causa essa pressão inflacionária é de nível internacional, ocorre porque tanto China, Índia e Rússia têm tido um crescimento elevado, o que aumenta a demanda pelas *commodities* que refletem em aumento de preços. E há também o efeito especulativo, dado pela profunda crise financeira dos Estados Unidos. Com a quebra de grandes bancos que investiam no mercado imobiliário americano, os *hedge funds*, fundos de investimento especulativos apostam em mercados de *commodities* e seus derivativos.

Apesar do IPCA indicar estabilidade da inflação, o Banco Central elevou a taxa básica de juros (SELIC) para 12,25% a.a, conforme reunião do Copom em 12 de junho de 2008, o que indicava uma taxa SELIC de 14% no final de 2008.

Ao falar de aumento na taxa de juros, as opiniões dos economistas se dividem entre aqueles que defendem o aumento da taxa SELIC como sendo o instrumento mais eficaz para controle de demanda e ação em casos de pressões inflacionárias, e aqueles críticos a esse aumento, pois entendem a pressão inflacionária atual como um choque de oferta, onde aumentar a taxa de juros pode não combater a inflação e ainda conduzir a economia a estagflação, que é a manutenção de alta inflação com baixo crescimento econômico.

⁸ Ex-ministro da Fazenda, em entrevista publicada no Jornal Estado de São Paulo . em 16 de junho de 2008.

⁹ Diretor do Centro de Economia Mundial da FGV (Fundação Getúlio Vargas) em entrevista publicada no Jornal O Globo em 07 de julho de 2008.

Aos economistas defensores do aumento na taxa de juros, como é o caso de Maílson da Nóbrega¹⁰, a postura adotada pelo Banco Central em elevar a taxa SELIC é justificada como forma de desacelerar a atividade econômica, uma maneira preventiva de fazer a economia retornar a crescer a níveis sustentáveis, conforme afirmou. Para ele, a política monetária de elevação dos juros afetará componentes do PIB pelo lado da demanda como o consumo das famílias e os investimentos. Mas isso é independente do Banco Central, trata-se da adoção de uma política de redução de gastos públicos, por parte do governo, que hoje crescem mais do que a economia do país. O ideal seria políticas monetária e fiscal trabalhando juntas, o que parece estar sendo feito pelo governo, quando aumenta o superávit primário.

Os economistas contrários à política monetária de elevação dos juros como é o caso João Sabóia¹¹, perante a situação econômica atual este tipo de atuação por parte do Banco Central pode resultar nos efeitos pretendidos em curto prazo aprofundando a elevação de juros que incidirão em custos econômicos e sociais. João Sabóia cita alguns argumentos contrários ao aumento da taxa de juros: o Brasil possui a maior taxa de juros do mundo e um aumento elevará ainda mais a taxa real; o crescimento econômico brasileiro é menor que o de muitos países emergentes e um aumento na taxa de juros só fará aumentar essa diferença; o aumento da taxa de juros atrai capital especulativo elevando a taxa de câmbio favorecendo importações e prejudicando exportações, o que impacta diretamente a conta corrente do país.

O Banco Central na visão dos economistas críticos ao aumento da taxa SELIC deveria combater a inflação via consumo, reduzindo crédito e empréstimos bancários, que mesmo com aversão por parte das instituições financeiras, trariam bons resultados em diminuição de consumo e menor custo para a sociedade.

4.2 ANÁLISE DO CHOQUE DE OFERTA SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA E A POSIÇÃO DO BANCO CENTRAL

Tendo em vista a pressão inflacionária sofrida no preço dos alimentos que afetou a economia mundial, economistas de todos os países expressaram suas opiniões referentes ao sistema de metas de inflação. Alguns acreditam que o regime

¹⁰ Ex-ministro da Fazenda, em entrevista publicada no Jornal Gazeta Mercantil em 16 de junho de 2008.

¹¹ Diretor do Instituto de Economia da UFRJ (Universidade Federal do Rio de Janeiro), em entrevista publicada no Jornal Valor Econômico em 25 de julho de 2008.

ainda é a melhor ferramenta no controle da inflação, outros baseados na situação atual que afetou a economia de vários países, alegaram que este sistema está à beira do fracasso.

Para Sérgio Werlang¹², diretor do Banco Itaú, alega que o erro de muitos bancos centrais está em considerar o aumento ocorrido nos alimentos, e no petróleo como choques transitórios, o que os levou a utilizar em suas metas os índices de inflação por exclusão, desconsiderando exatamente aqueles mais vulneráveis a choque de oferta: alimentos e energia. Agindo assim, não frearam a demanda que aumentava os preços dos alimentos e do petróleo.

Ricardo Carneiro da Unicamp¹³ critica que fazer uma política monetária que busque conter somente a demanda é uma concepção teórica irrealista, pois muitos países já reconheceram que ocorreu uma mudança de preços relativos mundiais.

Mas para os defensores do regime, a partir de sua implantação por diversos países a economia dos mesmos cresceu significativamente, pois esta ajudou a manter a inflação sob controle. E perante este cenário de incerteza somente o sistema de metas pode funcionar adequadamente, na medida em que cumpre a função de coordenar as expectativas de empresários e consumidores.

Henrique Meirelles¹⁴ defendeu o regime de metas afirmando que este é eficiente em situações de pressões inflacionárias como a atual, restabelecendo os níveis de inflação. Para ele, o aumento de preços poderia ser minimizado se mais países adotassem o regime de metas em suas economias. Afirmou ainda, que o Banco Central atuará com firmeza para reverter os choques e retomar a meta de 4,5% em 2009, e é esta postura rigorosa que permite manter a inflação na meta, aumentando sua credibilidade.

Aliados, taxa de juros e metas de inflação, são vistos atualmente como o mecanismo mais adequado para a condução da política monetária.

Em resumo, dado os índices apresentados no gráfico 4.1, é possível perceber que o país é afetado por um choque de oferta internacional, que eleva os preços internacionais. Mas como o mesmo gráfico mostra, é possível observar quedas nos índices de preços internacionais e espera-se que estas quedas reflitam nos preços nacionais, diminuindo a inflação.

¹² Atual diretor do Banco Itaú, ex-diretor da política econômica do Banco Central e fomulador do regime de metas no Brasil, em entrevista publicada no Jornal O Globo em 07 de julho de 2008.

¹³ Professor da Unicamp, em entrevista publicada no Jornal O Globo em 07 de julho de 2008.

¹⁴ Presidente do Banco Central do Brasil, em entrevista publicada na revista Valor Econômico, em 04 de agosto de 2008.

Na tabela 4.2 nota-se que a recente desvalorização do real em relação à moeda americana deverá afetar pouco no Índice de Custo de Vida de médio prazo medido pelo DIEESE. Os resultados estão sujeitos à duração do fenômeno que parece surtir efeito imediato nos preços ao produtor. O repasse deste aumento aos consumidores se dá em longo prazo. (DIEESE, 2008).

TABELA 4.2 – TAXA MENSAL E ACUMULADA DO CÂMBIO – OUT/2007 A SET/2008

MÊS/ANO	R\$	VARIAÇÃO %
OUT/2007	1,90	-3,38
NOV/2007	1,77	-6,83
DEZ/2007	1,79	0,91
JAN/2008	1,77	-0,66
FEV/2008	1,73	-2,63
MAR/2008	1,71	-1,16
ABR/2008	1,69	-1,10
MAI/2008=	1,66	-1,68
JUN/2008	1,62	-2,51
JUL/2008	1,59	-1,70
AGO/2008	1,61	1,31
SET/2008	1,80	11,61
VARIAÇÃO DO PERÍODO		-8,47

FONTE: DIEESE, SETEMBRO 2008.

No acumulado do ano se tem uma variação negativa de 8,47%, ou seja, para o setor agrícola exportador mesmo com o câmbio baixo as receitas continuaram altas, em conseqüências dos preços praticados pelo mercado internacional.

O DIEESE analisou a influência da taxa cambial no preço dos produtos conforme a dependência cambial dos mesmos e os separou em três grupos distintos: baixa influência, média influência e alta influência.

Classificados como produtos de baixa influência cambial estão àqueles consumidos internamente que não possuem insumos importados em sua produção. Os produtos de média influência são aqueles que têm seus preços afetados diretamente pela variação cambial, os viáveis de exportação ou que sofrem concorrência externa, tais como carnes, óleo de soja, veículos e calçados. Existem ainda os produtos afetados indiretamente pela variação cambial, pois fazem uso de insumos importados em sua produção: derivados do leite, trigo, aço, papel, produtos de indústrias químicas e petroquímicas.

Já os produtos afetados altamente pela variação cambial são os importados ou exportados diretamente como azeite, farinha de trigo, café e açúcar. E indiretamente os combustíveis. (DIEESE, 2008).

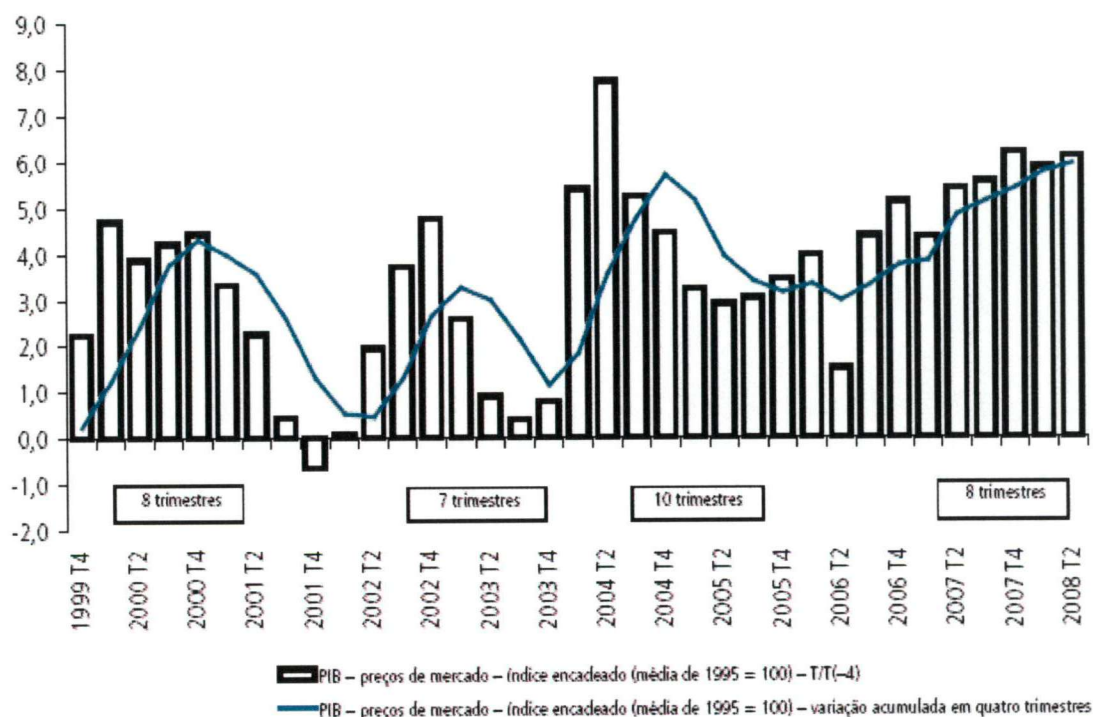
Desta forma, torna-se evidente que os aumentos dos produtos agrícolas neste período foram fortemente influenciados pelo mercado internacional.

O gráfico 4.1 tomou como base para analisar as influências que os reajustes das *commodities* causam aos produtos nacionais, alguns bens comercializados no exterior que afetaram o nível de inflação no Brasil.

No que se refere a nível de atividade, dados divulgados pelo IBGE, mostram o PIB apresentou um crescimento de 6,1% no segundo trimestre de 2008, se comparado ao mesmo período em 2007. Quando comparada ao primeiro trimestre de 2008, a economia teve um crescimento de 1,6%. Na variação acumulada em quatro trimestres apresentou 6,0% de expansão. (IPEA, CARTA DE CONJUNTURA, SET. 2008, p. 7).

O gráfico abaixo mostra o crescimento do PIB desde 2006. A demanda interna vem crescendo, e se reflete em aumento de emprego, renda e crédito.

GRÁFICO 4.2 – EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB (EM %)



FONTE: CARTA DE CONJUNTURA DO IPEA, p. 7

Ainda segundo dados publicados pelo IBGE, pelo lado da oferta todos os setores tiveram variação positiva, quando comparados ao segundo trimestre de 2007. Os setores que tiveram maior crescimento foram o setor agropecuário que cresceu 7,1%, o setor industrial com 5,7% e o setor de serviços com 5,5%, sendo o melhor resultado para o setor desde 2004.

Os dados são ilustrados na tabela 4.3.

TABELA 4.3 – TAXA REAL DE CRESCIMENTO DO PIB EM %

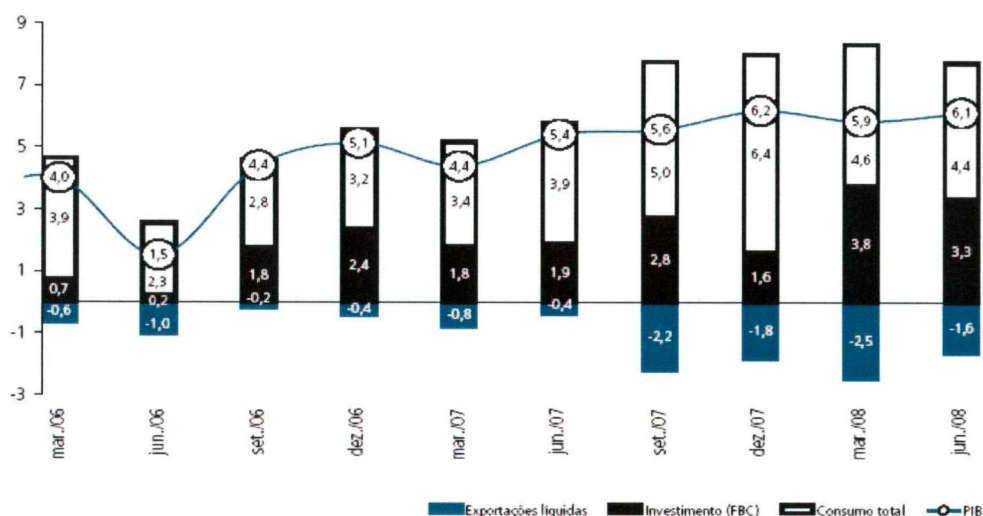
	2007				2008		Variação anual		
	I	II	III	IV	I	II	2007	2008 ^a	
PIB a preço de mercado	4,4	5,4	5,6	6,2	5,9	6,1	5,4	4,2	5,2
Imposto sobre produtos	6,9	9,2	8,7	11,6	8,0	8,5	9,1	5,8	6,7
Agropecuária	3,7	1,1	9,7	8,6	3,0	7,1	5,3	3,6	4,4
Indústria	3,2	6,9	5,0	4,3	6,9	5,7	4,9	4,5	5,3
Serviços	4,5	4,5	4,6	5,3	5,0	5,5	4,7	3,9	4,9
Consumo – total	5,2	5,2	5,3	6,9	6,4	6,4	5,7	5,3	5,9
FBCF	8,8	13,9	14,6	16,0	15,2	16,2	13,4	12,4	14,1
Exportação	6,0	13,3	1,8	6,4	-2,1	5,1	6,6	3,3	5,0
Importação	19,8	18,6	20,4	23,4	18,9	25,8	20,7	20,6	24,1
PIB a preço de mercado var. dessaz.	1,0	1,3	1,9	1,8	0,8	1,6			

FONTE: CARTA DE CONJUNTURA DO IPEA, p. 8

Pelo lado da demanda os componentes do PIB, revelam um crescimento da absorção doméstica, incluindo a formação bruta de capital e o consumo total. A demanda interna cresceu 7,7%, e as exportações e importações de bens e serviços ficaram negativas em 1,6%. O consumo das famílias cresceu 6,7% no segundo trimestre de 2008 quando comparado a 2007. Este crescimento é explicado pela manutenção dos níveis de emprego, pelas políticas sociais de transferência de renda por parte do governo, políticas de reajuste do salário mínimo acima da inflação, e o pelo nível de taxa de câmbio apreciado, que estimula o consumo de bens importados. O consumo do governo teve uma variação de 5,3%, essa variação é explicada em parte pelo aquecimento da atividade econômica que aumenta a arrecadação de impostos. A formação bruta de capital fixo variou positivamente em 16,2%. (IPEA, CARTA DE CONJUNTURA, SET. 2008, p. 9).

Os dados são demonstrados no gráfico abaixo:

GRÁFICO 4.3 – COMPONENTES DA DEMANDA

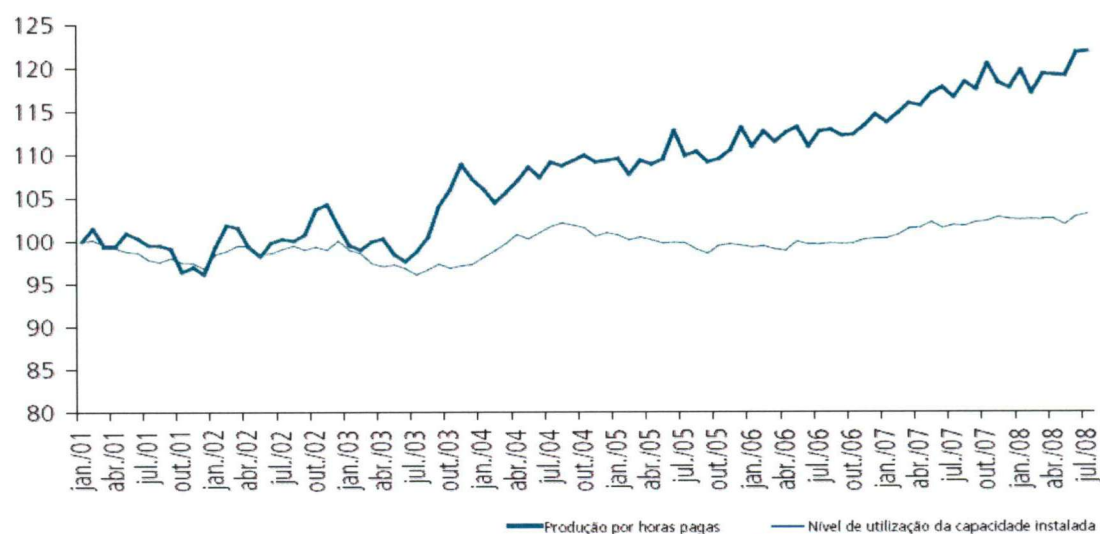


FONTE: CARTA DE CONJUNTURA DO IPEA, p. 8

O nível de utilização da capacidade instalada (NUCI), que é calculado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), cresceu chegando a 83,5% em julho deste ano, sendo o mais alto da série. O aumento contínuo desde 2006 da NUCI, coincide com um período de expansão dos investimentos. No início do citado ano, a produção cresceu mais do que a capacidade instalada, provocando a diminuição da ociosidade. (IPEA, CARTA DE CONJUNTURA, SET. 2008, p. 10-11)

O gráfico apresentado abaixo mostra o nível de utilização da capacidade instalada.

GRÁFICO 4.4 – NÍVEL DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA VERSUS PRODUTIVIDADE DO TRABALHO



FONTE: FONTE: CARTA DE CONJUNTURA DO IPEA, p. 11

Ao observar o gráfico é possível identificar que se o nível de utilização da capacidade instalada atingiu em julho deste ano o seu maior índice, a produtividade da indústria alcançou seu valor mais elevado, com crescimento de 22% desde agosto de 2003.

Tendo em posse tais informações, é possível mais uma vez, identificar que a causa da inflação atual é gerada pelo choque de oferta nos preços internacionais, o que conforme percebe ao longo da análise tende a estabilizar-se, diminuindo conseqüentemente o impacto da inflação na economia brasileira. Os dados apresentados pelos gráficos analisados mostram o crescimento em relação à produto interno bruto, nível de capacidade instalada, demanda e oferta, ou seja, a economia continua à crescer mesmo sofrendo com um certo nível inflacionário.

5 CONCLUSÃO

No Brasil, a busca pela estabilidade de preços sempre foi uma das principais preocupações das autoridades monetárias e do governo.

Com base nas análises teóricas realizadas, a experiência econômica do Brasil conduzido através de um regime de metas, resultou em um desempenho econômico pouco satisfatório, acompanhada de taxas de inflação relativamente elevadas, quando comparada a outros países que adotaram o regime. No Brasil, a inflação tem se mantido elevada, mesmo possuindo a maior taxa de juros do mundo. Com isso o PIB se mantém abaixo das necessidades de real crescimento do país.

Mas relatórios recentes do COPOM mostram que dos vinte países que fazem uso do regime de metas, apenas três estão dentro do limite estabelecido pela meta, e entre eles está o Brasil.

Atualmente o país sofre uma pressão inflacionária, que os economistas discutem entre si se é de demanda interna ou um choque de oferta importado, provocado principalmente pelo aumento dos preços internacionais das *commodities*, ou seja, aumento dos alimentos e do petróleo. Sobre estas, um aumento na taxa de juros básica brasileira, não exerce qualquer influência, pois como foi demonstrada no trabalho, a inflação do período é provocada por um choque de oferta importado, que afeta de maneira distinta os produtos nacionais, e não por uma demanda interna, pois a economia não está superaquecida.

O Banco Central do Brasil adotou como medida rápida ao problema, o aumento da taxa básica de juros SELIC, pois para ele a alta da inflação se deve ao excesso de demanda em relação à capacidade produtiva do país, o que como consequência eleva os preços. Assim, ao aumentar os juros ele se propõe a conter a demanda agregada, pois o crédito se tornará mais caro, forçando os consumidores a comprar menos. Mas, esse aumento da taxa SELIC incorrerá apenas em dificuldade para a autoridade monetária quanto ao alcance da meta pré-estabelecida para o ano de 2008, e não acomodará a pressão inflacionária internacional que é resultado de choques de oferta externo, neste caso causado por safras agrícolas fracas que não conseguem atender à crescente demanda dos países em desenvolvimento.

Através de aumentos na taxa de juros, o câmbio nominal é valorizado. Mudanças na taxa de câmbio como vimos no capítulo três deste trabalho, geram

fortes impactos sobre os custos diretos e indiretos da economia, sendo assim também sobre todos os preços.

O elevado diferencial de juros valoriza o câmbio que transforma choques de oferta negativos em dólares em choques positivos em Real. Por isso, a maioria dos economistas acredita que elevar a taxa SELIC, conseqüentemente conter a demanda agregada, evita que os choques de oferta se transformem em aumento de inflação. Mas ao contrário, o que ocorre é que ao aumentar os juros e valorizar o câmbio, ocorre um choque positivo de custos em moeda local. Como não há a transmissão da demanda para a inflação, dos juros para o câmbio e deste para os preços, o efeito dos juros sobre a demanda agregada gera apenas um efeito colateral de política monetária.

Não existe um choque de demanda porque a economia brasileira é muito aberta, o que torna os preços dos bens exportados, como das *commodities*, por exemplo, insensíveis à alteração na demanda doméstica. E os preços dos bens não exportados são determinados por seus custos. Por fim, não há flexibilidade nos salários nominais. Os custos unitários do trabalho crescem pouco e independem do nível de atividade econômica.

O regime atual de altas taxas juros alto e câmbio baixo incorre em sérios entraves para o desenvolvimento do país: aumenta os juros da dívida pública, concentra a distribuição de renda, diminuem a oferta de crédito para investimento produtivo. O câmbio muito valorizado desprotege cada vez mais a indústria nacional contra as importações, diminuindo sua competitividade. O aumento das importações, deteriora as contas externas, causando déficits em conta corrente, que podem futuramente levar a uma restrição do crescimento externo.

O momento econômico brasileiro exige uma atuação concreta por parte da autoridade monetária, adotando políticas que acomodem o choque inflacionário, de forma a tornar possível o alcance da meta inflacionária ao final de 2008, não enfraquecendo a credibilidade dada ao Banco Central pelos agentes econômicos e pela população, podendo levar ao questionamento quanto à eficiência do plano de metas.

6 REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

- AMADEO SWAELEN, Edward. **Desemprego, Salários e Preços: um estudo comparativo de Keynes e do pensamento macroeconômico da década de 1970**. Rio de Janeiro: BNDES, 1982.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Copom. Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/COPOMJUROS>> Acesso em: 24 out. 2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação Disponível em:
<<http://www.bcb.gov.br/SISMETAS>> Acesso em: 24 out. 2008.
- BRESSER, L.C. **A teoria da inflação inercial reexaminada**. Disponível em:
<<http://www.bresserpereira.org.br>> Acesso em: 06 abr.2008.
- BRESSER, L.C. **Inflação e câmbio**. Disponível em <<http://bresserpereira.org.br>>
Acesso em: 20 mai.2008.
- CANUTO, O; HOLLAND, M. **Flutuações Cambiais, Estratégias de Políticas Monetária e Metas de Inflação**. Texto para Discussão IE/UFU, nº 04. Uberlândia. 2000.
- CARBAUGH, R. J. **Economia Internacional**. Tradução de Roberto Galman. São Paulo: Editora Pioneira Thomson Learning, 2004.
- CARVALHO, F. J. C. de. et al. **Economia monetária e financeira, teoria e política**. 1.ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001.
- CURADO, M. L.; OREIRO, J. L. **Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro**. Disponível em: <<http://bresserpereira.org.br>>. Acesso em 13 mai. 2008.
- CURADO, M. L.; OREIRO, J.L., **Indicadores Econômicos FEE**, 2005. Disponível em <<http://www.economia.ufpr.br>>. Acesso em 24 out. 2008.
- DEBELLE, GUY. **Inflation Targeting and Output Stabilization**. Artigo preparado para o seminário Metas de Inflação no Brasil, Rio de Janeiro, 1999.
- DIEESE. **A inflação frente ao câmbio e preços internacionais**. Nota à imprensa, São Paulo, 08 de out. de 2008. Disponível em
<<http://www.jornadapelodesenvolvimento.com.br>> Acesso em 10 nov.2008.
- DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. **Macroeconomia**. 5 ed. São Paulo: Editora Makron Books, McGraw-Hill. , 2002.
- FARID, J. **Inflação volta a subir após 4 anos, mas dica na meta**. Disponível em :
<<http://clippingmp.planejamento.gov.br>>. Acesso em 01 out.2008.
- FERREIRA, Afonso. **Pass-through da taxa de câmbio: modelos teóricos e evidências empíricas para as exportações brasileiras de**

manufaturados. In FONTES, R.; ARBEX, Marcelo (eds.) **Economia aberta: ensaios sobre fluxos de capitais, câmbio e exportações.** Editora UFV, 2000.

FERREIRA, A.B., **Metas para Inflação e Vulnerabilidade Externa do país.** Belo Horizonte. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) -. Universidade Federal de Minas Gerais, 2004. 150 p.

Disponível em : <<http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A035.pdf>>. Acesso em 06 abr.2008.

FIORENCIO, Antonio; MOREIRA, **Ájax: Latent Indexation and exchange rate passthrough. Texto para Discussão,** n. 650, IPEA, 1999.

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. **Inflation targeting in emerging market economies. NBER Working Papers Series,** Cambridge, out.2003, n.10019.

GOMES, D. S.M et., al, **Política de investimentos 2008.** Salvador, 30 jul. 2008. Disponível em <<http://www.saeb.ba.gov.br>>. Acesso em 10 nov.2008.

GRUPO DE CONJUNTURA DA FUNDAP. **Regime de meta de inflação em perspectiva comparada.** Disponível em : <<http://www.debates.fundap.sp.gov.br>>. Acesso em 01 out.2008.

IPEA. **Carta de conjuntura setembro de 2008.** Disponível em <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em 10 nov. 2008.

Meirelles reafirma atuação do BC e meta de inflação de 4,5% em 2009. Disponível em : <<http://www.valoreconomico.com.br>>. Acesso em 04 ago.2008.

MISHKIN, Frederic & Klaus Schmidt – Hebbel (2002). **One Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know an What do We Need to Kwon?** Working Paper n. 8397. National Bureau of Economic Research: Washington, D.C., EUA.

MODENESI, A. M. de. **Regimes monetários, teoria e a experiência do real.** 1 ed. São Paulo: Editora Manole, 2005.

OREIRO, J. L. **Política Monetária, Metas de Inflação e Regimes Cambiais – parte II.** Disponível em <<http://www.joseluisoreiro.ecn.br/cursos/politicamonetaria.ppt>>. Acesso em 23 out. 2008.

PAULA, Luiz Fernando de., **Uma avaliação do Regime de Metas de Inflação no Brasil.** Publicado no Jornal Valor Econômico, 31/10/2005, p. A10.

PHELPS, Edmund. Money wage dynamics and the labor market equilibrium. In: PHELPS, E. (Org.). **Microeconomic Foundation of Employment and Inflation Theory.** New York: W. W. Norton, 1970.

- SERRANO, F. **Juros, câmbio e inflação: dilemas para a retomada do desenvolvimento.** Fundap , 24 abr.2008. Disponível em: <<http://www.fundap.sp.gov.br>>. Acesso em 10 nov. 2008.
- SILVA, Marcelo & Marcelo Portugal (2002). **Inflation Targeting in Brazil: Na Empirical Evaluation.** Apresentado no XXX Encontro Nacional da Anpec em Nova Friburgo – RJ, Brasil.
- SOIHET, E. **Política monetária e cambial, regime de metas de inflação em um contexto de sistema monetário internacional sem coordenação.** Disponível em <<http://www.viannajr.edu.br>>. Acesso em 23 out. 2008.
- SOUZA, N. A. de. **Inflação é pretexto para elevar juros e torpedear o crescimento do país.** Texto publicado em a hora do povo. Ed. 2698
- ZINI JR., A. A. **Política cambial com liberdade ao câmbio.** In: BAUMANN, R. (org.). **O Brasil e a economia global.** Rio de Janeiro: Editora Campus, 1996.