

## O regime de metas de inflação: uma crítica a partir da visão heterodoxa<sup>1</sup>

André Luis Campedelli<sup>2</sup>

### Introdução

O objetivo deste artigo é discutir o regime de metas de inflação no Brasil e realizar uma crítica estrutural, a partir de uma visão econômica heterodoxa. O regime de metas de inflação é o método de estabilização monetário mais utilizado pelas economias mundiais, o que inclui o caso brasileiro. Sua estrutura e criação partem de uma visão ortodoxa do funcionamento econômico e é fruto da longa discussão no século XX em relação à melhor maneira de se conduzir a política monetária.

A adoção do regime de metas de inflação no Brasil se inicia em 1999, como substituto da âncora cambial, que foi o modelo de estabilização entre 1994 e 1998. O Brasil tentava se inserir dentro da lógica do modelo neoliberal, visando à estabilidade econômica, necessária ao crescimento econômico, segundo tal visão.

A âncora cambial já se enquadrava no modelo neoliberal de condução econômica e o regime de metas de inflação representou uma continuidade deste processo. A expectativa era de que fosse possível reduzir a vulnerabilidade externa do país e o alto nível da taxa Selic, pontos mais preocupantes durante o período anterior, mas os resultados não foram os esperados. Mesmo com uma melhora na vulnerabilidade externa, a redução da taxa Selic aconteceu em uma velocidade e intensidade mais reduzida do que a esperada.

---

1 Versão preliminar deste artigo previamente publicado na *Revista Ensaios Econômicos*, Uberlândia (MG), n. 30, v. 1, p. 95-112, Jul/Dez 2015.

2 Doutorando em Economia pelo IE-Unicamp, mestre em Economia Política pelo PEPGEP da PUC-SP.

Na primeira seção deste artigo será realizado um levantamento teórico do debate que fez parte da construção do regime de metas de inflação e os aspectos do funcionamento do regime. Na segunda seção, é analisado o caso brasileiro, considerando causas e consequências da adoção do regime de metas de inflação. Na terceira seção deste artigo serão feitas críticas a partir de uma visão heterodoxa sobre a estruturação do regime de metas de inflação. O artigo será finalizado com as considerações finais sobre o tema.

## 4.1 O regime de metas de inflação e a crítica heterodoxa

O regime de metas de inflação é o modelo de controle inflacionário mais utilizado atualmente na economia mundial, e sua origem surge da longa discussão ortodoxa em relação à melhor condução da política monetária. A discussão teórica que da origem ao regime tem início com as teorias de Friedman e o retorno da ideia de neutralidade monetária, a chamada teoria monetarista tipo II, onde o autor realiza uma releitura da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), com uma abordagem mais atualizada do tema.

A TQM se baseia na equação  $MV=PY$ , onde  $M$  é a quantidade de moeda da economia,  $V$  é a velocidade de circulação da moeda,  $P$  é o nível de preços e  $Y$  é o produto da economia. Segundo a TQM, a velocidade de circulação da moeda e o produto da economia são constantes no curto prazo, fazendo com que o nível de preços da economia seja consequência direta da quantidade de moeda em circulação. Friedman contribui com tal teoria a partir do pressuposto de renda permanente. Segundo tal teoria, todos os agentes econômicos recebem uma renda permanente durante sua vida, e que este possui certo conhecimento deste fato, portanto, consome conforme a sua expectativa de renda, sem realizar consumos extraordinários. Friedman também coloca o conceito de riqueza humana ( $R_h$ ) e não humana ( $R_{nh}$ ), onde  $R_h$  seriam os bens reais da economia, como imóveis e bens de consumo duráveis e não duráveis, e  $R_{nh}$  seriam os ativos financeiros e a própria moeda. Friedman considera que  $R_h$  e  $R_{nh}$  são perfeitamente transacionáveis entre si, portanto,  $R_{nh}$  (principalmente a moeda), seria apenas responsável pela compra de  $R_h$ . A moeda e outros títulos financeiros nesta visão teriam a função única de facilitador de troca para a aquisição de bens. Assim, volta-se a ideia de neutralidade da moeda. (CARVALHO *et al.*, 2000: 86-90).

A partir desta visão, Friedman descreve qual seria o efeito da política monetária nas demais variáveis econômicas fora do controle inflacionário, principalmente emprego e produção. Esta questão é resolvida na visão ortodoxa pela teoria das expectativas adaptativas e a curva aceleracionista. Friedman pressupõe a exis-

tência de taxas naturais de produção e emprego e, segundo esta visão, quando a política monetária é utilizada para alterar estas variáveis, o que ocorre é apenas um processo inflacionário. Os agentes se baseiam no histórico de atuação da política monetária e irão se precaver disto, fazendo com que a eficácia destas medidas seja de curta duração. Num primeiro momento a economia irá para um ponto acima do seu nível natural, tanto no emprego quanto de produção, mas no longo prazo estes níveis voltarão ao seu valor natural, só que com um nível de preços mais elevados que no período anterior. (MODENESI, 2005: 66-71).

Segundo Friedman & Friedman (1980), a inflação, portanto, é um fenômeno que ocorre sempre que as autoridades monetárias atuam por motivações políticas, não visando o bom funcionamento da economia. O efeito inflacionário nesta visão parte da irresponsabilidade das autoridades monetárias ao aumentar desproporcionalmente o estoque de moeda. A solução para Friedman (1984) desta questão é a existência de uma regra bem definida sobre o funcionamento do Banco Central, regulamentando o seu papel exclusivamente como mantenedor do nível inflacionário da economia, já que atuações do Banco Central que visem qualquer outra medida serão ineficazes no longo prazo.

Surgem posteriormente autores que complementam esta linha pensamento, os novo-clássicos. Estes fazem uma atualização da teoria de Friedman para as expectativas racionais. Lucas (1972) coloca que a oferta de moeda é conhecida por todos os agentes, e que uma mudança nesta quantidade não irá gerar nenhum ganho à economia real, como uma elevação do nível de emprego ou um maior potencial de crescimento, apenas irá causar uma elevação dos preços. Isto acontece devido ao conhecimento que os agentes possuem do cenário econômico, e conhecendo seu funcionamento e o comportamento das autoridades monetárias, estes são capazes de prever antecipadamente a política monetária a ser adotada. Isto a torna ineficaz, pois estes irão se precaver de tais medidas. Sargent & Wallace (1976) concluem que a política monetária é ineficaz para qualquer outro motivo que não seja o controle inflacionário. A solução proposta é um planejamento sólido e consistente das autoridades monetárias, visando o controle inflacionário como prioridade.

A base do regime de metas de inflação se situa nesta ideia de ineficiência da política monetária fora do controle inflacionário e da capacidade dos agentes de prever e de se proteger destas mudanças. A partir desta conclusão, a discussão em torno do tema passa a ser sobre a melhor maneira de se realizar o controle inflacionário. A independência do Banco Central e sua credibilidade agora são apontadas como fundamentais para o seu bom funcionamento.

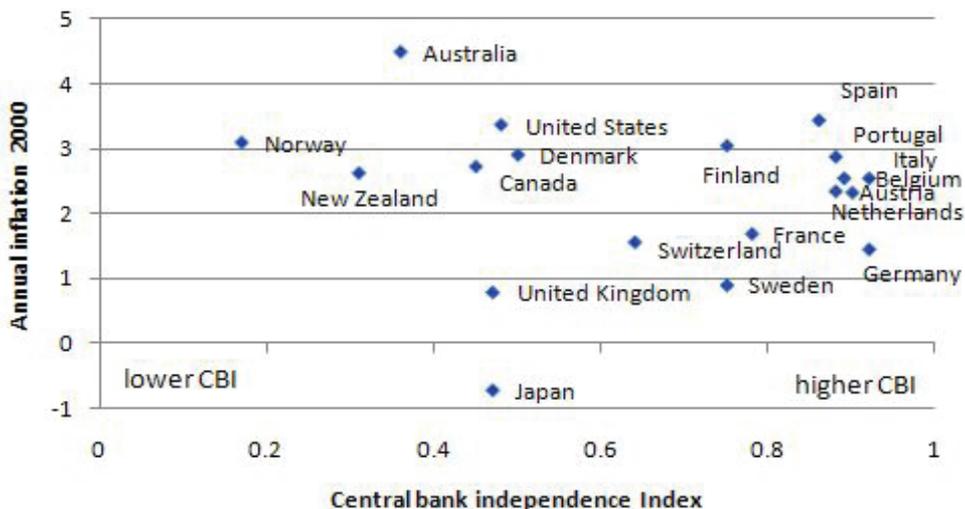
A credibilidade do Banco Central é fundamental na lógica ortodoxa para que a política monetária seja eficiente, evitando a existência de um viés inflacionário reflexo de uma política monetária expansionista. Segundo Kydland & Prescott (1977), a esta deve ser planejada de maneira consistente, visando prioritariamente o combate infla-

cionário, da maneira mais transparente possível para se evitar uma inflação futura. Sendo que os agentes econômicos atuam de maneira racional, estes irão reagir quando notarem uma política monetária expansionista, se precavendo e gerando uma inflação futura. Com uma autoridade com credibilidade, este problema é eliminado, já que os agentes confiarão nas medidas tomadas pelo Banco Central, pois sabem que tais estas não serão expansionistas, o que elimina a necessidade de se precaver. Isto permite um cenário mais eficiente para o controle inflacionário.

A melhor maneira para que o Banco Central possua credibilidade perante os agentes é possuir um elevado grau de independência. O principal argumento está que países com elevado grau de independência do Banco Central são os que possuem menores níveis inflacionários. O trabalho de Alesina & Summers (1993), mostra uma correlação negativa entre o grau de independência do Banco Central e a taxa de inflação destes países na época de sua publicação, num forte argumento favorável à adoção de um Banco Central independente.

Mas esta tese se torna discutível com o passar o tempo. Atualmente muitos países com elevado grau de independência possuem inflação semelhante e até mesmo mais elevada que diversos países que não possuem um Banco Central com níveis tão elevados de independência, sendo que este dogma da ortodoxia pode ser bastante contestado atualmente.

Mitchell (2010) em um trabalho que contradiz Alesina & Summers (1993), demonstra que em 2000 esta tendência já não era possível de se observar com tanta clareza. Países com Bancos Centrais em diversos níveis de independência possuíam inflações diversas, mostrando que este fator já não se mostrava tão determinante para um efetivo controle inflacionário.



**Gráfico 1** Inflação média comparada aos níveis de independência do Banco Central em países selecionados no ano de 2000.

Fonte: Mitchell, 2010.

Países com elevado grau de independência do Banco Central possuem um nível inflacionário mais elevado que países que possuem baixo nível de independência em diversos casos. Espanha, Portugal, Itália, entre outros países que possuem um elevado nível de independência possuem uma inflação mais elevada que Japão e Reino Unido, países com níveis de independência mais reduzidos. (Gráfico 1).

O regime de metas de inflação é o resultado desta discussão teórica ortodoxa, abrangendo os principais pressupostos colocados no debate de política monetária. Parte de uma visão que os agentes econômicos atuam de maneira racional, e que a política monetária é ineficaz em qualquer outra área que não seja o de controle inflacionário. Ele serve como formador de expectativas e ajuda a aumentar a credibilidade do Banco Central, que deve ter um elevado grau de independência e autonomia para que o modelo seja eficiente.

O regime de metas de inflação ganha destaque entre os modelos de estabilização monetária de viés ortodoxo e começa a ser adotado pela maior parte das economias mundiais. O primeiro país a adotar o regime é a Nova Zelândia, em 1990, sendo seguido por diversos outros países, como Espanha, Canadá e Reino Unido, e até mesmo por países em desenvolvimento, como é o caso do Chile.

Este método parte do pressuposto que a inflação é predominantemente um fenômeno oriundo de uma demanda aquecida. O melhor caminho para um controle inflacionário eficiente é a determinação de metas e mecanismos bem definidos, divulgados com antecedência. O Banco Central deve ser o responsável pela aplicação destas, e deve utilizar um ferramental também previamente definido para tal, de preferência a taxa básica de juros. Para um melhor funcionamento deste sistema, é preciso um elevado grau de independência e autonomia do Banco Central para cumprir seus objetivos. Isto é importante para sua credibilidade do mesmo, que caso consiga atingir tais metas, conseguirá um nível mais elevado de credibilidade, melhorando seu papel de formador de expectativas e seu resultado no controle inflacionário.

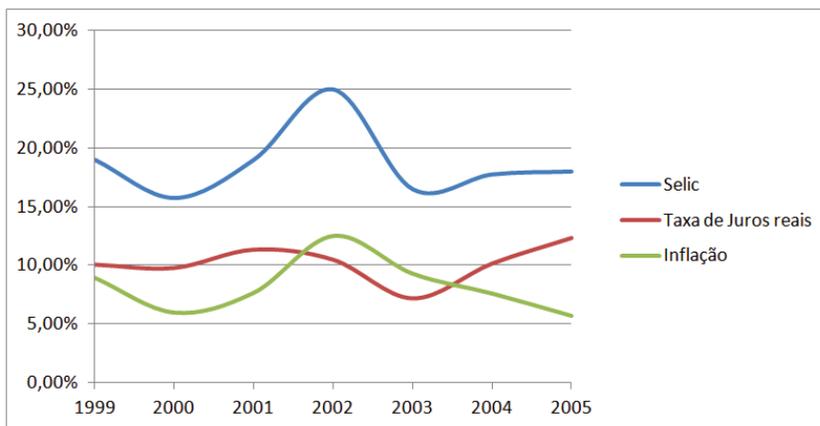
## **4.2 O funcionamento do regime de metas de inflação no Brasil e sua atuação**

O regime de metas de inflação começa a ser adotado no Brasil em 1999, com um funcionamento similar ao das demais economias que já adotavam este modelo. Foi escolhido o IPCA para ser a medida inflacionária oficial pela qual o Banco Central definiria sua meta. Seu funcionamento se baseava no modelo de bandas, em que era estipulada uma meta pelo Banco Central, com prazo de cumprimento de um ano de tal meta, definido como o ano calendário, isto é, a taxa de inflação deve atingir sua meta em 31/12 de cada ano. A inflação deveria flutuar dentro das bandas estipuladas pelo Banco Central, e a expectativa dos agentes econômicos passaria a ser medida pelo relatório Focus, pesquisa entre os princi-

pais agentes econômicos brasileiros, em sua grande maioria do setor financeiro, que estimavam as suas expectativas inflacionárias. O ferramental escolhido para o controle inflacionário foi a taxa básica de juros Selic, que seria manipulada e definida sempre que necessário reduzir a demanda. (CINTRA, 2005: 44).

O funcionamento deste novo regime de estabilização foi garantido a partir de uma série de medidas que alteraram o funcionamento da política monetária. Um modelo econométrico<sup>3</sup> começa a ser adotado para o cálculo das previsões resultantes de possíveis medidas a serem adotadas, e também para tentar antecipar o comportamento de curto prazo dos agentes, tudo com base nos dados obtidos através do relatório Focus. Tais medidas eram discutidas dentro do Comitê de Política Monetária, que desenhava as medidas cabíveis a partir destas informações. (MODENESI, 2005: 414-7).

Na maior parte do tempo, as medidas de política tomadas com base no regime de metas de inflação foram ortodoxas e pouco flexíveis, com alguns momentos de maior flexibilidade. No início do período de adoção, entre 1999 e 2000, ocorreu um destes poucos períodos, devido à estabilidade alcançada até tal momento. Houve um processo de redução da taxa Selic, que saiu de 21% no dia que se iniciou o regime até 15,75% no final de 2000. Esse período se encerrou em 2001. A partir desta data, a atuação do Banco Central ocorreu de maneira rígida e ortodoxa, e esta tendência se manteve durante os próximos anos, apenas se alterando em 2006.



**Gráfico 2** Selic, taxa de juros reais e IPCA ao final de cada ano: 1999-2005.

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração do autor.

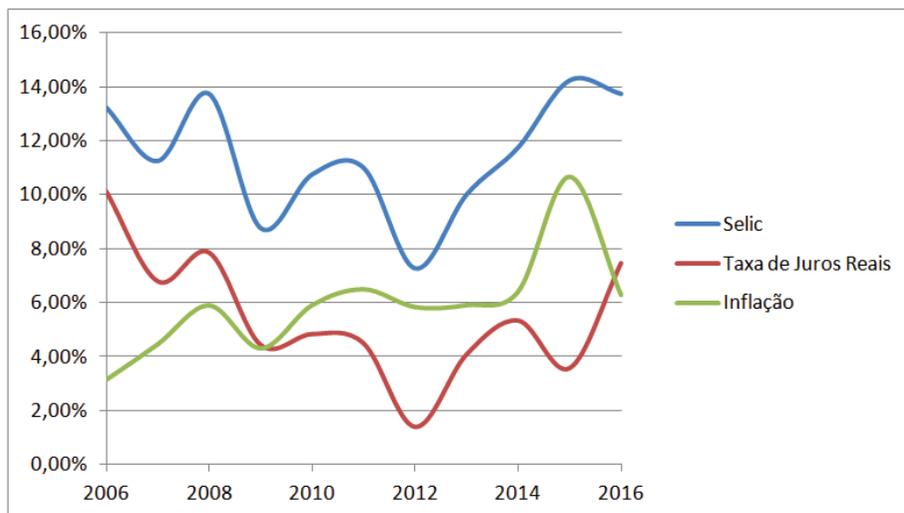
3 O modelo econométrico utilizado pelo Banco Central sofreu alterações em 2009, mas continua com o mesmo intuito e estruturação semelhante ao adotado em 1999. Este faz parte de um conjunto de equações que compõe um modelo estrutural macroeconômico, buscando simular o mecanismo de transmissão da política monetária, considerando defasagens como demanda agregada, taxa de câmbio, expectativa inflacionária, volume de crédito em circulação, etc.

A taxa Selic após uma leve queda entre 1999 e 2000, volta a crescer até o ano de 2002, depois retorna ao valor de 16,5% ao final de 2003. Um dos fatores que mostra a rigidez da política monetária durante este período é o fato de ocorrer uma elevação tanto da taxa Selic quanto da taxa de juros reais, quando ocorre uma redução do nível inflacionário, durante os anos de 2004 e 2005, mostrando uma tendência ortodoxa das medidas de política monetária. (Gráfico 2).

Segundo Belluzzo & Carneiro (2004), muito se esperava que houvesse uma atuação mais branda da política monetária a partir do governo Lula, mas as preocupações de política econômica que já eram colocadas desde o início do Plano Real não foram alteradas no seu mandato. A política monetária continuou sendo guiada pelo objetivo principal de controle inflacionário e todas as demais variáveis econômicas acabaram se tornando subordinadas a este objetivo.

Para Barbosa & Souza (2010), a necessidade de se manter uma política monetária rígida era reflexo dos acontecimentos de 2001 e 2002, quando os principais indicadores macroeconômicos brasileiros apresentaram problemas. O não cumprimento da meta em 2001 e 2002 forçou o governo a reafirmar o compromisso com o combate inflacionário e com a estrutura macroeconômica aos agentes financeiros.

A partir de 2006, a política monetária começa a se tornar mais flexível, já que uma redução da Selic ocorre neste mesmo ano, com uma tendência de queda que se estende até 2007. A partir desta data, a política monetária flutua em alguns momentos de maior flexibilidade, com momentos de rigidez, não mostrando uma postura constante do Banco Central.

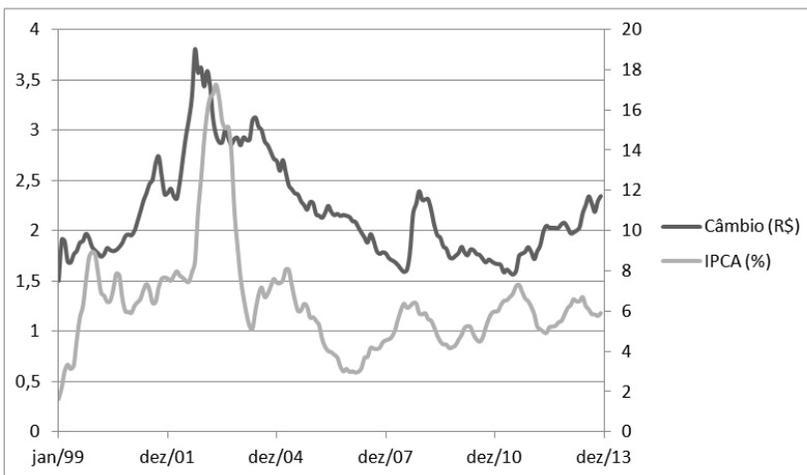


**Gráfico 3** Selic, taxa de juros reais e Inflação entre 2006 e 2016.

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração do autor.

Momentos de maior flexibilidade da política monetária sempre são sucedidos por momentos de uma volta a políticas de controle inflacionário mais rígido. Desde 2006, em todos os momentos que ocorreram reduções da Selic, num momento posterior, volta a ocorrer uma elevação da mesma. A tendência geral até 2013 era de queda no longo prazo, mas com uma inconstância entre políticas mais flexíveis e políticas mais rígidas durante o período analisado. A partir desta data, volta a ocorrer um movimento de inflexibilidade da política monetária, com elevações constantes da taxa Selic até 2016, e com a mesma tendência para a taxa de juros reais. Mesmo assim, o nível da taxa básica de juros é muito elevado para os padrões internacionais. (Gráfico 3).

Barbosa (2013) aponta alguns fatores exógenos à política monetária que permitiram uma redução do nível da Selic. O primeiro foi uma forte expansão do setor agrícola, que juntamente com um cenário internacional favorável ao comércio de alimentos (devido à elevação dos preços internacionais das *commodities*) reduziu as pressões inflacionárias, devido à valorização cambial que tal conjuntura permitiu. Com o câmbio valorizado, foi possível se manter mais facilmente o controle inflacionário. Outro fator é que houve um continuísmo da política monetária, que mantém por um longo período a meta inflacionária em 4,5%, mostrando que não existe expectativa de redução do nível inflacionário, apenas existe expectativa de estabilização. A última explicação se encontra diretamente ligada à primeira explicação, que é a elevação dos preços internacionais das *commodities*, que gerou uma apreciação cambial e neutralizou possíveis pressões inflacionárias via câmbio.



**Gráfico 4** IPCA mensal comparado à taxa média de câmbio mensal: 1999-2013.

Fonte: Ipeadata e Sidra, elaboração do autor.

Existem evidências da influência do câmbio no controle inflacionário dentro do período do regime de metas de inflação. Toda vez que ocorre uma valorização ou desvalorização cambial, a inflação tende a seguir a mesma tendência. Até o ano de 2008, é possível observar uma influência quase imediata entre ambas as variáveis, ou seja, uma valorização cambial reduzia em um curto espaço de tempo o nível inflacionário. Após 2008, a variação cambial continua influenciando o nível inflacionário, mas não com a mesma rapidez que anteriormente. (Gráfico 4).

Filgueiras (2007) também destaca o papel do cenário externo que permitiu tanto a redução da taxa Selic quanto uma melhora do crescimento econômico. Ocorre uma redução até 2007 das restrições externas junto com uma conjuntura de crescimento econômico mundial, que foi essencial para o melhor resultado da economia brasileira a partir desta data.

Não se pode classificar a política monetária pós-2006 como uma política monetária heterodoxa, ou com um elevado grau de flexibilidade. O que ocorre é uma sequência de tentativas de flexibilidade da política monetária que são seguidas por volta de momentos de rigidez.

### **4.3 Os problemas estruturais do regime de metas de inflação e de sua atuação no Brasil**

A principal crítica que o regime de metas de inflação recebe dos economistas heterodoxos é em relação à caracterização que este dá à inflação. Segundo a teoria por trás do regime, toda a inflação é um fenômeno oriundo de uma demanda demasiadamente aquecida. O regime aceita a hipótese de efeitos de oferta interferindo na inflação, e para tanto, existem as bandas, que permitem tal flexibilidade da meta em caso de choques de oferta. Mas a inflação oriunda da oferta é tratada como secundária e casual, sem que seja dado qualquer tratamento específico para este caso.

A visão heterodoxa admite diversas fontes de origem inflacionária, e em sua grande maioria, estas fontes são de fatores de oferta. Segundo Sicsú (2003), existe a inflação de salários, de lucros, de retornos decrescentes, importada, de impostos e choques de oferta inflacionários, sendo todas estas de origem de oferta. A única inflação de origem de demanda seria a tradicional, combatida pelo regime de metas. Mas a visão pós-keynesiana coloca que este tipo de inflação só surge na ocorrência de pleno emprego, ou seja, a origem inflacionária no caso brasileiro seria mais explicada pela via da oferta que da demanda.

**Tabela 1** Brasil: Média anual da participação percentual do impacto de cada subgrupo no índice geral IPCA (2007-2013)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Alimentação e bebidas</b>	20,94	22,4	22,71	22,83	23,37	23,4	24,5
<b>Transportes</b>	20,63	20,05	19,36	19,11	18,8	20,02	19,19
<b>Habitação</b>	13,46	13,14	13,24	13,24	13,18	14,72	14,37
<b>Saúde e cuidados pessoais</b>	10,81	10,75	10,83	10,82	10,73	11,15	11,2
<b>Despesas pessoais</b>	9,62	9,74	10,06	10,29	10,45	10,17	10,48
<b>Vestuário</b>	6,52	6,51	6,65	6,73	6,84	6,6	6,59
<b>Comunicação</b>	6,31	6,05	5,84	5,62	5,36	4,85	4,61
<b>Educação</b>	7,13	7,06	7,1	7,2	7,27	4,52	4,59
<b>Artigos de residência</b>	4,58	4,3	4,21	4,17	3,99	4,56	4,47
<b>Total</b>	<b>100</b>						

Fonte: Campedelli & Lacerda, 2014.

O caso brasileiro mostra uma elevada parcela de fatores de oferta impactando a inflação brasileira, e ao analisarmos o IPCA, podemos observar que boa parte da origem inflacionária pode ser debatida. O grupo de maior impacto dentro do IPCA é o de alimentos e bebidas. Este grupo sofre grande influência do comportamento dos preços das *commodities* e dos produtos agrícolas, ou seja, os preços internacionais afetam diretamente este grupo. Também existe o fato de uma insuficiência de oferta, que geram diversos choques ao longo dos anos que também causam influência no preço deste grupo. O impacto inflacionário neste grupo tem sua origem mais ligada ao comportamento da oferta que da demanda, sendo que em 2013 o impacto foi de 24,5% do total da composição do índice, sendo que este sempre ficou acima de 22% a partir de 2008. (Tabela 1).

O segundo grupo que mais tem impacto dentro do cálculo do IPCA é o de transportes, com 19,2% em 2013. No setor de transportes, boa parte dos preços são administrados, caso dos transportes públicos. Existe também uma parcela de inflação indexada que impacta este grupo de preços, já que os reajustes de

preços administrados costumam ocorrer com base na inflação passada. O preço dos automóveis, fator de peso nesta categoria, não apresenta um problema de demanda aquecida, já que por diversas vezes houve subsídios fiscais para melhorar o volume de vendas das empresas automobilísticas. Sendo assim, este grupo também tem uma significativa parcela de inflação que tem sua origem fora da demanda. (Tabela 1).

Vemos que a causa inflacionária possui diversas origens, fora do âmbito da demanda, e que o controle tradicional realizado pelo regime de metas é incompleto no seu tratamento, já que não ataca a real origem do problema. Mesmo assim, o regime de metas de inflação consegue manter estabilizado o nível inflacionário. Segundo Sicsú (2003) o que ocorre é um resfriamento excessivo da demanda com tal atuação da política monetária via elevação da Selic. Os níveis de investimento se retraem, reduzindo, conseqüentemente, o nível de renda da economia. Isto gera uma diminuição da demanda, que já se encontra em níveis abaixo do seu ideal, impedindo que ocorra um crescimento econômico persistente durante os anos.

Outro ponto estrutural do regime de metas que vem sendo questionado é sobre a eficácia deste em reduzir a inflação abaixo de determinado patamar. No caso brasileiro, o regime parece não conseguir abaixar a inflação para um nível menor do que o atual. Mesmo com um elevado nível inflacionário se comparado aos países desenvolvidos, a inflação praticamente não se reduziu nos últimos anos, obtendo somente uma estabilidade. Segundo Modenesi & Modenesi (2012) a média inflacionária brasileira entre 1995 e 2008 se encontrou acima da média mundial, e se mostrou mais elevada que a média de países desenvolvidos e inclusive acima de alguns países em desenvolvimento. Isto ocorre mesmo com uma das maiores taxas básicas de juros do mundo.

Sicsú (2002) mostra que essa ineficiência do regime de metas de inflação pode ser observada no caso dos países desenvolvidos, sendo que quando comparados os resultados do combate inflacionário com o do crescimento econômico entre aqueles que adotaram e aqueles que não adotaram o regime de metas de inflação são muito semelhantes.

No caso dos países em desenvolvimento, que possuem níveis inflacionários mais elevados que dos países desenvolvidos, observamos que existe em um primeiro momento uma redução do nível inflacionário com a adoção do regime de metas de inflação, e este inclusive foi o caso brasileiro. Mas o caso brasileiro se demonstra diferente num segundo momento, pois a partir de determinado patamar, próximo aos 6% no qual a inflação brasileira se estabilizou, e se mostrou resistente uma nova redução.

**Tabela 2** Nível de inflação em países selecionados em média antes e durante o período do regime de metas de inflação e durante o período entre 2008-2013

País	Antes do RMI (média)*	Depois do RMI (média)*	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Brasil	9,71	6,64	5,90	4,31	5,91	6,50	5,84	5,91
Chile	20,45	5,5	7,09	-1,48	2,97	4,44	1,49	3,01
Colômbia	23,72	5,37	7,68	2,00	3,18	3,72	2,44	1,93
México	20,75	5,17	6,53	3,57	4,40	3,82	3,57	3,97

Fonte: Arestis, de Paula & Ferrari Filho, 2009: 15 e FMI (Fundo Monetário Internacional), World Economic Outlook Database. Elaboração própria.

\*O período antes do regime de metas de inflação (RMI) vai entre 1995-1998 para o caso brasileiro, entre 1989-1998 para o caso colombiano e mexicano e entre 1981-1990 para o caso chileno. Para o período depois do regime de metas de inflação o período é entre 1991-2013 para o caso chileno e entre 1999-2013 para os demais.

Analisando alguns países selecionados, vemos que ocorreu queda no nível inflacionário de todos os países que adotaram o regime. Mas a tendência de queda, como existe no caso de Chile, Colômbia e México, não é observada no caso brasileiro. Este parece possuir resistência a reduzir o nível inflacionário para abaixo da média dos últimos anos. A atual atuação do regime de metas consegue no máximo, manter a inflação estável. Muito disso se deve à natureza da inflação brasileira, sendo que os fatores de oferta são muito importantes para a explicação do caso nacional. (Tabela 2).

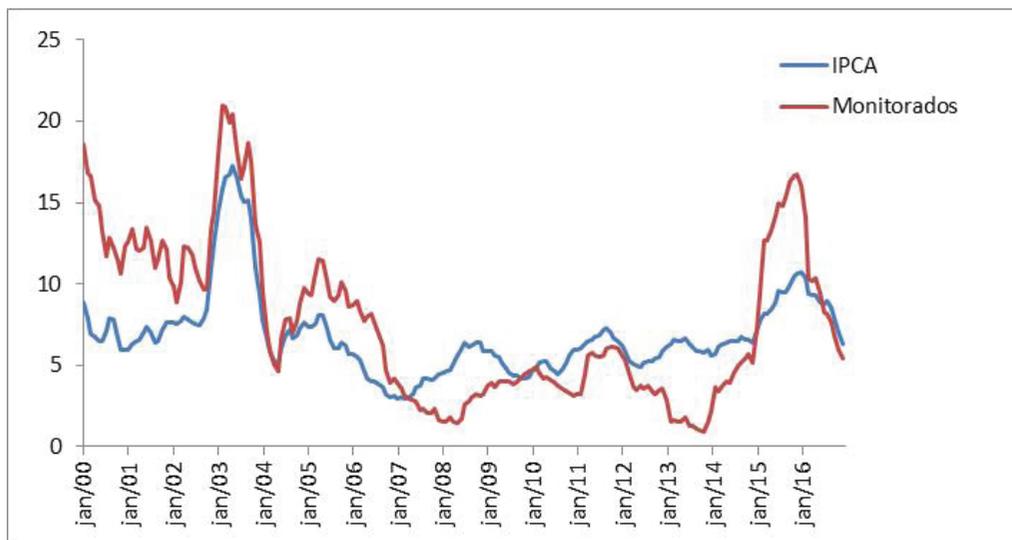
O último ponto estrutural analisado será o caso dos preços administrados, que também sofrem pouca ou nenhuma influência do controle de demanda exercido pelo regime de metas de inflação. Cerca de 30% dos preços medidos pelo IPCA são administrados, ou seja, a eficiência do regime de metas no controle destes preços se encontra ainda mais reduzida.

Os reajustes dos preços administrados ocorrem com certa periodicidade definida, como é o caso dos transportes públicos e pedágios, e são reajustados com base em índices de inflação passada, nem sempre sendo utilizado o IPCA para tal. Sendo assim, elevações da Selic pouco influenciariam elevações do nível destes preços.

Apenas nos últimos anos a variação dos preços administrados foi menor que a inflação efetiva medida pelo IPCA. Durante a maior parte do período analisado, estes se elevaram em níveis superiores ao da própria inflação. Segundo Modenesi & Modenesi (2012), isto causa uma necessidade de políticas monetárias mais

rígidas, já que apenas uma parcela dos preços medidos pelo IPCA será afetada por esta política. O ajuste acaba ocorrendo somente nos preços livres, que terão que ser controlados de maneira mais incisiva para compensar a elevação dos preços administrados. O resultado final disto é uma Selic elevada para se alcançar o objetivo final.

A origem desta distorção, segundo Strachman (2013) se encontra nas negociações ocorridas nos contratos para a privatização de algumas estatais e também no naqueles que estabeleceram revisões de preços e tarifas de setores com preços regulados. Estes contratos foram estabelecidos com índices de reajustes que muitas vezes excedem o IPCA, como é o caso do IGP. Preços como dos derivados de petróleo, telefonia, eletricidade e transporte público se tornaram parcialmente indexados ao dólar, já que o índice que regula estes preços tem em sua composição variações cambiais. A consequência desta atitude é uma persistência de elevação destes acima dos preços de mercado, forçando a inflação para valores acima do IPCA.



**Gráfico 5** Preços monitorados acumulados em 12 meses em relação ao IPCA acumulado em 12 meses entre 2000-2016.

Fonte: Ipeadata e Sidra. Elaboração do autor.

Até o ano de 2007 o nível de inflação dos preços administrados foi mais elevado que o IPCA, mostrando que existiu uma variação dos preços livres abaixo da variação inflacionária. Esta característica torna a necessidade de se controlar a inflação, segundo o modelo atual, muito rígida, já que todo o peso das medidas de controle de demanda se concentra nos preços livres, que são 70% dos preços medidos pelo IPCA. A tendência de um nível de preços administrados mais elevados que o IPCA volta a partir de 2015, com o reajuste ocorrido no governo

Dilma, portanto, o período entre 2007 e 2014 pode ser considerado atípico nesta questão (Gráfico 5).

Importante ressaltar que atualmente o papel dos preços administrados na economia vem se mostrando inverso nos últimos anos. Ao invés de ser um preço que cresce acima da inflação, estes estão sendo fator fundamental para o controle inflacionário. Durante o ano de 2013, o impacto dos preços administrados na formação do IPCA foi muito baixo, enquanto os preços livres afetaram pesadamente na composição do índice. Os preços administrados, que antes eram fatores inflacionários na economia acabaram se tornando uma ferramenta de controle inflacionário. Isto acarreta em custos fiscais futuros, que somente poderão ser mensuráveis quando ocorrer a liberação dos preços administrados em um ritmo compatível ao do IPCA.

Relatório do Banco Central do Brasil (2013) comprova esta mudança de atitude no controle dos preços administrados. Os preços livres da economia em novembro deste ano alcançaram uma variação de 7,3%, enquanto os preços administrados tinham variado 0,95% nos últimos 12 meses. O relatório ainda aponta que existiu uma mudança deliberada de postura em relação aos preços administrados, afirmando que estes não estão sendo constantemente corrigidos, em uma estratégia de controle inflacionário. Tal tendência foi encerrada no ano de 2015, com um elevado reajuste dos preços administrados, que faz com que os preços administrados voltassem a ser fator importante de pressão inflacionária, como ocorre normalmente na recente história econômica brasileira.

## Conclusão

O regime de metas de inflação é atualmente o modelo de controle inflacionário mais utilizado no mundo, e tem sua origem teórica na longa discussão ortodoxa sobre política monetária ocorrida durante a segunda metade do século XX. A discussão se inicia com Milton Friedman, que volta a propor a neutralidade da moeda, construindo o modelo monetarista tipo II, que é uma modernização da TQM. Junto ao modelo monetarista, Friedman propõe a visão de agentes adaptativos, que formam suas expectativas inflacionárias a partir da sua percepção do passado, fazendo com que qualquer medida de política monetária com outra finalidade que não seja o controle inflacionário seja ineficaz no longo prazo.

Economistas como Robert Lucas e Thomas Sargent aprimoram estas ideias, criando o conceito de agentes racionais, que serve como base para toda a lógica do regime de metas de inflação. A partir daí, políticas monetárias são tidas como ineficazes também no curto prazo, já que os agentes irão atuar de maneira antecipada para se precaver destas medidas, que estes conhecem com elevado grau de informação. Os agentes são capazes de prever as políticas adotadas e estas serão ineficazes.

Todas as outras teorias criadas posteriormente sobre política monetária pelos economistas ortodoxos visam um melhor funcionamento do controle inflacionário. A primeira delas foi a de credibilidade do Banco Central, que seria fundamental para que este conseguisse realizar um controle de maneira mais eficiente. Para conseguir um maior grau de credibilidade, um dos pontos centrais seria a presença de um Banco Central independente dos demais poderes do Estado, teorizado na tese de independência do Banco Central. Esta teoria coloca a necessidade de existir um Banco Central independente para que este atue da melhor maneira possível no controle inflacionário, sem influências políticas na sua tomada de decisão.

A partir destas ideias, o regime de metas é modelado, e inicialmente é adotado na Nova Zelândia, sendo seguido por diversos outros países. O Brasil adota o regime a partir de 1999, buscando substituir a âncora cambial. Existia a perspectiva de que com sua adoção poderia se reduzir o nível da taxa Selic e melhorar a vulnerabilidade externa. O que se viu na prática foi uma redução muito lenta da taxa Selic, mesmo com uma melhora na vulnerabilidade externa. As reduções da Selic começam a ocorrer de maneira mais expressiva somente a partir de 2006, quando existe uma flexibilidade maior da política praticada.

Enquanto a política monetária atuou de maneira mais ortodoxa, entre os anos de 1999 até 2005, a taxa Selic se manteve em níveis ainda mais elevados do que a atual situação, com um crescimento econômico inconsistente e baixo. O período pós 2006, mesmo não tendo uma política monetária heterodoxa, possuiu um viés mais flexível, proporcionando uma melhora na situação da economia, com uma taxa Selic mais reduzida, mas ainda muito elevada se comparada às demais economias mundiais, e com um ritmo de crescimento econômico mais satisfatório que o período posterior, mas ainda abaixo do seu potencial.

Mesmo assim, o regime de metas de inflação vem se mostrando um modelo com diversos problemas, mantendo uma inflação apenas estável, com baixa tendência de queda, e com um crescimento econômico em diversos momentos abaixo do esperado.

Os problemas estruturais do regime de metas de inflação podem explicar tal situação. O primeiro problema é desconsiderar as diversas fontes inflacionárias existentes na economia, olhando a inflação apenas sob a ótica da demanda. A inflação brasileira possui diversos fatores oriundos da oferta, como preços internacionais das *commodities*, e até mesmo fatores indexadores de inflação. Ao atuar desta maneira, o regime acaba proporcionando um crescimento econômico abaixo do potencial e sem resolver efetivamente o problema inflacionário.

O regime de metas também parece ser ineficaz na redução da inflação para baixo da média encontrada nos últimos anos. A inflação se encontra em certo nível nos últimos anos, e não parece ocorrer uma tendência de redução para níveis abaixo do atual. Diferente de outros países em desenvolvimento como Chile e

México, a inflação se mantém persistente em certo nível, um nível acima destes dois exemplos, e não existe tendência de queda, como no caso também destes exemplos. Isto pode ser explicado pela característica da inflação brasileira, que não seria resolvida com o modelo atual de combate inflacionário.

Também existe uma ineficácia no controle dos preços administrados, já que estes não sofrem muita influência das medidas de política monetária adotadas com base no regime. Estes preços possuem um elevado peso na medição do IPCA, sendo 30% deste, o que força com que o controle nos preços livres seja muito mais rígido para se alcançar a meta estipulada.

O regime de metas de inflação demonstra diversos problemas estruturais no combate inflacionário no caso brasileiro. As medidas realizadas com base no regime se mostram ineficazes, já que não atuam de maneira correta na origem inflacionária, não realizam reduções de fato do nível inflacionário e ainda reduzem o potencial de crescimento econômico. É preciso realizar um combate mais amplo da inflação, levando em conta as características peculiares do caso brasileiro, para que se possa existir um combate que não interfira nas demais variáveis macroeconômicas.

## Referências

- ALESINA, A.; SUMMERS, L.H. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, Ohio, v. 25, n° 2, p. 151-162, May 1993
- ARESTIS, P.; DE PAULA, L.F.; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 18, n° 1, p. 1-30, Abr/2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Vários números. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br>>
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 15, n° 4, Dez 2013.
- BARBOSA, N.; SOUZA, J.A.P. A inflexão do governo Lula: Política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E. et al. **Brasil: Entre o passado e o futuro**, São Paulo: Boitempo, 2010, p. 57-110.

- BARBOSA, N. Dez anos de política econômica. In SADER, E et al. **10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma**, São Paulo: Boitempo, 2013, p. 69-102.
- CAMPEDELLI, A.L.; LACERDA, A.C. Uma crítica pós-keynesiana ao Regime de Metas de Inflação (RMI) no Brasil. **Revista Pesquisa & Debate**, São Paulo, v. 25, nº 2, p. 01-22, Jul/Dez 2014.
- CARVALHO, F. J. C. *et al.* **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- CINTRA, M.A.M. Suave Fracasso – A política macroeconômica brasileira entre 1999 e 2005. **Revista Novos Estudos**, São Paulo, v. 73, p. 39-55, Nov/2005.
- FILGUEIRAS, L. et al. Modelo liberal-periférico e bloco de poder: Política e dinâmica macroeconômica nos governos Lula. In: **Os anos Lula: contribuição para um balanço crítico 2003-2010**, Rio de Janeiro: Garamond, 2010, p. 35-69.
- FRIEDMAN, M.; FRIEDMAN R. **Liberdade de Escolher**. Tradução: Ruy Jungmann. Rio de Janeiro: Record, 1980.
- FRIEDMAN, M. **Capitalismo e Liberdade**. Tradução: Luciana Carli. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- IPEADATA. Vários números. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>
- KYDLAND, F.E.; PRESCOTT, E.C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 85, nº 3, p. 473-492, June 1977
- LUCAS, R.E. Expectations and the Neutrality of Money. **Journal of Economic Theory**, Pittsburgh, v. 4, p. 103-124, 1972
- MITCHELL, B. Billy blog – Modern Monetary Theory...macroeconomic reality. **Central bank independence – another faux agenda**. Disponível em: <<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=9922>>, Acesso em: 09 jul. 2013.
- MODENESI, A.M. **Regimes Monetários, Teoria e a Experiência do Real**. 1. ed. Barueri: Manole, 2005

- MODENESI, A.M.; MODENESI, R.L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, v. 32, n° 3, p. 389-411, Jul/Set 2012.
- PERFEITO, A.G.P. **Hipóteses sobre a elevada taxa de juros brasileira: uma abordagem pós-keynesiana**. São Paulo, 2013, 111 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.
- SARGENT, T.J.; WALLACE, N. Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. **Journal of Monetary Economics**, Philadelphia, v. 2, n° 10, p. 199-213, 1976.
- SICSÚ, J. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n° 1, p. 23-33, Jan/Mar 2002.
- SICSÚ, J. Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana. **Análise Econômica**, Porto Alegre, ano 21, n° 39, Mar 2003.
- SIDRA (SISTEMA IBGE DE RECUPERAÇÃO AUTOMÁTICA). Vários números. Disponível em: <<http://www.sidra.ibge.gov.br>>
- STRACHMAN, E. Metas de inflação no Brasil (1999-2012): uma análise institucional. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 34, n° 2, p. 407-438, Dez/2013.