

*Ingresso: 12.000
Cidade de Jundiaí
12.000*



1290003751

TCC/UNICAMP
P416i
1290003751/IE

Universidade Estadual de Campinas

Curso de Ciências Econômicas

Prof. Dra. Simone Silva de Deus

Orientadora: Prof. Dra. Simone Silva de Deus

Aluno: Rafael Giuffrida Peres

Os Impactos da Variação Cambial no Regime de Metas Inflacionárias: o caso Brasil.

Campinas

TCC/UNICAMP
P416i
1290003751/IE

2008

495.006.000

Rafael Giuffrida Peres

Os Impactos da Variação Cambial no Regime de Metas Inflacionárias: o caso Brasil.

Monografia apresentada como trabalho de conclusão de curso de Graduação em Ciências Econômicas. Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

Orientadora: Prof. Dra. Simone Silva de Deos

Campinas

2008

CEDOC/IE/UNICAMP

Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas

Rafael Giuffrida Peres

Os Impactos da Variação Cambial no Regime de Metas Inflacionárias: o caso Brasil.

Monografia aprovada em 04 / 12 / 2008 para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Banca Examinadora:

Prof. Dra Simone Silva de Deos

Prof. Dra. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti

Aos meus avós.

Agradecimentos

À Prof. Dra. Simone Silva de Deos, pelo auxílio durante toda a elaboração deste trabalho, desde a escolha do tema até o desenvolvimento de cada um dos capítulos, e à Prof. Ana Rosa Sarti, por ter aceitado participar de minha banca, e engrandecido meu trabalho com opiniões muito relevantes.

À minha família, que forneceu toda a estrutura necessária para meu desenvolvimento como estudante e como indivíduo.

À minha namorada, Gisele, por todo o amor e carinho a mim dispensados ao longo de minha faculdade, em especial ao longo da produção deste trabalho.

Aos meus amigos, de longa data ou recentes, que de alguma forma contribuíram para a minha formação como ser humano.

Aos meu animais de estimação, Nala, Mila, Teka, Jordan, Oprah, Vinny e Chelsea, amigos de toda hora, sempre prontos para me alegrar quando estava triste.

**"Failure is the chance to start again more intelligently."
(Henry Ford)**

Resumo

O trabalho busca analisar os impactos que a volatilidade da taxa de câmbio apresenta sobre os índices de preços em uma economia que adotou como forma principal de condução da política monetária o regime de metas inflacionárias. Este regime, caracterizado pelo anúncio do Banco Central de qual será a inflação perseguida ao longo de determinado período de tempo, foi adotado por diversos países, entre eles o Brasil. Algumas correntes teóricas advogam que, embora este regime apresente pontos positivos, ele é ineficaz ao tentar combater a inflação através de movimentos da taxa de juros, já que o efeito da taxa de juros sobre os preços não ocorre em toda a diversidade de preços existente na economia. Assim, no Brasil, a convergência das taxas de inflação às metas adotadas pelo Banco Central é fortemente influenciada pela apreciação da taxa de câmbio, e não diretamente pelo aumento da taxa de juros.

Palavras-chave

Inflação, regime de metas inflacionárias, taxa de câmbio, preços, taxa de juros, política monetária.

Abstract

The study looks to analyze the impacts the volatility of the exchange rate have over price indexes in an economy that adopted as main monetary policy an inflation targeting regimes. This regime, characterized by the Central Bank announcement of which will be the inflation pursued throughout a determined period of time. Some theoretical chains mention that although this regime have some positive points, it is inefficient when trying to fight the inflation through an interest rate movement, once the effect of the interest rate is not strong to all the diversity of prices in economy. Thus, in Brazil, the convergence of inflation to the target adopted by the Central Bank is strongly influenced by the exchange rate appreciation, and not directly by the rise of interest rates.

Key words

Inflation, inflation targeting regimes, exchange rate, prices, interest rate, monetary policy.

Índice

Introdução	9
Capítulo 1 – O Regime de Metas Inflacionárias no Contexto da Teoria de Política Monetária	11
1.1 A Teoria da Política Monetária de “Velhos Keynesianos”	11
1.2 A Teoria da Política Monetária Monetarista	12
1.3 A Teoria da Política Monetária Novo-Clássica	14
1.3.1 Independência dos Bancos Centrais	16
1.3.2 Regime de metas inflacionárias	18
1.4 A Teoria da Política Monetária de Novos Keynesianos	20
Capítulo 2 - Críticas ao Regime de Metas de Inflação.....	23
2.1 A Neutralidade da Moeda.....	25
2.2 A Natureza do Processo Inflacionário	26
2.3 Canais de Transmissão da Política Monetária.....	28
2.3.1 Observações Adicionais Sobre o Canal do Crédito.....	30
2.4 Conclusão	32
Capítulo 3 – Os Impactos da Volatilidade Cambial em Economias Emergentes: o caso do Brasil	33
3.1 Impactos da volatilidade cambial.....	34
3.2 O caso do Brasil	36
3.2.1 Inflação e volatilidade cambial no Brasil	37
Conclusões	47
Bibliografia	51

Introdução

Desde a última década do século passado, o regime de metas de inflação tornou-se a principal estratégia de diversos Bancos Centrais ao redor do mundo na condução da política monetária, sendo atualmente um dos sustentáculos da política econômica brasileira.

Bernanke et alii (1999) definem regime de metas de inflação como uma estratégia de política monetária caracterizada pelo anúncio público de uma meta numérica, seja ela pontual ou um intervalo, para a taxa de inflação em um determinado horizonte temporal e o reconhecimento explícito de que uma inflação baixa e estável deve ser o principal objetivo de longo prazo da política monetária.

Mishkin (2000) adiciona à definição anterior alguns outros pontos. Para o autor, no regime de metas há a utilização de todas as informações e instrumentos pertinentes quando da definição instrumental da “estratégia” de política a ser implementada e não somente dos agregados monetários ou da taxa de câmbio. O autor destaca também a transparência da “estratégia” de política monetária adotada, através de constante comunicação com o público e com os “mercados” a respeito dos “planos”, objetivos e das decisões da autoridade monetária e ainda o fato de que à autoridade monetária cabe o dever de buscar o cumprimento da meta estabelecida e, para isto, esta dispõe irrestritamente de seus instrumentos de ação.

Este regime de política monetária, segundo seus defensores, melhora a comunicação entre o público e as autoridades monetárias, aumentando a capacidade de previsão dos agentes econômicos a respeito da inflação futura. Além disso, impõe-se indiretamente uma maior disciplina e transparência ao governo no tocante à gestão da política monetária, já que a credibilidade é fundamental no regime de metas inflacionárias para evitar problemas de inconsistência temporal, ou seja, a busca de resultados de curto prazo em detrimento da estabilidade no longo prazo.

Além disso, a credibilidade da autoridade monetária pode e tende a funcionar como uma ferramenta de atuação, uma vez que o anúncio de uma meta de inflação que será fortemente perseguida afeta as expectativas dos agentes, o que contribuiria para seu cumprimento.

No Brasil o regime de metas inflacionárias foi adotado em 1999, logo após o fracasso na manutenção do regime de câmbio fixo em vigor até então. Foi decidido que o Banco Central do Brasil (BCB) seria o responsável pela política monetária, atuando sobre a taxa básica de juros da

economia (Selic), cuja magnitude seria decidida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Além disso, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) cheio foi escolhido como a taxa de inflação oficial.

Este trabalho se destina a avaliar, à luz dos pressupostos da atual teoria de metas inflacionárias, a relação existente entre a volatilidade da taxa de câmbio e flutuações nos níveis de preços em economias que adotaram um regime de câmbio flutuante. Para tal, no primeiro capítulo analisaremos as discussões teóricas acerca do regime de metas inflacionárias. Através das contribuições de Bernanke et al. (1999), podemos compreender por que se enfatiza tanto a utilização desta forma de condução da política monetária, como a “única” forma eficiente e até mesmo desejada que esse instrumento de política econômica pode assumir. No segundo capítulo apresentaremos as críticas dos teóricos pós-keynesianos divididas em três aspectos: a neutralidade da moeda, a natureza do processo inflacionário e, por fim, os canais de transmissão da política monetária, com mais atenção ao canal do crédito. No terceiro capítulo, daremos ênfase maior à análise da relação existente entre a volatilidade cambial e o nível de preços em economias que adotaram uma taxa de câmbio flutuante, com especial atenção ao caso do Brasil. O impacto da volatilidade da taxa de câmbio na inflação é considerado tão relevante que estudos tais como o de Goldstein (2002), preconizam a adoção de um *mixing* de políticas econômicas denominado de *managed floating plus*, no qual a variação da taxa de câmbio seria administrada de forma a se adequar às metas de inflação.

Capítulo 1 – O Regime de Metas Inflacionárias no Contexto da Teoria de Política Monetária

Neste primeiro capítulo apresentaremos a discussão teórica do regime de metas inflacionárias. Para isso evocaremos idéias de diferentes escolas de pensamento econômico que contribuíram de alguma forma para a proposição deste tipo de regime monetário que foi definido pelos novo-clássicos e atualmente é a base da política macroeconômica em muitos países.

1.1 A Teoria da Política Monetária de “Velhos Keynesianos”¹

Para os “velhos keynesianos” a política monetária é ineficiente para alterar os níveis de desemprego e de renda, já que a taxa de juros não afeta de forma significativa o investimento, ou seja, o investimento é pouco elástico em relação aos juros. Por este motivo a política fiscal seria a forma mais adequada de atuação do governo para diminuir o desemprego.

Para apresentar este raciocínio, eles utilizavam do modelo IS-LM, atribuindo uma peculiaridade ao comportamento do mercado de bens, o fato de o investimento ser inelástico em relação aos juros. Já com relação à política fiscal, os “velhos keynesianos” diziam a mesma ser altamente eficaz, pois o gasto público, componente da demanda agregada, afeta diretamente as variáveis renda e emprego. Assim, numa situação que requeresse políticas econômicas para expandir o nível de renda e emprego, uma política fiscal expansionista seria totalmente preferível a uma política monetária, a qual requeria um grande esforço para gerar resultados considerados desprezíveis.

¹ Esta seção está baseada, em grande parte, em Carvalho (2000).

1.2 A Teoria da Política Monetária Monetarista²

Milton Friedman, expoente da escola monetarista, postulou que a *moeda importa*, sendo possível reduzir, ainda que temporariamente, a taxa de desemprego através de políticas monetárias expansionistas. Desta forma, o monetarismo se opunha ao fiscalismo keynesiano que permeou a política econômica americana até a década de 1960.

Como ponto de partida para sua teoria, Friedman sustenta a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego na economia, que é a taxa de desemprego que incorpora as características estruturais e institucionais do mercado de trabalho e do mercado. Quando a economia possui uma taxa de desemprego igual à sua taxa natural, somente vigoram o desemprego friccional e o desemprego voluntário.³

Segundo a teoria monetarista, a taxa corrente de desemprego corresponde à taxa natural de desemprego quando o conjunto de trabalhadores (empregados ou não) está obtendo satisfação plena. Já quando a economia se encontra em posição de desequilíbrio, isto é, a sua taxa corrente de desemprego é diferente da taxa natural, existirão trabalhadores cujas preferências não estão sendo satisfeitas.⁴

Os agentes econômicos utilizam-se exclusivamente de informações sobre o passado para formarem suas expectativas de preços, ao que os monetaristas nomeiam de *expectativas adaptativas*, conforme a equação abaixo:

$$P_t^e = P_{t-1}$$

A expectativa de inflação do período P_t^e é idêntica à inflação do período anterior, P_{t-1} – sendo essa uma função da quantidade de moeda ofertada pela autoridade monetária. Assim, uma expansão monetária provocará uma redução da taxa corrente de desemprego em relação à taxa natural, uma vez que as expectativas sejam formadas com base nesta equação.

² Esta seção está, em grande parte, baseada em Carvalho (2000).

³ Desemprego friccional é aquele em que os trabalhadores estão apenas temporariamente desempregados, basicamente em função do tempo necessário para transitar de um posto de trabalho a outro. Já desemprego voluntário é aquele em que os trabalhadores estão decididamente desempregados porque consideram que não vale a pena trabalhar pelo salário real que lhes é oferecido.

⁴ Friedman diz que o equilíbrio é estável ou, equivalentemente, possui a propriedade da estabilidade, porque a taxa corrente de desemprego converge em direção à taxa natural na ausência de intervenções monetárias.

Esta redução da taxa corrente de desemprego ocorre quando se tem uma expansão monetária, uma vez que ao se elevar o salário nominal, trabalhadores que antes estavam voluntariamente desempregados podem mudar de posição e ingressar no mercado de trabalho. Como o estoque de moeda se manteve inalterado por vários anos, as expectativas de aumento dos preços inexistem, e os trabalhadores acreditam que o aumento nominal do salário se reflete em seu valor real. Entretanto, o salário nominal mais elevado não representará um salário real mais elevado porque os preços estão aumentando em função da expansão do estoque de moeda.

Como a expectativa era de não existência de inflação, haverá uma decepção com relação às expectativas. A elevação de preços, somente percebida *a posteriori*, faz com que o aumento nominal de salários não represente um aumento real. Desfeita a ilusão monetária, os trabalhadores decidem retornar ao desemprego voluntário que lhes proporcionava um nível mais elevado de satisfação do que o emprego atual é capaz de proporcionar.

Para que o desemprego permaneça abaixo da taxa natural os trabalhadores devem ser “iludidos” de forma contínua, ou seja, é necessário que se o governo se utilize de uma *política de expansão sistemática do estoque de moeda*, o que aumentará continuamente a taxa de inflação. Somente assim os trabalhadores subestimarão a inflação futura de forma permanente. A inflação presente será sempre maior do que a inflação passada, e a taxa corrente de desemprego permanecerá em um nível inferior à taxa natural de desemprego.

No modelo monetarista, a política monetária a princípio somente é eficaz no curto prazo. No longo prazo seria neutra, somente alterando o valor nominal das variáveis preço, salário e renda. Como a política monetária não é capaz de alterar em definitivo a situação da economia, Friedman opõe-se ao seu uso. Por outro lado, para manter a taxa de desemprego corrente abaixo da taxa natural, os dirigentes do Banco Central deveriam manter os trabalhadores em permanente estado de ilusão monetária. Em tal contexto, os trabalhadores teriam suas preferências individuais não-satisfeitas em virtude dos cálculos incorretos que realizam quando comparam a satisfação que os salários esperados podem oferecer e a satisfação proporcionada pelas horas de lazer. Já que uma política de expansionismo monetário pode reduzir o nível de satisfação individual dos trabalhadores, Friedman também por isso opõe-se ao seu uso.

Ademais, o monetarismo identificou dois tipos de defasagens, interna e externa, na condução da política monetária, que formam e ampliam a base dos argumentos contrários à sua utilização.

A *defasagem interna* refere-se ao intervalo de tempo que transcorre entre um choque económico e a ação das autoridades monetárias em resposta ao distúrbio. Tal defasagem ocorre porque há uma demora no reconhecimento do problema e na implementação das medidas corretivas. A *defasagem externa* é decorrente do intervalo que ocorre entre a implementação das medidas e os seus efeitos sobre a economia. Tais defasagens podem transformar a política monetária em uma fonte desestabilizadora. Neste ponto, Friedman, em seu artigo intitulado *The Role of Monetary Policy*, publicado na *American Economic Review*, em março de 1968, concluiu:

“... a razão da propensão ao exagero parece clara: a falha das autoridades em não levar em conta o hiato entre suas ações e os efeitos subsequentes sobre a economia. Eles tendem a determinar as suas ações pelas condições de hoje – mas suas ações afetarão a economia unicamente seis, nove, doze ou quinze meses mais tarde. Então, eles se sentem impelidos a pisar no freio, ou no acelerador, conforme o caso, de forma violenta.” (Friedman, 1968, apud Carvalho, 2000).

Alternativamente ao ativismo monetário, a proposição de Friedman é que a autoridade adote regras para a gestão de moeda.

Como demonstramos acima, para os monetaristas a inflação é um fenómeno essencialmente “monetário”, decorrente da expansão do estoque de moeda a um ritmo que supere a expansão da renda real. Para estes teóricos, a inflação deve ser eliminada por intermédio da redução da taxa de crescimento do estoque monetário.

O dilema enfrentado pelas autoridades monetárias é que quanto maior a contração monetária, visando a uma redução drástica da inflação, maior será o desemprego corrente em relação ao desemprego expresso pela taxa natural. Se as autoridades monetárias desejarem combater a inflação com menores custos sociais, terão que reduzir a inflação gradualmente.

1.3 A Teoria da Política Monetária Novo-Clássica⁵

A escola de pensamento económico novo-clássica, que tem como fundadores Lucas, Sargent e Wallace, acrescenta ao debate duas idéias relativamente novas: a necessidade de independência dos Bancos Centrais e de que a política monetária seja conduzida sob o regime de metas de inflação.

⁵ Esta seção está baseada em Carvalho (2000) e Lucas (1995).

Os defensores desta nova escola criticavam tanto Friedman como os “velhos keynesianos”. Contra Friedman, argumentavam que os agentes econômicos partem de expectativas racionais, e não adaptativas. Isso derruba a idéia monetarista de que a política monetária pode ser funcional por surpreender os agentes com relação as expectativas de preços. A crítica aos “velhos keynesianos” é ainda maior, pois os novo-clássicos são contra qualquer tipo de intervenção, já que a moeda seria neutra no curto e no longo prazo.

Segundo Lucas, no que ficou conhecido como *a crítica de Lucas*, os agentes, ao tomarem conhecimento de alguma iniciativa por parte do governo, e já conhecendo seu resultado futuro, apenas antecipam os acontecimentos, tornando-os inócuos. Tem-se assim a teoria das expectativas racionais. Por exemplo, quando ocorre um aumento da oferta monetária por iniciativa do governo, todos os agentes econômicos sabem que isto causará aumento de preços e salários; desta forma, antecipam-se a este fato, provocando inflação. Portanto, uma política monetária expansionista seria ineficaz para alterar variáveis reais.

Tal como no modelo monetarista, o ponto de partida para a construção da teoria novo-clássica de que a política monetária é ineficaz para alterar variáveis reais é a hipótese de uma taxa natural de desemprego. Segundo os novo-clássicos, a taxa efetiva de desemprego sempre se encontrará em equilíbrio, pois famílias e agentes econômicos estão sempre agindo *racionalmente*, procurando maximizar lucros e satisfação.

A função oferta de Lucas, abaixo representada, busca provar que a política monetária é ineficaz quando o objetivo do governo é reduzir a taxa de desemprego:

$$U_t = U_n - \square (P_t - P_t^e), \text{ onde :}$$

U_t = taxa corrente de desemprego

U_n = taxa natural de desemprego

$\square$ = parâmetro positivo

P_t = inflação no período

P_t^e = inflação esperada para esse mesmo período

Dessa forma, como os agentes se antecipam ao aumento da oferta monetária realizada pelo governo, P_t será igual a P_t^e , e U_t será sempre igual a U_n . Portanto, a taxa de desemprego

seria sempre igual à taxa natural *se os agentes conhecessem a regra de variação do estoque monetário e se não houvesse nenhum choque de demanda.*

Somente as políticas monetárias que causam surpresa poderiam provocar efeitos reais na economia. Se os empresários, por exemplo, tivessem informações restritas, e fossem induzidos a pensar que um aumento de preços foi decorrente de um aumento efetivo da demanda de seus produtos, contratariam mais trabalhadores e aumentariam sua produção. Os trabalhadores, também surpreendidos, acreditariam que estariam recebendo um salário maior do que aquele que rejeitavam, dada a satisfação propiciada pelo lazer. Após certo tempo, entendido os verdadeiros movimentos da variação do estoque de moeda e da variação dos preços pelos agentes da economia, parte dos trabalhadores retornaria à condição de desempregados *voluntariamente*, e a produção voltaria para o patamar original, correspondente à taxa natural de desemprego.

A conclusão é, então, que é melhor não tentar enganar os agentes para não criar um ambiente de expectativas inflacionárias instáveis, que têm como consequência a própria inflação. Sendo assim, muitos adeptos da economia novo-clássica se dedicaram nos últimos anos à elaboração de propostas normativas sobre qual deve ser o “formato” do Banco Central e qual condução da política monetária capaz de reduzir os estímulos à implementação de políticas de surpresa monetária. As mais importantes e “populares” propostas são a criação de *Bancos Centrais independentes* e a utilização de *metas de inflação* como forma de condução da política monetária.

1.3.1 Independência dos Bancos Centrais

Na década de 1970 surgiu o debate sobre a independência dos bancos centrais. Os economistas Alex Cukierman e Charles Goodhart apresentaram trabalhos importantes e seminais sobre o assunto.

Como qualquer aumento da oferta monetária pode obter apenas inflação como resultado, o único objetivo da política monetária deve ser a manutenção da estabilidade dos preços. A existência de um Banco Central independente ajudaria a trazer confiança aos agentes econômicos, pois virtualmente eliminaria a possibilidade de serem pegos de surpresa por uma expansão da oferta monetária por parte do governo.

A independência do Banco Central tem um claro significado para os seus proponentes: plena liberdade de ação para as autoridades monetárias com o único objetivo de combater a inflação. As bases teóricas dessa proposição são as relações fundamentais da curva de Phillip e a teoria novo-clássica. Ambos demonstram que a moeda não é capaz de alterar as variáveis reais da economia de forma definitiva; assim a taxa natural de desemprego prevalecerá na ausência de erros expectacionais.

A tese do Banco Central independente se apóia em torno do trinômio credibilidade-reputação-delegação, estabelecido por alguns teóricos novo-clássicos que afirmavam que a economia possui um viés inflacionário. Este viés inflacionário se expressa através da implementação de políticas monetárias que não são consistentes com a taxa natural de desemprego. Isto ocorre quando o governo, por exemplo, adota uma política expansionista considerando que os resultados a curto prazo são mais valiosos que a manutenção da credibilidade, fenômeno que tende a se verificar em épocas eleitorais, por exemplo. Contudo, delegando o controle da política monetária a um Banco Central independente, poder-se-ia elevar o grau de credibilidade nas regras monetárias e na prioridade de combate à inflação, erradicando o dito viés. Nas palavras do próprio Prescott:

“Presidentes inteligentes deixam a política de juros nas mãos do presidente do Banco Central. Detalhe: o objetivo da política monetária, ou seja, a meta de inflação, deve ser decidida pela sociedade por meio do representante eleito. Mas é o Banco Central quem deve cumprir a meta estabelecida.” (Prescott, 2004, apud Carvalho, 2000).

A independência de um Banco Central não significa tão somente autonomia para realizar políticas monetárias sem a interferência do governo central. Significa, acima de tudo, independência para perseguir o objetivo da estabilidade de preços, mesmo que esta busca represente sacrificar outros objetivos que podem ser mais importantes para as autoridades políticas. Os proponentes da tese da independência da autoridade monetária têm argumentado que um Banco Central independente deve assumir a tarefa estatutária única de guardião da estabilidade do poder de compra da moeda.

De acordo com Cukierman, são três os indicadores que devem ser levados em conta para se avaliar o grau de independência de um Banco Central. Primeiramente deve-se analisar o grau de rotatividade dos dirigentes. Neste caso, quanto maior o tempo de permanência do seu

presidente, maior é o grau de independência, desde que o dirigente não se submeta a decisões governamentais para tanto. O segundo ponto se refere ao estatuto do Banco Central, que estabelece o seu objetivo e os limites para a interferência do executivo sobre a política monetária. O último indicador diz respeito aos objetivos do Banco Central e sua relação com o governo, aferido através de um questionário que é enviado a especialistas de cada país. O grau de independência seria medido, então, através da média aritmética destes três itens.

Trabalhos empíricos desenvolvidos por Cukierman, envolvendo 14 países, sobre o grau de independência dos Bancos Centrais e suas taxas de inflação no período entre 1955-88, indicariam uma forte correlação inversamente proporcional entre independência dos bancos centrais e taxas de inflação. Assim, o argumento-chave de defesa da tese de Banco Central independente é que quanto maior o grau de independência do Banco Central, menor tende a ser a taxa de inflação.

Ademais, outra das vantagens de se possuir um Banco Central independente seria a tendência de custo social zero frente a uma tentativa de diminuição da taxa de inflação. Isto porque, ao ser anunciado uma menor expansão monetária, os agentes econômicos acreditariam em tal anúncio, desistindo, antecipadamente, de aumentar os preços, e os salários reais não se alterariam, dado que preços e salários não seriam mais reajustados e o desemprego permaneceria em sua taxa natural.

1.3.2 - Regime de metas inflacionárias⁶

O regime de metas inflacionárias propõe uma meta de crescimento para algum índice de inflação, previamente anunciada. A meta é estabelecida pelo governo ou pelo parlamento e deve ser perseguida pelo Banco Central. Esta meta pode ser um ponto, com ou sem um intervalo de tolerância, ou mesmo um intervalo. A política monetária passa a ter o objetivo principal de alcançar a meta inflacionária determinada.

As políticas monetárias há muito vêm se caracterizando por serem políticas baseadas na condução através de regras ou através de atuações discricionárias. Os que, no campo do pensamento ortodoxo, defendem a condução através de leis e/ou regras, advogam que isto traz

⁶ Esta seção esta baseada em Bernanke et alii.(1999)

credibilidade e transparência às ações do Banco Central. Já os críticos alegam que este modo de condução priva o Banco Central de agir em situações inesperadas e incomuns, tais como choques de oferta ou de demanda, e, ademais, há os que também alegam para a possibilidade e mesmo a necessidade de que a política monetária tenha atuação, ainda que no curto prazo, sobre as variáveis “reais” da economia, como renda e emprego.

Na outra ponta do debate, os que defendem uma política monetária discricionária ressaltam a preservação da flexibilidade e a possibilidade do Banco Central de responder a situações de emergência como os pontos positivos. No entanto, para os defensores de uma política monetária baseada em regras, a falta de disciplina na condução da política monetária poderia causar um aumento das incertezas dos agentes perante a condução desta política aumentando, assim, a propensão da economia a uma elevação das taxas de inflação.

A condução da política monetária através de um regime de metas inflacionárias se apóia em três argumentos. Primeiramente, a longo prazo, a inflação seria a única variável macroeconômica que a política monetária consegue afetar⁷. Segundo, haveria um consenso de que até níveis moderados de inflação poderiam ser prejudiciais ao crescimento da economia⁸. Por último, o anúncio das metas inflacionárias comunicaria aos agentes econômicos as intenções das autoridades perante a condução da política monetária, aumentando a credibilidade e reputação. O regime de metas inflacionárias serviria, pois, para solidificar a condução da política monetária.

Um ponto muito importante para a proposição de um regime de metas inflacionárias refere-se aos benefícios que uma inflação baixa pode trazer. De acordo com os defensores do regime de metas, até taxas de inflação que poderiam ser consideradas “moderadas” podem ocasionar sérias distorções na economia. A começar pelos seus impactos na contabilidade das empresas, passando pelas distorções nos contratos de trabalho e impactando até a avaliação de risco e retornos de ativos financeiros. Isso sem mencionar o argumento “clássico” de que a

⁷ Para os novo-clássicos, como vimos, mesmo a curto-prazo não há espaço para interferência do “monetário” sobre o “real”.

⁸ Poucas vezes a literatura é clara e objetiva a respeito do que seja um nível “moderado” de inflação, isto é, aquele que não prejudicaria o crescimento. Avaliações empíricas mostraram uma relação muito mais complexa e inconclusiva, até hoje, sobre o assunto. Por exemplo, Ghosh and Phillips (1998, apud Arestis, (2003) apresentam, a partir de uma extensa análise empírica, uma relação mais complexa e não linear entre taxas de inflação e taxas de crescimento do produto.

inflação distorce os preços relativos, sinal por excelência para os mercados a respeito da existência, ou não, de excessos de oferta e/ou demanda em determinados segmentos da economia.

Além disso, ao se estabelecer uma política monetária conduzida através de um regime de metas inflacionárias, a autoridade monetária enviaria aos agentes econômicos uma mensagem de como será conduzida a política monetária. O regime de metas serviria como um foco para orientar as expectativas dos agentes, sendo um referencial para a atuação do Banco central sobre a economia.

1.4 A Teoria da Política Monetária de Novos Keynesianos⁹

Segundo Bernanke et alii (1999), autores novos keynesianos, o controle da inflação deve ser o principal objetivo de longo prazo da política monetária, ao invés da tentativa de usá-la para influir sobre renda e emprego. Isso porque imperfeições nos mercados tendem a levar, no curto prazo, a economia a um resultado sub ótimo. Contudo, no longo prazo, a tendência é para o equilíbrio ótimo, isto é, o equilíbrio de pleno emprego.

Os novos-keynesianos acreditam que as políticas monetárias têm efeito no longo prazo somente sobre a variável inflação, e que uma taxa de inflação em níveis baixos e controlados é necessária para que outros objetivos macroeconômicos, como o aumento da renda por exemplo, sejam alcançados. Além disso, o estabelecimento de uma meta inflacionária a longo prazo traz confiança ao mercado quanto a possíveis alterações na política monetária a curto prazo, pois o mercado acreditaria que o Banco Central teria como principal objetivo o alcance da meta.

No pós Segunda Guerra Mundial difundiu-se a idéia de que, aceitando-se uma certa taxa de inflação, seria possível manter o nível de emprego ao nível de pleno emprego. Diversas teorias, com destaque para a Curva de Phillips, ferramenta incorporada no arcabouço “velho keynesiano”, sustentaram esta idéia por um longo período. Entretanto, o cenário observado em diversos países do mundo capitalista durante as décadas de 1970 e 1980, apresentando altos

⁹ Esta seção está baseada, em grande parte, em Bernanke et alii (1999).

índices de inflação e desemprego (estagflação) teria posto por terra a proposição de que haveria um *trade off* entre inflação e desemprego.

Entre os malefícios de uma inflação alta, Bernanke et alii (1999) destacam:

- Demasiada expansão do sistema financeiro, pois os agentes voltam boa parte de seus recursos para instrumentos que neutralizam as perdas com inflação alta;
- Dificuldades de adaptação em um cenário de alta inflação, dessa forma acarretando maior fragilidade e perdas do sistema financeiro;
- Baixa funcionalidade dos mercados de produtos e trabalho, pois os preços reais tornam-se difíceis de serem mensurados e expressos nos valores econômicos dos bens e serviços;
- Custos de remarcação de preços e custos de monitoramento de fornecedores e competidores; e
- Custo social, com a “destruição” da classe média e efeitos concentradores de renda.

Por fim, Bernanke et alii (1999) dizem que, em princípio, estabilidade de preços sugere uma inflação igual ou muito próxima de zero. Contudo, estudos de inflação realizados nos Estados Unidos sugerem que uma taxa de inflação anual ótima seja entre 0.5% e 2.0%, na medida em que uma pequena elevação do nível de preços deve refletir fatores como mudança na qualidade dos produtos e serviços ou nas preferências dos consumidores.

Desta forma, Bernanke et alii (1999) concluem que o regime de metas de inflação é a melhor forma para conduzir a política monetária, devido à melhoria da comunicação entre o público e as autoridades monetárias, o que traz confiança aos primeiros, e à disciplina imposta ao governo no tocante à política monetária. Contudo, alertam que o regime deve ser tratado como uma estratégia, e não como uma regra, já que a meta de inflação não pode ser alcançada através de um receituário específico.

Um dos grandes problemas com o qual se depara uma economia submetida a um regime de metas de inflação é quando da ocorrência de um choque de preços, como o choque do petróleo, por exemplo. Em um caso destes, se houver tentativa de manutenção da inflação dentro da meta inicialmente anunciada pode haver, na opinião de muitos autores novos keynesianos, prejuízos para renda e emprego de uma economia. Porém, “bons regimes de metas” devem ter

tais choques considerados, e aceitar um grau maior de inflação neste momento, sem, contudo, alteração das metas de inflação a longo prazo.

Canuto (1999), por exemplo, está entre os autores que concordam com essa idéia, dizendo que o regime embute um grau de liberdade/ flexibilidade interessante, por não se constituir em uma regra rígida, podendo incorporar adaptações a choques sofridos pela economia. A flexibilidade, permitindo contínua revisão e adaptação da política, é justamente o atributo que o autor considera atrativo para o regime. Por exemplo, quando de um choque de preços de alguma *commodity* ou uma desvalorização acentuada do câmbio, haveria espaço para uma revisão das metas. Numa situação destas, seria fácil para o governo convencer o público de que tal medida seria apenas esporádica e corretiva, em favor de um benefício a longo prazo.

Ferramenta importante dentro deste aparato é a chamada regra de Taylor, que indica qual deve ser a taxa de juros adequada para atingir-se determinada meta de inflação. Conforme nos mostra Canuto (2002) a regra de Taylor é bastante simples. Ela pressupõe que o crescimento efetivo do PIB seja idêntico ao PIB potencial, o qual, por sua vez, independe da política monetária. A partir desta dedução, modelos econométricos determinarão qual a taxa de juros que deve ser fixada para a manutenção de uma inflação estável e o crescimento desejado. Ou seja, a meta de inflação deve ser fixada levando em consideração o hiato do produto.

“Caso suba (desça) a inflação observada e/ou o PIB efetivo esteja maior (menor) que o potencial, eleva-se (reduz-se) a taxa de juros. Seguindo-se a regra, gradualmente a economia se encaminharia à taxa de inflação almejada, combinada com um nulo hiato do produto, ou seja, um PIB efetivo de acordo com o potencial. Choques temporários e reversíveis, sobre a inflação e o produto, deveriam ser ignorados.” (Canuto, 2002)

Embora existam diferenças entre as análises acerca do regime de metas inflacionárias nos modelos novo-clássicos e novo-keynesianos, correntes teóricas formadoras do *mainstream* da economia mundial, existe uma convergência no sentido de que ambos acreditam que o regime de metas inflacionárias é a melhor maneira de se controlar a inflação no curto prazo.

Capítulo 2 - Críticas ao Regime de Metas de Inflação

No capítulo anterior deste trabalho vimos a discussão da teoria da política monetária acerca do regime de metas inflacionárias.

O principal instrumento de política econômica construído para sustentar o RMI, no modelo novo-clássico, é a ação da autoridade monetária através do ajuste da taxa de juros de curto prazo, que deve responder às mudanças nas expectativas de inflação dos agentes econômicos. Embora seus teóricos não descartem instrumentos como o direcionamento de crédito, administração de reservas ou mesmo o redesconto, há clara preferência pela utilização da taxa de juros de curto prazo para agir sobre a inflação.

Este foco na utilização da taxa de juros de curto prazo como instrumento de política monetária, ao contrário do controle de oferta dos agregados monetários proposto por Friedman (1968), se aproxima da idéia pós-keynesiana de endogeneidade da oferta de moeda. Libânio lembra que:

“... a ênfase atual na utilização da taxa de juros como instrumento central de política decorre apenas de uma questão prática, qual seja, a dificuldade em controlar o estoque monetário em economias com mercados financeiros complexos e altamente especulativos”. (Libânio, 2004, p. 7)

Libânio também lembra que o tema da transparência¹⁰ aproxima o mainstream dos teóricos pós-keynesianos:

“... sob a ótica pós-keynesiana, a promoção de maior visibilidade aos objetivos e decisões de política monetária pode contribuir para aumentar a eficácia da política monetária, por informar com mais clareza ao setor privado as intenções do Banco Central, influenciando as expectativas em direção aos resultados pretendidos. Assim estabelecer metas explícitas pode ser uma estratégia bem sucedida na condução das políticas. Ademais, por reduzir o grau de incerteza quanto às decisões de política e quanto aos rumos futuros da economia, tal conduta pode alterar a elasticidade de expectativas dos agentes privados, tornando-as mais sensíveis às ações do Banco Central” (Libânio, 2004, p.18)

Ainda que o regime de metas inflacionárias se aproxime em alguns momentos ao pensamento pós-keynesiano, esta linha de pensamento teórico apresenta contribuições e críticas

¹⁰ Os pós-keynesianos enfatizam a discricção na condução da política monetária. A observação realizada por Libânio (2004) quanto ao desejo de maior transparência na condução da política monetária, deve ser relativizada com o fato de que dita transparência não deva acarretar perda demasiada de poder discricionário.

importantes à configuração da política monetária enquanto proposta pelo arcabouço teórico do RMI.

Este capítulo pretende fazer uma breve incursão pela crítica pós-keynesiana ao RMI dividida em três aspectos: a neutralidade da moeda, a natureza do processo inflacionário e, por fim, os canais de transmissão da política monetária, com mais atenção ao canal do crédito. As referências da análise são as contribuições de Arestis and Sawyer (2003), Fontana and Palacio-Vera (2002), Libânio (2004) e Lima(2008).

2.1 - A Neutralidade da Moeda

Um primeiro ponto de fricção entre as teorias que sustentam o RMI e aquela dos autores pós-keynesianos se refere à proposição de que há um nível de taxa de juros “natural” que seja compatível com uma política monetária neutra no longo prazo (Fontana and Palacio-Vera, 2002).

Essa taxa de juros específica seria, segundo a literatura de tradição “clássica”, aquela que deriva diretamente do equilíbrio entre poupança e investimento. Assim, teríamos ausência de defasagens significativas entre produto potencial e corrente e entre os níveis de preço passado e corrente. Portanto, é a esta taxa de juros real (que equilibra poupança e investimento) que a autoridade monetária deveria ajustar-se.

Como a teoria clássica se baseia na chamada “dicotomia clássica”, que separa as variáveis reais das variáveis monetárias, a taxa de juros que realmente importa seria aquela derivada das condições de poupança e da produtividade marginal do capital (que define o nível de investimento) e que, portanto, refletiria a taxa de retorno sobre o capital real. Tal taxa não seria necessariamente a taxa monetária presente no mercado, determinada pela oferta e demanda por moeda, mas seria uma taxa tendencial, para a qual a taxa de mercado convergiria no longo prazo.

Essa proposição de que há uma taxa de juros “natural” que reflita as condições estruturais de produtividade do capital, “à la Wicksell”, transborda para a concepção de que no longo prazo a moeda é neutra:

“The acceptance of this proposition is again evident in the output gap component of Taylor’s rule and in the implicit identification of trend output with potential output. It is thus accepted that, in the long run, (a) the level of real GDP and the rate of employment is supply-side-

determined, and (b) the supply of capital and the supply of labour (as well as the rate of technical progress) are not significantly influenced by the time path of aggregate demand. In this context, all monetary policy can do in the long run (its short-run stabilization role is not thrown into doubt) is to determine the level of inflation. At the aggregate level, this means that a nonaccelerating inflation rate of unemployment (NAIRU) exists and that it is independent of the level of aggregate demand.”(Fontana and Palacio-Vera, 2002, pp. 562-563).

Para os autores pós-keynesianos, por sua vez, não há como separar fatores monetários de fatores reais, uma vez que a economia não apresenta um lado “nominal” que apenas reflita as ações levadas a cabo pela autoridade monetária no intuito de influenciar, no curto prazo, variáveis reais. Desta forma, a taxa de juros básica definida pela autoridade monetária é diretamente influenciada pela evolução dos indicadores econômicos (emprego, investimento, inflação, produto etc) sendo, portanto, historicamente determinada e condicionada.

No modelo novo-clássico, uma política de metas de inflação sinaliza que o controle da demanda agregada, que é realizado através da taxa de juros, faz com que os movimentos aceleracionistas de preços sejam contidos, e isso ocorre via ajuste da demanda a um nível pré-determinado de oferta. Já para os autores pós-keynesianos a oferta agregada é determinada pela demanda agregada, não existindo uma taxa de desemprego compatível com estabilidade de preços que seja meta indireta de política econômica: o controle do nível de preços via repressão da demanda agregada acarreta também diminuição da oferta agregada, e não uma adequação a esta.

Do exposto, é difícil sustentar que a moeda seja neutra a longo prazo. Flutuações da oferta monetária ensejadas por elevações da renda, e os movimentos decorrentes desta expansão, podem condicionar movimentos da taxa de juros, que afetam as decisões quanto à composição de portfólio, o fluxo de caixa das empresas, preços de ativos, e seus resultados sobre emprego e desemprego.

Ter como objetivo de longo prazo apenas a estabilidade do nível de preços, e esta ainda realizada eminentemente via ajustamentos da taxa de juros, é negligenciar o poder da política monetária, bem como potencializar distúrbios econômicos sérios. A política monetária tem que ser conduzida tendo em vista o reconhecimento de que a moeda não é neutra e de que da sua administração dependem as motivações e decisões dos agentes econômicos.

2.2 – A Natureza do Processo Inflacionário

Ao propor a atuação da autoridade monetária basicamente através de ajustes da taxa de juros de curto prazo, a teoria que suporta o regime de metas inflacionárias parte de uma compreensão reducionista do processo inflacionário, de certa forma admitindo que a inflação é sempre originária de excesso de demanda (*demand-pulled inflation*).

Segundo Arestis and Sawyer (2003), o RMI funciona como se a inflação de custos não afetasse os níveis de preços a longo prazo: aparentemente, choques de oferta vão e vêm e, na média, seus efeitos seriam nulos, sendo apenas importante a inflação que deriva de excesso de demanda. Ao se admitir que a inflação a ser combatida seja mesmo a inflação de demanda, a manipulação da taxa de juros é o principal fator passível de conter a evolução do nível de preços.

Contudo, isto tende a provocar também alterações não desejáveis dentro do portfólio dos agentes privados, deslocando investimentos em produção para aplicações financeiras, por exemplo, uma vez que taxas de juros elevadas aumentam o potencial de retorno de aplicações financeiras em detrimento de aplicações produtivas.

Sicsú (2003) enfatiza que, dada uma situação de inflação de demanda, a forma de se combater uma alta de preços, gerando a menor distorção possível do ponto de vista da composição da despesa privada, é através de uma política fiscal de cortes nos gastos públicos. A idéia por trás disto é que não se deveria deixar que a economia chegasse a uma situação de “boom”, ou seja, os gastos públicos deveriam ser controlados para que o sistema econômico permanecesse em “quase-boom”. Estando a economia em “boom”, o gasto público deveria adquirir caráter contra-cíclico para amenizar as pressões sobre o nível de preços.

O autor aponta outros tipos de inflação que não a de demanda, como a inflação de lucro, de salários, de impostos, de rendimentos decrescentes, a inflação importada e a derivada de choques de oferta. Para Sicsú, nestes casos a administração da taxa de juros não tem poder direto sobre a causa do distúrbio inflacionário, sendo requeridas medidas fiscais e institucionais específicas para conseguir controlar as causas do processo inflacionário.

Para o presente trabalho, a discussão do efeito da taxa de juros sobre a inflação importada tem particular importância. Este tipo de inflação pode acontecer de duas formas: pode ocorrer devido a um aumento dos preços em dólares dos produtos importados, permanecendo a taxa de

câmbio constante, ou pode derivar diretamente de uma depreciação da taxa de câmbio, o que impactaria os preços destas mercadorias em moeda doméstica.

O diferencial da taxa de juros doméstica em relação às taxas internacionais mais importantes atua sobre o nível de capital externo entrante no país. Quanto maior for este diferencial, maior tende a ser a quantidade de capital ingressando no país, o que refletiria numa apreciação da moeda nacional.

O acesso a produtos importados com preços mais acessíveis, devido à apreciação da moeda nacional, acarretaria um efeito positivo no mercado interno sobre os preços em geral. Primeiro, por causa da competição entre similares nacionais e importados e, segundo, porque muitos produtos importados são insumos produtivos, o que significaria barateamento de parte do custo de produção e, conseqüentemente, preços mais baratos para uma determinada gama de produtos.

Embora no combate à inflação importada a taxa de juros possa ensejar resultados positivos, ela não é desejável, pois pode trazer prejuízos a produtores nacionais e mesmo minar parte da competitividade dos produtos de exportação. Sicsú (2003) sugere para o controle da inflação importada a adoção de políticas cambiais, industriais e também de substituição de importações. Através do crescimento da oferta no mercado interno procura-se minorar a dependência de produtos importados e, conseqüentemente, a exposição à inflação importada.

Ao tentar reprimir a demanda agregada via elevação da taxa de juros, o regime de metas inflacionárias combateria a inflação sempre de uma mesma forma, independentemente de suas causas. Isto poderia gerar distorções perigosas para a estabilidade e o crescimento econômicos como, por exemplo, aumento desnecessário do desemprego, fragilização das estruturas produtivas nacionais e de fatores de competitividade de nossos produtos no mercado externo, além dos efeitos temerosos sobre a evolução da dívida pública¹¹.

¹¹ Mishkin (2000) enfatiza que para que o RMI seja eficiente deve-se prevenir *fiscal dominance* (a política fiscal deve ser austera) sob pena de que, na sua presença, "large fiscal deficits will cause an inflation targeting regime to break down". O caso brasileiro é, no entanto, ilustrativo de que talvez mais importante do que prevenir *fiscal dominance* seja prevenir "inflation targeting through interest rates setting dominance" no sentido de evitar que a administração da taxa de juros tenha efeitos deletérios sobre a evolução da dívida pública.

2.3 - Canais de Transmissão da Política Monetária

Ao focar o controle do processo inflacionário no impacto da taxa de juros sobre a demanda agregada, é crucial para o RMI compreender os aspectos dos mecanismos de transmissão da política monetária, como a calibragem do ajuste, a temporalidade envolvida entre o ajuste e seus efeitos..

Arestis and Sawyer (2003) avaliam os impactos da política monetária sobre a demanda agregada através do estudo de seus canais de transmissão. Segundo os autores, identificam-se na literatura tradicional seis canais de transmissão da política monetária: taxa de juros, efeito riqueza, taxa de câmbio, “monetarista” e, finalmente, dois canais de crédito considerados mais recentemente: *“the narrow credit channel”* e *“the broad credit channel”*.

A eficácia do chamado canal de taxa de juros de transmissão da política monetária dependeria, em primeiro lugar, da capacidade da variação da oferta monetária em afetar a taxa de juros, dado o grau de substitutibilidade entre a moeda e outros ativos. Em segundo lugar é necessário haver rigidez de preços para que uma variação na taxa de juros nominal leve a uma variação na taxa real, impactando efetivamente o nível de demanda e, portanto, o nível de atividade econômica.

O segundo canal, chamado efeito riqueza, está relacionado à capacidade dos agentes de efetuar gastos supondo a existência de uma função consumo que dependa não somente da renda corrente, mas também do seu estoque de riqueza. Alterações nas taxas de juros podem influenciar o valor corrente deste estoque, acarretando em uma expansão, ou depressão, do consumo¹² e, desta forma, atingir a demanda agregada.

O terceiro canal é o da taxa de câmbio. De acordo com Arestis and Sawyer (2003), existem duas vias que interligam a política monetária à inflação através da taxa de câmbio: a demanda agregada e os preços dos produtos importados. A primeira via está relacionada ao diferencial de juros entre as taxas doméstica e internacional, na medida em que ao se aumentar o diferencial ocorrem movimentos de capitais que ensejam movimentos na taxa de câmbio. Ao afetarem o saldo comercial, os movimentos cambiais induzem a mudanças na composição do Balanço de Pagamentos, alterando, assim, a demanda agregada e atingindo a inflação. A segunda

¹² Embora Arestis and Sawyer (2003) enfatizem o efeito riqueza através de seu impacto na demanda agregada por meio de variações do consumo, não haveria motivos para que tal efeito não impactasse também o investimento.

via é similar ao argumento pós-keynesiano já visto, de inflação importada, em que uma apreciação do câmbio seria capaz de conter algumas pressões inflacionárias sobre os produtos importados.

Já o chamado mecanismo de transmissão monetarista é aquele que aponta a existência de variações de outros preços relativos – de ativos financeiros e reais – em função de uma variação original na quantidade de moeda no portfólio dos agentes.

Os dois últimos canais de crédito, embora distintos, são complementares. Estão relacionados diretamente ao fato de que mudanças nas posições financeiras dos agentes emprestadores e demandantes podem afetar a demanda agregada.

The narrow credit channel é o canal através do qual alterações na política monetária, como o aumento do compulsório ou modificações na taxa de redesconto por exemplo, poderiam alterar a capacidade dos bancos de conceder crédito, dado que a oferta de crédito é diretamente afetada pelas reservas. Uma vez que um número significativo de agentes é dependente do crédito bancário para (re)financiar seus gastos, a política monetária, através deste canal, poderia afetar a demanda agregada, já que elevações no custo do crédito poderiam inibir parte de sua demanda e, por este meio, a inflação.

Por fim, *the broad credit channel* enfatiza os efeitos da política monetária sobre a “saúde” financeira dos agentes demandantes e, desta forma, sobre as condições que estes têm de contrair empréstimos, já que os bancos exigem garantias e/ou cobram implicitamente custos de monitoramento quando ofertam crédito. A magnitude do prêmio extra que as firmas têm que pagar aos bancos para conseguir empréstimos depende diretamente de sua estrutura de capital, isto é, do grau de alavancagem, do seu fluxo de caixa e de garantias em termos de ativos (o chamado colateral) que possam oferecer. A política monetária pode, através da taxa de juros, afetar positiva ou negativamente a estrutura de capital das firmas, bem como impactar o fluxo de caixa e o valor do colateral, influenciando na sua capacidade de contrair empréstimos.

Para Arestis and Sawyer (2003), os estudos empíricos realizados para comprovar a efetividade dos diferentes canais de transmissão suscitam importantes indagações. Primeiro, de que não há modelos satisfatórios que expliquem o comportamento da taxa de câmbio, sendo difícil aferir os resultados que a política monetária teria sobre a demanda agregada através do canal da taxa de câmbio. Segundo, quando se constatou impacto de modificações da taxa de juros sobre a demanda agregada, este se deu eminentemente via mudanças substanciais na taxa de

investimento. Para os autores, isto é uma evidência de que modificações nas taxas de juros teriam efeitos de longo prazo, impactando o tamanho do estoque de capital da economia. Por último, resultados muito modestos aparecem ao se modelar os impactos da taxa de juros sobre a inflação. A cada aumento de 1 ponto percentual na taxa de juros, espera-se uma queda cumulativa de 0,41 no nível de preços em 5 anos.

Ao considerar os resultados de seus testes, Arestis and Sawyer (2003) concluem que:

“... Changes in the rate of interest are not expected to have the impact (on the aggregate demand) assigned to them by the theoretical propositions of the inflation targeting model (p. 20)”.

2.3.1 - Observações Adicionais Sobre o Canal do Crédito

Os agentes financeiros buscam, através da expansão de empréstimos e da oferta de outros produtos e serviços bancários, atingir suas expectativas de lucro potencial, enquanto que a autoridade monetária tem por obrigação regular, supervisionar e prover liquidez ao sistema quando este necessita.

Não se espera, no entanto, que os Bancos Centrais assistam à evolução das posições de solvência e liquidez bancárias de forma complacente; estes impõem normatizações à expansão de crédito. Os bancos, contudo, buscam contornar as restrições impostas pelas autoridades monetárias introduzindo inovações no mercado, ou seja, grande parte da demanda por crédito é satisfeita, ainda que isto ocorra concomitante com algum incremento nas taxas de juros. Desta forma temos que todo o crédito ofertado foi previamente demandado.

Sendo a oferta de moeda determinada pela sua demanda, aumentos de preços não são, necessariamente, causados por um excesso de meio monetário; na verdade as elevações de preços ensejam aumentos na demanda por moeda. Adequando a oferta à sua demanda, os bancos, através dos agentes contratantes de crédito acabam determinando o novo nível de preços (Costa et alli, 1999).

O regime de metas inflacionárias novo-clássico enfatiza a condução de uma política monetária, com vistas à estabilidade de preços, através da adequação da taxa de juros de curto prazo às expectativas inflacionárias. Ou seja, de forma simplificada temos que se as previsões de

inflação do Banco Central sinalizarem alta, a taxa de juros é elevada para conter a demanda interna; se sinalizarem baixa, pode-se tanto diminuir quanto manter a taxa inalterada. O ponto principal é influenciar a demanda por crédito, e através desta, a demanda agregada. No entanto, existem outras formas de influenciar a demanda por crédito que são negligenciadas.

Libânio (2004) e Fontana and Palacio-Vera (2002) destacam que uma das formas mais citadas na literatura econômica recente¹³, para o estudo do comportamento e determinação da taxa de juros de curto prazo, tem sido a utilização de regras do tipo da que está apresentada em Taylor (1993), conhecidas, por esse motivo, como “*Taylor type rules*”. Uma de suas muitas variações está apresentada abaixo:

$$r = r^n + \pi_{t-1} + a_\pi(\pi - \pi^d) + a_y\left(\frac{y - y^*}{y^*}\right)$$

aqui temos r como sendo a taxa de juros de curto prazo; r^n é a taxa de juros de equilíbrio a longo prazo (taxa “natural” de equilíbrio que, “a la Wicksell”, igualaria poupança e investimento); π_{t-1} é a inflação dos últimos 12 meses; a_π e a_y representam os coeficientes de reação¹⁴ da taxa de juros a desvios da inflação em relação à meta e do produto em relação ao produto “natural”; π e π^d representam inflação corrente e meta de inflação, respectivamente; e y e y^* correspondem a produto corrente e produto “natural”, respectivamente.

Como podemos perceber, este modelo não contempla as condições gerais de crédito existentes na economia; elas somente aparecem como variáveis resíduo para efeitos de ajuste do modelo (Arestis and Sawyer, 2003). Ao não tratar diretamente dos efeitos do crédito como potencial sancionador de expansão de gastos, o RMI compromete o alcance de seu objetivo. Ademais, a atuação monetária baseada neste modelo pode trazer muitos prejuízos à economia, posto que o simples controle da taxa de juros é potencializador de flutuações do produto através de uma diminuição do investimento.

Ao não considerar as condições mais gerais de crédito da economia nas “*Taylor type rules*” e focar no ajuste da taxa de juros de curto prazo realizado pela autoridade monetária, o

¹³ Ver, por exemplo, Clarida and Gertler (1996); Clarida et al. (1998) e Taylor (1993).

¹⁴ Taylor (1993) postula 0.5 para ambos os coeficientes, indicando que os diferenciais de produto e inflação têm o mesmo peso na determinação da taxa de juros. Alternativamente, os pesos podem ser modificados conforme se queira priorizar os diferenciais de produto ou de inflação. Assume-se que, quando se utiliza o RMI, a tenha maior magnitude.

RMI acaba por subestimar um dos fatores mais importantes que influenciam a demanda por crédito: o seu preço. Para o tomador de crédito, o que importa é o custo do mesmo, custo este que pode ser influenciado por fatores institucionais, e não somente pela taxa de juros básica (Arestis and Sawyer, 2003).

A aceitação de que a oferta de moeda seja endógena implica que a autoridade monetária tenha que prestar especial atenção ao funcionamento dos canais de expansão de crédito e à formação das taxas de juros nos mercados de atacado e varejo. Modificações institucionais ou do próprio mercado podem influenciar a demanda por crédito de forma relativamente independente de variações da taxa básica.

2.5 - Conclusão

Apesar das críticas ao regime de metas de inflação apresentadas nesta seção, autores pós-keynesianos, como Libânio (2004), destacam um ponto positivo: a transparência das decisões de política. Eles concordam que uma maior transparência e clareza das políticas monetárias pode trazer maior confiança ao setor privado, na medida em que pode levar a uma maior coordenação das expectativas dos agentes.

Entretanto, a política monetária deve ser utilizada em conjunto com as demais políticas, tais como a cambial e a fiscal, pois, havendo um descompasso entre elas, os resultados pretendidos pelo Banco Central podem não ser atingidos, gerando, desta forma, uma desconfiança para mercado.

Além disso, deveriam ser estabelecidas metas não apenas para inflação, mas também para variáveis reais, tais como o produto nacional. Enfim, Libânio (2004), bem como outros autores pós-keynesianos como Arestis and Sawyer (2003), Fontana and Palacio-Vera (2002) e Lima(2008), propõem um conjunto bem mais amplo de políticas para atingir um conjunto bem mais amplo de variáveis .

Capítulo 3 – Os impactos da volatilidade cambial em economias emergentes: o caso do Brasil

Em regimes de câmbio flutuante, as oscilações cambiais têm a capacidade de transmitir parte de seu movimento para os preços. Ou seja, as depreciações da taxa de câmbio agem de forma a elevar os preços internos. A este efeito chamamos de *pass-through*.

Dependendo da intensidade de tal efeito frente a um choque externo, diante de uma depreciação da moeda nacional a autoridade monetária será obrigada a elevar a taxa de juros para controlar os efeitos sobre os preços. Isto é, quanto maior o *pass-through* da taxa de câmbio, maior será o impacto de uma depreciação cambial sobre a inflação e maior a propensão das autoridades monetárias a aumentarem as taxas de juros. Desta forma, as taxas de juros resultantes da política monetária passam a sofrer influência direta do regime cambial adotado.

Eichengreen (2002) aponta que os efeitos sobre os preços provocados pelas depreciações cambiais tendem a ser maiores em países emergentes do que nos países centrais, principalmente em razão de sua recente memória inflacionária. Um “choque cambial” nas economias emergentes com inflação mantida sob controle poderia provocar novamente um movimento inflacionário, já que uma depreciação da taxa de câmbio percebida como persistente pelos agentes econômicos pode resultar em consequências inflacionárias, reduzindo o grau de autonomia da política monetária.

O impacto da volatilidade da taxa de câmbio na inflação é considerado tão relevante que estudos tais como o de Goldstein (2002), preconizam a adoção de um *mixing* de políticas econômicas denominado de *managed floating plus*, no qual a variação da taxa de câmbio seria administrada de forma a se adequar às metas de inflação. Essa combinação seria o foco principal da política macroeconômica, aliada a medidas agressivas das autoridades, instituições financeiras e tomadores de crédito do setor privado para reduzir o *currency mismatch*¹⁵.

Já Truman (2002), conclui das comparações internacionais que a análise da aplicabilidade do regime de metas de inflação em economias nas quais o câmbio flutuante resulta em forte

¹⁵*Currency mismatch*, ou descasamento de moedas, é dado pela disparidade entre as moedas que denominam ativos e passivos. Por exemplo, se o passivo for denominado em moeda estrangeira e os ativos em moeda local, uma apreciação cambial pode levar a severas perdas. O descasamento de moeda ocorre mais em países em desenvolvimento, dadas suas dificuldades de emitir títulos de dívida externa (e às vezes interna) denominados em sua própria moeda.

volatilidade da taxa de câmbio passa pelo grau de transmissão dessa volatilidade aos índices de preços. Segundo ele, os coeficientes de *pass-through* não são constantes universais, mas variáveis endógenas que podem ser influenciadas por medidas de política econômica.

Neste capítulo analisaremos os impactos da volatilidade cambial em economias que adotam um regime de metas inflacionárias como política de estabilização do nível de preços, com especial atenção para o caso do Brasil.

3.1 - Os impactos da volatilidade cambial¹⁶

A evolução do índice de inflação que condiciona a política monetária é extremamente sensível aos choques exógenos, em particular à depreciação cambial. Desta forma, o principal instrumento de política monetária, a taxa de juros, só afeta parcela relativamente reduzida dos preços.

Para melhor compreender a intensidade da variação cambial é necessário conhecer os segmentos de preços que são levados em conta nos índices de inflação: comercializáveis, administrados, não-comercializáveis e importados, sendo que cada um deles reage de forma distinta frente às ações da autoridade monetária.

Os preços dos bens comercializáveis, que são aqueles comercializados no mercado internacional, como as *commodities* por exemplo, sofrem o impacto direto da volatilidade cambial, na medida em que seus preços são dados internacionalmente, sendo portanto diretamente ligados à taxa de câmbio. Ou seja, ao termos preços que são “decididos” internacionalmente, as depreciações cambiais fazem com que os preços internos se elevem, mesmo que a demanda interna permaneça inalterada.

Contudo, alguns produtores de bens comercializáveis só conseguem repassar parte da depreciação aos seus preços internos, porque a diferença de qualidade de seus produtos ou o tamanho da demanda externa por eles os obriga a vender parte de sua produção no mercado interno. Para estes produtores, taxas de juros elevadas e baixo crescimento econômico conseguem reduzir a demanda a ponto de levá-los a reduzir suas margens de lucro para poder continuar vendendo no mercado interno.

¹⁶ Esta seção está baseada, em grande parte, em Farhi (2007)

Os preços administrados, por sua vez, sofrem reajuste de acordo com um índice inflacionário que se baseia em grande parte em bens de consumo comercializáveis, sendo assim um elo de transmissão (*pass-through*) dos impactos da depreciação cambial e dos demais choques exógenos aos preços. Por seu próprio mecanismo de reajuste de preços, os serviços administrados tampouco são sensíveis às taxas de juros.

Os preços dos bens não-comercializáveis, que são aqueles destinados ao mercado interno, sofrem um maior impacto da elevação da taxa de juros, na medida em que dependem da disponibilidade interna de crédito. Ou seja, são os preços dos bens não comercializáveis que se ajustam, através da redução de custos e de margem de lucros, à redução da demanda agregada provocada pela elevação da taxa de juros.

Por fim temos os preços dos produtos importados, que são totalmente dependentes da taxa de câmbio, já que seus preços são dados em moedas externas. Estes preços influem sobre o índice de inflação local por duas vias principais: aumento do custo de bens de produção, como máquinas por exemplo, utilizados por empresas nacionais para a produção interna; e concorrência direta com os produtos nacionais, na medida em que uma depreciação cambial aumenta o preço interno destes produtos, abrindo espaço para que os produtores nacionais possam aumentar suas margens.

Frankel, Parsley e Wei (2005), ao buscarem as razões para a existência de diferentes graus de *pass-through*, acabam apontando que entre os mais importantes determinantes da rapidez e do grau de transmissão da taxa de câmbio aos preços estão:

- (1) inflação de longo prazo: quanto mais alta tiver sido a inflação, maior será o impacto da taxa de câmbio nos preços;
- (2) volatilidade de longo prazo da taxa de câmbio: o coeficiente de *pass-through* varia na razão direta desta volatilidade;
- (3) renda per capita: quanto menor for esta renda, maior será o *pass-through*;
- (4) custos de transporte e tarifas de importação: quanto maiores esses custos, mais eles constituirão uma importante barreira reduzindo ou retardando o *pass-through* nos preços por atacado.

Entretanto, o principal fator explicativo do impacto da taxa de câmbio nos preços está ligado à baixa qualidade das moedas nacionais que, sobretudo em períodos de escassez de divisas

e elevada depreciação, deixam de ser consideradas como instrumento de reserva. É devido a esta razão que a volatilidade da taxa de câmbio de longo prazo é muito mais acentuada nas economias emergentes do que nas desenvolvidas. Nessas circunstâncias, mesmo preços que não compõem a pauta de comércio exterior acabam sendo reajustados seguindo a evolução da taxa de câmbio.

Este tipo de comportamento tende a ser mais pronunciado nos países que passaram por experiências não muito distantes de elevada inflação, onde uma depreciação cambial mais acentuada é percebida como uma ameaça de retorno da alta inflação, desencadeando reações dos agentes semelhantes às de então, seja buscando diretamente divisas, seja buscando formas de indexação (Farhi, 2004).

3.2 – O caso do Brasil

A questão do *pass-through* elevado ganha especial relevância no Brasil, que se singulariza por ser o único país que adotou, por longo período e com largo alcance, mecanismos de indexação da moeda e dos contratos à desvalorização monetária. A decorrente inércia inflacionária foi reduzida na adoção do Plano Real, mas foi reintroduzida pela adoção de uma indexação das tarifas dos serviços prestados pelas companhias oriundas do processo de privatização a um índice de preços muito impactado pelas variações da taxa de câmbio.

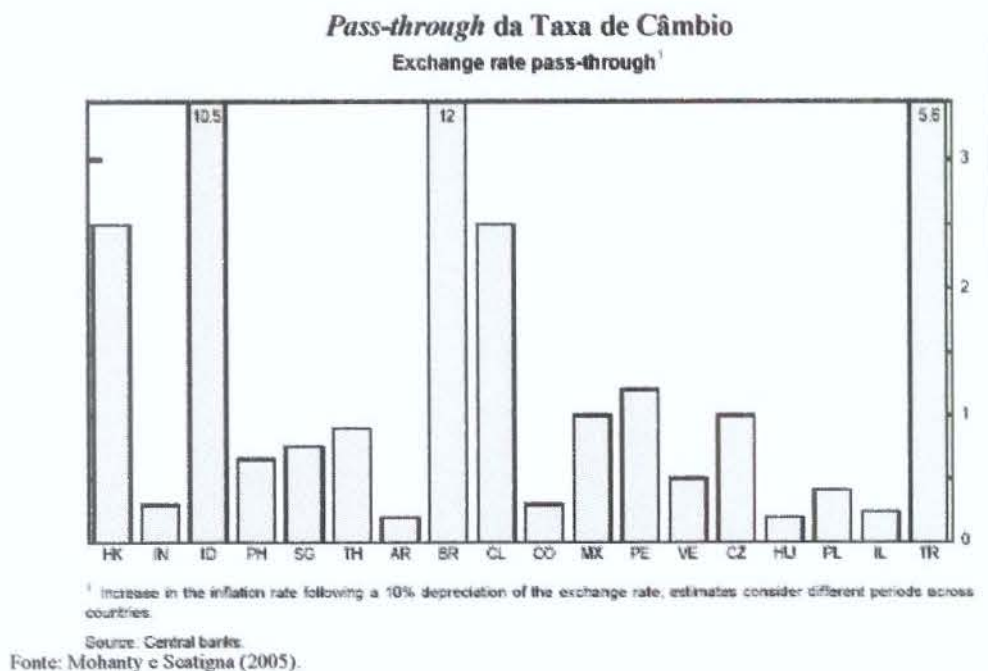
A estrutura da formação dos preços no Brasil faz com que a volatilidade da taxa de câmbio atinja a maioria dos preços dos bens e serviços. Não são apenas os preços dos bens comercializáveis que sofrem os impactos da taxa de câmbio, mas também os preços administrados, em virtude dos contratos firmados na privatização das empresas de telefonia e das distribuidoras de energia elétrica, que determinam reajustes anuais das tarifas tomando por base a evolução dos Índices Gerais de Preços (IGPs), que tem forte peso dos preços por atacado e são muito mais sensíveis à taxa de câmbio. A participação agregada dos bens comercializáveis e dos que têm preços administrados representa quase 69% do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), adotado como índice de referência para a fixação e apuração das metas de inflação. (Farhi, 2006)

Ademais, o formato de regime de metas inflacionárias adotado no Brasil, que é muito rigoroso, amplia o grau de transmissão das variações cambiais aos preços. Enquanto grande parte

dos demais países que adotam o regime de metas como forma de condução de política monetária utilizam, como balizador das metas, um índice que exclui preços de bens muito voláteis, como o petróleo ou outras *commodities*, o Brasil adota um índice “cheio”, que capta alterações em todos os preços da economia. Mas parte dos preços compreendidos pelo IPCA não sofre influência da taxa de juros, uma vez que seus preços e demanda são dados internacionalmente, ou seja, uma redução da demanda interna pelo petróleo, por exemplo, não altera seu preço no mercado nacional.

Essa particularidade faz com que, no Brasil, a evolução do índice de preços oficial que condiciona a política monetária seja muito mais sensível aos choques exógenos e à variação cambial do que nas demais economias emergentes. De acordo com o estudo de Mohanty e Scatigna (2005), dados fornecidos pelos próprios Bancos Centrais de cada país indicam que o Brasil apresenta o grau de *pass-through* mais elevado entre o conjunto de países contemplados, entre eles a Índia e o México.

Gráfico 1 – *Pass-through* da taxa de câmbio em diferentes países



3.2.1 - Inflação e volatilidade cambial no Brasil

O regime de metas inflacionárias foi instituído no Brasil em 21 de junho de 1999, pelos então Ministro da Fazenda, Pedro Malan, e o presidente do Banco Central, Arminio Fraga. O regime de metas foi anunciado como a nova âncora da economia brasileira, substituindo a âncora cambial que prevaleceu desde a implementação do Plano Real até o início de 1999, quando o regime de câmbio fixo foi substituído pelo regime de câmbio flutuante.

A meta de inflação no Brasil é definida em termos da variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). No anúncio de sua implementação, o Ministro da Fazenda também anunciou as metas para os três anos seguintes, já com seus intervalos. Para o ano de 1999, a meta anunciada foi de uma inflação de 8%, com um intervalo de dois pontos percentuais para baixo e para cima, ou seja, o Banco Central teria que manter a inflação para aquele ano no mínimo entre 6% e 10%, tentando sempre se aproximar mais do núcleo de 8%. Para 2000, a meta anunciada foi de 6%, com o mesmo intervalo de dois pontos percentuais para baixo e para cima (entre 4% e 8%). Finalmente, para 2001, a meta anunciada foi de 4% com o mesmo intervalo (entre 2% e 6%). Para possibilitar uma análise mais precisa, as metas para os anos seguintes seriam anunciadas mais para frente.

Tabela 1 - Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

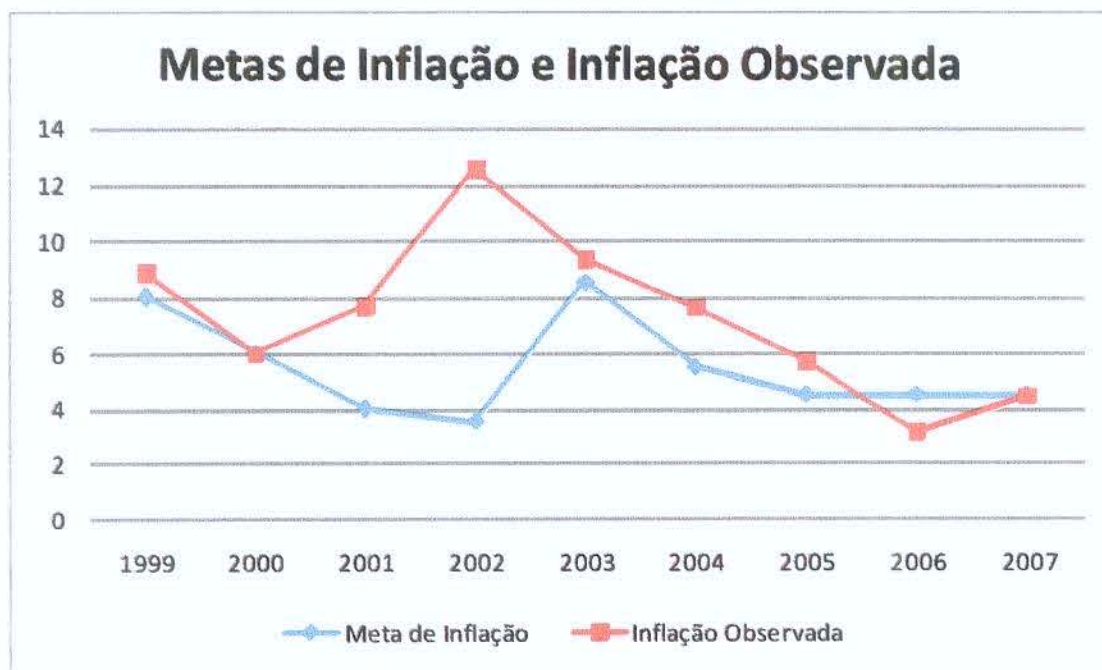
Ano	Meta(%)	Banda (p.p.)	Limites inferior e superior (%)	Inflação efetiva (IPCA &a.a.)
1999	8	2	6-10	8,94
2000	6	2	4-8	5,97
2001	4	2	2-6	7,67
2002	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003*	4	2,5	1,5-6,5	9,3
2004*	3,25	2,5	3-8	7,6
2005	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	4,5	2	2,5-6,5	
2009	4,5	2	2,5-6,5	
2010	4,5	2	2,5-6,5	

*A Carta Aberta, de 21/01/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

Fonte: BCB

Após a adoção do regime de metas inflacionárias, a inflação somente se manteve abaixo do centro da meta dos anos de 2006 e 2007. No entanto, nos demais anos a inflação verificada se manteve dentro da variação permitida, com exceção dos anos de 2002 e 2003 – isso levando em conta a meta revista para 2004.

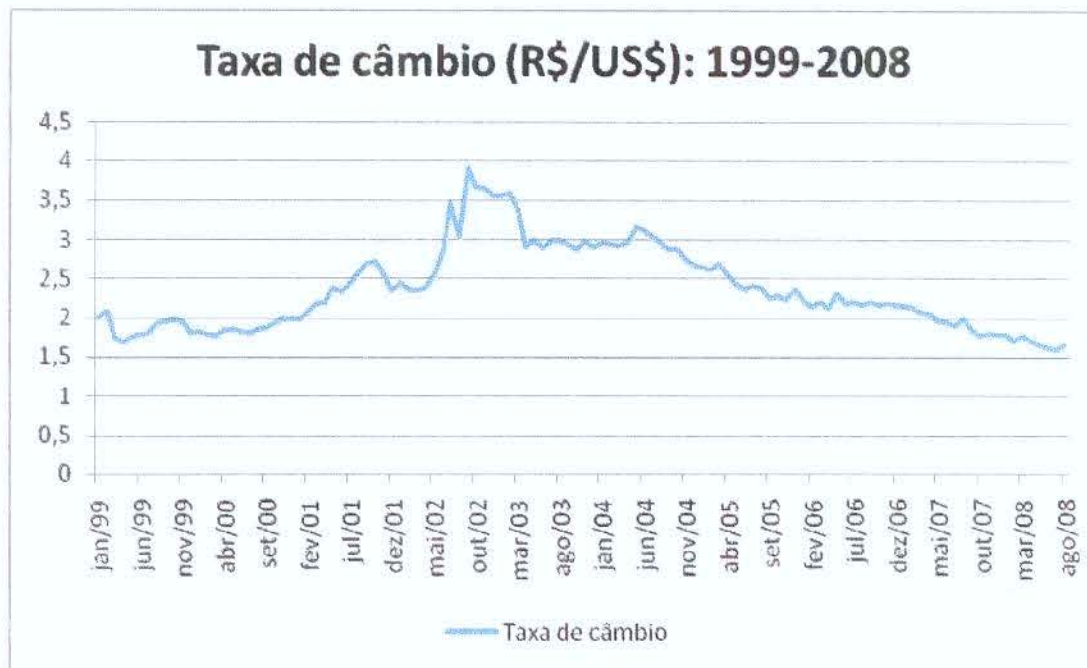
Gráfico 2 – Metas de inflação e inflação observada



Fonte: BCB

De janeiro de 1999 a outubro de 2002, a taxa de câmbio do real depreciou-se em 225%, em função da adoção do regime de câmbio flutuante, como mostra o gráfico 3. Houve, assim, forte volatilidade dos preços dos bens comercializáveis que passaram a refletir as oscilações do câmbio enquanto os preços dos bens não-comercializáveis perderam valor e os preços administrados apresentaram valorização superior aos demais. Entre 1999 e 2002, a relação entre os preços administrados e os dos bens comercializáveis e não-comercializáveis definidos no mercado elevou-se 31,4%. (Farhi, 2006)

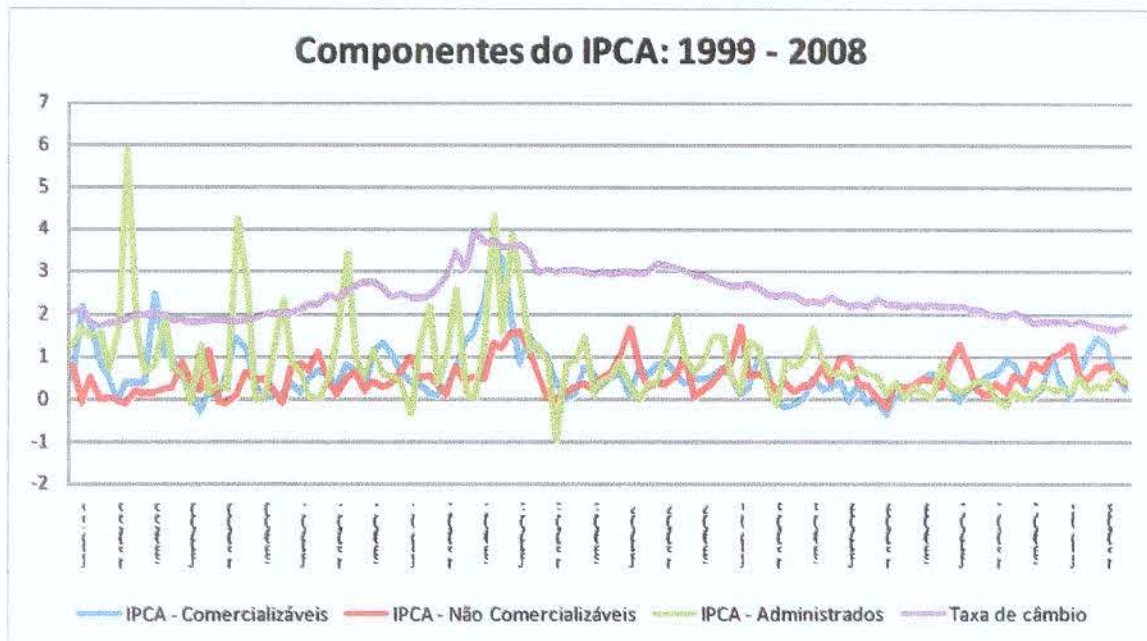
Grafico 3 – Taxa de Câmbio (R\$/US\$)



Fonte: BCB

A sistemática de reajuste anual dos preços administrados, com base no acumulado dos doze meses anteriores, mostrou ser um importante vetor de inércia da inflação provocada pela transmissão da depreciação cambial. A elevação dos preços dos bens comercializáveis provocada pela depreciação cambial foi potencializada, em 2002, pelo início do processo de elevação dos preços de *commodities* nos mercados internacionais. A alta da taxa de câmbio também se refletiu, com defasagens temporais na evolução dos preços administrados, que, em 2002, foram reajustados levando em conta o impacto da depreciação cambial acumulada a partir de 2001.

Gráfico 4 – Componentes do IPCA

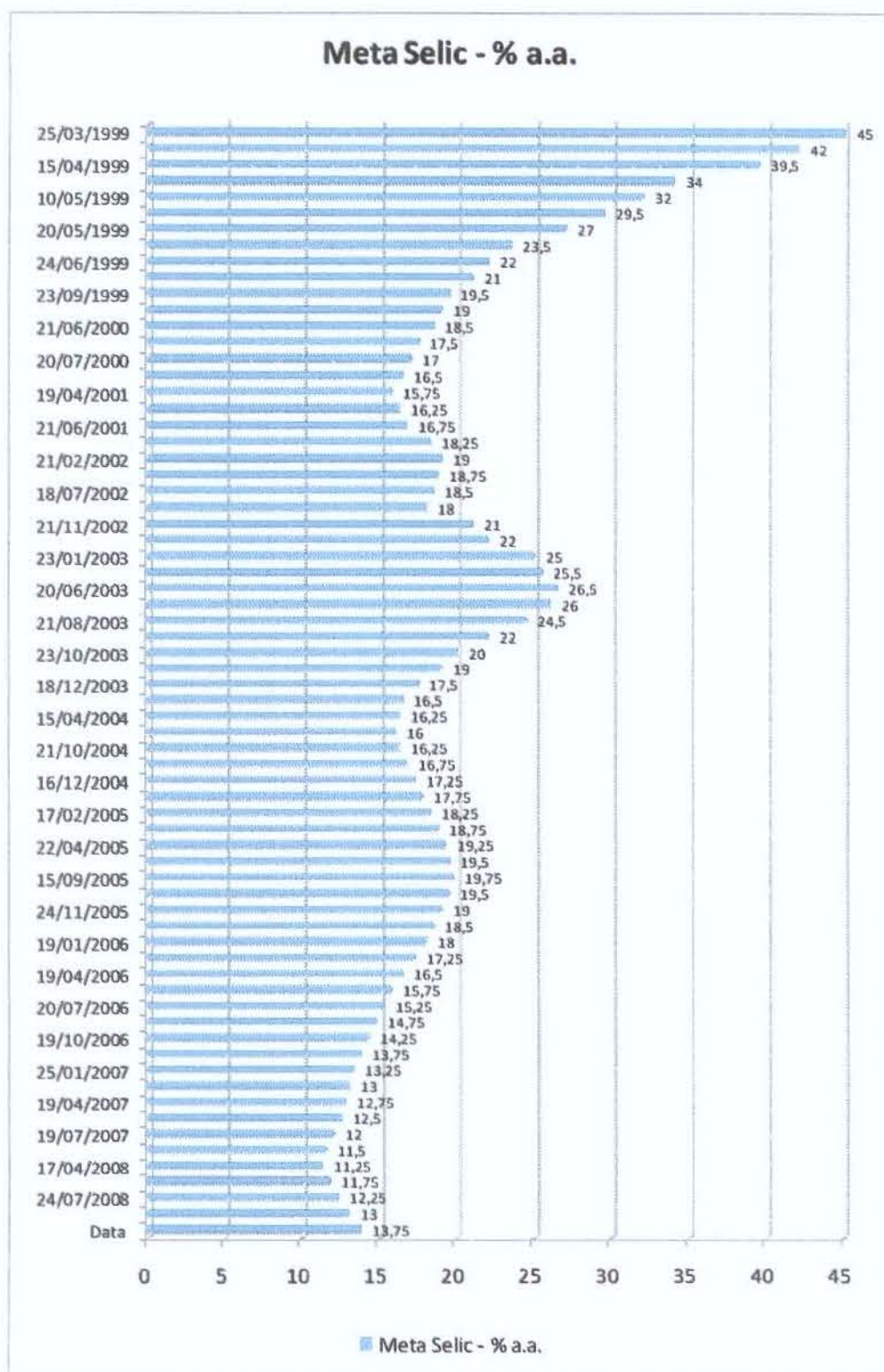


Fonte: BCB

Em 1999 e 2000, as metas fixadas pelo novo regime de política monetária foram atingidas e houve paulatina redução da taxa básica de juros, saindo de 45% para 15,75% conforme mostra o gráfico 5, sobretudo por causa do baixo nível da atividade econômica e, por conseguinte, da demanda.

Em 2001 a situação se modificou, uma vez que uma forte aversão ao risco, decorrente da crise da Argentina, e um movimento acentuado de depreciação da taxa de câmbio pressionaram os preços. Com uma depreciação do câmbio de aproximadamente 20% ao longo do ano, o IPCA ficou em 7,7% no ano, muito acima do teto da média meta, de 6%.

Grafico 5 – Meta para a Taxa Selic



Fonte: BCB

Em 2002, a taxa de câmbio do real depreciou-se de forma muito mais acentuada do que em 2001. Como resultado do medo causado pela expectativa da eleição de um presidente de esquerda, a depreciação real média ao longo do ano foi de 44,6%, e teve forte impacto sobre os preços dos bens comercializáveis, que apresentaram acentuada elevação no segundo semestre. Os preços dos bens administrados também subiram, refletindo ainda os efeitos da depreciação do ano anterior. O efeito combinado dos aumentos de preços dos bens comercializáveis e dos monitorados puxou a inflação apurada pelo IPCA para 12,5%, muito acima da meta de 3,5%. O Banco Central estimou que a inflação teria sido de 6,7% se não tivesse ocorrido a crise cambial e 4,3% descontados outros choques de oferta.

A resposta da política monetária em 2001 e 2002 foi de tentar minimizar os potenciais efeitos inflacionários dos diferentes choques exógenos, limitando sua propagação para os outros preços da economia. Entre fevereiro e julho de 2001, a autoridade monetária elevou a taxa SELIC de 15,25% a.a. para 19,00% a.a. e, após uma breve redução no início de 2002, voltou a elevá-la de 18,00% a.a. em julho para 25,00% a.a. em dezembro. Mesmo com as taxas mais elevadas, em alguns momentos a autoridade monetária manteve a taxa básica de juros da economia brasileira em patamares inferiores ao da paridade descoberta¹⁷.

A trajetória da inflação de 2002 levou, no final do ano, a uma revisão das metas originalmente definidas e a uma adoção de metas ajustadas de 8,5% para 2003 e 4,5% para 2004, para dar maior flexibilidade à política monetária.

Passadas as eleições, ao final de 2002, a autoridade monetária se valeu de uma taxa de juros muito elevada para provocar uma queda da demanda dos bens não contaminados pelo câmbio de forma que a queda de seus preços compensasse a alta dos demais, reduzindo o impacto inflacionário do *pass-through*.

Apesar disto, a inflação constatada em 2002, de 12,53%a.a., foi bastante superior às metas fixadas. Esta inflação, foi claramente resultante da concomitância entre os fatores inerciais resultantes da transmissão para os preços administrados da forte depreciação cambial registrada em 2002 e da acentuação do movimento de elevação dos preços internacionais das commodities.

¹⁷A paridade implica uma igualdade entre os retornos esperados das aplicações financeiras em países diferentes, mas *não necessariamente uma igualdade entre as taxas de juros* vigentes nesses países. O cálculo da paridade descoberta da taxa de juros é dado por:

$$i_t \cong i_t^* + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

A partir de 2003, o cenário internacional foi extremamente favorável para as economias emergentes com fortes altas dos preços das *commodities* e de produtos semi-industrializados, possibilitando a elevação dos fluxos de capitais e a geração de expressivos superávits comerciais. Mas, do ponto de vista dos preços internos, este cenário favorável, que levou a uma apreciação do câmbio, se traduziu como um choque exógeno de preços.

Com a contribuição da apreciação cambial, a partir do fim do primeiro semestre de 2003, o ritmo de inflação começou a ceder. O IPCA passou a apresentar variações mensais bastante baixas (inclusive com deflação em junho). No entanto, o Banco Central aguardou que a queda atingisse o índice acumulado em doze meses antes de iniciar uma redução da taxa básica de juros. Em decorrência desta política monetária restritiva, o crescimento do PIB de 2003 ficou muito próximo a zero.

No ano de 2004, novos elementos externos convergiram e contribuíram para que a taxa de inflação se mantivesse em um patamar elevado: nova aceleração dos preços internacionais das *commodities* e produtos semi-industriais, volatilidade da taxa de câmbio; impacto nos preços do leite da falência da Parmalat; aumento dos preços do petróleo; decisão judicial de voltar a aplicar o índice contratual (IGP-DI) no cálculo do reajuste do setor de telefonia (Farhi, 2006).

Esse conjunto de fatores exógenos se traduziu diretamente por um aumento do IPCA para 7,6% acumulados no ano de 2004, próximo ao teto da margem de tolerância de 8% da meta de inflação prevista.

O mesmo diagnóstico se impõe no que concerne à inflação de 2005. Choques exógenos levaram o IPCA a atingir, nos primeiros quatro meses do ano, uma alta de 2,68%, pouco mais da metade da meta de 5,1% perseguida pelo BC para todo o ano de 2005. Eles foram decorrentes da elevação dos preços internacionais dos grãos, dos metais e do petróleo e de fatores climáticos como a forte estiagem na região sul do país. Outros ainda atingiram os preços monitorados como os aumentos das tarifas dos ônibus urbanos após as eleições municipais e das tarifas de energia elétrica que tiveram aumentos acima do esperado autorizados pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel).

Em 2006, pela primeira vez desde a adoção do regime de metas inflacionárias, em 1999, o índice nacional de inflação se manteve abaixo do centro da meta, de 4,5%a.a., terminando o ano em 3,14%. Isto permitiu, ao longo do ano, uma atuação do Banco Central no sentido de redução das taxas de juros no Brasil.

Dando sequência à redução da taxa de juros iniciada no segundo semestre de 2005, o Banco Central reduziu a Selic em 4,75 p.p., saindo de 18% no início do ano para 13,25% em dezembro de 2006. Nas três primeiras reuniões do COPOM, que decide o patamar das taxas de juros, houve um corte de 0,75 p.p na Selic, de 18% para 15,75%. Nas reuniões seguintes o BC diminui o ritmo de queda da taxa de juros para 0,5 pp. Assim ao final do ano a Selic encontrava-se em 13,25% a.a.

A taxa de câmbio apreciou-se em 3,5% ao longo do ano, apresentando uma maior variação entre abril e junho. Mesmo com a queda da taxa de juros, o movimento de entrada de capital externo na economia brasileira não cedeu, e o dólar continuou o movimento de depreciação frente ao real.

O ano de 2007 apresentou bom desempenho econômico, com crescimento do produto da ordem de 5,42%. Neste ano a meta inflacionária, 4,5%, esteve muito próxima de ser atingida, com a inflação terminando o ano apenas 0,13 ponto percentual abaixo do centro da meta estipulada, a 4,37%.

Com a melhora do quadro inflacionária e do cenário externo, a autoridade monetária continuou o movimento de queda da taxa de juros, saindo de 13% para 11,25% no fim do ano, favorecendo assim o crescimento da demanda interna.

A partir do segundo semestre de 2007, quando teve início a atual crise financeira pela qual passa a economia mundial, o cenário externo começou a se deteriorar. A crise do crédito *subprime*, utilizado para financiar as hipotecas de risco norte-americanas, trouxe incertezas ao mercado mundial.

No início de 2008, um movimento acelerado de depreciação do dólar frente a maior parte das moedas do mundo resultou numa elevação dos preços das *commodities*, em especial o petróleo e alimentos. Este aumento pressionou os preços internos, de forma que a autoridade monetária interrompeu o movimento de queda da taxa básica de juros, elevando-a em 0,5 p.p. em abril.

Com o aprofundamento da crise, e com o crescente temor dos agentes de que economias importantes para o equilíbrio econômico mundial, como a norte-americana e a chinesa, pudessem reduzir sua demanda e crescimento, o movimento do preços das *commodities* se inverteu, caindo fortemente. No entanto, com o intuito de convergir a inflação do ano seguinte à meta estipulada, a autoridade monetária continuou o movimento de elevação dos juros.

Em setembro de 2008, com a quebra de um importante banco americano envolvido em operações de *subprime*, a aversão ao risco contaminou o mercado, iniciando uma importante onda de depreciação do real. Este movimento já apresenta efeitos sobre os preços internos, e a inflação em 2008, devido ao choque do preço das *commodities* do início do ano e à depreciação cambial do segundo semestre, não convergirá ao centro da meta, de 4,5%. Analistas econômicos consultados pelo Banco Central estimam que a inflação encerrará o ano muito próxima ao teto de 6,5%.

Conclusões

Nesse trabalho, partimos de uma breve investigação acerca dos princípios teóricos que sustentam a utilização do RMI como política monetária ótima (capítulo 1). Prosseguimos através de uma análise crítica ao atual modelo de implementação do regime de metas inflacionárias, em que expusemos a crítica pós-keynesiana (capítulo 2), por último (capítulo 3), analisamos os impactos que a volatilidade cambial tem sobre a inflação em países que adotam regimes metas inflacionárias com de câmbio flutuante, com especial atenção ao caso do Brasil.

As principais correntes teóricas que defendem o regime de metas inflacionárias são aquelas conhecidas como o *mainstream* da economia mundial, a escola novo-clássica e novo-keynesiana. Embora esta última apresente algumas críticas à forma como o regime de metas de inflação foi adotado, as duas escolas convergem no fato de acreditarem que o regime de metas inflacionárias é a melhor forma de estabilização dos preços na economia.

Na ponta oposta, há diversos economistas que criticam a própria existência do regime de metas. Muitos destes, provenientes da escola de pensamento econômico pós-keynesiana, pregam principalmente que, sendo função única e exclusiva do Banco Central o alcance das metas de inflação, outros objetivos macroeconômicos de grande importância, tais como renda e emprego, passam a ser considerados secundários e, mais do que isso, comprometidos por uma elevada taxa de juros, que pode até mesmo ter resultados adversos no controle da inflação.

Argumentam, ainda, que há outros instrumentos também para controle da inflação, e eles deveriam ser utilizados em conjunto com a taxa de juros. Mesmo porque, dizem, não há evidências suficientemente fortes de que o regime de metas de inflação tem sido responsável por quedas no índice de inflação nos países em que é utilizado. Por fim, afirmam que o regime de metas, além de deixar a autoridade monetária “de mãos atadas” quanto à busca de crescimento e emprego, ainda pode agravar o déficit público, como resultado de taxas de juros consideravelmente elevadas, e que a realidade brasileira, uma economia historicamente instável, dependente de capitais externos e vulneráveis a crises sucessivas, encontra-se ainda mais vulnerável e dependente dos “humores” da economia internacional sob o regime de metas.

Apesar das críticas ao regime de metas de inflação apresentadas nesta seção, autores pós-keynesianos, como Libânio (2004), destacam um ponto positivo: a transparência das decisões de política. Ele entende que uma maior transparência e clareza das políticas monetárias pode trazer

maior confiança ao setor privado, na medida em que pode levar a uma maior coordenação das expectativas dos agentes.

Por fim, chegamos ao ponto de análise dos impactos que as variações na taxa de câmbio apresentam em economias com regime de câmbio flutuante. A volatilidade da taxa de câmbio apresenta um grau de “transferência” de parte de seu movimento aos preços internos, efeito este conhecido como *pass-through*.

Como já salientamos, o RMI trata da mitigação do processo inflacionário indistintamente de suas causas. A “solução” para acelerações previstas do nível de preços é a elevação da taxa de juros, como se o “estopim” inflacionário fosse sempre decorrente de excesso de demanda. Farhi (2004) chama a atenção para o fato de que a estrutura de formação dos preços potencializa impactos advindos da depreciação, ou apreciação, da taxa de câmbio. Desta forma, a atuação da taxa de juros é extremamente prejudicada, necessitando magnitudes elevadas para atingir os resultados, com prejuízos visíveis para as variáveis reais¹⁸.

Os bens comercializáveis são aqueles que, por definição, fazem parte da pauta de importação/exportação corrente de um país. Os preços destes bens sofrem o impacto direto das variações cambiais, sendo que uma parcela destes, as chamadas *commodities*¹⁹, por terem seus preços formados no mercado internacional, quando de uma desvalorização da taxa de câmbio impõem reajuste de preço ao mercado interno na mesma magnitude da desvalorização cambial²⁰. Além disto, os preços destes bens são em grande medida insensíveis às taxas de juros, já que, ao perceberem um arrefecimento da demanda interna, seus produtores podem deslocar parte, ou mesmo a totalidade, de sua produção para o mercado externo (Farhi, 2004).

Os bens administrados são aqueles cuja formação de preços é regulada por contratos (energia, telefonia, tarifas de ônibus, gás, etc.) sendo estes preços fortemente influenciados pelas variações cambiais. A formação de preços desta classe de bens, segundo Farhi (2004), é a forma mais significativa de transmissão (*pass-through*) dos impactos da desvalorização cambial aos índices de preços. Ademais, os preços administrados são praticamente insensíveis à taxa de juros básica.

¹⁸ Ilustrativo deste fato é o crescimento pífio do PIB em 2003, apenas 0.54% enquanto que o “mundo” cresceu em média 4% (IMF – World Economic Outlook – Database).

¹⁹ *Commodities* são produtos relativamente homogêneos cujos preços são formados nos mercados internacionais, como a soja ou o petróleo, por exemplo.

²⁰ Permanecendo a taxa de câmbio constante, mas tendo os preços aumentado, reajustes são igualmente realizados.

Os bens não-comercializáveis são aqueles que, por suas características próprias, destinam-se em sua maioria ao mercado interno (serviços, em grande medida). Estes preços são relativamente insensíveis a variações da taxa de câmbio, no entanto são muito sensíveis a modificações na taxa de juros.

No Brasil, o regime de metas inflacionárias foi implantado em julho de 1999, como forma de substituir o regime de câmbio fixo e servir como âncora à estabilização de preços na economia. A partir de janeiro de 1999, com a adoção do câmbio flutuante, a taxa de câmbio assume outro papel na evolução do nível de preços: passa de principal estabilizadora para principal propulsora das alterações de preços (Farhi, 2004).

O índice escolhido para compor a meta de inflação foi o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), composto basicamente por uma média ponderada de preços de 3 classes de bens: bens comercializáveis (40%), bens administrados (28%) e bens não-comercializáveis (32%), ou seja, somente uma parcela reduzida dos preços não sofre alterações significativas quando da variação da taxa de câmbio.

A análise da estrutura de formação de preços no Brasil demonstra que ela amplifica e dissemina para os índices de inflação um grande conjunto de choques de oferta, decorrentes da volatilidade da taxa de câmbio e das variações dos preços internacionais dos produtos exportados pelo país, cujo impacto na taxa de inflação pode ter inclusive ter crescido com o aumento da absorção de produtos brasileiros pelos mercados externos. Essa é a razão de base para que se possa afirmar que a combinação de políticas macroeconômicas de metas de inflação e de câmbio flutuante é inapropriada para o Brasil. (Farhi, 2006)

A observação do impacto dos ciclos internacionais de liquidez na taxa de câmbio do real e, por seu intermédio, nas taxas de inflação do Brasil, mostra até que ponto a taxa de câmbio tornou-se a variável crucial da economia brasileira. Esta variável, no regime de câmbio flutuante, passou a ser determinada pelos mercados financeiros e pela correlação de forças existentes entre esses e a autoridade monetária. Dependendo da fase desses ciclos, a atuação do Banco Central produziu efeitos diretos na taxa de câmbio (períodos de baixa aversão aos riscos) ou se revelou totalmente inócua (períodos de *sudden stops* dos fluxos internacionais). (Farhi, 2006)

Nos últimos anos, o Brasil reduziu em alguns graus a vulnerabilidade externa proveniente de sua balança de pagamentos, mas um novo flanco de vulnerabilidade pode estar surgindo da combinação entre o elevado grau de abertura de seus mercados de ativos financeiros e o grande

volume de apostas dos investidores estrangeiros. Tal combinação potencializa os riscos de que a reversão do ciclo e dessas posições acarrete forte volatilidade financeira e cambial, levando a uma instabilidade macroeconômica.

Uma reversão do ciclo de liquidez internacional, como está ocorrendo em 2008 em virtude da crise financeira global, poderá ter seus efeitos sobre a taxa de câmbio do Real potencializados e agravados pelo enorme volume dessas operações especulativas. Resulta que as políticas monetária e cambial do país perderam mais alguns raros e preciosos graus de liberdade. O temor de tal reversão pode constituir entraves suplementares à atuação do Banco Central e o coloca, efetivamente, na delicada posição de calibrar a taxa básica de juros para evitar uma desvalorização ainda maior do Real com reflexos na taxa de inflação.

Num regime de câmbio flutuante, ter uma taxa de câmbio apreciada em função de uma elevadíssima taxa de juros real cria um impasse para a política econômica, já que uma redução mais acentuada dos juros básicos fica mais difícil pelo temor que uma brusca depreciação cambial volte a pressionar os preços.

Além disso, é difícil acreditar que uma taxa de câmbio muito apreciada seja sustentável por muito tempo, uma vez que ela apresentaria um impacto negativo às exportações. Mudanças na conjuntura internacional ou no apetite pelo risco dos investidores estrangeiros podem levar a nova rodada de depreciação cambial e de aumentos da inflação e da taxa básica de juros.

Bibliografia

ARESTIS, Phillip and Sawyer, Malcolm (2003). "Inflation Targeting: A Critical Appraisal". The Levy Economics Institute, Working Paper N° 388.

ARESTIS, Phillip and Sawyer, Malcolm (2002). "Can Monetary Policy Affect the Real Economy". The Levy Economics Institute, Working Paper N° 355.

BERNANKE, B. S.; Laubach, T.; Mishkin, F.S.; and Posen, A.S. (1999). Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. Princeton: Princeton University Press.

CARNEIRO, R. Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: Ed. Unesp/IE-Unicamp, 2002

CARVALHO, F. (1992). Moeda, Produção e Acumulação: Uma Perspectiva Pós-Keynesiana. Fundação Universidade de Brasília.

CARVALHO, F. (2000). Economia Monetária e Financeira: teoria e prática. Rio de Janeiro, Campus.

COSTA, F.; DEOS, S.; BRITO, J. (2001). Meta inflacionária, juros e preços no varejo brasileiro. Revista de Economia Política, v. 21, n.4 (84), out-dez.

FARHI, Maryse (2004). "Metas de inflação e o medo de crescer". Política Econômica em Foco N° 4, maio/outubro de 2004. Campinas: Cecon – IE-Unicamp .

FARHI, Maryse (2005). "A ineficácia da política monetária". Política Econômica em Foco Nº 5, novembro de 2004/abril de 2005. Campinas: Cecon – IE-Unicamp .

FARHI, Maryse (2005). "O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil:

Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária". Política Econômica em Foco Nº 7, novembro de 2005/abril de 2006. Campinas: Cecon – IE-Unicamp .

FARHI, Maryse (2007). "Análise comparativa do regime de metas de inflação: pass-through, formatos e gestão nas economias emergentes". Texto para Discussão Nº 127, julho de 2007. Campinas: IE/UNICAMP.

FRANKEL, J. A.; PARSLEY, D. C.; WEI, S. J. Slow passthrough around the world: a new import for developing countries? National Bureau of Economic Research, Inc., 2005.

FRIEDMAN, Milton (1968). "The Role of Monetary Policy". The American Economic Review, vol 58.

FONTANA, G e Palacio-Vera A. (2002). "Monetary Policy Rules: What are we learning?". Journal of Post Keynesian Economics, 24-4.

GOLDSTEIN, Morris. Managed floating plus. Washington, DC: Institute for International Economics, 2002.

LIBÂNIO, G. A. (2004). "Temas de Política Monetária: Uma Perspectiva Pós-Keynesiana". Texto para Discussão 229, CEDEPLAR, UFMG, 2004.

LIMA, L. A. O. (2008). "Metas inflacionárias: a análise convencional e um modelo alternativo". Revista de Economia Política, Vol. 28, Nº 2

MISHKIN, F. S. (2000). "Inflation Targeting in Emerging Market Countries". NBER Working Paper Series, Nº 7618.

MODENESI, A. M. (2005). Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real. São Paulo, Manole.

Mohanty, M. S.; Scatigna, Michela. Has globalisation reduced monetary policy independence? In: Bank for International Settlements (BIS). Globalisation and monetary policy in emerging markets. May 2005c. (BIS Papers n. 23).

SICSÜ, João (2003). "Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana". Análise Econômica, V.21(39).

SICSÜ, João (2002). "Expectativas Inflacionárias no Regime de Metas de Inflação: Uma Análise Preliminar do Caso Brasileiro". Economia Aplicada, V. 6(4).

TRUMAN, Edwin M. Inflation targeting from a global perspective. Apresentado no seminário do Banco Central do Brasil, Rio de Janeiro, 17 maio 2002. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>