

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
BACHARELADO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS

SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO, DIAGNÓSTICO DE INFLAÇÃO DE
DEMANDA E INTERPRETAÇÕES ALTERNATIVAS PARA O CASO
BRASILEIRO

WAGNER FRANCISCO RIBEIRO DE MELO

Orientadora: Vanessa Petrelli Corrêa

UBERLÂNDIA

2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
BACHARELADO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS

SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO, DIAGNÓSTICO DE INFLAÇÃO DE
DEMANDA E INTERPRETAÇÕES ALTERNATIVAS PARA O CASO
BRASILEIRO

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da
Universidade Federal de Uberlândia, como requisito
parcial à obtenção do título de Bacharel em Relações
Internacionais.

Orientadora: Professora Vanessa Petrelli Corrêa

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA e RELAÇÕES INTERNACIONAIS
BACHARELADO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS

SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO, DIAGNÓSTICO DE INFLAÇÃO DE
DEMANDA E INTERPRETAÇÕES ALTERNATIVAS PARA O CASO
BRASILEIRO

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da
Universidade Federal de Uberlândia, como requisito
parcial à obtenção do título de Bacharel em Relações
Internacionais.

Orientadora: Professora Vanessa Petrelli Corrêa

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia/MG, ____ de _____ de 2018

Orientadora

Membro

Membro

AGRADECIMENTOS

Escrever os agradecimentos que situam-se nas primeiras páginas de um trabalho de conclusão de curso, não é somente escrever agradecendo aqueles que estiveram ao seu lado no momento de sua escrita, tão pouco aqueles que estiveram próximos na graduação, é lembrar e demonstrar gratidão a cada ensinamento aprendido ao lado de grandes pessoas as quais a gente teve a honra de conviver.

A primeira pessoa a ser mencionada nessas linhas foi meu primeiro professor de economia, primeiro professor de relações (embora ainda não fossem internacionais), meu primeiro professor de filosofia, comércio (e tantas outras coisas as quais esse homem domina) acima de tudo, um agradecimento especial por jamais ter desistido de mim, mesmo em nossas discordâncias, meu primeiro agradecimento é a meu pai Antônio Porfírio de Melo; de mãos dadas a este homem, agradeço a Dona Deise Ribeiro Almeida de Melo, a qual permitiu que seu único filho nascido em uma cidade do interior mineiro, pudesse voar de seu ninho, a terceira pessoa, sem sobra de dúvidas a que esteve mais tempo ao meu lado durante a graduação sendo companheira, me aguentando horas afio falando sobre política e economia e me curando do cansaço em seus braços, Diéssika Costa Silva, meu pedaço do céu, muito obrigado!

Existem inúmeras pessoas as quais eu devo minha gratidão, sejam me ensinando coisas a partir da amizade ou não, porém cito aqui algumas e já peço desculpas aquelas as quais deveriam mas não estão aqui. Meus grandes amigos de infância Genilson Júnior e David Gaiato obrigado por tantas horas falando sobre filosofia, Heavy Metal e sobre o sentido da vida; ao professor Fábio Terra por ter sido uma de minhas inspirações no ensino de economia; a professora Vanessa Petrelli, minha orientadora; a Eduardo Chamiço, grande amigo que me ajudou muito nessa ultima fase (falei que seu nome estaria aqui!!) aos professores: Deolindo, pelas inúmeras conversas sobre religião, política e economia (fora os deliciosos pães feitos a 1h da manhã regados a muitas discussões em sua residência); professor Sylvio, por ter me ajudado demasiadamente em problemas que tive em sua viagem para Brasília; aos professores Erwin, Marriele, Sidarttha, Leonardo Barbosa, Julio, pelos ensinamentos que foram além das Relações Internacionais e da Economia; aos meus vários amigos de Uberlândia e Pains, que mesmo não estando com seus nomes aqui, os faço representar por essas palavras, por fim, agradeço a todos que de uma forma ou de outra, não me abandonaram.

Nada pode obliterar sua liberdade essencial, se não os seus medos. (Frederico Mattos)

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01 – Nível de Inflação e sua relação com a Independência do Banco Central.....	17
Gráfico 02 – PIB (Taxa cumulada em 4 trimestres em relação ao mesmo período do ano anterior).....	33
Gráfico 03 – Taxa de crescimento entre 2000 e 2015.....	36
Gráfico 04 – Índice de desemprego metropolitano (% PEA).....	37
Gráfico 05 – Inflação, meta, e intervalo da meta	38
Gráfico 06 – Brasil –Taxa de juros – Over / Selic – (diária –% a.a.).....	38
Gráfico 07 – Necessidade de Financiamento do Setor Público: Resultado primário, gasto com juros e resultado nominal.....	39
Gráfico 08 – Variação do PIB entre 2011 e 2013.....	48
Gráfico 09 – Índice de Preços ao Consumidor Amplo Acumulado nos últimos 12 meses (IPCA) e Taxa SELIC entre Julho de 2011 e Abril de 2013.....	49
Gráfico 10 – Receitas da União e Despesas primárias.....	52
Gráfico 11 – Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação - 2000-2004.....	56
Gráfico 12 – Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação pós 2005 a 2013.....	56
Gráfico 13 – Taxa de inflação e meta de inflação entre os anos 1999 e 2012.....	59
Gráfico 14 – Taxa de juros norte-americana (Taxa Treasury de 1 ano) (dados mensais de 2000 a 2016)	61
Gráfico 15 – Taxa de juros – países centrais selecionados – dados anuais com taxas a.a.....	62
Gráfico 16 – Taxa SELIC no Brasil entre Julho de 1996 e Janeiro de 2015.....	62
Gráfico 17 – Fluxos líquidos de recursos dirigidos aos países Emergentes: Totais e para América Latina e o Caribe – em US\$ bilhões.....	63
Gráfico 18 – Taxa de juros brasileira (taxa swap DI pré 360), Taxa de juros norte-americana (1 year Treasury) e Diferencial de juros – taxa anualizada e dados mensais.....	63
Gráfico 19 – Balanço de Pagamentos brasileiro (dados trimestrais – acumulados em quatro trimestres – em milhões de US\$).....	64
Gráfico 20 – IC (passivo) em Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Externo – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres).....	64
Gráfico 21 – Investimento Direto no País em Participação no Capital (passivo) – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)	65
Gráfico 22 – Índice de volatilidade (VIX) e Índice de Risco EMBI+Brasil em pontos(dados mensais de 2000 a 2016)	65

Gráfico 23 – Mudança estrutural no desenvolvimento das economias.....	67
Gráfico 24 – Participação dos serviços no consumo das famílias por percentil da distribuição da renda domiciliar per capita (%).....	67
Gráfico 25 – Inflação no Brasil entre os anos de 2003 a 2013.....	68
Gráfico 26 – Inflação: IPCA, Serviços de Alimentação fora de casa, Serviços Pessoais, Serviços Monitorados.....	69
Gráfico 27 – IPCA e Índice Desagregado de Serviços (Alta e Baixa Pressão) entre os anos 2007 e 2014.....	70
Gráfico 28 – Serviços de baixa preço livres, baixa pressão monitorados e IPCA.....	71
Gráfico 29 – Índices entre os anos 1999 e 2012.....	72
Gráfico 30 – Salários Nominais e Inflação entre 2000 e 2013.....	73
Gráfico 31 – Serviços e Salários entre 2002 e 2013.....	74
Gráfico 32 – Histórico IPCA Mensal e SELIC entre Mar/2013 e Dez/2014.....	76
Gráfico 33 – Diferencial entre Taxa de Juros Brasileira e Estrangeira nos anos 2000 a 2012.....	77
Gráfico 34 – Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação.....	78
Gráfico 35 – Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação – pós 2006.....	79
Gráfico 36 – ICMI Serviços.....	79
Gráfico 37 – Dívida Pública de Países Selecionados.....	81
Gráfico 38 – Receitas e Despesas Primárias da União de 1997 à 2017 (Valores em Bilhões).....	83
Gráfico 39 – NFSP/PIB.....	83
Gráfico 40 – Porcentagem Déficit Nominal.....	84
Gráfico 41 – Saldo de Swaps Cambiais (USD Bilhões) x Dólar Comercial.....	85

LISTA DE TABELAS, QUADROS E FIGURAS

Tabela 01 – Necessidade de Financiamento do Setor Público: Resultado primário, gasto com juros e resultado nominal.....	41
Tabela 02 – Histórico Taxa de Juros (SELIC) entre 08/12/2010 à 31/08/2011.....	42
Tabela 03 – Histórico Taxa Selic de 20 de julho de 2011 a 06 de março de 2013.....	43
Tabela 04 – Resultado Primário/PIB entre os anos 2010 e 2013.....	46
Tabela 05 – Histórico Taxa SELIC reuniões BACEN- mar/2013 a dez/2014.....	46
Tabela 06 – Taxa de Inflação Mensal (Porcentagem ao Ano) e Índice Acumulado nos 12 meses entre 2013-2014 (IPCA).....	47
Quadro 01 – Teorias Macroeconômicas e seus períodos de dominância.....	22
Quadro 02 – Desagregado do setor de Serviços entre os anos de 2006 e 2014.....	69
Quadro 03 – Fluxo de Caixa do Governo Federal.....	80
Figura 01 – Ciclo Vicioso da Austeridade.....	81

LISTA DE SIGLAS

AM: Autoridade Monetária

BACEN: Banco Central do Brasil

CEPAL: Comissão Econômica Para a America Latina e o Caribe

COPOM: Comitê de Política Monetária

EMBI+: Emerging Market Bond Index Plus

ICMI: Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação

IOF: Imposto Sobre Operações Financeiras

IPCA: Índice de Preços ao Consumidor Amplo

NCM: Novo Consenso Macroeconômico

P.M: Política Monetária

P.P: Pontos Percentuais

RMI: Regime de Metas de Inflação

SELIC: Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

RESUMO

No final do século XX as teorias macroeconômicas caminharam em conjunto a pressupostos que retomavam os conceitos clássicos de economia como o pleno emprego e a Teoria Quantitativa da moeda, daí nasce o chamado Novo Consenso Macroeconômico. O presente trabalho busca compreender as políticas econômicas brasileiras entre os anos 2003-2010 e 2011-2014 tendo-se base que as mesmas foram orientadas a partir dos conceitos postos pelo Novo Consenso Macroeconômico e responder a questão: Existiu de fato uma Nova Matriz Macroeconomia? Para responder a essa indagação utilizaremos do arcabouço heterodoxo privilegiando as teorias: Keynesiana, pós-keynesiana e teoria estruturalista da Inflação.

ABSTRACT

At the end of the twentieth century the macroeconomic theories walked together to assumptions that took up the classical concepts of economy as full employment and the Quantitative Theory of money, from which the so-called New Macroeconomic Consensus was born. The present work seeks to understand the Brazilian economic policies between the years 2003-2010 and 2011-2014 based on that they were oriented from the concepts put forward by the New Consensus and answer the question: Has there really been a New Matrix Macroeconomics? To answer this question, we will use the heterodox framework favoring the theories: Keynesian, Post Keynesian and Structuralist theory of Inflation.

SUMÁRIO

Introdução	14
CAPÍTULO I - ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL E TEORIAS DE METAS DE INFLAÇÃO: A PERSPECTIVA DO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO E UM CONTRAPONTO HETERODOXO.....	16
1.1 A Composição do Novo Consenso Macroeconômico e a política de Metas de Inflação...	16
1.1.1. Características do Novo consenso Macroeconômico, não intervenção do Estado e choques monetários.....	16
1.1.2 A teoria Novo-clássica.....	17
1.1.3 Choques inflacionários, independência do Banco Central e adoção de regras para a sua atuação.....	21
1.2. O Regime de Metas de Inflação.....	23
1.2.1. Novo Consenso, expectativas racionais e Metas de Inflação (MI).....	23
1.2.2 Regimes Monetários e Regime de Metas de Inflação: O Regime Híbrido.....	26
1.3 A Economia Monetária de Produção: a relação inexorável entre "o lado real" e o "lado monetário".....	27
CAPÍTULO II –2011-2014– A DICOTOMIA ENTRE MANUTENÇÃO E FLEXIBILIZAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	32
2.1. A periodicidade adotada.....	32
2.2. Inflação e dinâmica macroeconômica - a política macroeconômica adotada entre 2003 e 2010.....	35
2.3. O período pós 2010 - Nova matriz macroeconômica?.....	39
2.3.1 A manutenção da elevação da taxa de juros: O primeiro semestre de 2011.....	40
2.3.2. A "Nova Matriz Econômica" e a Flexibilização do Regime de Metas – Agosto de 2011 a Abril de 2013.....	43
2.3.3. Volta à Ascensão dos Juros – Abril de 2013 a Dezembro de 2014.....	46

2.4. Breves considerações acerca da Crítica Ortodoxa à "Nova Matriz macroeconômica" e uma visão alternativa acerca da dinâmica do regime de crescimento.....	48
CAP III – INFLAÇÃO NO BRASIL NOS ANOS 2000 – UMA ANÁLISE ESTRUTURALISTA.....	53
3.1. A periodização da inflação.....	55
3.2. Dinâmica da inflação e diagnósticos.....	57
3.2.1. Impactos do câmbio, choque de custos e inflação importada.....	57
3.2.2 Câmbio, liquidez e especulação.....	60
3.2.3 Choques externos sobre o preço de bens importados: choques de custos e choques subjacentes sobre produtos no país.....	66
3.2.4. Inércia da inflação de serviços e conflito distributivo.....	66
3.2.5. Componentes de custo.....	73
3.2.6. A Inércia Inflacionária.....	75
3.3. Limitação da taxa de juros para tratar do fenômeno da inflação e periodização.....	75
3.4. Crise nas contas Públicas, o problema de fato ou o excesso de gasto?.....	80
3.4.1. Há Nível correto para a Dívida?.....	80
3.4.2 Problemas com a Dívida.....	81
3.4.3 Porque a Dívida Brasileira Aumentou?.....	82
Conclusão.....	86
Bibliografia.....	89

INTRODUÇÃO

As chamadas ‘Ciências Duras’ possuem um padrão de experimentação onde a ação do cientista se constitui no isolamento de variáveis em *Ceteris Paribus*, e na verificação – a partir da condução dos acontecimentos – se determinada hipótese pré-suposta se verifica na prática. Já as Ciências Humanas apresentam uma lógica distinta das Ciências Duras, a primeira característica de diferenciação está na impossibilidade de se isolar variáveis e conduzir experimentos, uma vez que o objeto de estudo é por vezes muito grande ou impossível de se deslocar de outras variáveis, como por exemplo: O estudo da capacidade econômica de um país isolada dos demais; ou a relação entre economia e política, sendo impossível promover uma experimentação em uma ilha, onde só haja firmas e famílias e não exista governo. Nas Ciências Humanas o cientista está obrigado a fazer sua análise sem a possibilidade de, de fato, isolá-las das demais.

Essa característica das ciências humanas está também presente na econômica, e por tanto, há divergências nas análises entre os teóricos econômicos, o presente trabalho visa explorar essas diferenças usando por base empírica a política econômica entre os anos 2003 e 2010 e posteriormente entre 2011 e 2014 e criticar, a partir de um viés heterodoxo, as principais teorias que constituem o chamado Novo Consenso Macroeconômico, o qual se põe como principal teoria macroeconômica utilizada no século XXI e base da política monetária brasileira desde 1999.

O trabalho será composto de mais 03 capítulos, fora esta introdução. No Capítulo 01, logo no início, é feita a exposição das teorias que compõem a chamada Nova Síntese Neoclássica (para os ortodoxos) ou Novo Consenso Macroeconômico, bases estas do Regime de Metas de Inflação; posteriormente será feita uma análise das teorias que discutem a independência do Banco Central quanto autarquia, e o uso do Regime de Metas de Inflação utilizado pelo Banco Central do Brasil a Partir de 1999, o capítulo termina já com uma análise do ponto de vista heterodoxo (mas precisamente pós-keynesiano) de toda a base do Novo Consenso.

O Capítulo 02 se divide em três partes: A primeira analisa as políticas econômicas no período 2003 e 2010 as quais são essenciais para analisarmos a segunda parte do capítulo que vai de 2011 a 2014, o qual consiste no questionamento se de fato houve a chamada ‘Nova Matriz Macroeconômica’, para tanto, é feito um histórico das três principais políticas econômicas (cambial, monetária e fiscal) junto a este histórico segue uma breve crítica de cunho ortodoxo, posta a fim de se ter nota das críticas feitas pelos economistas do Novo

Consenso Macroeconômico mediante as políticas públicas do período, o capítulo termina com uma crítica keynesiana que nos aponta que o regime, embora tenha sido caracterizado por uma queda nos juros, não rompeu com os antigos paradigmas como o tripé macroeconômico.

O Capítulo 03, trás uma segunda perspectiva quando a análise da inflação brasileira – diferente da proposta pelo Novo Consenso Macroeconômico – através dos olhos de teorias de cunho heterodoxo como a Teoria Estruturalista da Inflação. O que se busca neste capítulo é uma maior riqueza de análise do fenômeno inflacionário saindo da lógica do Novo Consenso se despregando de conceitos como o equilíbrio walrasiano – onde se entende que a economia se encontra em pleno emprego constante – e da Teoria Quantitativa da Moeda – que defende a dicotomia entre lado real e lado monetária como esferas que não se relacionam – a busca de novos paradigmas é fundamental para se fazer uma análise mais rica e que saia do uso único da Taxa de Juros como ‘remédio’ para o aumento geral e contínuo de preços.

A conclusão do trabalho se dá com o entendimento da crítica heterodoxa sobre as teorias do Novo Consenso Macroeconômico quanto sua centralização no uso da taxa de juros e no seu diagnóstico de inflação como unicamente de demanda, entende-se que existe uma certa pobreza na análise ortodoxa a qual pode ser complementada ou até mesmo corrigida com a análise de fatores distintos dos quais os Novo Clássicos, Neoclássicos e autores do Novo Consenso Macroeconômico apontam como centrais; também é entendido que não houve de fato uma Nova Matriz Macroeconomia e o grande argumento favorável a isso é o fato do não rompimento com o tripé macroeconômico, os quais suas origens advêm dos conceitos ortodoxos.

CAPÍTULO I - ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL E TEORIAS DE METAS DE INFLAÇÃO: A PERSPECTIVA DO NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO E UM CONTRAPONTO HETERODOXO

Nesse primeiro capítulo do trabalho, apresentamos a perspectiva teórica da monografia, confrontando a abordagem do "novo consenso macroeconômico" com a abordagem keynesiana. O intuito é o de retomar a base teórica que gera a política de Metas de inflação, em conjunto com o regime de câmbio flexível e a adoção de níveis pré determinados de superávit primário - o chamado tripé macroeconômico. Pretende-se destacar que essa abordagem parte do modelo de equilíbrio geral, que estabelece uma dicotomia entre os mercados "real" e "monetário". De outra parte apresentamos a abordagem keynesiana, indicando a inexorável relação entre o lado "real" e o "monetário", indicando que abordagens que trabalham com a dicotomia desses mercados, são incompatíveis com a compreensão da dinâmica capitalista.

A partir desse pano de fundo é que efetuamos a crítica ao "novo consenso macroeconômico" e que analisamos o regime de Metas de inflação no Brasil

1.1 A Composição do Novo Consenso Macroeconômico e a política de Metas de Inflação

1.1.1. Características do Novo consenso Macroeconômico, não intervenção do Estado e choques monetários

O Novo Consenso Macroeconômico – ou ‘Nova Síntese Neoclássica’ - se constitui de um arcabouço de várias teorias (TEIXEIRA E MÍSSIO, 2011), envolvendo: A teoria Novo-Keynesiana, a teoria Neo Clássica, a Teoria Novo Clássica¹.

Em termos de hegemonia teórica (teoria *mainstream*), podemos traçar uma linha temporal, indicativa dessa dominância, conforme o Quadro... (MODENESI, 2005), explicitando-se que a partir dos anos 1980 a Teoria Novo Clássica avança, difundindo o arcabouço das expectativas racionais.

É dentro desse arcabouço teórico que se insere o Regime de Metas de Inflação (RMI), que tem forte relação com esse modelo Novo Clássico (MODENESI, 2005).

¹ Que trabalha com expectativas racionais

QUADRO 1 – Teorias Macroeconômicas e seus períodos de dominância:

Teorias	Anos de dominância:
Clássica (equilíbrio geral walrasiano)	Até os anos 1930
Keynesiana (modelos IS/LM ou Keynesianismo bastardo)	Entre 1940 e o final dos anos 1960
Neoclássica (Monetarismo tipo I)	Anos 1970
Novo-Clássica (Monetarismo tipo II)	Anos 1980 em diante

Fonte: Elaboração própria a partir de Modenesi (2015).

1.1.2 A teoria Novo-clássica

A teoria Novo-clássica, criadora das Expectativas Racionais, nasce no seio da teoria Neoclássica de Milton Friedman, a partir dos teóricos Robert Lucas Jr, Finn Kydland e Edward Prescott. O Ponto de partida comum é o modelo de equilíbrio geral Walrasiano, que parte do modelo de concorrência perfeita e de plena informação.

Nesse modelo, a Função de Produção relaciona o nível de renda ao emprego (N) e ao estoque de capital (K): ($Y=FN,K$), sendo que é no mercado de trabalho que se estabelece o nível de emprego, para um “ K ” dado no curto prazo. No mercado de trabalho se encontram os demandadores de emprego (as firmas) e os ofertadores de emprego (os trabalhadores). As firmas irão maximizar lucro em condições de concorrência perfeita e considerando uma função de produção Cobb Douglas, com produtividade marginal decrescente. Nessa situação, as firmas maximizam lucro quando $w/p=P_{mgN}$, que se estabelece como uma curva negativamente inclinada para o plano w/p e N . Paralelamente, os trabalhadores maximizam uma função utilidade, relacionando renda e lazer, sujeita a uma restrição orçamentária. O resultado determina uma curva positivamente inclinada no plano w/p e N . Como as curvas de oferta e demanda por emprego são pautadas no mesmo plano que relaciona w/p e N , elas se confrontam. O Ponto de coincidência entre as duas define o nível de Emprego (N) em que os ofertantes e demandantes de emprego estão satisfeitos, a um nível w/p , considerado de equilíbrio de pleno emprego. Aí está então o conceito de Pleno Emprego, a partir do qual nenhum trabalhador que aceite aquele salário real estará desempregado. Existe assim, apenas o desemprego voluntário e uma taxa natural de desemprego.

Neste modelo, definido o nível de emprego, chega-se ao nível de Renda de pleno emprego, considerando-se a Função de Produção (para K fixo no CP). Note-se que a definição

do emprego e da renda considerou apenas variáveis do chamado “lado real” da economia, sendo que as variáveis monetárias não afetam nem a produção, nem o emprego.

Uma vez definida a Renda de Pleno emprego, é também no “mercado real”, que serão definidos os níveis de Consumo e de Investimento. Para uma dada renda de pleno emprego estabelecida ex ante, conforme acima indicado, a definição dos Gastos com Investimento se darão pelo confronto entre poupadores e investidores. Os primeiros estão dispostos a abrir mão de sua renda, desde que recebem uma remuneração pela postergação do consumo: a taxa de juros. Isso define uma curva positivamente inclinada no plano $i \times S(I)$. De outra parte, os investidores comprarão mais bens de investimento, desde que o pagamento dos empréstimos que têm que fazer (i) se coadune com a produtividade do investimento. Como essa produtividade é decrescente, eles irão comprar mais bens de investimento, se a taxa de juros cair e vice versa. Isso estabelece uma curva negativamente inclinada no plano $i \times S(I)$.

Mais uma vez os dois grupos de agentes estabelecem relações no plano $i \times S(I)$. Pautando as curvas, no ponto em que elas se encontram fica estabelecido o nível de poupança (S), que também é o próprio nível de investimento (I). Nessa relação, é o estoque de poupança que se dirige ao Investimento.

A perspectiva é a de que é um modelo de equilíbrio, em que o comportamento e as variáveis podem ser definidas ex ante. O sentido é o de que, sabendo-se ex ante o nível de renda e sabendo-se ex ante o comportamento dos poupadores, é possível definir ex ante a curva de poupança futura, confrontada com a taxa de juros. Uma vez definido o nível de poupança de equilíbrio já se sabe que esses recursos dos “agentes superavitários” se dirigirá para o financiamento dos “agentes deficitários”: os investidores.

Definido o Investimento, para uma dada renda de pleno emprego, o Consumo sai por diferença: $Y \text{ Pleno emprego} - I = C$. Mais uma vez podemos ver que a definição dos gastos com Consumo e Investimento foram decididos, sem qualquer consideração com o “lado monetário”. Aliás, a taxa de juros é definida no mercado de bens, pelo confronto entre poupadores e investidores. Ademais, essas definições se deram sem qualquer consideração com a demanda.

A perspectiva é a da plena informação, em que os agentes têm condições de saber o comportamento dos demais, não havendo fuga do fluxo circular da renda. Não há sentido na demanda de moeda por si própria.

Por fim, o mercado monetário define apenas o nível de preço, considerando-se a teoria quantitativa de moeda (TQM).

A Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) se caracteriza pelo conceito de neutralidade ou exogeneidade da moeda na economia capitalista, em outras palavras, a TQM prega (de formas distintas a partir de cada autor) que o nível de moeda em circulação não tem impacto no volume do produto nem do emprego, sendo que as variações nos meios de pagamento somente geram variação de preços.

Popularizada e matematizada no século XX, a TQM teve duas grandes importantes contribuições, uma delas dada por Irving Fisher (1911), chamada de Abordagem de Demanda por Transações a qual nível de moeda poderia ser demonstrado pela seguinte formula: $MV = PF$ onde: M = quantidade de moeda disponível, V = velocidade de fluxo da moeda, o qual é uma constante, P = nível geral de preços e F = Volume de transações de bens e serviços, também uma constante. Tomando que V e F são constantes a relação de moeda em circulação fica igual ao nível geral de preços. Aumento (decréscimo) no nível monetário representará também Aumento (decréscimo) no nível inflacionário. (Carvalho et al, 2005)

Outra formula representando a relação de volume de moeda em uma economia fora criada por Marshall e Pigou na escola de Cambridge, essa abordagem ficou conhecida como Demanda por Encaixes Reais, e representava o nível de moeda pela seguinte formula:

$$M=kPY,$$

sendo: M = oferta de Moeda; k = velocidade de circulação da moeda, definida pelo inverso da velocidade de circulação da moeda ($1/V$); P = índice de preços; Y =renda agregada.

Essa é a versão (Cambridge) usualmente utilizada no modelo de equilíbrio geral, sendo que a renda agregada foi definida conforme indicado acima, sem qualquer atuação do chamado "lado monetário".

A partir da visão dos teóricos da TQM é possível alavancar quatro proposições que são uma condição *Sine Qua Non* para a neutralidade da moeda:

1º Existe relação direta entre moeda de preço, ou seja, se o volume de moeda aumenta, também aumenta o nível de preços, dado que k é fixo no curto prazo e a renda é definida no mercado real;

2º A demanda por moeda é estável ou previsível,

3º A velocidade de circulação da moeda é constante;

4º O volume de transações reais na economia não dependem do volume de moeda. Com essas quatro características da TQM se pode tirar duas conclusões: A exogeneidade da criação da moeda: Dado ao fato da Autoridade Monetária, criar moeda e calcular os encaixes e depósitos bancários, fica a cargo do Banco Central se responsabilizar pela elevação no volume de moeda e por conseguinte, no nível de preços

A partir daí, uma análise é de que seria necessário evitar a ação discricionária da AM, pois ela, a longo (ou curto) prazo, não surtem efeito. (Blaug, 1995, p. 29)

Ou seja; a partir do modelo de equilíbrio geral walrasiano está estabelecida a dicotomia dos mercados, que também é considerada pelo modelo NOVO-CLÁSSICO, que parte das premissas do modelo de Equilíbrio Geral.

A perspectiva de inflação também parte dessa dicotomia. Uma vez que é tomado o pleno emprego walrasiano e tendo-se o mercado como agente regulador da oferta e demanda, o aumento geral de preços ocorre caso o governo expanda a base monetária.

Temos assim, as duas hipóteses, presentes tanto no modelo de equilíbrio geral que embasa a construção da chamada teoria Neoclássica quanto da teoria Novo-Clássica: (i) a existência de uma taxa natural de desemprego e de um produto potencial; (ii) a concepção da dicotomia dos mercados, levando à concepção monetarista da inflação. Essas duas hipóteses permitem a formulação de três conceitos fundamentais que estão na base da formulação da Regra de Metas de Inflação (RMI).

O primeiro conceito Novo-Clássico apresentado nos anos 1970 por Lucas é o de Expectativa Racional. Ao contrario da teoria Neoclássica a qual as expectativas são formadas pelo passado (expectativas adaptativas) e havia uma impossibilidade dos agentes terem todas as informações, Lucas indica que as expectativas dos agentes econômicos coincidem diretamente com a realidade e com a teoria, destacando que não há informações desperdiçadas e que as expectativas de inflação refletem a esperança matemática do acontecimento, incorporando o conjunto de informações disponíveis.

O segundo conceito da Teoria das Expectativas Racionais está na Oferta Agregada.

O ponto de partida do modelo é o modelo de equilíbrio geral, em que a oferta agregada é definida, de forma separada ao chamado "lado monetário" da economia. São variáveis reais que afetam a definição da oferta agregada, em situação de não atuação do Estado na definição

da mesma. Podem ocorrer desvios causados por agentes externos, como choques monetários. Tendo por vista o conceito de Expectativas Racionais, caso o governo utilize de expansão monetária sem informar os agentes econômicos, ocorrerá uma expansão da demanda, causadora de inflação. Os empresários não irão reagir ao aumento da demanda, com um aumento de produção. Esse distúrbio monetário, embora fora do conhecimento dos empresários, é identificado logo no curto prazo e afeta preços.

O terceiro conceito, caro ao modelo novo clássico, é o Equilíbrio Contínuo de Mercados (*market clearing*). Nesse modelo os agentes têm todas as informações e a Oferta Agregada não se desloca com o choque monetário nega a existência de uma expansão econômica a curto prazo com a expansão monetária com o aponta Friedman na Curva de Phillips, embora Lucas não negue a Curva de Phillips ele apresenta o conceito de Curva de Phillips Acelerada, onde a inflação aparece já no curto prazo. Um dos conceitos importantes é o de que os mercados tem equilíbrio contínuo.

A partir dos dois pré-supostos da teoria Neoclássica: a existência de Taxa Natural de Desemprego e a Concepção Monetarista de Inflação somado aos três pré-supostos da teoria Novo-clássica (As Expectativas Racionais, o comportamento da Oferta Agregada e o Equilíbrio de Mercados), têm-se, por conclusão, que a política monetária é ineficaz. Ou seja; a ação do governo em expandir a oferta de dinheiro fomentando a demanda a fim de promover uma diminuição do desemprego, como é formulada pela Curva de Phillips, é na verdade ineficaz. Ainda assim, destaca-se que a ação do Governo, via distúrbio monetário, provocado pela expansão monetária surpresa pelo governo, promovendo inevitavelmente inflação.

1.1.3 Choques inflacionários, independência do Banco Central e adoção de regras para a sua atuação

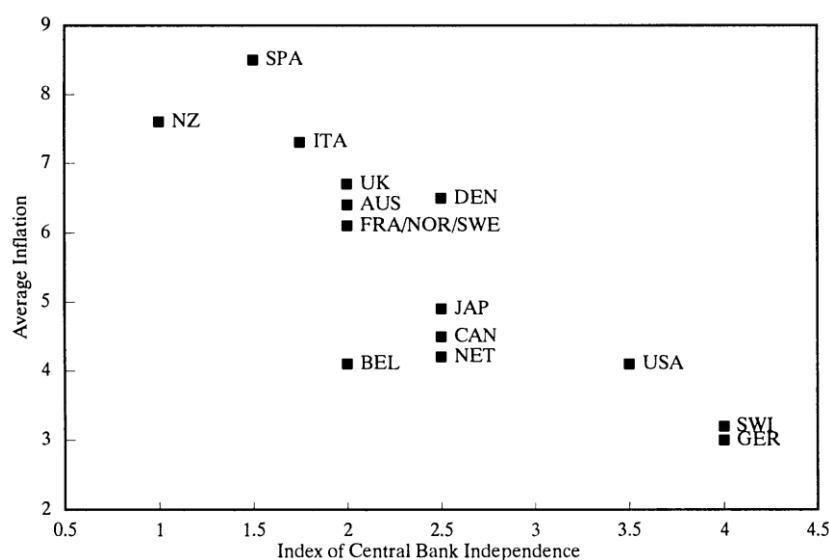
A possibilidade do governo agir de maneira discricionária (ou seja, sem a condução por uma regra) expandindo a moeda a fim de acionar a Curva de Philips acelerada – levando-se em consideração as proposições dos novo-clássicos – e acabar por aumentar o nível de inflação, deu força nos anos 1990, à discussão sobre instrumentos que conteriam o viés inflacionário. Dois autores ficaram extremamente reconhecidos por proporem instrumentos amplamente usados hoje: Rogoff em seu trabalho de 1985 e Walsh em 1995.

Rogoff propõe a criação de uma Autoridade Monetária independente, ou seja, uma autarquia. Segundo Modenesi (2005), a tese do Banco Central independente se baseia em duas

premissas: A primeira, já citada, de que a condução da política monetária apresenta viés inflacionário, e a segunda, de uma correlação negativa entre independência do Banco Central e taxa de inflação.

A respeito dessa última questão, Cukierman, Neyapti & Webb (1992), desenvolveram essa hipótese, utilizando-se de estudo empírico². Alesina e Summers (1993), também analisam a relação entre a independência do Banco Central e inflação, efetuando pesquisa que considera países avançados³. Os autores terminam por determinar uma relação entre o nível de inflação média e o índice de independência do banco central (MODENESI, 2005: 183), e esta relação está pautada no Gráfico 01.

Gráfico 1 – Nível de Inflação e sua relação com a Independência do Banco Central



Fonte: Alesina e Summers (1993)

Ainda nesse mesmo sentido de discussão, Rogoff (1985), indica a importância de que a ação da Autoridade monetária se centre na estabilidade dos preços. Paralelamente, Walsh (1995) propõe a criação de uma regra, um regime que dê norte a ação do Banco Central.

Por tanto, entre os teóricos que discutem a criação de instrumentos para a condução da ação do Banco Central, Rogoff defende que a AM deve ser livre para no uso de instrumentos

² Cukierman, Neyapti e Webb (1992) fazem essa afirmação, a partir de estudo que efetuara, contendo informações de 72 países, 21 considerados industrializados e 51 em desenvolvimento.

³ Nova Zelândia (NZ), Espanha (SPA), Itália (ITA), Reino Unido (UK), Austrália (AUS), França (FRA), Noruega (NOR), Suécia (SWE), Bélgica (BEL), Dinamarca (DEN), Japão (JAP), Canadá (CAN), Holanda (NET), Estados Unidos (USA), Suíça (SWI) e Alemanha (GER). (ALESINA E SUMMERS, 1993)

(o que é conhecido no Brasil como independência do Banco Central) e na busca por objetivos, já Walsh concorda que o Banco Central deve ter liberdade de instrumentos, mas deve ter seus objetivos pré-estabelecidos por uma regra. Os dois teóricos são fundamentais para entender a independência do BACEN e o uso desde 1999 do Regime de Metas de Inflação, o qual descende diretamente das proposições de Walsh.

1.2 O Regime de Metas de Inflação

1.2.1. Novo Consenso, expectativas racionais e Metas de Inflação (MI)

O fundamento teórico que está relacionado ao Sistema de Metas de Inflação está articulado ao chamado "novo consenso macroeconômico", do qual faz parte o modelo novo-clássico, fundador da teoria das expectativas racionais. A característica principal desta literatura é a interação estratégica entre os setores privado e público e a determinação do comportamento das expectativas privadas com base no possível curso das políticas correntes e futuras (Arbex & Fontes, 1999).

Sobre esta última, sua literatura supõe que a política macroeconômica deve ser considerada endógena através da especificação de uma função objetivo maximizada (ou uma função perda minimizada) pelo *'policymaker'* dadas as restrições impostas pelo comportamento dos agentes econômicos privados. No caso da Autoridade Monetária, indica-se como fundamental que a sua ação seja crível.

De fato, um dos desequilíbrios considerados cruciais, são choques monetários provocados por ações inesperados da referida Autoridade Monetária. Ainda assim, a perspectiva é a de que os agentes aprendem com os acontecimentos e um elemento central é o de que as ações das Autoridades Monetárias se centrem em instrumentos de política eficazes e confiáveis.

Seguindo o arcabouço teórico Novo-clássico, que parte do modelo de equilíbrio geral, a adoção de metas inflacionárias não significa a falta de preocupação, por parte do Governo, com os resultados econômicos reais como, por exemplo, níveis de produção e desemprego. No entanto, a questão a ser levantada seria de que a Política Monetária não teria o poder de afetar estes elementos. Aliás, uma condução inesperada de Política Monetária afetaria negativamente a economia, pois impactaria sobre a percepção dos agentes quanto à credibilidade do Governo. Considerando-se então o modelo, a existência de inflação está associada à "excesso de demanda", cabendo ao Governo controlá-la via política monetária.

De fato, a perspectiva teórica das metas de inflação tem o pano de fundo de que as causas de desajustes são exógenas ao modelo e o principal agente exógeno é o Governo. Este não deveria intervir diretamente a não ser que usasse regras claras, capazes de serem apreendidas pelos agentes e incorporadas ao seu conhecimento.

No contexto da Política Monetária, a regra adotada deve responder às mudanças no produto ou na inflação, ter como principal instrumento a taxa de juros e deixar flexível a taxa de câmbio. Sobre esta última, deve-se evitar intervenções em seu mercado, a não ser para reduzir flutuações bruscas, produzidas pelo descompasso eventual entre os fluxos de oferta e procura de divisas.

Mesmo adotando-se o regime de metas inflacionárias, se o mercado tiver a percepção de que a Autoridade Monetária está defendendo a taxa de câmbio com intervenções sistemáticas, perde-se a credibilidade e há um retorno da volatilidade da taxa de juros, ou uma perda de reservas (Delfim Neto, 1999).

Desta maneira, a política monetária passa a ser pensada como uma combinação de uma meta inflacionária *ex ante* e uma estratégia de resposta *ex post* a choques imprevistos. Os choques relevantes são aqueles em que o banco central pode responder antes que o setor privado consiga ajustar salários nominais e preços. Sendo assim, o setor privado deseja ter conhecimento de alguns fatores pertinentes à função de reação do referido banco. Primeiro, quão ‘baixa’ é a taxa de inflação objetivada pela Autoridade Monetária, ou seja, qual a taxa de inflação ótima. Segundo, como o banco central lida com o exercício de sua “discrição restrita” para responder a choques e, assim, estabilizar a inflação e o produto isto é, como ele constrói e mantém a sua credibilidade. (King, 1999).

Com relação referente à taxa de inflação ótima e o juro a ela correlacionado, a hipótese mais comum é analisar o banco central seguindo a chamada Regra de Taylor, especificada em Taylor (1993), em que as taxas de juros são ajustadas de acordo com o desvio do produto de sua taxa potencial e com o desvio da inflação abaixo ou acima da meta.

Um pilar fundamental ainda não abarcado sobre a visão da TQM e da tomada de um Regime Monetário pelo Banco Central do Brasil é a regra de Taylor e questiona-lo a partir da não neutralidade da moeda abre grande caminho para se construir uma crítica sólida, que tenha por objetivo alavancar outros meios de se conduzir a política monetária.

Escrita por John Brian Taylor (1993) a partir de seus estudos sobre a taxa de juros norte-americana entre os anos 1987 e 1992, e levando em conta a TQM, a regra de Taylor

defendia que o valor da taxa de juros de uma economia poderia ser calculado a partir de uma função linear entre o produto e a inflação: (Lopes, 2009)

$$i_t = \pi_t + r^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta\left(\frac{Y_{efetivo} - Y_{potencial}}{Y_{potencial}}\right)$$

Onde:

i_t = Taxa Básica de Juros

π_t = Inflação acumulada nos últimos doze meses

r^* = Taxa real de juros de equilíbrio

α = desvio calculado por Taylor em 0,5

β = desvio calculado por Taylor em 0,5

π^* = Meta da taxa de inflação

$\left(\frac{Y_{efetivo} - Y_{potencial}}{Y_{potencial}}\right)$ = Hiato do produto em porcentagem

Tomando por base a diferença entre Inflação Vigente e Meta para a Inflação ($\pi_t - \pi^*$) e a diferença entre o Produto Efetivo e Produto Potencial $\left(\frac{Y_{efetivo} - Y_{potencial}}{Y_{potencial}}\right)$ é possível mostrar que um aumento (decréscimo) na inflação superior (inferior) a meta faria com que a taxa básica de juros subisse (caísse), o mesmo ocorre com o calculo do Produto Efetivo e Produto Potencial, se o Efetivo cresce (cai) superior ao Produto Potencial, logo haverá aumento (queda) na demanda, então a Taxa de Juros deve subir (cair). Todos esses pressupostos têm por base a TQM.

A partir daí, considerando-se a "regra de Taylor" 1. a taxa de juros nominal deve subir a patamares superiores à inflação para que a taxa real aumente com o aumento da inflação; 2. a taxa de juros deve cair se o produto estiver abaixo do normal e aumentar se o produto estiver acima do normal.

Desta maneira, com o regime de metas inflacionárias, o manejo dos instrumentos de política econômica se torna prerrogativa do arbítrio das Autoridades Monetárias que, por sua vez, devem ter transparência em suas atitudes e, também, devem prestar de contas dos caminhos traçados.

1. 2.2 Regimes Monetários e Regime de Metas de Inflação: O Regime Híbrido

O Regime Monetário tem a função de pré-estabelecer uma norma a ser seguida pelo Banco Central, a partir dessa norma, a AM tem a liberdade para tomar as iniciativas cabíveis para se alcançar o objetivo. No Regime de Metas Cambiais, por exemplo, é tomado um câmbio fixo, e a partir do mesmo o Banco Central age para mantê-lo no patamar desejado.

EM 1999, após o fim do Regime de Metas Cambiais, o governo Brasileiro continuou a tomar como seu principal interesse a estabilidade da economia e a manutenção da inflação, para tanto, o governo passa a adotar o Regime de Metas de Inflação.

O Regime de Metas de Inflação (RMI) foi instituído em junho de 1999 com intuito de ser a âncora nominal dado o abandono do regime de câmbio fixo vigente até o início do referido ano. Depois de preparado terreno para a implementação do regime, as metas estabelecidas foram 8%, 6% e 4% para 1999, 2000, 2001, respectivamente. Também foram admitidos intervalos de tolerância de 2 pontos percentuais e a escolha do IPCA como índice de preços para o cálculo das metas.

A taxa de juros adotada como instrumento de PM foi a Taxa Selic Overnight cuja a meta passou a ser definida pelo Copom e, seguindo as diretrizes deste comitê, as mesas de mercado aberto passaram a ajustar a liquidez de mercado diariamente para manterem a taxa de juros efetiva próxima da meta estipulada. As operações de mercado aberto são o instrumento principal para o ajuste de liquidez do sistema e são realizadas diretamente com 25 corretoras primárias (*primary dealers*) selecionadas duas vezes ao ano entre as melhores instituições do setor financeiro (Figueiredo, Fachada & Goldestein, 2002).

O Regime de Metas de Inflação utilizado de forma pioneira pela Nova Zelândia em 1990 (o qual será mencionado também como RMI) tem como seu objetivo a manutenção da inflação em um espectro de taxas anunciadas, sendo elas um piso, uma média e um teto. Para tanto, como já fora explicado, a Nova Síntese Neoclássica e o Modelo das Expectativas Racionais de Lucas, preveem que a única inflação possível se dá por via de choques monetários. Isso gera o aquecimento da demanda, e a principal ferramenta de controle da demanda e da inflação se torna a Taxa de Juros.

Embora o RMI tenha como principal ferramenta o uso da taxa de juros, o RMI tem como efetiva meta, a busca da manutenção da inflação em torno de um centro, mas admitindo-se uma variação pré-definida, tanto para cima, como para baixo.

A partir daí, existiria grande número de instrumentos cabíveis para se direcionar a inflação para o centro da meta. Sendo assim, a taxa de juros seria um deles e para Modenesi (2005), o

Regime de Metas de Inflação concreto poderia ser considerado um regime monetário híbrido, que incorporaria a adoção de um regime de metas, agregado a uma ação discricionária da Autoridade Monetária.

Considerando a análise concreta, o que se observa é que o uso do Sistema de Metas de Inflação contempla diferentes ações para se atingir o objetivo do controle da inflação. Um primeiro elemento a ser citado é o anúncio de uma meta à médio prazo para a inflação, sendo que, a partir dessa meta (tomando-se que os anúncios da AM são críveis), os agentes econômicos criam expectativas e atuam, sendo que a taxa de juros se comporta para atingir essa meta.

Retomando um ponto fundamental que está por detrás dessa política,

O regime de metas inflacionárias é muito mais que a adoção de uma meta quantitativa, é principalmente, mas não somente, a aceitação de que a política monetária não deve ser utilizada para mudar o valor de variáveis reais, tais como o produto e o emprego. (SICSÚ, 2001b: 5)

E se tomarmos que a moeda não é neutra? Se o volume de moeda corrente impactasse o nível do produto no curto e no longo prazo? O que aconteceria com toda a explicação apresentada no presente capítulo? Haveria viabilidade para se questionar a existência de uma regra na condução da política monetária?

1.3 A Economia Monetária de Produção: a relação inexorável entre "o lado real" e o "lado monetário"

Partindo-se de uma perspectiva Keynesiana, contraposta aos modelos que se utilizam da perspectiva Walrasiana de equilíbrio geral e da dicotomia entre as variáveis reais e monetárias, na qual a moeda exerce, apenas, a função de facilitador de trocas, atendendo essencialmente ao que Keynes chamou de “motivo transação”.

Contrariamente a essa perspectiva, Keynes e os autores da chamada "escola Pós-Keynesiana"⁴, consideram que os chamados "lado real" e "lado monetário" estão ligados inexoravelmente no contexto do que o autor chamou de "Economia Monetária da Produção".

⁴ Segundo uma das possíveis “classificações” das “famílias do pós-keynesianismo”, Minsky, Davidson, Victoria Chick seriam os “fundamentalistas”, também chamados de “keynesianos financeiros”. Outros grupos indicados por esta classificação são os “Pós-keynesianos-Kaldorianos”, como Marc Lavoie, Tom Palley e Antony Thirwall que efetivam a discussão de crescimento

A dinâmica dessa economia é estabelecida a partir da compreensão de que se trata de uma economia capitalista, cuja lógica fundamental é a da valorização do capital, em que há generalização de trocas e em que a Moeda é um ativo socialmente aceito para realizar qualquer troca e para indexar contratos. É um ativo que significa a própria riqueza. Outro conceito fundamental é o da hierarquia dos agentes. Não há um agente representativo: havendo a dicotomia: detentores do capital X trabalhadores.

São os primeiros que tomam as decisões cruciais na economia, no sentido de gerarem seu movimento. Os segundos definem apenas o seu nível de salário nominal. Isso por que nessa economia não se sabe o que os agentes vão fazer em termos de suas decisões de aplicação financeira. Podem, tanto decidir reter moeda, quanto podem decidir gastar.

Ou seja; essa é uma economia com generalização de trocas, o equivalente geral - o Dinheiro - é um Ativo, que pode ser trocado por qualquer outra coisa. Na construção de Keynes, é visto como "a liquidez por excelência", sendo seu atributo fundamental a flexibilidade de poder ser trocado rapidamente por um bem ou por um títulos de dívida. Esse atributo fundamental vem de sua própria aceitação como "equivalente geral".

Nessas economias os processos de decisões envolvem incerteza, sendo que a moeda importa no processo de decisão de Gasto dos agentes econômicos. Um dos pontos importantes das economias monetárias da produção é o fato de que há hierarquia entre agentes livres: de um lado estão os ofertadores de trabalho e de outro estão as firmas não financeiras e os Bancos, que tomam as decisões que definem a dinâmica econômica.

No contexto dessa economia, que é de trocas generalizadas, a moeda é demandada por si própria, por ser socialmente aceita como Dinheiro, funcionando como Reserva de Valor, uma vez que ela é meio de troca, unidade de conta e meio para a definição de contratos⁵. Nessa economia então há demanda de moeda, não apenas pelo Motivo Transação, como também para o Motivo Precaução e Especulação.

O processo econômico nessa perspectiva é fundamentalmente dependente do comportamento da demanda⁶, que não pode ser calculada *ex-ante*⁷, sendo que o componente

⁵ A perspectiva da moeda seguida é compatível com a perspectiva Marxista, ainda que mantendo-se as especificidades de ambas as análises.

⁶ Aqui estamos nos referenciando a Keynes, mas é importante destacar que diferentes vertentes teóricas indicam que os elementos de demanda são cruciais para o crescimento : marxistas, shumpeterianos, kaleckianos, sraffianos.

mais complexo é o Investimento. No entanto, o Investimento é o justamente o componente de demanda que define as decisões que levam ao crescimento econômico, sendo uma variável chave na determinação do Emprego.

Explicita-se a impossibilidade de conhecer *ex-ante* as variáveis no futuro e a racionalidade da tomada de decisão dos agentes, que envolve a verificação do comportamento médio do mercado. As decisões de investimento, no entanto, têm caráter altamente instável, uma vez que os empresários precisam antever acontecimentos futuros, realizando cálculos expectacionais, relacionando os gastos presentes relativos à compra dos bens de capital com a taxa de retorno futura esperada de seus investimentos (eficiência marginal do capital) e, comparando ainda esta relação com a taxa de juros.

Um dos pontos importantes dessa discussão refere-se ao fato de que as decisões de Investimento e de financiamento do Investimento não dependem da poupança passada e nem muito menos da poupança futura calculada *ex-ante*.

Note-se que a perspectiva do autor e dos autores que seguem suas ideias originais (os pós-keynesianos) é a de que é impossível saber o que os empresários vão vender; é impossível saber o lucro futuro, é impossível saber a renda futura e, portanto, é impossível saber a poupança futura. Não é a poupança passada, nem a poupança futura calculada que definirá os recursos para os Gastos com Investimentos e sim a capacidade dos bancos de criar moeda contábil, a partir de sua visualização do futuro.

A economia monetária da produção é uma economia em que os bancos criam moeda contábil e em que há endividamento através de lançamento de títulos de dívida em mercados organizados. É uma economia de endividamento, em que os títulos são lançados em mercado e têm preços. A impossibilidade do conhecimento futuro, quanto a certeza do pagamento desses títulos leva à contínua negociação dos mesmos, afetando seus preços e gerando a possibilidade de especulação. Nesses termos, a demanda de moeda também tem um aspecto adicional: a de se pretender deter a liquidez para poder comprar títulos nos momentos em que se acredita que eles estão com preços baixos, para poder, depois vendê-los "na alta".

Ou seja; é uma economia em que os títulos têm preços e em que os bancos criam moeda. Assim, uma das características marcantes deste sistema é a sua capacidade endógena

⁷Ao analisar a perspectiva teórica dos Pós-Keynesianos, Arestis (1996) indica que: "The main aim of post-Keynesian economics is to provide a clear understanding of how the economy works, by relating economic analysis to real economic problems."

de criação de moeda, que Keynes explicita claramente em seus escritos posteriores à Teoria Geral (KEYNES, 1937a e 1937b).

Neste sentido, a poupança não é limitante do nível de investimento em uma economia. O que limitará o nível de investimento então, não será a poupança, mas a decisão do sistema bancário de liberar crédito, “o mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa de falta de dinheiro, mas nunca se congestionará por falta de poupança” (KEYNES, 1992a, p.170).

Paralelamente, os agentes definem suas decisões de gasto em condições de incerteza e, nessa situação a demanda de moeda, por ela própria é um fato central. Na medida que a moeda tem o atributo da liquidez e que ela é riqueza, ela pode ser demandada, por outros fatores, que não o motivo transação, saindo do fluxo circular da renda. A demanda de moeda sob o motivo especulação está agregada e é altamente instável.

Paralelamente, as decisões de Gasto, dentre eles o de Investir, é uma decisão de aplicação financeira, que depende da expectativa de rentabilidade futura do investimento, mas depende também do nível da taxa de juros. Na verdade o que se estabelece é um espectro de decisão que tem duas pontas: de um lado a decisão de manter a moeda - decisão e liquidez e, de outro, a decisão mais ilíquida, de comprar um bem de capital. Keynes destaca ainda que, entre estes dois limites de aplicação se estabelece a possibilidade de se aplicar em diferentes modalidades de ativos, que também oferecem rendimentos.

Retomando o argumento anterior, nesse tipo de economia, em que não é possível saber o que os agentes vão fazer: eles podem querer manter a moeda, retirando-a do fluxo circular. A incerteza quanto ao comportamento dos agentes é parte constitutiva dessas economias e a relação intrínseca entre a tomada de decisão de gasto dos agentes e as variáveis monetárias também está constitutivamente presente em uma Economia capitalista.

Nesses termos, a decisão de aplicação dos Investidores, define a magnitude do Investimento planejado (investimento ex ante), a partir da comparação entre a EMgK e a taxa de juros. De outra parte, a decisão dos financistas em alavancar os recursos necessários, define a efetivação desses investimentos planejados. O caminho é o de que a taxa de juros tem influência sobre o investimento. O Investimento gera a renda e a renda não consumida é a poupança, que tem a mesma magnitude o investimento, mas não é seu sinônimo. Dessa forma, a taxa de juros é definida no mercado monetário e não no mercado real e influencia a poupança, mas pela influência direta sobre o Investimento. A poupança é um resíduo.

A decisão de Investir, não está separada do mercado monetário - definidor da taxa de juros. Esse mercado, por sua vez, se comporta de forma radicalmente distinta daquela indicada pelos modelos walrasianos. Para Keynes, a oferta de moeda se confronta com a demanda de moeda que envolve também o "motivo especulação", que, como vimos, está relacionado à própria incerteza do comportamento dos agentes.

Dessa forma, a decisão de investir é fortemente instável. Sendo ela um componente crucial de demanda, essa última pode sofrer problemas. A constatação é a de que as economias capitalistas sofrem continuamente de "problemas de demanda", sendo o mais usual a existência de "desemprego involuntário". São problemas "do lado da demanda" que afetam o crescimento econômico. O produto é afetado pela "falta de demanda", ao invés de ser afetado por "falta de recursos".

Assim, o arcabouço teórico do qual partem Keynes e os pós-keynesianos é incompatível com a perspectiva teórica apresentada pelas escolas que partem do modelo de equilíbrio geral walrasiano. Para o autor, o ponto de partida de uma análise deve considerar a economia monetária da produção e a impossibilidade de se obter informação completa, além da hierarquia entre os agentes. A quebra do pilar da plena informação e do agente representativo gera uma compreensão da dinâmica econômica completamente distinta.

A partir daí: (i) não é possível calcular o produto potencial, (ii) não existe a definição de uma taxa natural de desemprego; (iii) desequilíbrios são intrínsecos a essa economia, que é endogenamente instável; (iv) a ação do Estado é vista como essencial, no sentido de ajustar a demanda em momentos de desaceleração; (v) variações na quantidade de moeda podem provocar impactos de produção e emprego.

Outra questão importante é a de que a oferta de moeda não é dada de maneira exógena pelo Banco Central. Com a impossibilidade de se calcular os encaixes totais dos bancos e depósitos à vista, torna-se mais difícil da AM aplicar uma política com efeitos diretos na inflação a partir do controle da moeda, pois o Banco Central acaba dividindo seu poder de senhoriagem sobre o sistema monetário com os Bancos Comerciais, os quais, por serem criadores de moeda a partir dos depósitos à vista detêm grande importância quanto nível dos meios de pagamento.

CAPÍTULO II – 2011-2014 – A DICOTOMIA ENTRE MANUTENÇÃO E FLEXIBILIZAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Como mencionado na introdução, o capítulo 2 consiste em um contexto histórico da evolução da política de Metas, de inflação.

Em termos de periodicidade, destacamos que o Regime de Metas permaneceu, mesmo após a eleição de Lula e de Dilma Rousseff. Ou seja; estes governos continuaram mantendo o chamado "tripé macroeconômico": (i) câmbio flutuante; (ii) superávit primário; (iii) metas de inflação. Destaque-se que, do ponto de vista do Banco Central, a inflação de demanda esteve sempre no centro da explicação para o movimento dos juros, justificando seus patamares e a aceleração do crescimento deles, mesmo quando o cenário internacional apresentava forte movimento de desaceleração.

Nosso destaque vai para o fato de que, existe uma discussão disseminada de que, durante o Governo de Dilma Rousseff e mais especificamente após 2011 o país teria adotado uma "nova matriz macroeconômica", o que indicaria uma periodização particular para essa fase.

Nesse capítulo iremos apresentar dados macroeconômicos e de implantação da política de Metas entre 2003 e 2010 e posteriormente entre 2011 e 2013. Apresentaremos um maior detalhamento para os acontecimentos após 2011, justamente para poder balizar se esta seria uma "nova matriz". No capítulo 3 centraremos o questionamento quanto ao diagnóstico de inflação de demanda, que está por detrás da política de metas. Nesses termos, o capítulo 2 é mais descritivo. Ele se inicia, indicando a periodização adotada. Em seguida passamos à análise dos dois períodos indicados acima. Encerramos o capítulo com breve consideração sobre o diagnóstico ortodoxo (ligado ao novo consenso macroeconômico) sobre a dinâmica da desaceleração e da inflação brasileira em contraposição ao diagnóstico que destaca a importância de Gastos Públicos em momentos de desaceleração e advoga a existência de causas alternativas para explicar a inflação brasileira.

2.1. A periodicidade adotada

Nesse capítulo apresentaremos a lógica da política macroeconômica adotada no período que vai de 2003 a 2013, destacando que durante toda essa fase manteve-se o tripé macroeconômico citado acima. Ademais, destaca-se que manteve-se a forte abertura financeira, tendo havido apenas um breve período de controle no Governo Dilma. Observa-se então, expressivo ingresso de capitais pela conta financeira do balanço de pagamentos.

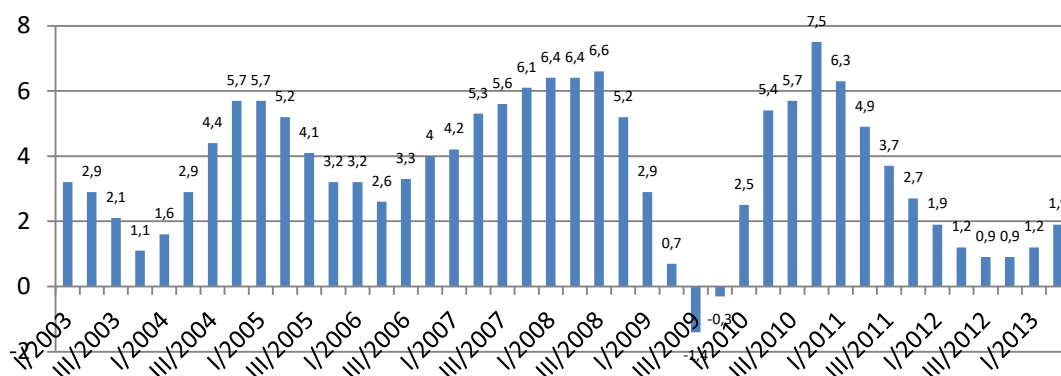
A partir daí, a periodização que utilizaremos em nosso trabalho para tratar o período 2003-2014 apresentará duas fases:

(i) A primeira delas vai de 2003 a 2011, sendo considerado um período em que o modelo de crescimento implantado a partir de 2003 funcionava em sua dinâmica puxada pelo consumo e pelo Investimento, influenciados, de forma importante, pelo papel do Estado.

Nessa primeira fase ocorre a crise de subprime que afeta negativamente o mundo, apresentando-se uma reversão do crescimento, que retorna logo a seguir no final de 2009

(ii) A segunda fase vai de meados de 2011 a 2014, sendo que se apresenta uma problematização dessa dinâmica.

Gráfico 02 – PIB (Taxa cumulada em 4 trimestres em relação ao mesmo período do ano anterior)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA

Após 2003 e até 2011 o país passa a apresentar uma dinâmica de crescimento distinta da observada nos anos anteriores. A média do crescimento nesses anos é maior do que a dos anos anteriores e também se observa uma melhora na distribuição de renda.

O crescimento foi puxado, inicialmente pelo setor externo, alavancado pelo aumento da demanda mundial de bens primários e de manufaturados ligados a recursos naturais, bem como pelo aumento desses preços. O próprio crescimento da renda desses setores provoca decisões de Investir e gera novos aumentos de renda. Essa dinâmica acaba gerando impactos positivos a política distributiva. Isso porque o aumento do emprego resultante provoca aumentos da carga tributária.

As vinculações da arrecadação e da formalização com as políticas distributivas, previstas pela constituição de 1988 (previdência, LOAS) e demais políticas distributivas (como o Bolsa Família) provocam forte transferências de Assistência e Previdência Social,

que chegam a 15% do PIB. Nesse contexto, a queda da renda pessoal disponível resultante da arrecadação, era mais do que compensada pelas transferências, que geravam renda para a população com menores recursos, mas com propensão a consumir maior.

Mas a dinâmica não se centrou apenas nessa articulação. A ação do Estado foi fundamental: pelo aumento real do salário mínimo, que afetou a próprias transferências de assistência e previdência (vinculadas ao salário mínimo) e afetou o consumo e a distribuição de renda; por sua ação na alavancagem de investimentos (da Própria União, das Estatais e via crédito do BNDES), especialmente após a implantação do PAC. A isso se somou ainda a dinamização do crédito, resultante do próprio crescimento e da institucionalização do crédito consignado.

Esse movimento provocou forte crescimento do consumo e também do investimento, que cresceu mais do que o primeiro, em uma situação de forte resultado positivo do setor externo. Ou seja; foi um período de importante crescimento da demanda.

Um fato importante a ser comentado é que a fase em questão operou com resultado primário positivo, na medida em que a taxa de crescimento da arrecadação se mostrava maior do que a taxa de crescimento das despesas públicas (aí incluída a previdência).

Interpretação distinta é dada por aqueles que analisam essa quebra de periodicidade e a desaceleração da economia brasileira como resultante do excesso de gastos públicos. A argumentação indica o boom de gastos, especialmente após 2006 e a adoção da "nova matriz macroeconômica", que teria aprofundado os gastos públicos em 2011.

Em termos da política de crescimento, o argumento de Corrêa & Santos (2014), bem como de Serrano e Summa (2012) é o de que entre 2011 e 2014 houve uma modificação na atuação do Estado, em termos de sua atuação, fato que afetou a dinâmica do crescimento, em conjunto com a modificação da dinâmica do setor externo, que passou a ter um mercado menos dinâmico para os produtos primários e também com preços menos expressivos. O argumento desses autores é o de que a mudança de perfil deu-se pela perda de dinamismo do Investimento alavancado pelo estado (pela União e empresas estatais), justamente numa fase em que o setor externo desacelerava e destacando-se que o Consumo é uma função da renda. Ou seja; o Consumo desacelera, quando a renda desacelera. A interpretação é que após 2011 houve uma mudança no regime de crescimento, na medida em que a opção foi a de segurar o dinamismo dos gastos públicos com investimentos e utilizar a política de desonerações tributárias para o setor privado, para incentivá-lo a investir.

Nesses termos, segundo essa interpretação, a política macroeconômica teria mudado a partir daí.

Seguimos a interpretação apresentada por Corrêa e Santos e por Serrano & Summa, segundo a qual permanece o tripé macroeconômico, sendo que os motivos da desaceleração devem ser buscados na mudança e limites do perfil da demanda. Para esses autores, a manutenção do tripé macroeconômico, não rompe com o diagnóstico de que o comportamento da inflação é resultante essencialmente de excesso de demanda, cabendo o ajuste dos juros, mesmo quando impactos desaceleradores da demanda se apresentam.

Nosso intuito no presente trabalho não é o de analisar o modelo de crescimento em si, ainda que o pano de fundo seja o da interpretação indicada acima. Nosso intuito é o de destacar o comportamento da política macroeconômica especialmente da política de metas de inflação em sua relação com a inflação observada no período que estamos estudando, sem entrar aqui no maior detalhamento do comportamento da inflação.

Isto posto, a seguir apresentamos o comportamento agregado da inflação e as principais variáveis da política macroeconômica entre 2003 e 2010. Depois disso, apresentamos o comportamento da política monetária após 2011, para verificar a "nova matriz macroeconômica".

No capítulo seguinte efetuaremos uma análise desagregada da inflação brasileira que questiona o diagnóstico único da inflação de demanda.

2.2. Inflação e dinâmica macroeconômica - a política macroeconômica adotada entre 2003 e 2010

Nosso regime de Metas de Inflação foi instituído em junho de 1999 com intuito de ser a âncora nominal dado o abandono do regime de câmbio fixo vigente até o início do referido ano. Depois de preparado terreno para a implementação do regime, as metas estabelecidas foram 8%, 6% e 4% para 1999, 2000, 2001, respectivamente. Também foram admitidos intervalos de tolerância de 2 pontos percentuais e a escolha do IPCA como índice de preços para o cálculo das metas.

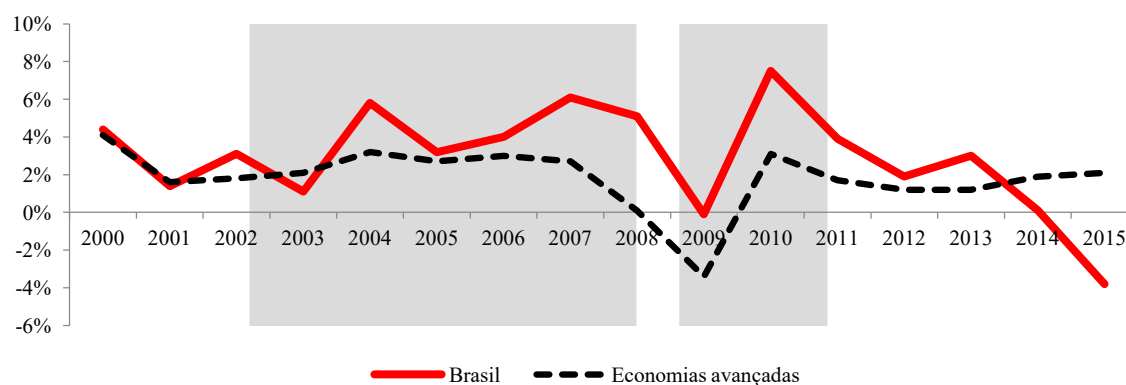
A taxa de juros adotada como instrumento de PM foi a Taxa Selic Overnight cuja a meta passou a ser definida pelo Copom e, seguindo as diretrizes deste comitê, as mesas de mercado aberto passaram ajustar a liquidez de mercado diariamente para manterem a taxa de juros efetiva próxima da meta estipulada.

As operações de mercado aberto são o instrumento principal para o ajuste de liquidez do sistema e são realizadas diretamente com 25 corretoras primárias (*primary dealers*) selecionadas duas vezes ao ano entre as melhores instituições do setor financeiro (Figueiredo, Fachada & Goldestein, 2002). Ou seja, o mercado aberto é de caráter secundário, isto é, nele são negociados títulos já lançados pelo BC.

Como forma de evitar a volatilidade na taxa de juros de curto prazo, o Banco Central poderia fazer intervenções diárias no mercado por meio de operações de curta maturidade. Para tanto, realiza-se leilões informais (*go arounds*) diários – que podem ser de dinheiro ou títulos. A utilização deste instrumento na redução da volatilidade da taxa de juros se justifica não somente pela sua agilidade na sintonia fina da liquidez, pois atua diretamente sobre as reservas bancárias, como também pelo fato de a tendência mundial ser de diminuição dos recolhimentos compulsórios uma vez que estes aumentam a instabilidade da demanda por reservas (Carvalho, 2000). A participação nos leilões é restrita às instituições financeiras que possuem conta no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), um sistema de eletrônico de registro escritural de créditos e débitos de operações financeiras.

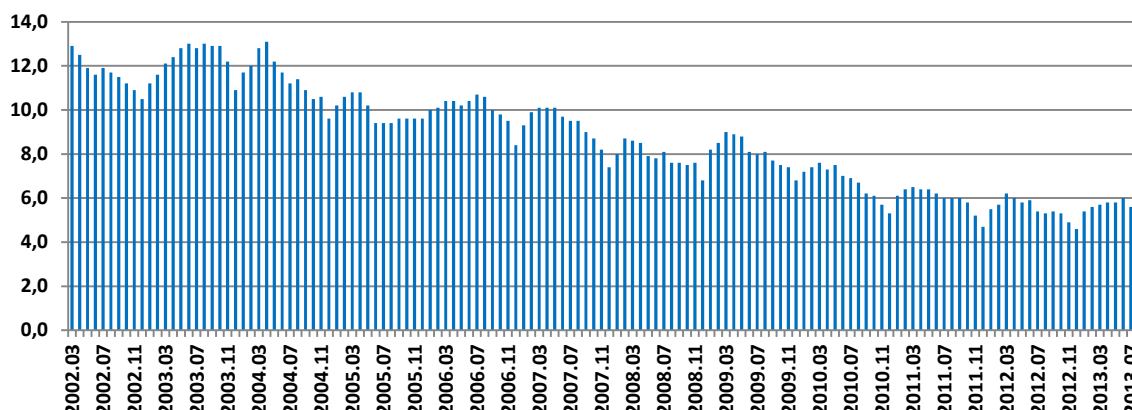
No que se refere à operacionalização da política de Metas, é importante observar o comportamento da economia e da inflação no período que estamos considerando. Conforme já destacamos, essa é uma fase de crescimento da economia brasileira. De acordo com o Gráfico 03 o nível de crescimento apresentado pelo país foi maior do que o da média dos países centrais. Destacamos ainda o paralelo aumento do nível de emprego alcançado pela economia nos referidos anos.

Gráfico 03 – Taxa de crescimento entre 2000 e 2015



Fonte: Corrêa & Santos (2014) a partir de IBGE e PNE

Gráfico 4 – Índice de desemprego metropolitano (% PEA)

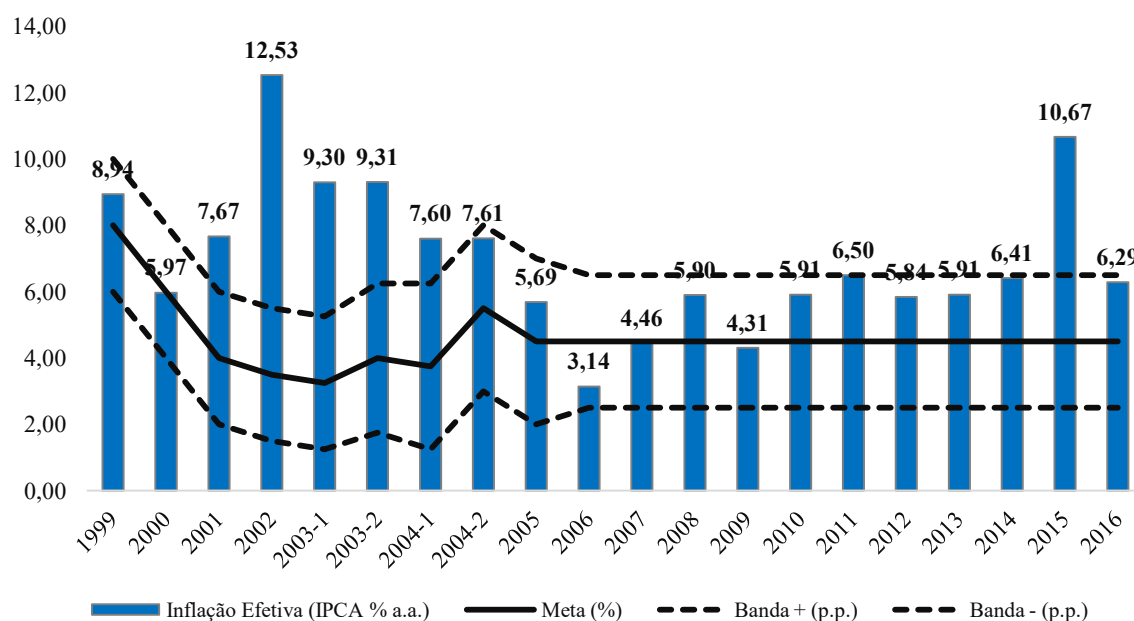


Fonte: Corrêa & Santos (2014) a partir de IBGE e PNE

Outro resultado que queremos destacar é o da inflação, apresentada no Gráfico 05. Observa-se que a meta de inflação não tinha sido atingida em 2001 e também não o foi em 2003. Foi atingida em 1999 e 2004, apenas depois de haver uma revisão da meta durante o ano. Desde 2004 e até 2010 a inflação apresentou resultados dentro da meta. No entanto, em 2010 e 2012, observou-se um crescimento da inflação, sendo que a mesma situou-se mais próxima do teto da meta de 6,5% (assim como no ano turbulento de 2008).

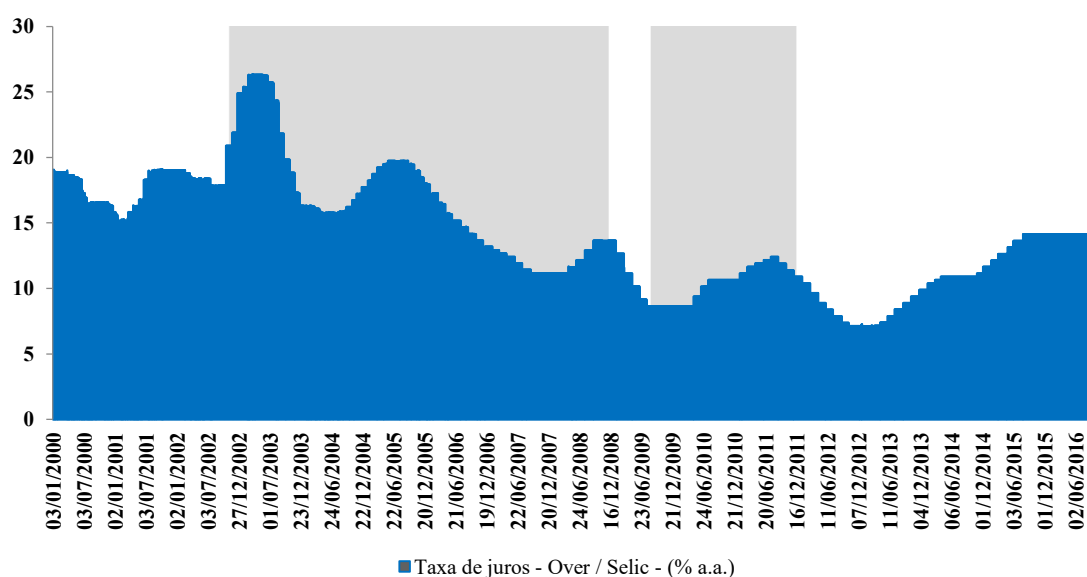
Entre 2003 e 2010, seguindo a perspectiva do Regime de Metas de Inflação, as taxas de juros se ajustaram para cima nos momentos de pressão inflacionária e decresceram nos períodos em que a inflação se apresentou dentro da meta : entre 2004 e 2010. A política de ajuste dos juros comportou-se, até 2010, seguindo basicamente o diagnóstico de inflação de demanda. Note-se, que em 2008, durante a crise de subprime, observou-se o crescimento da Taxa Selic, que só arrefeceu em 2009. Durante o ano de 2010, mais uma vez a taxa cresce, permanecendo nessa trajetória até 2011.

Gráfico 05: Inflação, meta, e intervalo da meta



Fonte: Corrêa & Santos (2014) a partir de IBGE e PNE

Gráfico 06 – Brasil –Taxa de juros – Over / Selic – (diária –% a.a.)



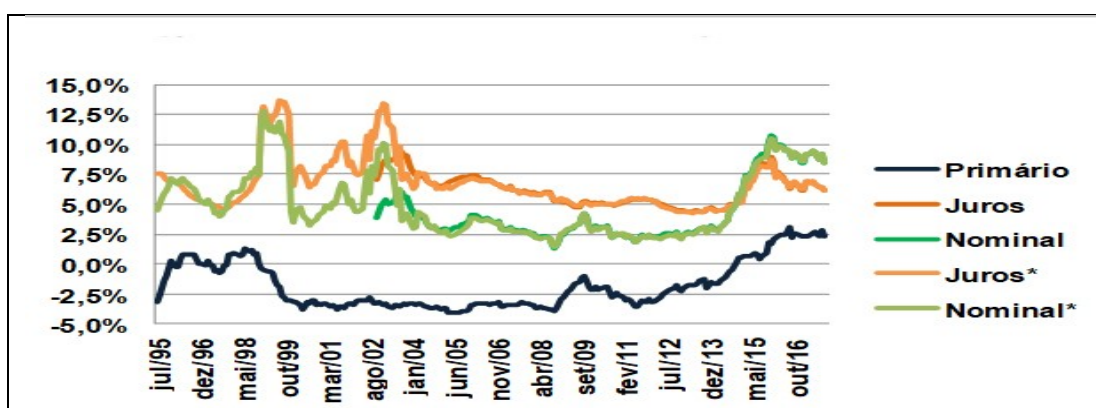
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEA.

Assim, o crescimento da taxa de juros em 2008 e também em 2010 seguiu o diagnóstico de que havia inflação de demanda. O argumento foi o de que o crescimento do país, acompanhado de ampla formalização, havia gerado o "pleno emprego" e o excesso de gastos, vis a vis à capacidade de produção, gerava inflação.

Nessa época destacava-se o diagnóstico crítico de que pressão importante vinha ocorrendo pelo lado dos Gastos Públicos que estavam sendo expressivos, pressionando a demanda, sendo que começaram a apresentar resultados primários menos expressivos (Gráficos 07) depois de 2011.

O debate da inflação de demanda foi especialmente forte em 2010, quando o país apresentava taxas de crescimento *records*. É a fase em que se observa o crescimento do preço de alimentos, sendo que o diagnóstico foi, mais uma vez, o de excesso de demanda.

Gráfico 07 - Necessidade de Financiamento do Setor Público: Resultado primário, gasto com juros e resultado nominal



Fonte: Corrêa & Santos (2014) a partir de IBGE e PNE

Em 2010, outra questão importante em termos da política de controle da inflação foi a adoção de políticas alternativas, as políticas "macroprudenciais", que se agregaram ao ajuste de juros no combate ao diagnosticado "excesso de demanda". Aí destacam-se medidas de contenção de crédito e elevação de compulsório.

2.3. O período pós 2010 - Nova matriz macroeconômica?

Conforme observado o principal foco dessa parte do capítulo será a política macroeconômica de ajuste dos juros no período pós 2011 e para tanto construímos uma sub-periodização.

(i) A primeira fase vai de Janeiro de 2011 a Julho do mesmo ano

A característica dessa fase é a continuidade da política de elevação dos juros para conter a inflação em conjunto com medidas macroprudenciais, como a contenção do crédito e a elevação de compulsórios, que vinham de 2010.

(ii) o segundo período, vai de Agosto de 2011 até Abril de 2013,

Diferente do período anterior, teve como cunho uma política monetária considerada expansionista, e constituída pela diminuição da taxa de juros (entre Agosto de 2011 e Outubro de 2012), sendo esse movimento foi visto como uma flexibilização do Regime de Metas de Inflação;

(iii) por fim, o terceiro período teve como natureza a "volta da busca pela estabilidade", retornando o ajuste dos juros para cima, como instrumento do combate a inflação.

Essa discussão que agora apresentamos envolve grande discussão, sendo que os críticos com viés ortodoxo ao modelo de crescimento implementado, passam a indicar que a perda do dinamismo de crescimento que se observará após 2011 deverá ser explicada pelo relaxamento da política macroeconômica centrada no regime de Metas de Inflação. A crítica recairá sobre o que passaram a chamar de "nova matriz macroeconômica".

Nesses termos, nessa parte do trabalho, apresentaremos a condução da política de juros e o comportamento da inflação, nos três períodos indicados e destacaremos a interpretação ortodoxa que vai se construindo. Após a apresentação dos três períodos, apresentamos brevemente o principal argumento da crítica ortodoxa ao regime de crescimento. Por fim, encerramos a análise desse período 2011-2014, com a interpretação de fundo apresentada no início do capítulo: a de que teria havido uma mudança do "modelo de crescimento", sendo que são fatores do lado da demanda a explicar a desaceleração da economia brasileira nessa fase. Esse pano de fundo final é indicado para passarmos ao capítulo III, que irá tratar de interpretações alternativas para o comportamento da inflação no país entre 2003 e 2014.

2.3.1 A manutenção da elevação da taxa de juros: O primeiro semestre de 2011

Manutenção da estabilidade. Este fora um dos nortes que coordenaram as medidas macroeconômicas logo após as eleições de 2010 com a nova vitória do Partido dos Trabalhadores, sobre a liderança de Dilma Rousseff, a equipe econômica do governo contou com Guido Mantega no Ministério da Fazenda e Alexandre Tombini, no Banco Central.

O aspecto fundamental do novo Governo foi o destaque para a manutenção do chamado "tripé macroeconômico". O ano de 2010 se apresentara como um período de retomada do crescimento após a crise de Subprime, mesmo considerando que nessa fase já se observava a perda de dinamismo no crescimento do preço das commodities, que foram um dos fatores a alavancar o crescimento a partir de 2003.

Como resposta à crise de subprime os Estados Unidos adotaram uma política de redução drástica da taxa de juros básica e de injeção de liquidez, chamada de política de *Quantitative Easing*. Abre-se um período de forte expansão da liquidez internacional, com ingresso expressivo de recursos para países periféricos – dentre eles o Brasil – pressionado por um movimento de valorização do câmbio. No âmbito da política econômica, o que havia se verificado no ano anterior fora uma forte intervenção anti-cíclica, com crescimento do Gastos Públicos, destacando-se a expansão dos Investimentos da União e das Empresas Estatais, além da expansão dos créditos de bancos públicos, que ajudaram a alavancar o crescimento, tendo o PIB aumentado 7,5%. Em termos do resultado primário, se observa o que a meta foi atingida, mas um dos destaques do ano de 2010 é a pressão inflacionária, detectada pelo Banco Central, como sendo um problema de excesso de demanda, não relacionando a pressão inflacionária com outros fatores.

Após o crescimento de 7,5%, no ano de 2010 os *Policy Makers* enxergavam um cenário no qual a expectativa de aumento da taxa de inflação acima do teto definido pelo Regime de Metas, deveria ser considerada e rebatida.

Tabela 01 - Índice de Preços ao Consumidor Amplo (mensal e no acumulado 12 meses) entre Janeiro de 2011 e Agosto de 2011

Mês	Índice Mensal em %	Índice Acumulado %
Janeiro	0,83	0,8300
Fevereiro	0,80	1,6366
Março	0,79	2,4396
Abril	0,77	3,2284
Maio	0,47	3,7135
Junho	0,15	3,8691
Julho	0,16	4,0353
Agosto	0,37	4,4202

Fonte: Elaboração própria a parti de dados do Portal Brasil e IBGE

A novidade da gestão macroeconômica estava na utilização das chamadas Medidas Macroprudencias, tomadas no final do governo Lula. Estas referiam-se a instrumentos adicionais de contenção da demanda agregada, para além da taxa de juros. Outra ação que as Medidas Macroprudencias procuravam sanar estava na valorização do Real.

Como já mencionado, a crise no continente europeu a qual desde meados de 2008 se arrastava, fazia com que os capitais internacionais buscassem outros mercados – muitas vezes sendo capitais de curto prazo, unicamente especulativos – para tanto, as Medidas Macroprudencias, entraram em ação elevando o Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF),

o qual, já em Março, para Investimento Estrangeiro de Portfólio, passa para 6%, já o IOF para Operações de Crédito para Pessoas Físicas partiu de 1,5%, para 3% em Abril 2011, em Julho para Posições Vendidas em Derivativos Cambiais acima de 10 Milhões, o imposto passa a ser de 1%. (Cagnin, et al. 2013).

Outra medida, a partir da Circular 3.520 estava na obrigatoriedade de um Compulsório de 60% na posição vendidas dos Bancos Comerciais perante operações acima da casa de 3 Bilhões. (FUNDAP, 2011)

Agregada às políticas macroprudenciais, manteve-se a política de aumento dos juros. Já na primeira reunião do COPOM de 2011, houve o aumento de 0,5 pontos percentuais na SELIC em relação a última reunião de 2010. O nível dos juros subia a 11,25% no dia 19 de Janeiro. Tomando em consideração a taxa vigente em 09 de Dezembro de 2010, até 31 de agosto de 2011 ocorreram 05 reuniões, sendo que em ambas foram efetuados aumentos: entre 0,25 pontos percentuais e 0,5 p.p. totalizando um aumento de 1,75 p.p no período. O Gráfico 06 apresenta essa elevação, mas é interessante observar o movimento mais de perto (Tabela 02).

Tabela 02 - Histórico Taxa de Juros (SELIC) entre 08/12/2010 à 31/08/2011

Reunião		Período de vigência	Meta SELIC % a.a.
Numero	Data		
155 ^a	08/12/2010	09/12/2010 - 19/01/2011	10,75
156 ^a	19/01/2011	20/01/2011 - 02/03/2011	11,25
157 ^a	02/03/2011	03/03/2011 - 20/04/2011	11,75
158 ^a	20/04/2011	21/04/2011 - 08/06/2011	12,00
159 ^a	08/06/2011	09/06/2011 - 20/07/2011	12,25
160 ^a	20/07/2011	21/07/2011 - 31/08/2011	12,50

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BACEN.

Também pode ser ressaltada a mudança de horizonte temporal para a conversão da inflação aos níveis da meta, a qual mudou de 1 ano para 2 anos.

Embora o primeiro semestre de 2011 tenha se configurado na utilização de vários instrumentos para conduzir as expectativas dos agentes econômicos, a política do governo teve características de cunho mais próximos das correntes ortodoxas, mantendo o diagnóstico de inflação de demanda, avançando no controle via juros e agregando as políticas macroprudenciais como centro de sua política. Isso ocorria quando a dinâmica exportadora começava a arrefecer e quando os Investimentos privados indicavam uma queda.

2.3.2. A "Nova Matriz Econômica" e a Flexibilização do Regime de Metas – Agosto de 2011 a Abril de 2013

O novo período é marcado pela queda da taxa básica de juros e se inicia em, 31 de agosto de 2011. Essa se reduz em 0,5 p.p levando a taxa de 12,5% para 12,0%. O término do ciclo de queda se dará em 10 de setembro de 2012 quando a taxa se estabilizará em 7,25% até 16 de abril de 2013, data da reunião do COMPOM que inicia novo ciclo de alta. O ponto 2.3.2 pretende tratar da política constituída a partir da redução de juros, mesmo em condições de aumento crescente da taxa de inflação, medida pelo IPCA, sendo que também fará parte do capítulo a Política Fiscal e Cambial, fundamentos da chamada “Nova Matriz Econômica”.

A Nova Matriz Econômica de Dilma Rousseff no que tange a Política Monetária, teve como centro de sua ação a flexibilização do uso da taxa de juros como instrumento de controle à inflação, após os seis aumentos no primeiro semestre de 2011. Com a incorporação de parte do diagnóstico de que a inflação – que atingira próximo meta do regime de metas já em agosto – era causada principalmente por choques ocorridos no início do ano, o governo decide então começar o declínio da taxa básica de juros.

Tabela 03 - Histórico Taxa Selic de 20 de julho de 2011 a 06 de março de 2013

Numero da Reunião	Data da Reunião do COPOM	Selic
160 ^a	20/07/2011	12,50
161 ^a	31/08/2011	12,00
162 ^a	19/10/2011	11,50
163 ^a	30/11/2011	11,00
164 ^a	18/01/2012	10,50
165 ^a	07/03/2012	9,75
166 ^a	18/04/2012	9,00
167 ^a	30/05/2012	8,50
168 ^a	11/07/2012	8,00
169 ^a	29/08/2012	7,50
170 ^a	10/10/2012	7,25
171 ^a	28/11/2012	7,25
172 ^a	16/01/2013	7,25
173 ^a	06/03/2013	7,25

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BACEN.

Um dos primeiros fatores que possibilitaram a flexibilização do RMI era o prolongamento do horizonte de conversão da meta, o qual, (como já dito) passara para dois anos. (CAGNIN *et. al*, 2013).

O declínio continua em outubro, sendo que, mais uma vez a SELIC cai 0,5 p.p. A manutenção da crise europeia em conjunto da já sazonal queda nas taxas inflacionárias que ocorrem no meio do ano, possibilitaram o contínuo da política de flexibilização dos juros. O Ano de 2011 termina com uma terceira queda em novembro e a taxa fecha o ano em 11% e a inflação chega ao teto da média no valor de 6,5%. (CAGNIN *et. al*, 2013).

Também no ano de 2011 é possível ver o relaxamento das Medidas Macropрудenciais com a queda do IOF sobre Operações de Crédito ao Consumo da taxa de 3,0% para 2,5%. (CAGNIN *et. al*, 2013).

A Medida Provisória 567 de 4 de maio de 2012, que legislava sobre a caderneta de poupança determinava que: Uma vez o valor da Taxa SELIC fosse igual ou inferior a 8,5% a.a. a taxa de juros da caderneta de poupança passaria a ser de 70% da SELIC; do contrário, ou seja, com a SELIC superior a 8,5%, valeria a regra antiga (os juros de poupança seriam calculados a partir da taxa mensal de 0,5% + a Taxa Referencial), isso permitiu em 30 de maio de 2012 que os Juros chegassem a 8,5% (sem que os mesmos competissem com a taxa de juros da caderneta de poupança). Atingiram, em setembro 7,25%, a taxa mais baixa desde a implantação do Regime de Metas de Inflação. (CAGNIN *et. al*, 2013).

Não somente o Ministério da Fazenda agiu em conjunto as políticas do Banco Central, os bancos públicos, como Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal tiveram papel fundamental na expansão creditícia que se verificou. Agiram exacerbando a concorrência, forçando a queda dos juros de empréstimo entre os demais Bancos Comerciais. (CAGNIN *et. al*, 2013).

A partir daí, o diagnóstico de parte dos analistas econômicos foi o de que se havia montado uma "nova matriz macroeconômica", que relaxava a política de Metas de inflação e priorizava as "políticas de desenvolvimento". Forte crítica se estabelecia, indicando um excesso de gastos e de estatização. Não se estaria atacando o excesso de demanda (para eles havia falta de oferta) e estabelecia o excesso de gasto público, que aliás para eles era a tônica dos desajustes que começavam a se manifestar. Esse é essencialmente o diagnóstico daqueles vinculados ao Novo Consenso Macroeconômico. Note-se que outras críticas também vinham, da parte de economistas heterodoxos mas, nesse caso, o teor era outro, o que será retomado no último capítulo.

Os dados do fim de 2012 indicam um índice de inflação de 5,84% um pouco abaixo no teto, porém, bastante acima da média instituída de 4,5%. Já o PIB, fechou a 1,92%, bem abaixo dos 4% de 2011 e 7,5% de 2010.

No tocante de 2011, a Política Cambial fora usada de forma conjunta a Política Monetária. No primeiro semestre, junto com as medidas prudenciais, a desvalorização do Real (a partir dos controles das posições compradas e vendidas operadas pelo BACEN através da prática chamada de Cambio Flutuante Sujo) ajudou a evitar os capitais puramente especulativos, que buscavam refugio da crise europeia em um momento onde o Brasil aumentava suas taxas de juros.

Em um segundo momento, com o agravamento da crise na Europa, a política de aumento do valor do Dólar juntou-se, como dito por Keynes, à preferência pela liquidez dos capitais internacionais que efetuaram um movimento de "fuga para a qualidade", facilitando o processo de desvalorização. Ainda sobre a crise Europeia, embora o preço do Real estivesse baixo diante o Dólar, a queda do valor das *Commodities* nos mercados internacionais, evitava a inflação causada pelo aumento da moeda norte americana. (CAGNIN *et. al*, 2013)

Nesses termos, outra "novidade" foi a de uma maior intervenção no mercado de câmbio, na direção da desvalorização, sendo que um importante fator foi o de proteger a indústria e aumentar sua competitividade. (CAGNIN *et. al*, 2013; CORRÊA, 2014).

Quanto a terceira base do tripé, a Política Fiscal, se observou uma piora paulatina do resultado primário.

O diagnóstico daqueles que viam uma "nova matriz" e a criticavam por seu "caráter desenvolvimentista", indicavam um crescimento nos gastos, como causadores desse resultado, em conjunto com a redução de uma gama de impostos como: O IPI perante bens utilizados para investimentos, novos tipo de arrecadação para a indústria automobilística, o aumento das firmas participantes do Simples Nacional, etc... (CAGNIN *et. al*, 2013)

Ou seja, o diagnóstico crítico ortodoxo foi o de que o Governo estava flexibilizando a política de Metas e que o excesso de gastos era o causador dos desequilíbrios. Entre as demais políticas que mostram o caráter expansionista da política fiscal estão a permissão pelo governo federal do endividamento dos estados federativos de até 40 bilhões, no final de 2011, (através de financiamentos do BNDES e de instituições Internacionais como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)) e, aos gastos governamentais na casa de 8,43

Bilhões com máquinas e equipamentos sendo que ainda foram gastos mais 6,6 Bilhões os quais estavam fora do orçamento original. (CAGNIN *et. al*, 2013)

Por fim, as relações apresentadas pelo governo quanto aos gastos públicos e resultados primários contaram com o que fora chamado pela grande mídia de “Contabilidade Criativa” que constituía em apresentar como saldos positivos receitas advindas de títulos bancários e outras intuições financeiras, títulos os quais, pertenciam ao Estado. (CAGNIN *et. al*, 2013)

Tabela 04 – Resultado Primário/PIB entre os anos 2010 e 2013

Acumulado dos últimos 12 meses do Ano	Resultado Primário
2010	2,62
2011	2,94
2012	2,23
2013	1,77

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do Senado

2.3.3. Volta à Ascensão dos Juros – Abril de 2013 a Dezembro de 2014

Em abril de 2013 a política monetária começa a seguir um novo curso, contrário ao anterior. Em 17 de Abril, ocorre um aumento de 0,25 p.p e, logo, um segundo aumento, em 29 de maio, no valor de 0,5 p.p fazendo a taxa chegar a 8,00%. Em novembro a taxa alcança o patamar de dois dígitos, e fecha o ano a 10% como é possível ver na tabela abaixo.

Tabela 05 – Histórico Taxa SELIC reuniões BACEN- mar/2013 a dez/2014

Reunião	Data	Selic
173 ^a	06/03/2013	7,25
174 ^a	17/04/2013	7,50
175 ^a	29/05/2013	8,00
176 ^a	10/07/2013	8,50
177 ^a	28/08/2013	9,00
178 ^a	09/10/2013	9,50
179 ^a	27/11/2013	10,00
180 ^a	15/01/2014	10,50
181 ^a	26/02/2014	10,75
182 ^a	02/04/2014	11,00
183 ^a	28/05/2014	11,00
184 ^a	16/07/2014	11,00
185 ^a	03/09/2014	11,00
186 ^a	29/10/2014	11,25
187 ^a	03/12/2014	11,75

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do BACEN.

A mudança respondeu à forte pressão crítica pelo nível alcançado pela inflação (que já em abril havia fechado no acumulado dos últimos 12 meses no valor de 6,49%) a qual dava sinais de permanência, mesmo com as desonerações de impostos feitas pelo Ministério da Fazenda durante o ano de 2012 e que, pretensamente, dariam espaço para o setor privado efetuar uma menor pressão por reajustes de preços.

Tabela 06 – Taxa de Inflação Mensal (Porcentagem ao Ano) e Índice Acumulado nos 12 meses entre 2013-2014 (IPCA)

Período	Taxa Mensal de Inflação (%)	Acumulado nos Últimos 12 Meses
Jan/2013	0,86	6,1543
Fev/2013	0,60	6,3128
Mar/2013	0,47	6,5887
Abr/2013	0,55	6,4933
Mai/2013	0,37	6,5040
Jun/2013	0,26	6,6955
Jul/2013	0,03	6,2706
Ago/2013	0,24	6,0906
Set/2013	0,35	5,8586
Out/2013	0,57	5,8375
Nov/2013	0,54	5,7744
Dez/2013	0,92	5,9108
Jan/2014	0,55	5,5853
Fev/2014	0,69	5,6798
Mar/2014	0,92	6,1531
Abr/2014	0,67	6,2798
Mai/2014	0,46	6,3751
Jun/2014	0,40	6,5236
Jul/2014	0,01	6,5023
Ago/2014	0,25	6,5129
Set/2014	0,57	6,7465
Out/2014	0,42	6,5872
Nov/2014	0,51	6,5554
Dez/2014	0,78	6,4076

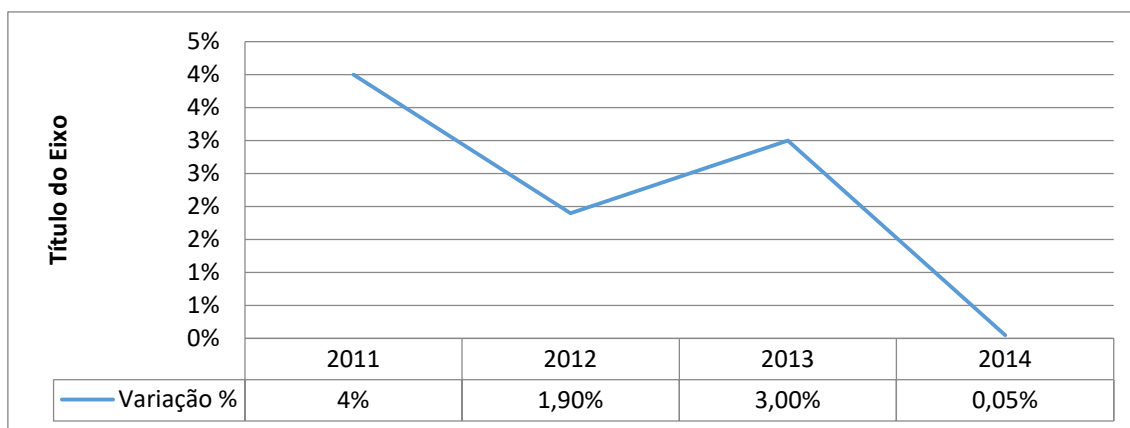
Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do Portal Brasil e IBGE.

Paralelamente, a Política Fiscal manteve as desonerações, e o resultado primário continuou piorando. O diagnóstico crítico ortodoxo à "nova matriz" foi o de que se mantinha uma política expansionista. De fato as desonerações se aprofundaram e prova disso se encontra na Medida Provisória 609/2013 assinada em 18 de junho de 2013, que abriu cortes de imposto a inúmeros itens correspondentes a alimentos e, reduzindo o imposto sobre a

energia elétrica prometendo diminuir aproximadamente 20% do valor da conta. (NADER, 2016) (O GLOBO, 2013)

O ano de 2013 fecha com o crescimento de 3,0% e com a inflação a 5,9%; já 2014 fecha com a taxa de inflação a 6,4%, chegando quase ao teto de 6,5% e com o crescimento minúsculo de 0,5%. (IBGE, 2018) (FMI, 2018)

Gráfico 08 - Variação do PIB entre 2011 e 2013



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do FMI

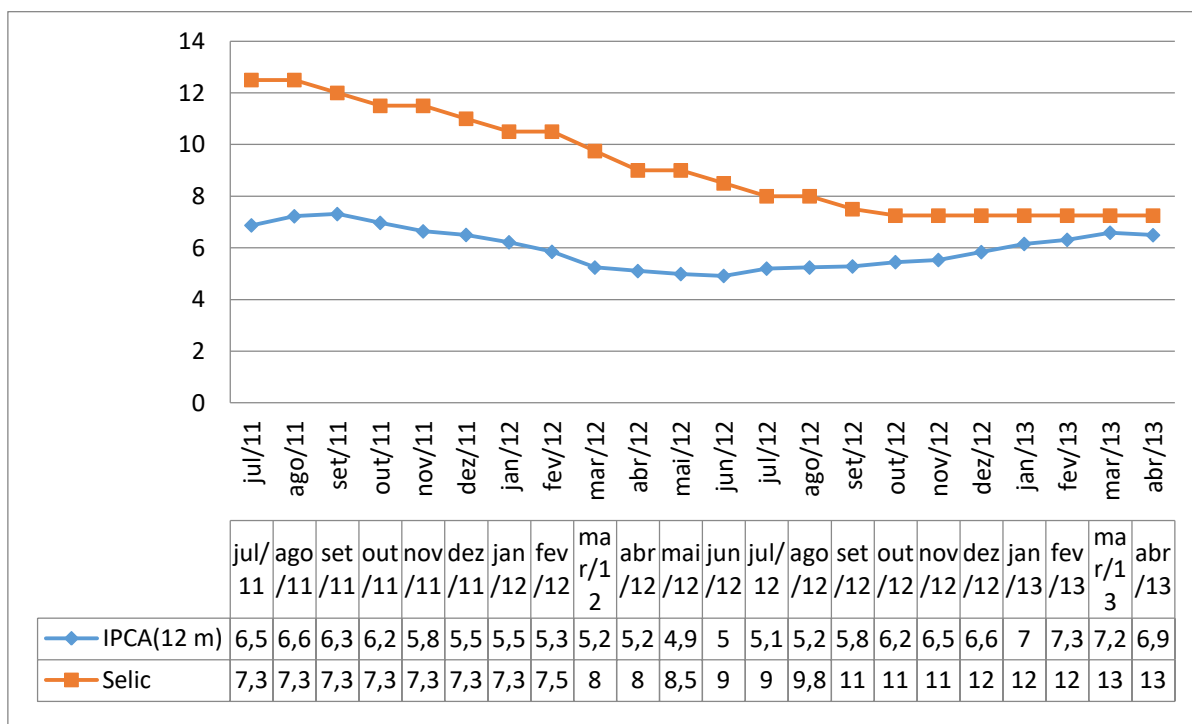
2.4. Breves considerações acerca da Crítica Ortodoxa à "Nova Matriz macroeconômica" e uma visão alternativa acerca da dinâmica do regime de crescimento

Para os economistas ortodoxos, no sentido que atuam a partir do pano de fundo do "novo consenso macroeconômico", que parte do modelo de equilíbrio geral, a palavra estabilidade deve ser a norteadora da condução da política econômica de uma nação. A partir dos conceitos advindos do Monetarismo Tipo I como a Taxa Natural de Desemprego e a relação direta entre expansão monetária e inflação, pode-se prever que uma política puramente expansionista, seja através de política monetária e/ou fiscal desaguariam na alta de preços e gerariam desequilíbrios.

Embora no primeiro semestre de 2011 a política econômica do governo como um todo tenha seguido linhas para manter a estabilidade, continuando a seguir o diagnóstico de inflação de demanda, o que se observou foi que a queda da taxa de juros foi vista como a quebra do paradigma do tripé macroeconômico.

A manutenção da inflação em níveis acima do centro da meta era a contínua alegação do desacerto das medidas. A política fiscal, com as inúmeras desonerações, inclusive em setores de base como energia elétrica procurou aliviar os custos, ainda assim, 2012 termina como o IPCA a 5,84%.

Gráfico 09 - Índice de Preços ao Consumidor Amplo Acumulado nos últimos 12 meses (IPCA) e Taxa SELIC entre Julho de 2011 e Abril de 2013



Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do BACEN e do IBGE.

No gráfico acima é possível perceber a queda dos juros de agosto de 2011 a outubro de 2012 enquanto o Índice Nacional de Preços ao Consumidor apontava a manutenção mensal das altas taxas de juros. Sendo na visão clássica a taxa de juros a principal ferramenta da Autoridade Monetária é possível, a partir de uma analogia, enxergar a condução da política economia como um remédio o qual a dose foi pouco a pouco mitigada enquanto a enfermidade mantinha-se.

Em 2013 e 2014, embora a política monetária tenha retornado ao crescimento dos juros para tentar conter os avanços inflacionários, o diagnóstico ortodoxo foi o de que a política fiscal apresentava curso expansionista, aumentando a demanda (na visão ortodoxa) e pressionando a inflação. Esse excesso de gastos provocava quedas pesadas no Superávit Primário, ainda que tenha sido usado o recurso chamado de contabilidade criativa (como já citado). Era o crescimento do resultado primário e a inflação alta os causadores da desaceleração, por "falta de credibilidade".

Ambos os anos, 2013 e 2014, fecham o IPCA com taxas de 5,91% e 6,4% respectivamente.

Para esses críticos da "nova matriz macroeconômica", a grande causa da manutenção da inflação fora, a priori, a grande queda nos juros entre os anos 2011 e 2013 e a política expansionista de gastos. Ademais, o próprio nível alto de inflação explicava a baixa "credibilidade" do país e a redução do crescimento. Haveria, ademais, problemas de oferta, que deveriam ser sanados pela redução de impostos e pela maior abertura comercial.

Nosso destaque vai para o fato de que existem interpretações alternativas para os acontecimentos pós 2010, que vão em outra direção e criticam a lógica do tripé macroeconômico. Ademais, de forma compatível com essa crítica, existem também estudos sobre a inflação brasileira que indicam outras causas para a compreensão do fenômeno inflacionário recente.

O Capítulo III irá apresentar uma interpretação alternativa para a dinâmica da inflação brasileira. Antes de irmos adiante, apresentamos ainda, a título de fechamento desse capítulo uma visão diferente quanto aos acontecimentos pós 2010, que retorna à interpretação que apresentamos no início do capítulo para efetuar a nossa periodização.

Em primeiro lugar, o ponto de partida dessa interpretação não é o modelo "novo clássico". A perspectiva da análise é a que tem compatibilidade com a perspectiva keynesiana, tal como apresentada no início dessa monografia e que trata do comportamento da demanda enquanto um elemento central para explicar a dinâmica cíclica das economias - que são intrinsecamente instáveis.

No caso da economia brasileira, um dos elementos importantes acerca da mudança do regime de crescimento brasileiro após 2010 está ligado a fatores ligados à desaceleração da demanda (CORRÊA & SANTOS, 2014). Não são fatores de "credibilidade" e de excesso de gastos públicos que explicariam a desaceleração.

Dentre os fatores de desaceleração da demanda destacam-se já em 2011:

(i) a queda da dinâmica do comércio mundial, em termos da compra de bens primários e manufaturados ligados a recursos naturais, além da queda do preço das commodities. Esse fator afeta o componente de demanda ligada ao setor externo, sendo que essa não é uma mudança passageira;

(ii) a queda paulatina dos investimentos privados, como consequência da piora das expectativas resultantes da mudança da dinâmica mundial e de um movimento de perda de

margens de lucro em alguns setores. Esse fator afeta a dinâmica dos Investimentos e indicaria a necessidade da continuação de investimentos públicos como elemento alavancador;

(iii) a decisão do Governo de reduzir o dinamismo do investimento público. Enquanto que entre 2006 e 2010 a taxa de crescimento do mesmo fôra de 26% ao ano, essa taxa cai, justamente quando o setor externo perdia vigor e os investimentos privados já desaceleravam.

(iv) à tentativa de mudar a dinâmica do crescimento, puxando-a pela via do Investimento privado estabelecendo-se: a política de desonerações sem exigência de contrapartidas e à política de desvalorização do câmbio. Essa "aposta" se mostra um fracasso.

(v) à necessária queda do Consumo, que é um componente de demanda subordinado. Quando a renda cai, o consumo cai com defasagem.

Sem dúvida, para além dessas questões, há aspectos ligados ao chamado campo de "economia política" que explicam os limites das tomadas de decisão e o perfil das decisões implementadas. No entanto, no escopo de nosso trabalho destacamos as opções que levaram a uma mudança do regime de crescimento.

Um dos destaques dessa análise é o de que essas transformações têm como cerne a não ruptura, de fato, com o tripé macroeconômico, que como vimos desde o início, é incompatível com uma análise que considere a inexorável relação entre o "lado real" e o "lado monetário" em uma economia e com uma análise que parte da incerteza e da dicotomia entre capital e trabalho.

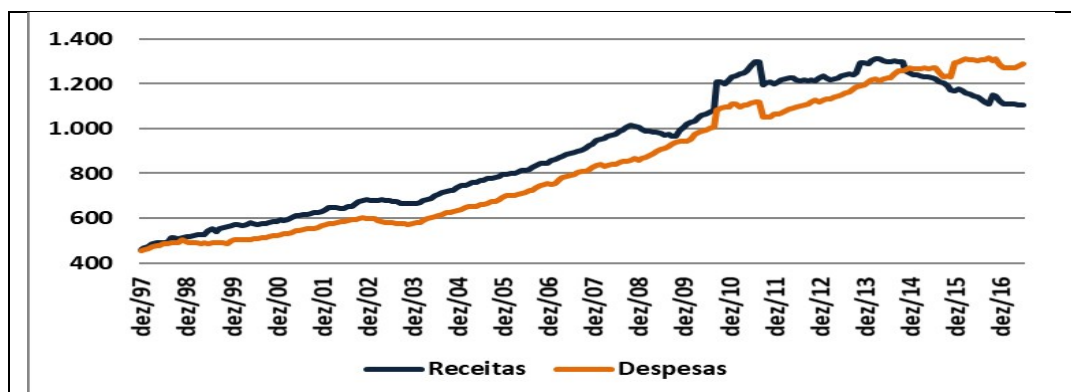
Se é verdade que houve uma flexibilização do regime de metas, incorporando-se parte da análise da inflação de custos que se levantava à época (e que veremos no próximo capítulo), também é verdade que não se rompeu com a definição de superávits primários, quando o mundo estava problematizado e quando a economia apresentava um início de desaceleração. Na verdade, não se rompeu, de fato, com o tripé macroeconômico e seu pano de fundo.

Tanto é verdade, que retornou-se à política de ajuste de juros, reforçando o diagnóstico de inflação de demanda, e efetuou-se após 2013 uma política de desaceleração real de gastos, principalmente com pessoal, com investimentos, com custeio.

No entanto, contrariamente o diagnosticado pelos críticos vinculados ao novo consenso macroeconômico, o que havia ocorrido fora uma perda de dinamismo da demanda que, a redução de gastos com investimentos ajudara a aprofundar. Na verdade, o resultado

primário piorado era muito mais resultado da queda de receitas do que o resultado de explosão de gastos.

Gráfico 10 - Receitas da União e Despesas primárias



Fonte: Banco Central do Brasil

Assim, em momento de desaceleração se mostrava fundamental a expansão do gasto público e não o contrário. A manutenção de ações "desenvolvimentistas", mas com cortes no investimento público em conjunto com a manutenção da política de superávits primários quando a arrecadação caía, se mostrou completamente incompatível, explicitando a idiossincrasia do próprio modelo de crescimento que adotou a política de metas de inflação e ao mesmo tempo adotou políticas distributivas.

A centralidade da política de combate à inflação em detrimento de políticas de crescimento minaram a própria política anticíclica que teria que ser aprofundada, especialmente via investimento público e não pelo "incentivo" ao setor privado.

O diagnóstico de inflação de demanda como elemento norteador da política de metas não deu o espaço para avançar sobre a análise das causas específicas da inflação brasileira, ligada a impactos de custo, de conflito distributivo, de fatores especulativos, da manutenção de elementos de indexação. Alguns desses aspectos serão tratados no próximo capítulo, que levanta outras causas da dinâmica da inflação brasileira.

CAP III – INFLAÇÃO NO BRASIL NOS ANOS 2000 – UMA ANÁLISE ESTRUTURALISTA

Conforme observamos, para os teóricos Novo Clássicos as causas da inflação são claras: sempre de cunho monetário causando choques de demanda. A expansão da demanda é a febre e o aumento da taxa de juros, o remédio. Porém, é possível buscar teorias e dados que encontrem causas distintas para a inflação?

Vimos que após 2010, embora a inflação permanecesse constante no período, o nível da taxa de juros apresentou queda chegando a um dígito, o “paciente” permanecia com febre enquanto lhe era dado doses menores de remédio. Mas aí vem a pergunta: o paciente de fato tinha febre? O remédio era esse? O aumento da taxa de juros?

Muito provavelmente a resposta é não; no sentido que a inflação brasileira é muito mais complexa. O próprio COPOM, em 2013, apontou três fundamentos que moviam a inflação no acumulado de 12 meses a caminhar próxima ao teto: (i) O primeiro deles estava na Indexação da Economia, provocada pelo setor de serviços e pelo aumento do salário mínimo; (ii) o segundo estava nas expectativas dos agentes econômicos, os quais já previam a manutenção da inflação e o baixo crescimento do PIB e por fim; (iii) o terceiro estava relacionado à deterioração do valor do Real. (NADER, 2016)

Tendo em vista o escopo de nosso trabalho, nosso objetivo aqui não é o de desenvolver o arcabouço teórico que indica a questão estrutural da inflação em países periféricos. Pretendemos destacar que a inflação foi sempre estudada na América do Sul, a partir de estudos da CEPAL, enquanto um fenômeno complexo, e fortemente ligado à conformação de países periféricos. Nesses termos, nessa parte do trabalho levantamos interpretações que questionam o diagnóstico de inflação de demanda, adotado pelo Regime de Metas de inflação. A linha desses diagnósticos alternativos que iremos apresentar tem compatibilidade com uma visão de inflação estrutural, ligada a países periféricos e que apresentam forte disparidade social.

Nesse ponto destacamos duas questões referente à teoria estruturalista levada adiante, essencialmente, pela CEPAL a partir da análise dos países da América Latina. Estas são duas questões que nos interessam para as interpretações da inflação brasileira recente, que iremos levantar:

1- A primeira questão é a de que a estrutura econômica dos países da América do Sul é muito heterogênea, coexistindo setores mais avançados, com alta produtividade e setores de baixíssima produtividade. A existência dessas dicotomias pode provocar problemas inflacionários estruturais. As modificações estruturais em determinados setores que mudam os valores relativos entre os mercados, elevando a inflação.

Oswaldo Sunkel (1958) descreveu a inflação como um processo dual, que começa com um desnível de preços em algum mercado e se propaga para o restante da economia, Já Cardoso (1980) enxerga a inflação a partir de um viés setorial. Imaginando uma economia onde somente existam dois setores: A e B, tomando que os preços do Setor A sejam definidos pelas leis de mercado e os preços do setor B apresentem custos específicos, como uma maior locação de trabalho (ou um setor com preços controlados); a depender do nível de participação do setor A e B na economia, os choques de custo ocorridos no setor B impactam mais ou menos os níveis gerais de preço dessa economia (Giovannetti, 2013).

2- A segunda questão é a de que o avanço dos países periféricos da América do Sul se deu em condições de subordinação em que esses países foram de maneira histórica prioritariamente exportadores de produtos primários e importadores de produtos manufaturados. Isso gerou uma estrutural relação de restrição externa, sendo a taxa de câmbio um preço importante, na medida em que o mercado doméstico depende fortemente dessas importações. Nesses termos, a inflação doméstica pode estar sujeita a choques de custos provocados por variações inesperadas no câmbio, ou por variações do preço de produtos exportados, que acabam provocando choques de preços no país (inflação importada);

Nessa terceira parte do trabalho, exploraremos o segundo aspecto indicado, mas também destacaremos aspectos relativos à heterogeneidade intersetorial para explicar a questão inflacionária brasileira recente, segundo autores compatíveis com a visão estruturalista.

A partir daí, no que tange às posições críticas ao diagnóstico de inflação de demanda destacaremos os seguintes diagnósticos que serão explorados a seguir⁸:

(i)- O de choque de custos e do impacto do câmbio

(iii)- O do conflito distributivo

⁸ Os aspectos que levantaremos aqui foram organizados por CORRÊA (2014), quando organizou a discussão sobre inflação a partir de autores que fazem parte do GT de Macroeconomia da Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP).

(iii)-O da inflação de demanda, ligada ao setor serviços e, mesmo assim devendo-se qualificar essa afirmação;

Todos os três diagnósticos analisam a inflação brasileira, considerando uma decomposição da inflação e utilizando-se de técnicas econométricas. Aqui iremos apenas organizar os argumentos para contrapor-los ao argumento convencional que baliza o Sistema de Metas de inflação.

Iniciamos a discussão apresentando uma periodicidade para a inflação brasileira, a partir de sua decomposição. Em seguida, apresentamos os principais argumentos referentes aos quatro itens apresentados acima.

3.1. A periodização da inflação

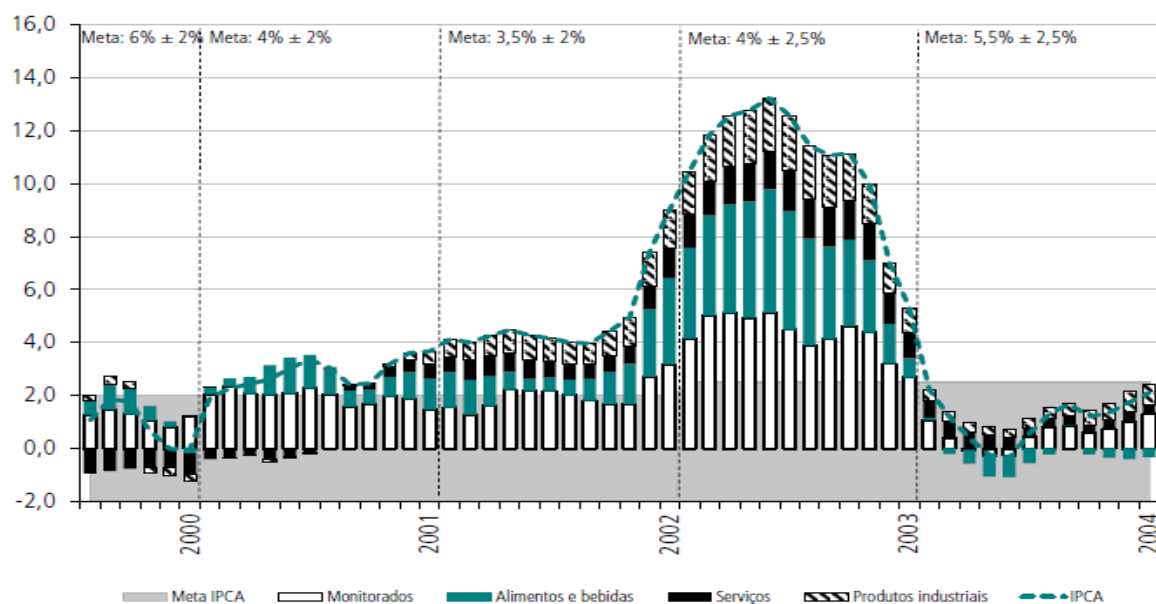
Para essa discussão utilizaremos o trabalho de Servilhado (2016), que efetua uma desagregação da inflação brasileira e constrói um indicador que mede a contribuição de cada um dos componentes desagregados da inflação sobre o desvio da meta de inflação. O autor efetua sua análise e detecta uma dinâmica distinta entre o período 2003-2005 e 2006-...

Constrói assim sua periodicidade e a sua constatação é a de que:

(i) Até 2006, o setor que mais pressionou a inflação foi o dos preços monitorados, que cresceram acima do centro da meta a taxas elevadas em todos esses anos. Os alimentos foram o segundo grupo mais influente, com contribuições para cima do centro da meta até 2003 e para baixo de 2004 a 2006. Os preços dos produtos industriais tipicamente cresceram acima da meta até 2005. A contribuição dos serviços foi sempre para cima do centro desde meados de 2001, mas, em geral, com magnitude moderada em comparação com os outros grupos. Ou seja: alimentos e monitorados foram os principais pressionadores

Gráfico 11 – Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação - 2000-2004

ICMI: categorias principais (jul./2000-dez./2004)

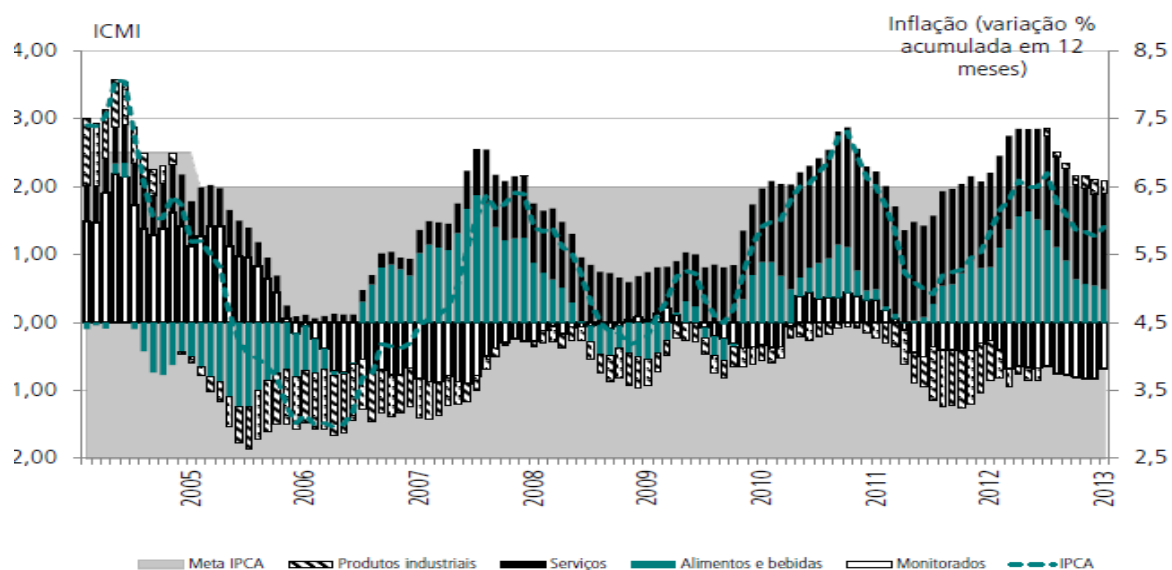


Fonte: Servilhano 2016

(ii) Após 2006 a constatação é de que há uma mudança da dinâmica. Os preços dos bens monitorados perdem relativamente importância. Paralelamente, alimentos e serviços pressionaram para cima.

Gráfico 12 - Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação pós 2005 a 2013

ICMI: categorias principais (jan./2005-dez./2013)



Fonte: Servilhano 2016

As principais hipóteses desse comportamento e que serão retomadas abaixo são as de que

No caso de serviços: que o aumento persistente dos preços tem relação principalmente com o mercado de trabalho aquecido e o robusto crescimento da renda, em especial dos mais pobres.

No caso de alimentos e bebidas: que eles responderam à alta dos preços de *commodities*, que também explica a apreciação da taxa de câmbio, além de afetarem os serviços de alimentação fora do domicílio.

No caso de monitorados e produtos industriais: que a perda de peso deles para explicar a inflação explica-se pelos efeitos da revisão de procedimentos regulatórios de diferentes preços monitorados e da apreciação continuada da taxa de câmbio.

3.2. Dinâmica da inflação e diagnósticos

3.2.1. Impactos do câmbio, choque de custos e inflação importada

Nessa parte do trabalho apresentaremos a análise que questiona o diagnóstico de inflação de demanda como sendo o aspecto central a definir a inflação brasileira. Para tanto, citamos o trabalho de Suma & Braga (2013).

Ricardo Summa e Julia Braga (2010) vão indicar, analisando a inflação brasileira entre os anos 2000 e 2009 fatores que a influenciam, ligados aos fatores estruturais elencados abaixo:

O Valor dos bens *tradables*, uma vez que o Brasil possui dependência de bens industrializados e também de alguns bens agrícolas e de recursos naturais, como o trigo e o petróleo; os quais advêm de importações. O destaque vai para o fato de que variações abruptas nesses preços afetam os preços internos.

A dinâmica da taxa de câmbio, afeta a inflação, uma vez que sua desvalorização encarece os produtos importados que são componentes de custo das empresas;

Considerando o período que vai de ago/1999 a dez/2012, Summa e Braga (2014) os autores utilizaram a desagregação da inflação do IPCA proposta em BCB (2010) entre preços monitorados e preços livres, este último desagregado em: industrializados; alimentos e bebidas e serviços, incluindo o item “alimentação fora de casa”. Relacionaram estes dados

com a taxa de câmbio, choques de demanda (hiato do produto), hiato do emprego, impacto dos custos financeiros,

Os resultados encontrados ao estimar as formas reduzidas das equações desagregadas de inflação mostraram:

Que é difícil associar pressões de demanda com a inflação. Na verdade, em termos desagregados, apenas a inflação de serviços parece responder à taxa de desemprego (e não ao hiato ou variação da taxa de desemprego), talvez indicando uma relação mais estrutural ligando desemprego tendencialmente mais baixo com salários crescendo mais rápido via maior poder de barganha dos trabalhadores.

Que a taxa de câmbio e a inflação importada em US\$ em conjunto afetam todos os itens desagregados da inflação. Isto se dá, devido às características da economia brasileira dessa variável afetar os preços dos produtos *tradables*, os custos dos bens *non tradables* (inclusive serviços) e também os preços monitorados.

A taxa de câmbio é uma variável estruturante da inflação brasileira. Diferentes trabalhos têm destacado essa relação, sendo que Bastos e Braga (2010) encontraram que de 1999 a 2008, tudo o mais constante, um aumento médio de 10% na taxa de câmbio levou a um aumento de um ponto percentual da inflação ao consumidor. Posteriormente, Summa e Braga (2014) destacam o papel do câmbio para a inflação entre 2003 e 2012.

Note-se que o câmbio influencia na desaceleração da inflação, quando ele se valoriza, pois os preços importados ficam mais baratos, pressionando concorrencialmente os preços internos e também pelo barateamento dos componentes importados que compõem bens domésticos. Nesses termos a valorização cambial ajuda na inflação e na própria distribuição de renda. Nesse sentido, cabe observar que a "âncora cambial" continuou sendo funcional ao combate à inflação após 2002.

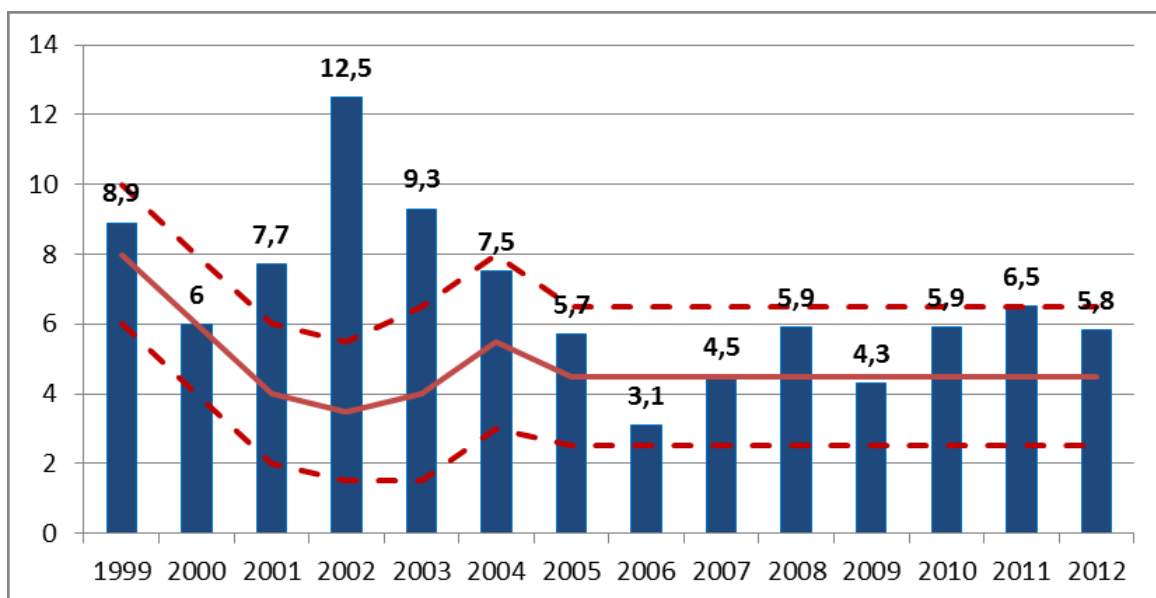
De outra parte, nos momentos em que houve choques de câmbio, esse fator influenciou a inflação para cima, por sua pressão sobre os custos dos bens importados. Citamos como exemplo o aumento do preço do trigo (que tem seu maior consumo advindo da importação) e de bens e peças industrializadas, provocando crescimentos setoriais de preços. Por outro lado, esse choque também provoca outros ajustes de preço para cima na medida em que diversos setores analisam seus ganhos, dolarizados. Isso indica a existência de poder de colocação de preços.

Esses choques de câmbio são vistos então como choque de custos, afetando a inflação. Ocorreu isso no período de subprime, por exemplo, mas a desvalorização foi tratada como choque de demanda e as taxas de juros se mantiveram altas para "combater a inflação".

Para Holland e Mori (2010) a importância do câmbio no aumento de preços brasileiro é tão importante, que também destacam que para cada variação no câmbio, existe uma variação ainda maior na taxa de inflação.

Um argumento visual, utilizado por Summa e Braga (2014) é a própria análise do movimento da inflação, considerando o intervalo das bandas cambiais, que reapresentamos abaixo.

Gráfico 13 – Taxa de inflação e meta de inflação entre os anos 1999 e 2012



Fonte: Summa e Braga (2014)

Segundo os autores, existe uma relação íntima entre as valorizações (e desvalorizações) do Real e a taxa de inflação durante o período de 1999 e 2012. Comparando a dinâmica do câmbio, com a da inflação, "podemos notar que em quase todos os anos em que a meta inflacionária foi atingida (2000, 2005, 2006, 2007, 2009) houve uma considerável apreciação nominal do Real. Nos anos em que houve pequena valorização ou desvalorização a inflação ficou muito próxima do teto da meta (2008, 2010 a 2012) e em períodos de forte desvalorização a inflação ficou fora da meta (1999, 2001-2003)" (Summa e Braga, 2014).⁹

⁹Sobre o efeito da valorização cambial para controlar a inflação, ver também Barbosa-Filho(2007).

Um fato importante a ser mencionado nessa parte do trabalho, e que pretendemos agora destacar, nos remete, mais uma vez à interpretação teórica de fundo da presente monografia, ligada à necessária interrelação entre os lados "real e monetário" e da existência de especulação na dinâmica da decisão de aplicação. O que queremos destacar é que a dinâmica do câmbio em países periféricos é fortemente influenciada por fatores especulativos, sendo que o período em análise destaca esse fato. Ou seja; o câmbio influencia e impacta a inflação e o câmbio é fortemente influenciado pela dinâmica dos capitais que transitam pela conta financeira do balanço de pagamentos, numa dinâmica volátil e especulativa.

Análise a partir dessa perspectiva é incompatível com os modelos do novo consenso macroeconômico, que pregam o tripé macroeconômico. A inflação tem a ver com esses fatores especulativos e é muito mais complexa. Isso posto, abaixo apresentamos elementos da conta financeira do balanço de pagamentos e da dinâmica dos fluxos financeiros internacionais para melhor compreensão.

3.2.2 Câmbio, liquidez e especulação

Para tratar da questão da dinâmica financeira do câmbio, abaixo apresentamos uma análise dos níveis de preço da moeda externa, dos ciclos de maior e menor liquidez no Sistema Internacional, e da entrada e saída de divisas no Brasil.

Corrêa e Pereira (2016) fazem uma divisão dos ciclos de liquidez internacional, do quarto trimestre de 2002 ao terceiro trimestre de 2011, tal divisão se constitui em 4 períodos sendo o 3^a e o 4^a fundamentais para se analisar a política cambial entre os anos de 2011 e 2014.

O primeiro período se inicia do quarto trimestre de 2002 ao terceiro trimestre de 2008, e se constitui, segundo os autores, de um momento de alta liquidez internacional, estabilização econômica e crescimento sobretudo na Ásia, América Latina e Europa, também se caracteriza neste instante o aumento das *Commodities*, beneficiando os países de maior aptidão para exportação de bens agrícolas. (Souza, 2017)

Entre o quarto trimestre de 2008 e o segundo trimestre de 2009, que se configura o segundo período, momento que se estoura a crise do *subprime*, há uma queda da liquidez no Sistema Internacional, onde os capitais optam por segurança em detrimento a maiores lucros, consequentemente, existe um fluxo saindo dos países emergentes em direção aos Estados

Unidos (principalmente), neste mesmo período, a crise se intensifica nos chamados PIIGS (Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha) (SOUZA, 2017)

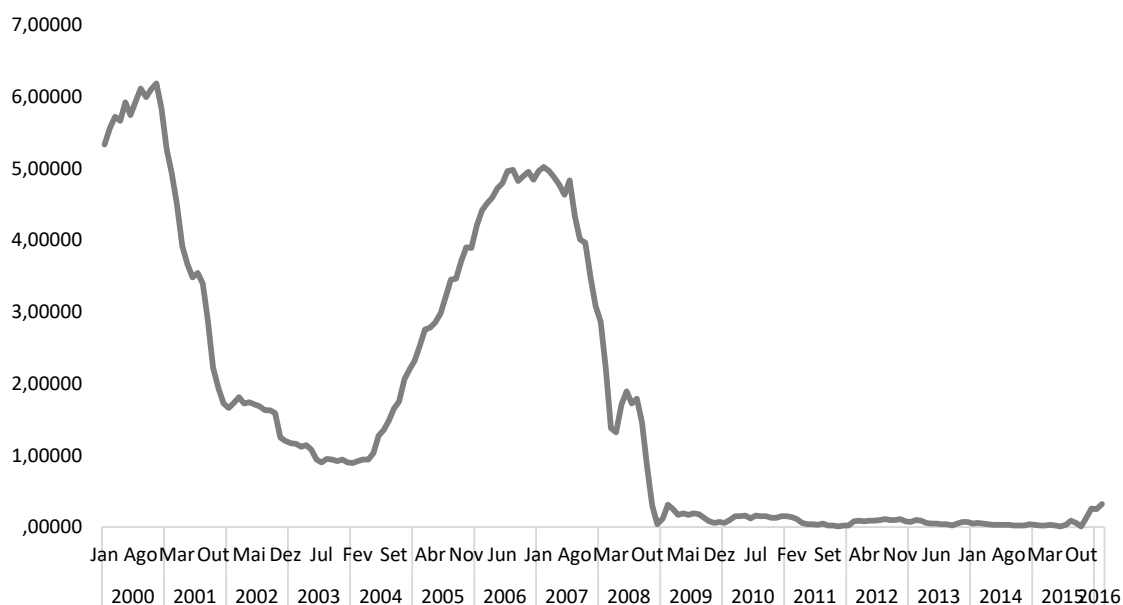
O terceiro período, (momento já explicado), há novamente um aumento de liquidez no mundo, o *Federal Reserve* (FED), o que seria equivalente ao Banco Central Norte-americano, a fim de combater a crise, diminui seus juros e os capitais internacionais correm o mundo em busca de melhores rendimentos. Nesse momento é possível enxergar a guerra cambial promovida por Guido Mantega, a fim de evitar a valorização do real (SOUZA, 2017)

Por fim, o quarto e último período, que vai do quarto trimestre de 2011 em diante, se configuram em novamente um período de saída de capitais, promovida principalmente pela continuação da crise de 2008. Dado a impossibilidade dos Bancos Europeus pagarem suas dívidas, o capital vai novamente em busca de mercados mais seguros. (SOUZA, 2017)

Tomando por base essa divisão, é possível enxergar os momentos de maior e menor liquidez internacional, e, por conseguinte, a entrada e saída dos fluxos de capitais dos países.

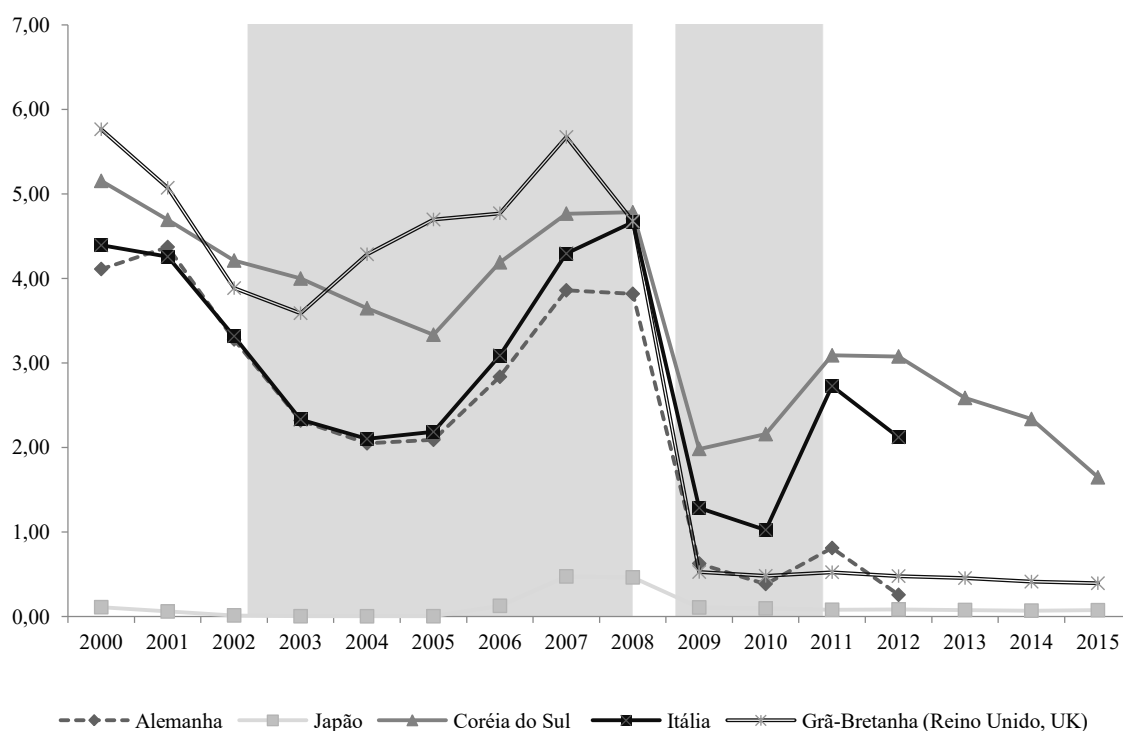
Os Gráficos 14, 15 e 16, mostram as Taxas de Juros dos Estados Unidos, Países Centrais (de fluxos de capitais) e do Brasil em toda década dos anos 2000 e 2010.

Gráfico 14 – Taxa de juros norte-americana (Taxa Treasury de 1 ano) (dados mensais de 2000 a 2016)



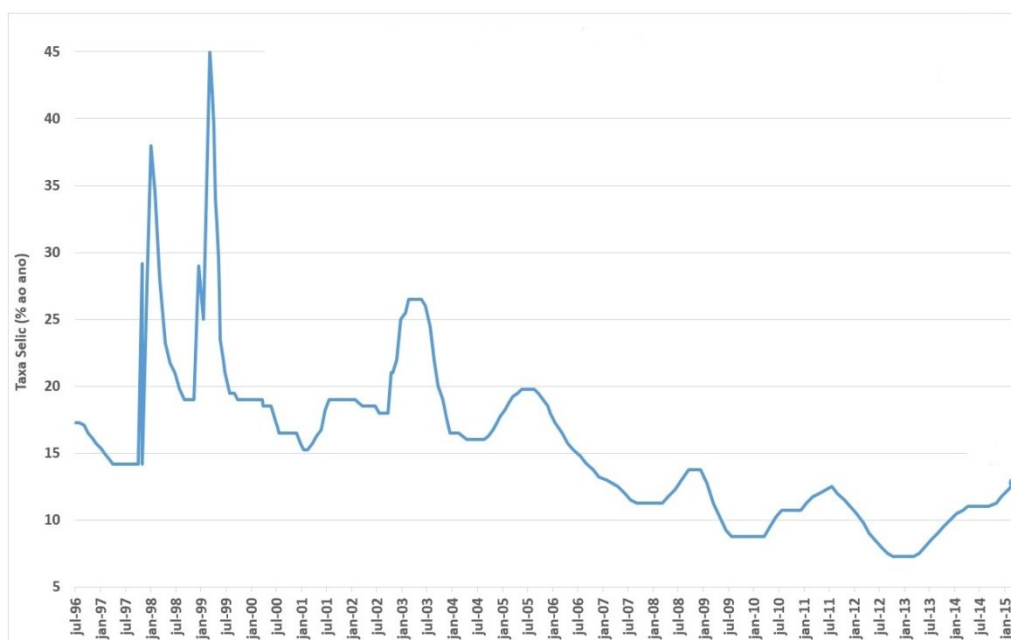
Fonte: IPEA.

Gráfico 15 – Taxa de juros – países centrais selecionados – dados anuais com taxas a.a.



Fonte: Souza (2017) a partir de dados do IPEA.

Gráfico 16 – Taxa SELIC no Brasil entre Julho de 1996 e Janeiro de 2015



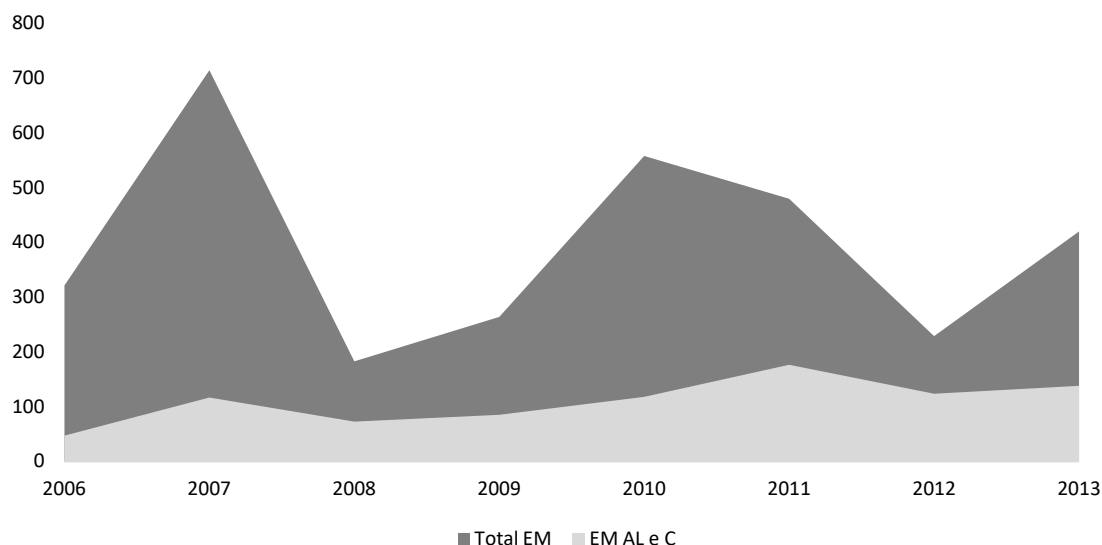
Fonte: BACEN

É possível enxergar no gráfico 014 a queda acentuada da taxa de juros do FED muito próxima a zero, o que vai de encontro com o terceiro período do trabalho de Côrrea e Pereira

(2016) onde existe uma aumento da liquidez internacional, também é possível enxergar, no mesmo período, as taxas de cambio muito mais elevadas, nos países centrais e, no Brasil.

O Movimento de liquidez ocorre, como já explicado, não somente para o Brasil, mas para todos os países emergentes como é mostrado no gráfico 17.

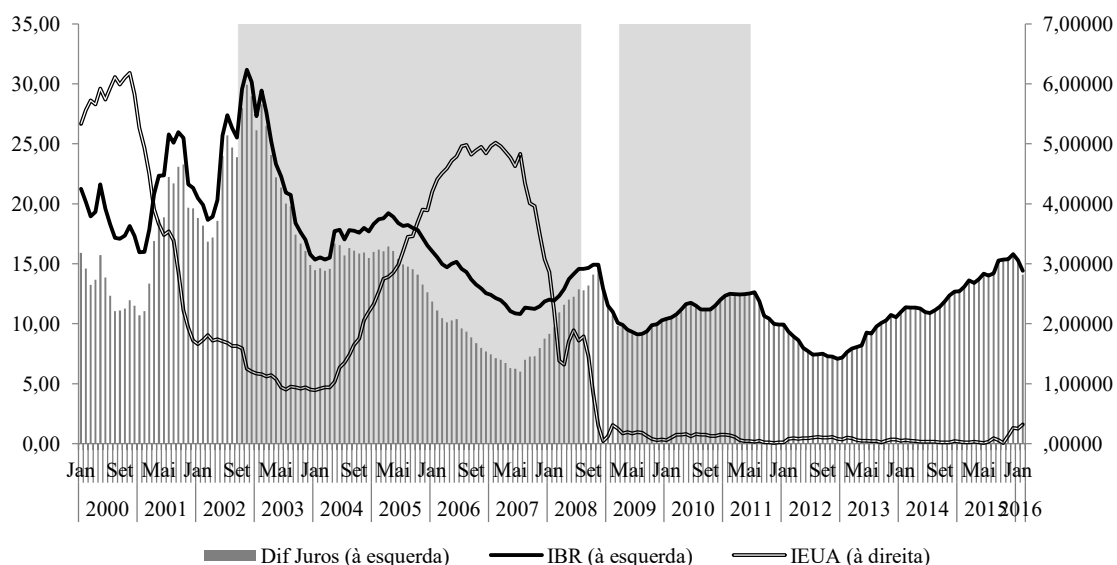
Gráfico 17 – Fluxos líquidos de recursos dirigidos aos países Emergentes: Totais e para América Latina e o Caribe – em US\$ bilhões



Fonte: Souza (2017) a partir de dados do FMI.

O Gráfico 18 demonstra de melhor maneira os ganhos de capital nos investimentos no Brasil e nos Estados Unidos.

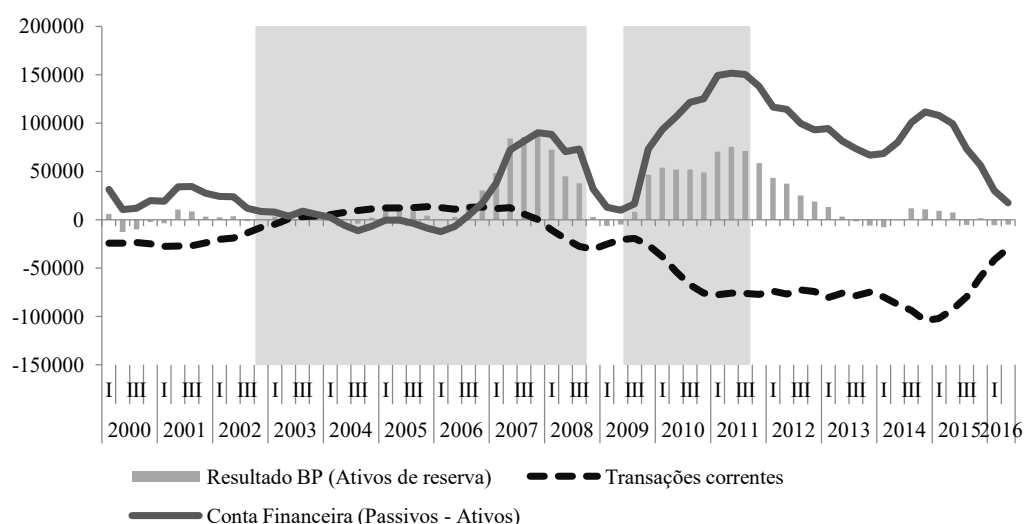
Gráfico 18 – Taxa de juros brasileira (taxa swap DI pré 360), Taxa de juros norte-americana (1 year Treasury) e Diferencial de juros – taxa anualizada e dados mensais



Fonte: Souza (2017) a partir de dados do IPEA.

No ano de 2011, é possível enxergar tanto o aumento, que ocorreu nos primeiros meses, quando a queda, que se manterá até 2013 com uma nova elevação dos juros. Seja com o aumento ou com a queda, é nítido o ganho de capital entre o Brasil e os Estados Unidos, dado a taxa de juros. Esse ganho também pode ser enxergado com o balanço de pagamentos do gráfico 19.

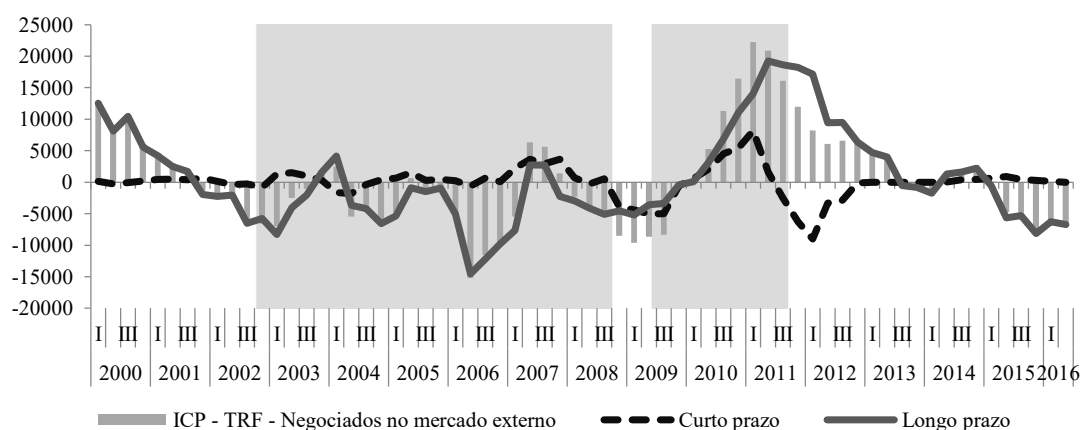
Gráfico 19 – Balanço de Pagamentos brasileiro (dados trimestrais – acumulados em quatro trimestres – em milhões de US\$)



Fonte: Souza (2017) a partir de dados do BACEN.

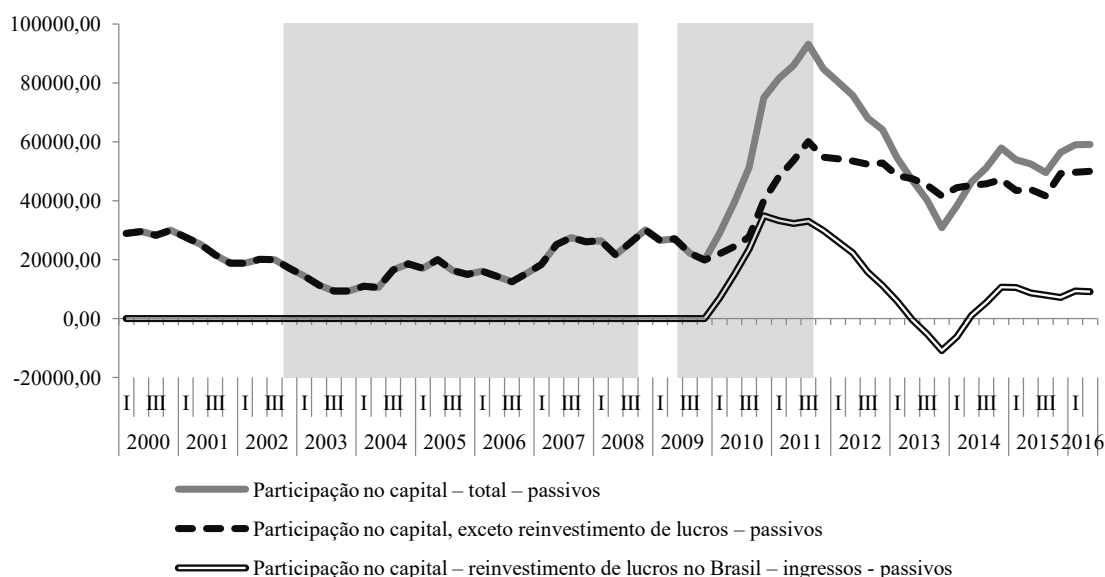
O pico no resultado do Balanço de pagamentos Brasileiro em 2011, novamente, reflete a política de Mantega, já a queda, a partir do mesmo ano, mostra o período 4 apontado por Côrrea e Pereira (2016). O mesmo ocorre se analisarmos o Investimento em Carteira de Títulos de Renda Fixa e Investimento Direto Estrangeiro, mostrados nos gráficos 20 e 21.

Gráfico 20 – IC (passivo) em Títulos de Renda Fixa Negociados no Mercado Externo – Brasil (dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)



Fonte: Souza (2017) a partir de dados do BACEN.

**Gráfico 21 – Investimento Direto no País em Participação no Capital (passivo) – Brasil
(dados em milhões de US\$, acumulados em quatro trimestres)**

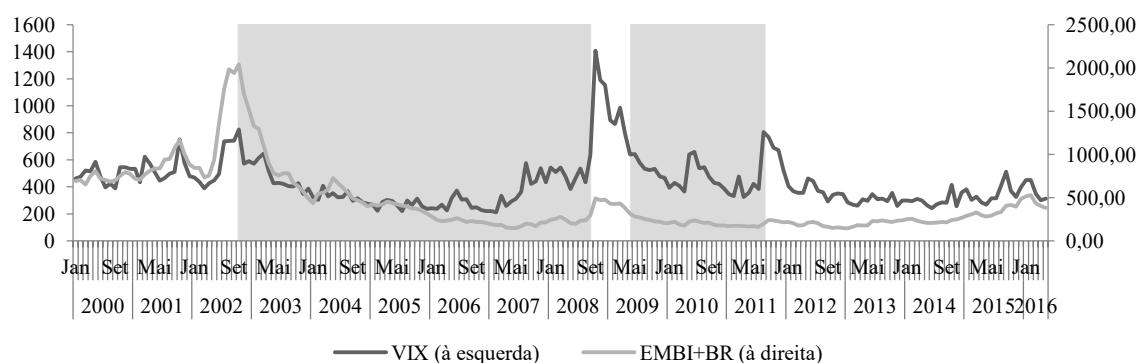


Fonte: Souza (2017) a partir de dados do BACEN

Já o gráfico 22 mostra dois índices, o primeiro, sendo o Índice de Volatilidade (VIX) criado em 1993, embora não seja um índice que represente algo numérico no mercado (como taxa de juros, por exemplo), o VIX é utilizado por inúmeras intuições financeiras como um “termômetro” para a solvência de títulos em determinado país. O aumento do índice significa que o País (no caso) possui maior possibilidade de inadimplência. (Investing, 2018)

O segundo índice, o *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+) indica a relação da taxa de juros de um país com a taxa de juros norte-americana (definida pelo FED, tomada como a de maior liquidez), o índice é calculado a partir da subtração, entre a taxa vigente em um país, menos a taxa de juros norte-americana multiplicada por 100. (HC Investimentos, 2018)

**Gráfico 22 – Índice de volatilidade (VIX) e Índice de Risco EMBI+Brasil em pontos
(dados mensais de 2000 a 2016)**



Fonte: Souza (2017), IPEA e CBOE

A partir de 2009, o VIX Brasileiro cai, para voltar a subir em 2011 (segundo semestre), mostrando o período três e quatro, ressaltado por Côrrea e Pereira demonstrando a guerra cambial de Guido Mantega e a saída de capitais ocorridas ambas em 2011. Já no EMBI+BR se nota uma pequena elevação em 2011 (primeiro semestre), e posteriormente segue em pequena queda, acompanhado pela queda dos juros brasileira, até 2013, quando o mesmo volta a subir.

3.2.3. Choques externos sobre o preço de bens importados: choques de custos e choques subjacentes sobre produtos no país

Outra variável importante que influencia a inflação doméstica é a chamada "inflação importada". O sentido é o do aumento internacional de um bem que é importado pelo país. Cita-se como exemplo o preço do petróleo, podemos citar também choques em preços de alimentos, como os que ocorreram em 2010 e que afetaram sobremaneira os preços no Brasil. O aumento de preço de produtos no exterior levou a uma remarcação de preços de produtos nacionais, mesmo quando eles não eram necessariamente importados.

Esse é um fato relevante, na medida em que preços de *commodities* internacionais não são apenas definidos por variações de demanda, mas também são influenciados pelo comportamento de mercados futuros. Para Summa e Braga (2014) essa variável, em conjunto como o câmbio definem a "inflação importada" que pode ser considerada em grande medida exógena na determinação dos preços finais. A consideração de Summa e Braga é a de que "

"essas duas variáveis foram as determinantes principais da inflação brasileira na última década, no sentido de serem as influências mais importantes, tanto dos movimentos de alta como de queda da inflação, e que são altamente significativas em qualquer estimação da inflação, a partir de diferentes métodos econométricos e para diferentes períodos de tempo"

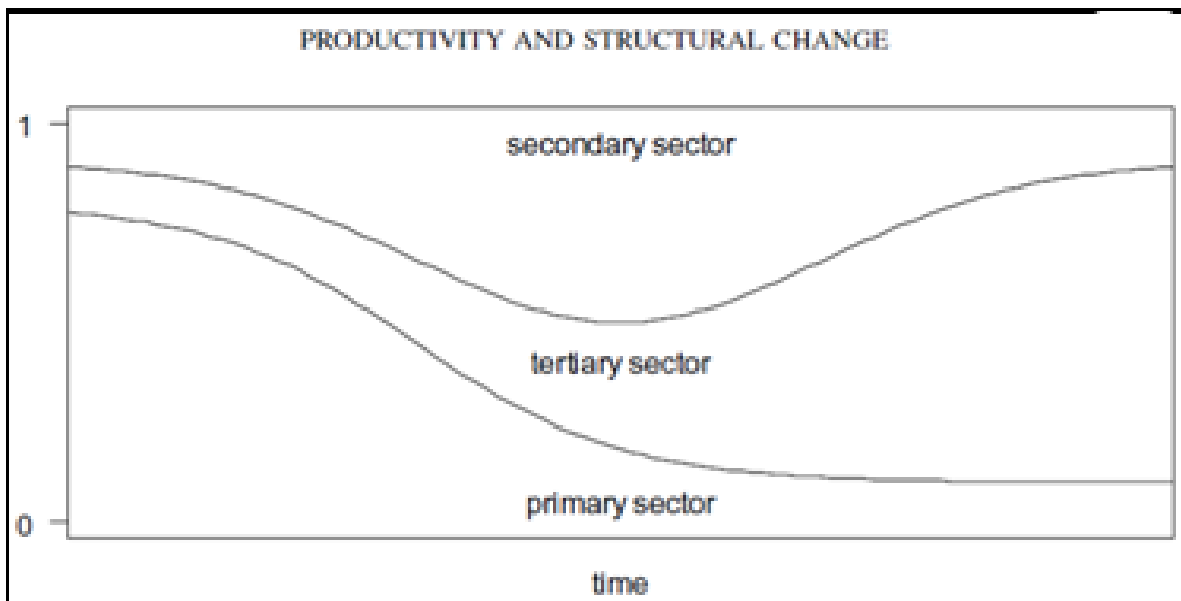
3.2.4. Inércia da inflação de serviços e conflito distributivo

Segundos os autores que defendem o Estruturalismo como base de análise da inflação brasileira, provavelmente o maior fator de elevação nas médias inflacionárias se deveram ao setor de serviços. Primeiramente é importante compreender o papel desse setor em uma economia emergente.

Segundo os estudos de Kravis e Lipsey (1983), com o maior aumento da renda das famílias, as mesmas tendem a gastar maior parte de seus salários no setor de serviços. Tomando uma condição de renda per capita baixa, as famílias primeiro gastam seus

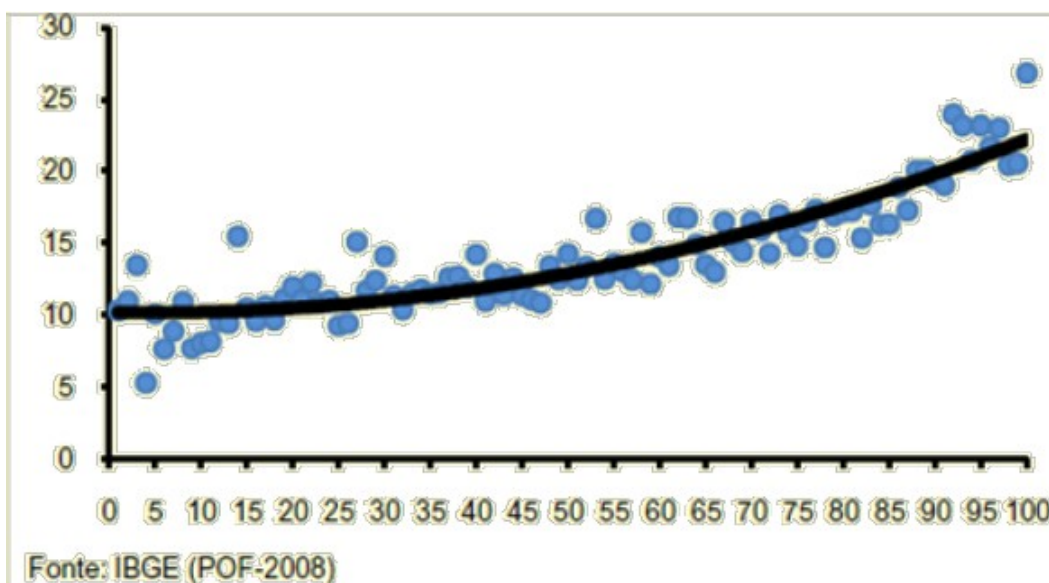
rendimentos com alimentos e produtos básicos, com o aumento da renda, tendem a gastar com bens industrializados e com maior tecnologia e, em um terceiro momento, gastam mais com o setor de serviços. Os próximos gráficos, (sendo o gráfico 23 presentes no trabalho de Giovannetti (2013) e Kruger (2009) e o gráfico 24 Giovannetti (2013)) ilustram bem esse histórico:

Gráfico 23 - Mudança estrutural no desenvolvimento das economias



Fonte: Giovannetti, (2013) apud Kruger 2009

Gráfico 24 - Participação dos serviços no consumo das famílias por percentil da distribuição da renda domiciliar per capita (%)



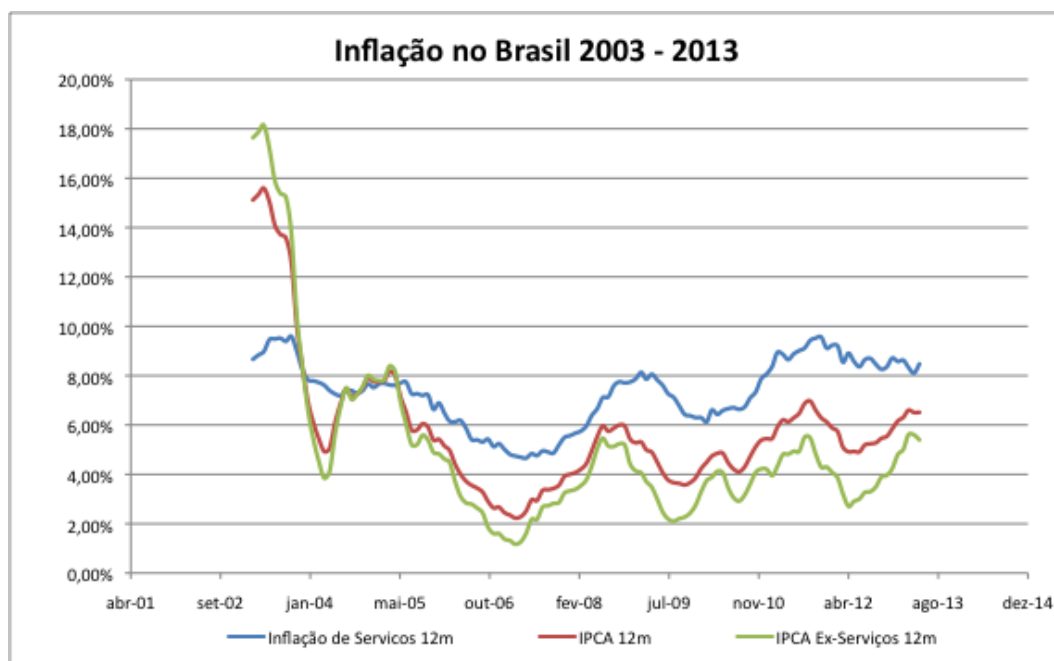
Fonte: Giovannetti (2013) a partir de dados do IBGE.

Embora aparentemente exista aqui um choque de demanda o qual eleva o custo do setor de serviços, é importante salientar que o crescimento da demanda pelo setor se deu através dos anos, tempo o suficiente para o setor se adaptar em sua oferta. Mas então, por que os preços desse setor continuam altos em relação aos demais?

O motivo se dá justamente pela questão dos custos. Em primeiro lugar, como já foi dito, o setor de serviços tem maior dificuldade de gozar de economias de escala, onde o custo marginal de produção tende a cair com o aumento da mesma; um segundo fator está no uso de mão de obra especializada, esta sendo sempre mais cara, e por fim, você tem as leis de crescimento do salário mínimo, vigentes durante os anos de 2011 a 2013 que tornaram os custos mais rígidos e com uma maior tendência de serem inerciais. (Giovannetti, 2013)

O gráfico abaixo apresenta a parcela de consumo do IPCA dividindo bens e serviços entre os anos 2003 e 2013, o que mostra de fato o aumento contínuo dos preços de serviços acima da média do IPCA.

Gráfico 25 – Inflação no Brasil entre os anos de 2003 a 2013



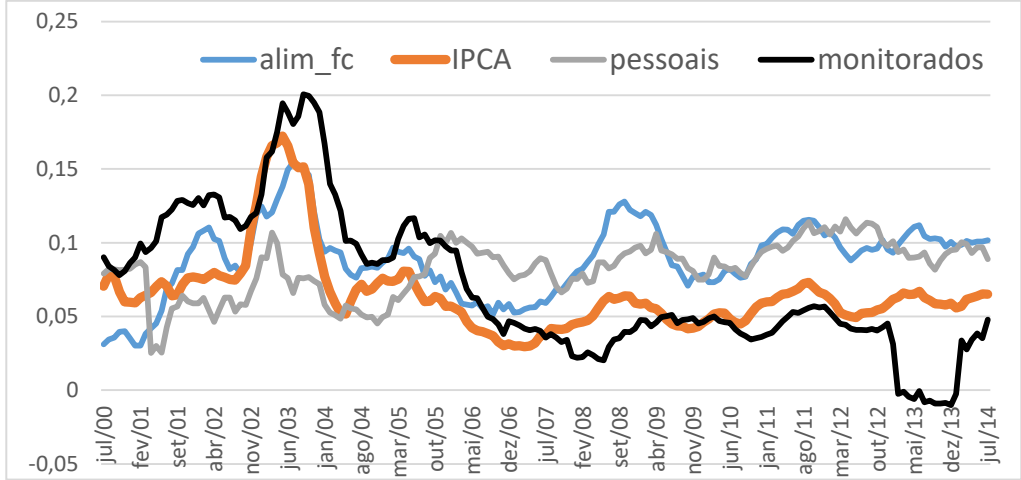
Fonte: Giovannetti, (2013) a partir de dados do IBGE.

Acompanhando a visão de Giovannetti, Cláudio Hamilton Matos dos Santos (2014 e 2016), não somente concorda com a presença de uma inflação setorial promovida pelo setor serviços e que começou a pressionar mais depois de 2006, como analisa quais foram os ramos que mais afetaram a inflação. O intuito do mesmo foi o de analisar mais profundamente estes

dados, referentes ao setor serviços, verificando as características estruturais dos vários tipos de serviços que compõem o IPCA.

Um dos pontos importantes a comentar é o de que os serviços monitorados e, mais geralmente, capital-intensivos baratearam enormemente a partir de 2006 em relação aos serviços trabalho-intensivos (e.g. alimentação fora de casa ou serviços pessoais).

Gráfico 26 – Inflação: IPCA, Serviços de Alimentação fora de casa, Serviços Pessoais, Serviços Monitorados



Fonte: Dos Santos (2016)

Abrindo mais estes dados, o autor observou uma diferença de dinâmica entre dois grupos de serviços livres (não monitorados)

No caso do último grupo a dinâmica inflacionária é maior sendo que eles estão no grupo de serviços que conferem maior pressão sobre a inflação, seguindo classificação construída pelo autor e apresentada no Quadro 2:

Quadro 2 – Desagregado do setor de Serviços entre os anos de 2006 e 2014

Alta pressão (36 subitens)	Baixa pressão (45 subitens)
Refeição; Lanche; Café da manhã; Refrigerante e água mineral; Cafezinho; Cerveja; Outras bebidas alcoólicas; Aluguel residencial; Mudança; Mão de obra; Reforma de estofado; Avião; Conserto de automóvel; Estacionamento; Lubrificação e lavagem; Médico; Dentista; Tratamento psicológico e fisioterápico; Hospitalização e cirurgia; Plano de saúde; Costureira; Manicure e Pedicure; Cabeleireiro; Empregado doméstico; Depilação; Ingresso para jogo; Clube; Compra e tratamento de animais; Hotel; Creche; Educação infantil; Ensino fundamental; Ensino médio; Curso preparatório; Curso técnico; Curso de idioma	Doces; Condomínio; Taxa de água e esgoto; Gás Encanado; Energia Elétrica Residencial; Conserto de Refrigerador e Freezer; Conserto de televisor; Conserto de aparelho de som; Conserto de Máquina de Lavar/Secar Roupas; Ônibus urbano; Táxi; Trem; Ônibus intermunicipal; Ônibus interestadual; Metrô; Barco; Transporte escolar; Emplacamento e licença; Seguro voluntário de veículo; Multa; Pedágio; Pintura de veículo; Aluguel de veículo; Exame de laboratório; Eletrodiagnóstico; Despachante; Serviço bancário; Conselho de classe; Cinema; Aluguel de DVD e Fita de Vídeo Cassete; Boite, Danceteria e Discoteca; Jogos de azar; Motel; Excursão; Revelação e cópia; Ensino superior; Pós-graduação; Fotocópia; Curso de informática; Ginástica; Correio; Telefone fixo; Telefone público; Telefone celular; Acesso à internet

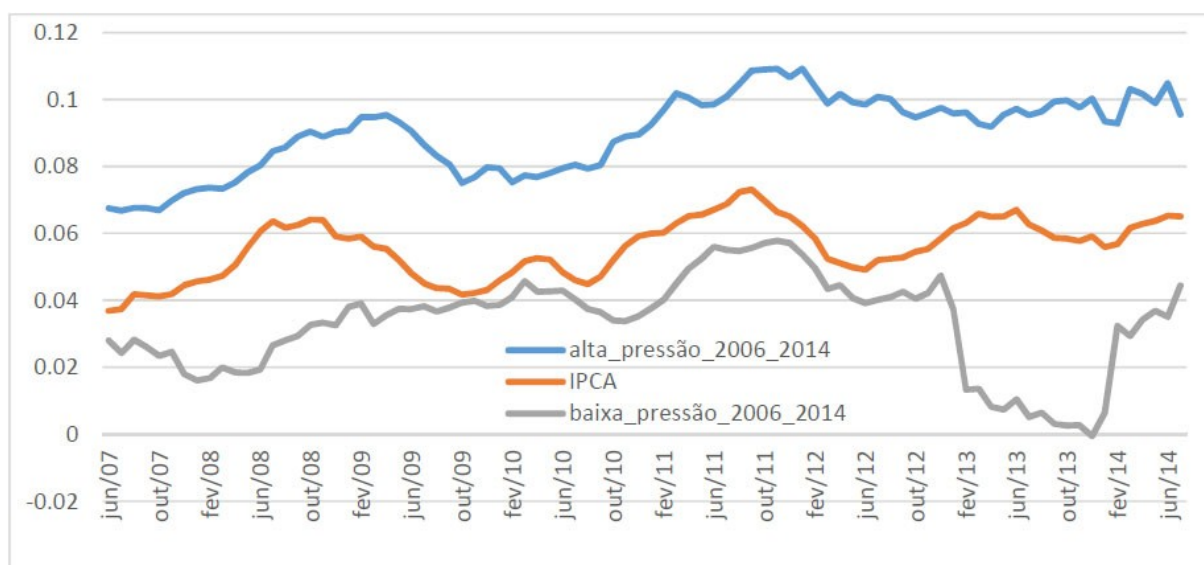
Fonte: Santos (2016)

Santos desagrega o setor de serviços em ‘Alta Pressão’ (como pode ser visto no quadro acima) composta por setores: (i) de trabalho altamente qualificado, como saúde e educação; (ii) de trabalho desqualificado, como alimentação fora de casa, serviços pessoais; e dependentes da terra, (iii) como hotéis, estacionamentos e aluguéis. Esses são setores que pressionam fortemente a inflação de serviços. O que se observa é que a porcentagem dos serviços de Alta Pressão tem peso no IPCA de 30% sendo que o crescimento anual, a partir de 2011, girou na casa de 10% ao ano. (Santos, 2016)

Já o Setor de Serviços de ‘Baixa Pressão’ correspondem a serviços de uso intensivo de capital e serviços públicos no geral, os quais, a partir de 2006, têm caído sua participação no IPCA chegando a menos de 20% em 2016. (Santos, 2016)

O gráfico abaixo mostra a disparidade entre os índices do IPCA e o seu desagregado entre Alta e Baixa pressão.

Gráfico 27 - IPCA e Índice Desagregado de Serviços (Alta e Baixa Pressão) entre os anos 2007 e 2014



Fonte: Santos (2016, pág. 27)

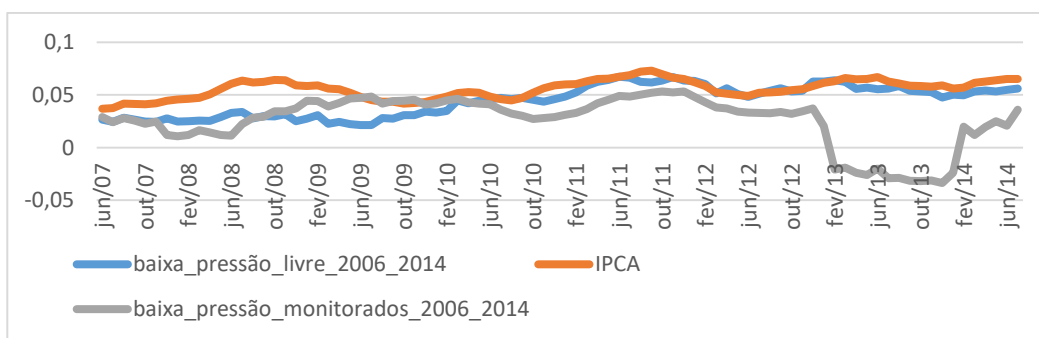
Considerando estes últimos, cabe destaque importante para os serviços monitorados, como se observa abaixo pelo Gráfico 27. Mostra-se que exerceram uma pressão baixista importante sobre a inflação brasileira no período recente, no entanto, é importante perceber que eles estão voltando a acelerar, e estão causando impactos importantes, especialmente em 2015.

No que se refere aos serviços que pressionam a inflação, a constatação é a de eles estão em poucos setores (inflação em torno de 10% desde 2006):

- (i) intensivos em trabalho qualificado (e.g. saúde e educação privadas);
- (ii) Intensivos em trabalho desqualificado (alimentação fora de casa, serviços pessoais);
- (iii) serviços cujos preços dependem do preço da terra urbana (estacionamento, aluguel, hotéis). Destaca-se, ademais, que estes setores têm um alto peso no IPCA; de aproximadamente 30%.

Os segundo foi impactado pelo aumento de salários, mas destaca-se que no caso de serviços pessoais observou-se o crescimento da lucratividade do setor.

Gráfico 28 - Serviços de baixa pressão livres, baixa pressão monitorados e IPCA



Fonte: Dos Santos, 2014

Para verificar os elementos que explicam esta *performance*, o trabalho constata que grande parte dos serviços de alta pressão inflacionária apresentaram altas taxas de crescimento: do VA e do Nível de emprego entre 2007 e 2011 e para seus empregados verifica-se a existência de ganhos salariais reais significativos. Os serviços que têm afetado fortemente a inflação e que parecem mais afetados pelo SM são os serviços de alimentação fora de casa, os serviços pessoais, os serviços de habitação (condomínios, mudanças e etc) e os serviços voltados para donos de automóveis.

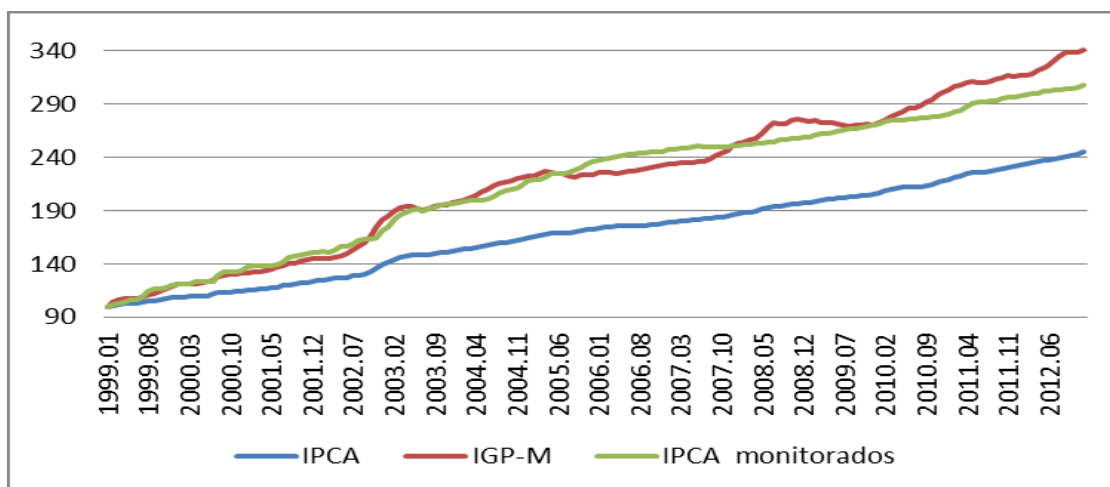
A conclusão do estudo é a de que a dinâmica do setor serviços é complexa mas é possível perceber o impacto dos custos dos salários em alguns ramos e também deve-se destacar a existência de certo impacto de demanda, provocado pelo aumento rápido da demanda em alguns ramos, pela incorporação de ampla gama da população ao mercado consumidor, em situação de forte disparidade salarial histórica.

Conforme já indicamos, Suma e Braga (2014) encontram também o peso do setor serviços para a inflação, especialmente após 2006. Os autores encontraram esse resultado e, segundo eles este último fato pode ser interpretado, de três formas:

- (i) que o setor serviços é basicamente não-comercializável e com isso os salários são um fator importante de custo e mais facilmente repassado para os preços;
- (ii) que o crescimento da produtividade dos serviços evolui de maneira menos rápida que na agricultura e indústria; e
- (iii) que os salários dos serviços estão bastante relacionados com o salário mínimo, que teve um forte componente de reajuste acima da inflação no período recente.

Uma visão empírica dessa dinâmica pode ser percebida pelo comportamento dos índices de preço no gráfico 28.

Gráfico 29 – Índices de Preços Brasileiros IPCA, IGP-M e IPCA monitorados; entre os anos 1999 e 2012



Fonte: Summa e Braga (2010, pág 03)

No referido gráfico observamos o Índice de Preços ao Consumidor Amplo contrastando-se com outros dois índices: O primeiro sendo o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) que a princípio era usado para a correção de alguns títulos do governo, mas passou a ser utilizado para averiguar a variação de preços de contratos e valor de bens do atacado (sendo um índice muito usual pelos produtores); o segundo é o IPCA monitorados, que, como o próprio nome já diz, se forma a partir da desagregação dos bens monitorados do IPCA.

O gráfico trás nitidamente o crescimento de ambos os índices, porém, a partir de agosto de 1999, é possível enxergar o distanciamento de valores entre o IPCA monitorados e o IGP-M do Índice de Preços ao Consumidor amplo. Essa constatação se dá justamente pelo aumento do valor de custo dos serviços dado principalmente pela rigidez de contratos no período (Summa e Braga, 2010).

3.2.5 – Componentes de custo

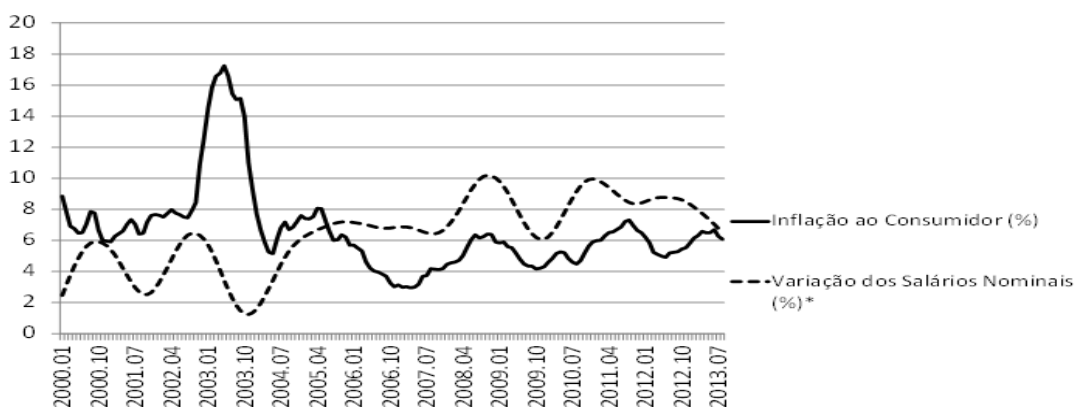
Pérsio Arida (1982) em seu trabalho “Reajuste Salarial e Inflação” aponta que uma das causas da inflação se dá pela luta entre patrões e trabalhadores. Uma vez os trabalhadores apresentam avanços em suas reivindicações salariais, acima da produtividade, essa dinâmica impacta sobre o custo das empresas.

Por sua vez, as empresas nem sempre conseguem aumentar sua produção após o aumento dos salários (como meio de dissipar o aumento dos custos), isso ocorre principalmente no setor de serviços, onde o emprego de mão de obra especializada acaba aumentando os custos salariais.

Se em primeiro momento os trabalhadores conseguem vantagem na luta por melhor poder de compra, em segundo momento, a partir da impossibilidade de se aumentar os lucros, os empresários passam o choque de custo para seus serviços/mercadorias.

O choque de custos provocado pelo aumento do salário mínimo pode ser visto no gráfico 29, onde entre os anos 2000 e 2004 a média de crescimento do salário mínimo se dava na faixa de 3,2%, sendo este valor menor que o IPCA. Já a partir do ano de 2005 a média vai para 8% ao ano, superando o valor o teto do Regime de Metas (Summa e Braga, 2010).

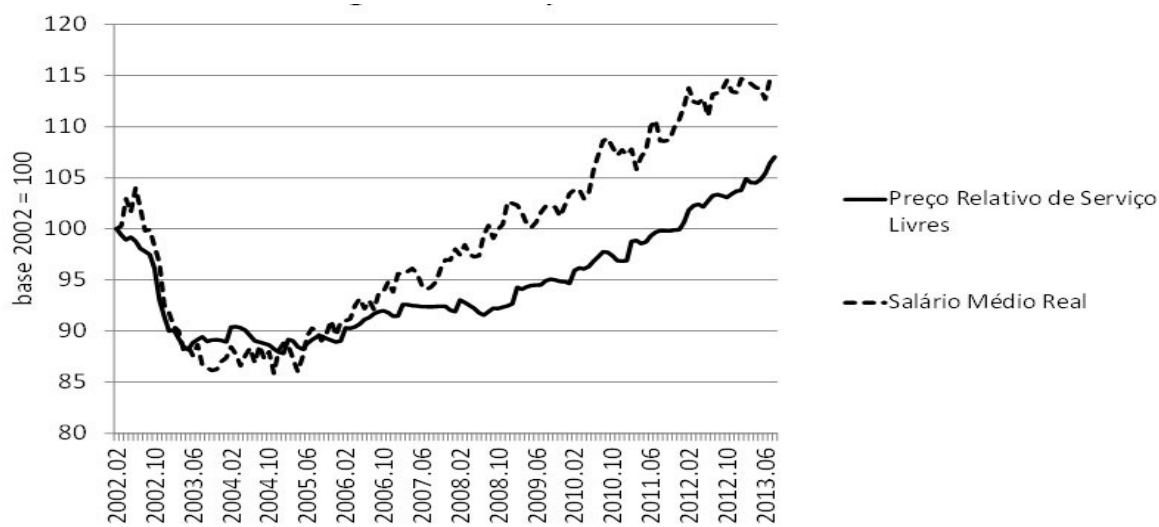
Gráfico 30 - Salários Nominais e Inflação entre 2000 e 2013



Fonte: Summa e Braga (2010, pág. 08)

Outro ponto importante sobre a análise do gráfico 29 está na variação do percentual de pessoas que ganhavam salário mínimo, sendo esta em 1999 de 10% e em 2009 de 16%. Esse dado é importante para embasar o argumento de Summa e Braga (2010) de que o aumento do salário mínimo somando-se ao aumento do salário médio teve influência na inflação, especialmente após 2006.

Gráfico 31 - Serviços e Salários entre 2002 e 2013



Fonte: IBGE

Já o gráfico 30, mostra um crescimento entre salários reais e preços relativos de serviços livres crescendo em igual proporção entre os anos 2002 e 2005, já a partir de 2006 é notório o distanciamento entre os salários e os preços relativos, caracterizando um claro cenário de inflação de custos por parte dos salários. (Summa e Braga, 2010)

Para Summa (2014b) “A conjunção de um mercado de trabalho mais aquecido e uma taxa de desemprego em patamares baixos por um período considerável com as políticas de ganhos reais de salário mínimo e do seguro-desemprego, parece começar a despertar um aumento relativamente moderado do poder de barganha dos trabalhadores e um acirramento do conflito distributivo” (segundo os dados do DIEESE, a quantidade de horas paradas das greves dos trabalhadores do setor privado em 2012 mais do que quadruplicaram em relação da média do período 2006-2009). Mais da metade das greves de 2012 foram feitas por trabalhadores do setor privado, sendo que quase 38% das greves foram feitas na indústria”. a ação sindical, embora “invisível” (porque não provoca a mesma comoção de outros tempos), parece bastante eficaz, além de disseminada por todo o país, e em todos os setores econômicos”.

No que se refere a esta dinâmica, o salário mínimo é um farol para o crescimento de alguns salários, especialmente de algumas categorias dos serviços.

3.2.6 A Inércia Inflacionária

Passando agora a tratar do trabalho do ex-ministro da fazenda Luiz Carlos Bresser-Pereira (1989) “A teoria da Inflação Inercial Reexaminada” Bresser aponta a existência na economia brasileira de inércia inflacionária, a qual é explicada por dois fatores distintos:

O primeiro se deve pela chamada Rigidez de Contratos, sendo o fator mais importante dessa rigidez a presença de aumento anual no salário mínimo. O segundo fator é a própria indexação promovida pelos agentes econômicos a partir da inflação passada. É importante notar quanto a indexação que difere das Expectativas Adaptativas dos Neoclássicos (onde os agentes esperam a inflação presente tomando a inflação passada), o processo de indexação, para Bresser, acontece no seio da luta entre patrões e empregados onde ambos buscam manter o *status quo* de sua renda, ou seja, os funcionários obtendo ganhos nas empresas, tão logo os empresários repassam os preços ao mercado, com menor poder de compra, mais uma vez os empregados buscam melhores salários, promovendo um ciclo de indexação. (Bresser-Pereira, 1989)

3.3. Limitação da taxa de juros para tratar do fenômeno da inflação e periodização

Tendo em vista as análises acima, que levantam componentes alternativos para explicar a inflação brasileira, a questão a seguir é a de que o movimento da taxa de juros pode não ser o elemento adequado para controlar a inflação.

Para essa análise, retomamos as considerações de nosso capítulo inicial, quanto às características do "novo consenso macroeconômico" e a crítica heterodoxa, a partir de Keynes¹⁰. O que vimos acima é que fatores que provocam inflação podem não estar vinculados ao excesso de demanda e sim a características estruturais das economias, ou mesmo ao fato de as mesmas apresentarem subordinação em termos da dinâmica do câmbio. Outro elemento importante é o próprio conflito distributivo, resultante de décadas de salários comprimidos e que pressionam por ajustes reais, acima da produtividade, especialmente no setor de serviços e um terceiro elemento é a continuidade da existência (oculta) de indexação de contratos. Ora, estas pressões inflacionárias não são "corrigidas" com ajuste dos juros.

¹⁰ Mas que pode incorporar também os autores kaleckianos e sraffianos

Sachsida e Mendonça (2009) em seu trabalho intitulado: “Reexaminando a curva de Phillips brasileira com dados de seis regiões metropolitanas” apresenta um resultado que de fato anula o uso dos juros para a ação direta na taxa de inflação. Para os autores a relação entre taxa de inflação e curva de Phillips, é inexistente (Giovannetti, 2013).

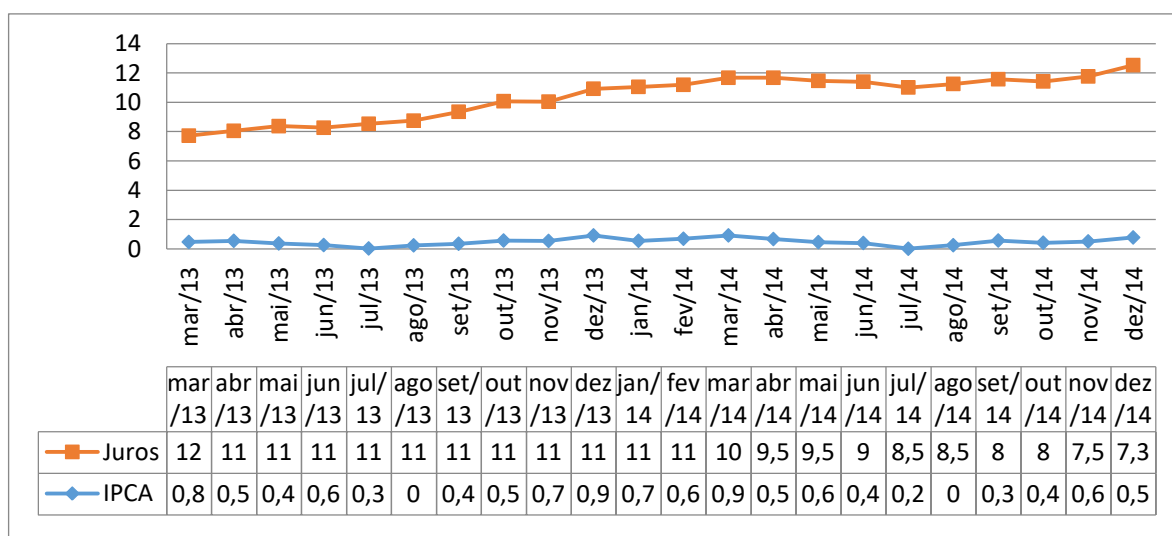
Os trabalhos de Lara Resende (1979) e Lopes (1982), também desconsideram os efeitos da curva de Phillips como não explicativos para a inflação. Tomando a curva de Phillips como o *trade off* entre inflação e desemprego a curto prazo, como expresso na figura X, para Lara Resende (1979) a relação entre o hiato do produto seria desprezível, dado a indexação da economia.

Já Lopes, ao contrário de Resende, encontra em seu trabalho de 1982 algum resultado na curva de Phillips, porém o autor defende que dado a presença de inércia inflacionária o uso de políticas restritivas – em especial o uso da taxa de juros – teria resultado pouco frutífero. (Bastos e Neto, 2014)

Os escritos de Mondiano (1983) também podem ser usados para sustentar a tese que o uso dos juros não é uma ferramenta tão eficaz para o combate a inflação. Para ele, dado o pouco efeito da curva de Phillips, o sacrifício na taxa de desemprego e na capacidade produtiva da economia não justificam o percentual da taxa de inflação que cairia com o uso de tais políticas.

Corroborando essa questão, apresentamos dados pós-março de 2013.

Gráfico 32 - Histórico IPCA Mensal e SELIC entre Mar/2013 e Dez/2014

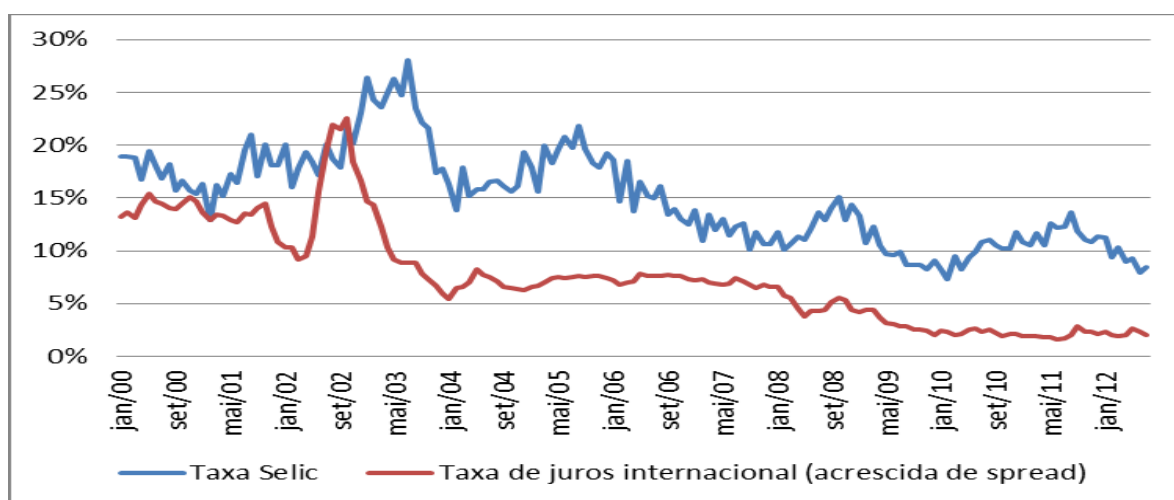


Fonte: Elaboração Própria a partir de dados do BACEN e IBGE

Como é possível observar, na relação entre o valor da taxa de juros anual e o valor mensal do IPCA é possível o relativo descasamento do comportamento de ambas. De um lado ocorre um crescimento da SELIC enquanto a inflação se mantém aproximadamente estável.

Uma consideração importante quanto ao papel dos juros para controlar a inflação é a de que o movimento dos juros teria influência, mas por outro canal: o do câmbio. Não seria seu efeito sobre a demanda agregada diretamente. Outra crítica a ser feita quanto o uso dos juros, está não em seu valor de controlar a inflação a partir do arrefecimento da demanda agregada, e sim, em seu papel cambial. O sentido é o de que a taxa de juros alta influencia na atração de capitais externos, o que valoriza o câmbio nos momentos de liquidez internacional, provocando forte pressão para a valorização cambial. Na medida em que o câmbio se mantém valorizado, isso pressiona as empresas internamente, pois os produtos concorrem com os importados mais baratos, gerando pressão para não reajustes de preços.

Gráfico 33 - Diferencial entre Taxa de Juros Brasileira e Estrangeira nos anos 2000 a 2012



Fonte: Summa e Braga (2010) a partir de dados do BACEN

Com a Taxa SELIC Brasileira caminhando, a partir de 2002, bem acima das taxas internacionais, temos uma confirmação empírica que a mesma provocou um maior fluxo de entrada de capitais estrangeiros, esses capitais valorizaram o Real e jogaram a taxa de câmbio para baixo, tendo impacto na inflação.

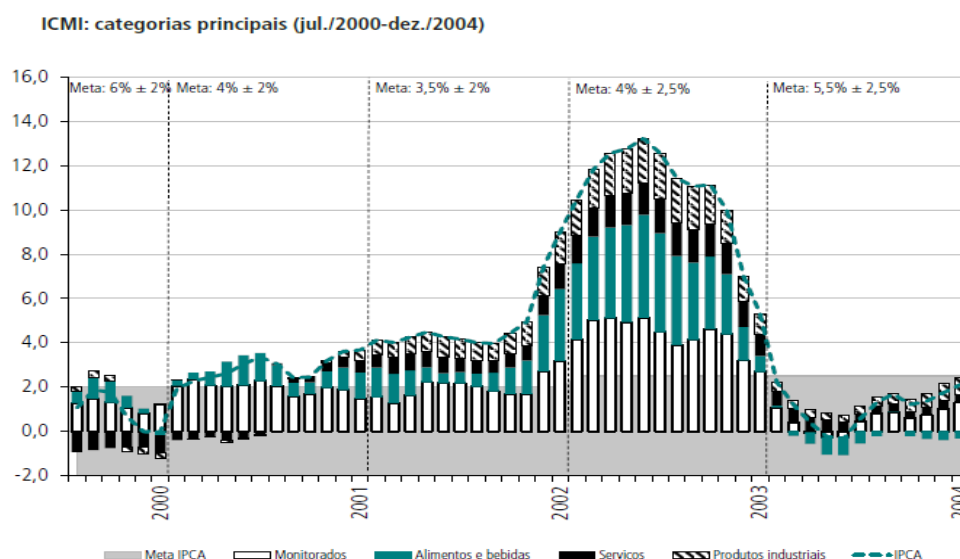
No contexto da discussão da implantação do Regime de Metas de inflação e sua evolução, é importante analisar o comportamento da inflação, de forma desagregada.

Servilhano (2014) constrói um “Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação” (ICMI), considerando as seguintes categorias: produtos monitorados, produtos

industriais, serviços, alimentos e bebidas. A partir da análise do comportamento dessas contribuições o autor verifica que há uma mudança na dinâmica da inflação brasileira no que se refere ao peso de cada uma das categorias analisadas para o desvio da meta.

A indicação é a de que entre 1999 e 2006, o setor que mais pressionou a inflação foi o dos preços monitorados, que cresceram acima do centro da meta a taxas elevadas em todos esses anos. O setor de alimentos foi o segundo mais influente até 2003 e em 2004 e 2005 esteve abaixo do centro da meta. Um destaque importante vai para o fato de que a contribuição dos serviços foi para cima do centro, desde meados de 2001, mas, em geral, com magnitude moderada em comparação com os outros grupos.

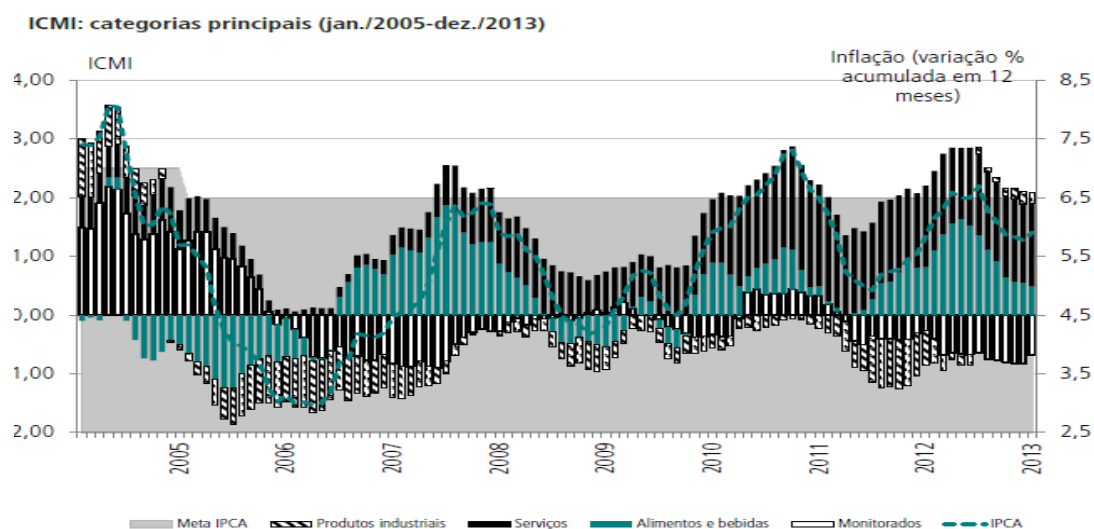
Gráfico 34- Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação –Servilhano (2014)



Servilhano (2014)

Para a periodicidade 2006-2014 se observa uma mudança. De fato, as contribuições de monitorados e produtos industriais foram marcadamente para baixo do centro da meta, enquanto os alimentos e serviços, tipicamente pressionaram para cima.

Gráfico 35 – Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação – pós 2006



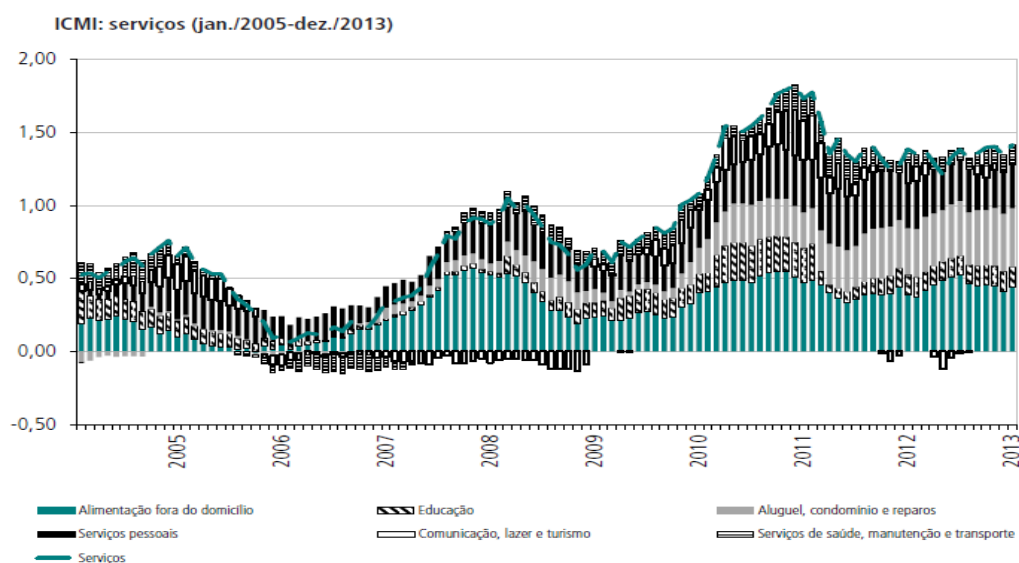
Servilhano (2014)

Duas conclusões se destacam neste estudo pós 2006:

A de que os preços dos serviços tinham subido consistentemente acima do IPCA. Nestes termos, uma característica saliente da dinâmica da inflação brasileira nos últimos anos tinha sido o rápido encarecimento relativo de vários dos serviços que compõem o IPCA.

De que o comportamento dos monitorados e produtos industriais explica-se pelos efeitos da revisão de procedimentos regulatórios de diferentes preços monitorados e da apreciação continuada da taxa de câmbio.

Gráfico 36 – ICMI Serviços



Servilhano (2014)

3.4. Crise nas contas Públicas, o problema de fato fora o excesso de gasto?

Mencionado no capítulo 02, os ortodoxos enxergam como uma das causas da manutenção do índice inflacionário o excesso de gasto público, em especial o gasto primário, promovido pelo governo. Porém, de fato o governo expandiu demasiadamente seus gastos? O problema estava no resultado primário que fora, no ano de 2014, de déficit na ordem de 0,6%?

Quadro 03 – Fluxo de Caixa do Governo Federal

Receitas
-Despesas Correntes
Resultado Primário (Superávit ou Déficit)
-Despesas com Juros
Resultado Operacional
-Δ no Câmbio E Correção Monetária
Resultado Nominal

Fonte: Elaboração Própria

3.4.1 Há Nível correto para a Dívida?

A visão clássica, enxergando o Estado com um agente que sempre gera ineficiência, defende que a presença de dívida, em qualquer patamar, sempre gera prejuízo tanto para o Estado quando para a sociedade no geral, uma vez que os agentes econômicos teriam suas expectativas corrompidas e adotariam maior cautela em investir e consumir. O artigo de Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff (2010) procura fazer um apontamento perante um nível adequado de dívida, a qual para os autores se encontra em até 90% do PIB.

Já a Visão Heterodoxa desmente tal argumento. Quando se tem o prelúdio de uma crise, e o governo opta por conter seus gastos, o próprio desaquecimento provocado pelo corte no orçamento governamental retroalimenta a dívida, promovendo mais crise; com mais crise, menos receitas governamentais, com menos receitas, menor capacidade de sanar seus gastos.

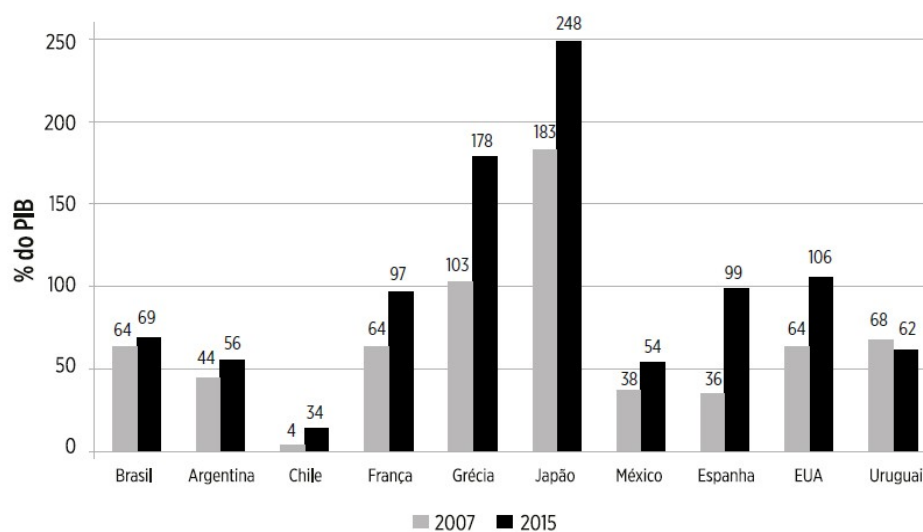
Figura 01 - Ciclo Vicioso da Austeridade



Fonte: SEP (2016)

No início de uma crise é natural que o governo aumente seus gastos afim de conter seus impactos, isso não é uma ação que aconte somente no Brasil, e pode ser enxergada através do gráfico 36, com o aumento da dívida de diversos países após a crise de 2008.

Gráfico 37 – Dívida Pública de Países Selecionados



Fonte: SEP (2016) a partir de dados do FMI

3.4.2 Problemas com a Dívida

Tomando a visão heterodoxa, o aumento da dívida não é um problema em si, sendo este aumento recomendavel para conter os males de uma crise economica, ainda assim, é possivel enxergar a dívida como um problema? Uma possivel resposta está no estudo de seu curso. (SEP, 2016)

Um primeiro problema a ser apontado quanto o seu aumento está no mesmo provocado por uma alta taxa de juros. Se o aumento for provocado pelo valor da SELIC (no caso da dívida brasileira) esse aumento demonstra não uma ação contra-cíclica que apareceria nos gastos primários, mas sim, o uso intensivo de política monetária. (SEP, 2016)

O segundo problema apontado pela presença de uma dívida com alto valor referente ao PIB está se a dívida foi feita em moeda estrangeira ou moeda interna. No ano de 2002 a dívida Brasileira se encontrava em um patamar de 67,4% em moeda estrangeira (dívida externa) e 32,6% em moeda corrente (Real), a partir dos fluxos de divisas que entraram no Brasil a partir de 2006 pelo aumento de preços das commodities e pelos altos patamares da Taxa de Juros, o Brasil reverteu esse quadro, tendo em 2014 sua dívida nas proporções de: 95,1% em Real e 4,9% em moeda estrangeira. (SEP, 2016)

Com essa reversão no quadro o Brasil acabou se tornando credor, tendo grande saldo de dívida em Reais. Uma vez que a dívida esteja em Real, com a desvalorização do mesmo a dívida acabaria diminuindo, facilitando um possível pagamento, fora a possibilidade de senhoriagem dada à Autoridade Monetária. Ou seja, dívida em moeda interna possui características distintas de dívida em moeda externa. (SEP, 2016)

3.4.3 Porque a Dívida Brasileira Aumentou?

Como já dito, os teóricos ortodoxos enxergam o aumento da dívida principalmente pelo aumento do gasto público através das despesas correntes, que tiveram alta durante os anos de 2011 e 2013.

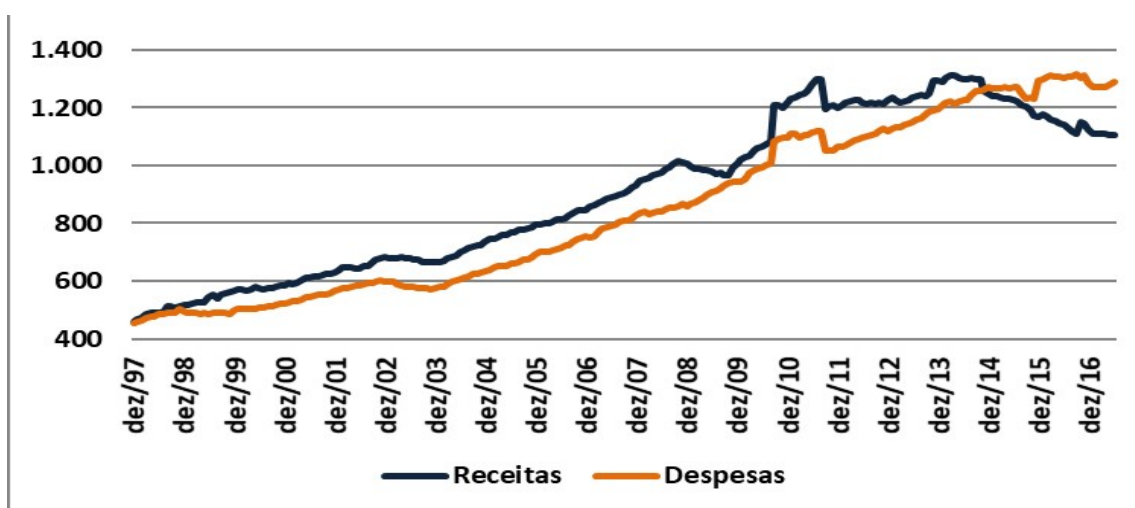
Tabela 07 – Taxa Real de Crescimento das Receitas e Despesas por Período de Governo

Discriminação	1998-2002	2002-2006	2006-2010	2010-2014	2014-2015
Receita total	6,5%	4,7%	3,6%	1,5%	-6,0%
Despesa total	3,9%	5,2%	5,5%	3,8%	-2,9%
Pessoal	3,4%	0,7%	4,1%	-0,3%	1,8%
Benefícios Sociais	6,0%	8,8%	4,5%	4,3%	0,4%
Subsídios	-14,3%	32,3%	14,9%	23,8%	-10,3%
Custeio	2,9%	3,6%	4,8%	4,7%	-5,3%
Investimentos	-4,2%	2,3%	24,0%	0,3%	-41,4%
Outras despesas de capital	2,9%	-5,9%	11,4%	-2,5%	-14,7%
PIB	2,3%	3,5%	4,6%	2,2%	-3,8%

Fonte: SEP (2016)

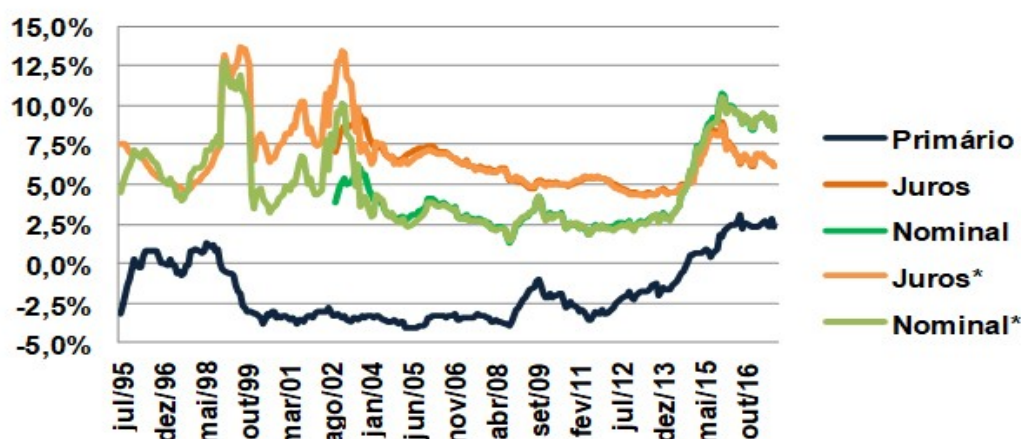
Tratando-se do crescimento das despesas correntes, o gráfico 36, ilustra que em relação aos governos anteriores, os anos de 2011 a 2014 tiveram o menor aumento, de 3,8; porém o período teve o menor crescimento de receitas, com o aumento de 1,5%, o gráfico ainda mostra o ano de 2015, com crescimento negativo de receitas (-6%) e queda nas despesas totais. Ou seja, o aumento das despesas correntes não foram o principal fator no descontrole das contas públicas e, em conjunto com a Teoria Estruturalista da Inflação, põem em cheque a ideia de aumento inflacionário por conta do aumento dos gastos governamentais. (SEP, 2016)

Gráfico 38 - Receitas e Despesas Primárias da União de 1997 à 2017 (Valores em Bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil

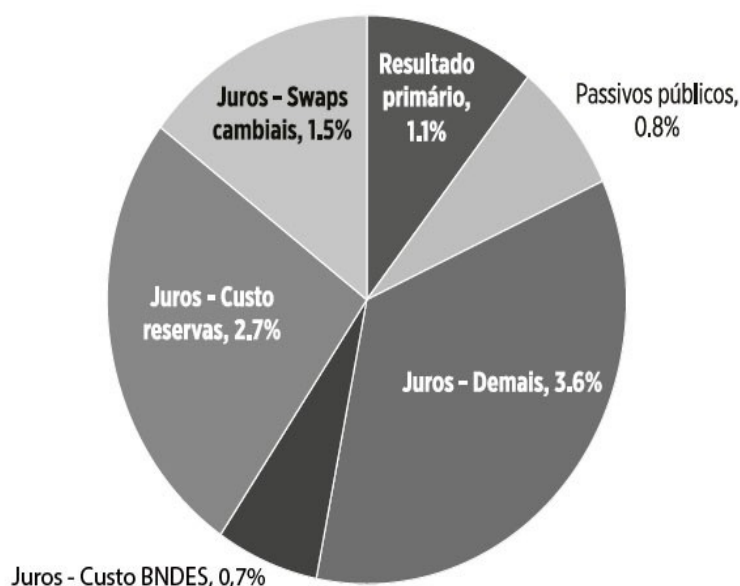
Gráfico 39 - NFSP/PIB (*série com desvalorização cambial)



Fonte: Banco central do Brasil

Tanto o gráfico 37 quanto o gráfico 38, mostram que a presença de déficit primário não fora causado pelo excesso de gasto por parte das Despesas Primárias, e sim, por uma diminuição das receitas do governo provocadas, desde 2014, pelo crescimento nulo do PIB. É possível enxergar, ainda, pelo gráfico 39 a porcentagem do Deficit Nominal Público incubido do Resultado Primário: 1,1% de 10,4% (valor do Deficit Nominal). (SEP, 2016)

Gráfico 40 - Porcentagem Deficit Nominal

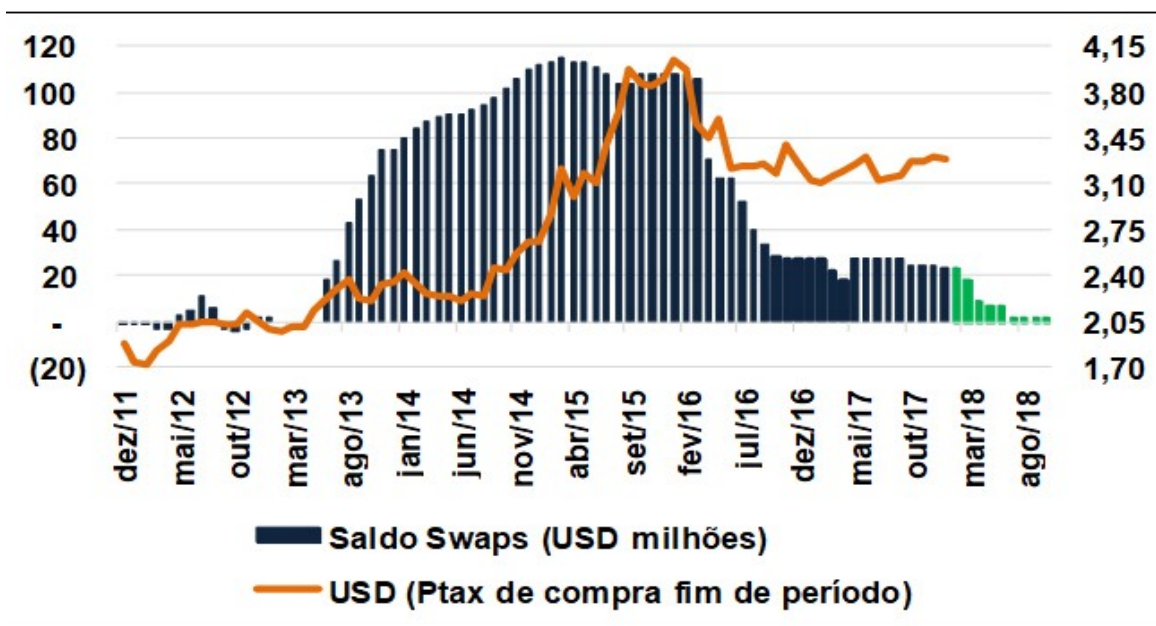


Fonte: SEP (2016) a partir de dados do Banco Central do Brasil.

Os principais problemas do aumento do Déficit Nominal, consequentemente, estavam no aumento dos juros, após 2013, na rolagem da dívida; no custeio dos Swaps Cambiais e no custo de oportunidade da manutenção de reservas. Quanto aos juros, a conta do mesmo aumentara de 4,7% do PIB em 2013, para 8,5% do PIB em 2015. (SEP, 2016)

Os Swaps são operações de derivativos feitas pela Autoridade Monetária a fim de conduzir as expectativas dos agentes econômicos quanto o valor do câmbio futuro. Essas operações são feitas a partir da compra de dólar pelo Banco Central mais o pagamento de taxa de juros relacionada à SELIC (no Brasil). Caso o Valor do Real se valorize, o Banco Central possui lucro comprado Dólar mais barato, caso o Real se desvalorize, a Autoridade Monetária arca com o prejuízo do valor de compra do Dólar acima do mercado. A última opção fora o que ocorreu entre dezembro de 2014 a dezembro de 2015 quando a moeda norte-americana passou de R\$2,60 para 3,90 promovendo no ano de 2015 um prejuízo de 89,7 Bilhões de reais aos cofres públicos, correspondendo, como mostrado no gráfico 39 e no gráfico 40, a 1,5% do PIB.

Gráfico 41 - Saldo de Swaps Cambiais (USD Bilhões) x Dólar Comercial



Fonte: Banco Central do Brasil

Outro fator que impactou a Dívida Líquida foram os custos de reservas. A grande diferença entre Dívida Líquida e Dívida Bruta é que: A Dívida Bruta é o total de dívida do país (principalmente com o gasto na rolagem de títulos públicos) e a Dívida Líquida se constitui na soma da Dívida Bruta = Ativos (reservas Internacionais, créditos em instituições financeiras). Sendo assim, com a entrada de divisas no país, e essas divisas sendo trocadas por moeda local, o Estado é obrigado a emitir títulos de dívida para “enxugar” o excesso de liquidez, por isso, a Dívida Bruta exclui a variação de Ativos para seu cálculo. Porém, existe uma guinada em olhar-se para a Dívida Líquida, sendo que a mesma teve grande variação, não pelo aumento dos gastos, mas sim, pela maior entrada de divisas. (SEP, 2016)

CONCLUSÃO

As teorias clássicas enxergam a inflação, como já fora repetida varias vezes nesse trabalho, unicamente como um desnível monetário causado, geralmente, por políticas expansionistas, sejam de moeda, gasto ou credito. Mais moeda, mais demanda e com maior procura os preços sobem, por tanto, o aumento dos juros “enxuga” a economia desacelerando-a a um nível que os preços parem de subir e o mercado volte a funcionar adequadamente, essa base teórica é tomada a partir, principalmente, do equilíbrio walrasiano e da Teoria Quantitativa da Moeda.

Porém, torna-se claro que as teorias advindas no Novo Consenso Macroeconômico, ao olharem unicamente para a expansão da moeda, do financiamento, da demanda e finalmente, olhando para os juros; deixam de lado uma série de elementos fundamentais para se explicar a inflação, em especial, as que ocorreram na América Latina. Tais elementos são abordados pelas teorias de cunho heterodoxo, como a Keynesiana/pós-keynesiana e a Teoria Estruturalista, como a existência de inflação de custos, conflitos distributivos entre classes, choques externos advindos principalmente do cambio, existência de inércia inflacionária (o que é negado pelos Novo-clássicos) e etc. Esses pontos tornam a análise mais rica, ao mesmo tempo em que permitem a conclusão de soluções mais complexas que a convencional elevação dos juros para solucionar o aumento geral e continuo de preços.

Salvo alguns casos, nenhum país se encontra isolado economicamente dos demais, sendo assim, toda e qualquer economia está sujeita a choques externos com maior ou menor grau de controle da Autoridade Monetária. A valorização do Real entre os anos 2011 e 2014 teve forte papel em elevar as taxas inflacionarias próximas ao teto do Regime de Metas, junto a isso, a manutenção da crise internacional, a fuga de capitais no pós 2013 e o aumento do preço das commodities deve ser levado em consideração para se analisar a Inflação, pontos os quais, economistas ortodoxos não levam em consideração no aumento inflacionário.

Ao mesmo tempo em que as economias são abertas, os chamados bens *no-tradables*, como serviços, ao demandarem maior mão de obra e sofrerem impossibilidade de execução em economias de escala, acabam por ter um aumento mais elevado que os bens chamados de *tradables*. O que Marx chamaria de Luta de classes, nesses casos promove uma disputa onde hora ganham os trabalhadores, com maiores salários; hora os empresários, ao repassarem os maiores custos aos seus produtos e elevando os preços no geral. A teoria Estruturalista mais

uma vez permite ver esses desníveis da estrutura produtiva tornando a análise mais verídica, e como já dito: tornando a análise mais rica.

Uma vez identificando a existência de uma inflação que não se dá pela expansão monetária, trata-la com o aumento de juros, além de não resolver o problema unicamente provoca contração na atividade economia, tal contração é notada em 2014 quando o crescimento fora de 0,05%.

Embora os instrumentos usados pelo Banco Central do Brasil, como o Regime de Metas de Inflação tenham base teórica nas teorias clássicas, como a Nova Síntese Neoclássica e os Novo-clássicos, as chamadas teorias heterodoxas trazem um arsenal relativamente novo, mais abrangente e com maior riqueza de detalhes em sua análise. Tanto o caso inflacionário brasileiro quanto na América Latina possuem características distintas dos quais ocorrem no restante do mundo, os descompassos nas economias emergentes como os conflitos distributivos, a inércia inflacionária e a constante dependência do setor externo são características os quais o Regime de Metas de Inflação em seu uso constante da taxa de juros também não leva em consideração. Porém, embora as estruturas ainda insistam em manter parâmetros menos abrangentes, a literatura mostra que é possível analisar de outra forma.

Outro ponto de grande divergência entre ortodoxos e heterodoxos está no papel do gasto público. Para os ortodoxos, dado a economia já operar em pleno emprego, excesso de gasto público implica diretamente em inflação e em casos de crise, a atitude correta está na poupança; como vimos, o desaquecimento econômico provocado por políticas de cunho austero (seja no corte de gastos ou na elevação dos juros) acabam por não somente perpetuar a crise como por agrava-la a partir do Efeito Multiplicador, utilizando-se esse gancho é possível responder a questão, houve de fato uma Nova Matriz Macroeconômica?

A chamada Nova Matriz Macroeconomia iniciada no segundo semestre de 2011 fora anunciada como um projeto desenvolvimentista, o qual tentava escapar das amarras do tripé macroeconômico a fim de privilegiar o desenvolvimento, porém, dado as pressões dentro do governo, a lógica desenvolvimentista fora barrada pela velha busca de estabilidade via juros. Um dos grandes problemas do período fora o privilégio para investimentos do setor privado, o mesmo ao invés de ser impulsionado pela diminuição do valor do crédito e do subsídio, tomou posição de não aumentar investimentos conduzidos pelo medo da corrente crise internacional, uma possível saída a qual o governo poderia tomar era privilegiar não o investimento privado, mas tomar pra si a responsabilidade em investir, e através do efeito

multiplicador, conduzir a economia nos trilhos do crescimento. Ainda sobre o efeito multiplicador, as desonerações que se mantiveram no período pós 2013, o menor investimento privado e por fim a redução do investimento público ancorado na busca da política de superávit primário (que de fato minguou-se, principalmente pelo maior gasto público pra manter a inflação a partir de política monetária e cambial) assolou o país em um ciclo vicioso, onde a diminuição do Produto Interno Bruto gera mais diminuição através do multiplicador.

Embora com ideal desenvolvimentista, a Nova Matriz Econômica estava amarrada ao tripé macroeconômico de origem teórica ortodoxa, essas amarras não permitiram que o governo abandonasse a política de superávit para buscar crescimento através de gasto governamental, a política monetária ficara pressa na busca, através de juros, de metas inflacionárias, e o governo gastou, sem grandes proveitos para o desenvolvimento, milhões de reais em política cambial. Por fim, a política “amarrada” fora completamente deixada de lado, fora deixado de lado o desenvolvimento, fora deixado de lado ações que rompessem esse ciclo: Crise econômica causando austeridade, austeridade causando maior decréscimo econômico.

BIBLIOGRAFIA

- ALESINA, A; SUMMERS, L. H. (1993). “*Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*”. **Journal of Money, Credit and Banking**. Volume 25, Issue 2. 151-162.
- ARIDA, P. (1982). **Reajuste Salarial e Inflação**. São Paulo: Ed FIPE/USP.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. (Acesso em: 06/02/2018) **Histórico das Taxas de Juros**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>>
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. (Acesso em: 06/02/2018) **Indicadores Econômicos Consolidados**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/indeco.asp>>.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2016). *Preços administrados. Série perguntas mais frequentes*. Brasília
- BASTOS, C. E BRAGA, J. M.. (2010), “*Conflito distributivo e inflação no Brasil: uma aplicação ao período recente.*” **XV Encontro Nacional da Sociedade de Economia Política**. São Luis do Maranhão, junho de 2010.
- BASTOS, P. P. Z.; ROSSI, P. (Acesso em: 06/02/2018). *Combater a inflação é estratégia ultrapassada*. **Jornal do Brasil**. Disponível em: <<http://www.jb.com.br/sociedade-aberta/noticias/2013/04/16/combater-a-inflacao-com-recessao-e-estrategia-ultrapassada>>.
- BASTOS, C. P; NETO, M. R. M. (2014) “*Moeda, Inércia, Conflito, o Fisco e a Inflação: Teoria e Retórica dos Economistas da PUC-RJ*”. **Revista Econômica**.
- BLAUG, M. (1995) “*Why is the Quantity Theory of Money the oldest surviving theory in Economics?*” In: Blaug, M. *et. al The Quantity Theory of Money from Locke to Keynes and Friedman*, Cheltenham: Elgar, Ch 2..
- BRAGA, J. (2006). “**Raiz unitária, inércia e histerese: O debate sobre as mudanças da NAIRU na economia americana nos anos 1990**”. Tese de Doutorado, IE-UFRJ.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos, (1989). **A Teoria da Inflação Inercial Reexaminada**. In José Marcio Rago, org (1989) *Aceleração Recente da Inflação*. São Paulo: Editora Bional: VII-XXII.
- BRESSER PEREIRA, L. C. e NAKANO, Y. (1984). **Inflação e Recessão**. SãoP aulo: Editora Brasiliense.

CAGNIN, R.F; *et al.* (2013) “*A gestão macroeconômica no governo Dilma (2011-2012)*”.

Novos Estudos - CEBRAP, n.97. São Paulo.

CARDOSO, E. (1981) “*Indexation, Monetary accommodation and inflation in Brazil.*”

Textos para discussão interna, 34. Rio de Janeiro IPEA/INPES.

CARDOSO, E. (1980). “*Indexation, Monetary accommodation and inflation in Brazil.*”

Textos para discussão interna, 34. Rio de Janeiro IPEA/INPES.

CORRÊA, V. P. & SANTOS, C. H. (2014). *Modelo de crescimento brasileiro e mudança estrutural avanços e limites in Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro.* In:

Vanessa Petrelli Corrêa. (Org.). **Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro.**

1ed.São Paulo: Ed Fundação Perseu Abramo

REINHART C; ROGOFF K. (2010). “*Growth in a Time of Debt*”. Working Paper 15639,

National Bureau of Economic Research.

CARVALHO, F. J. C. (1990) “*Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana.*”

Revista de Economia Política.

CORRÊA, V. P. & PEREIRA, V. P. (2016). “*Hierarquia das moedas e fluxos de capitais para países periféricos: a vulnerabilidade dessa equação considerando o período pós 2008.*”

O Futuro do Desenvolvimento - Ensaios em Homenagem a Luciano Coutinho. Campinas,

SP: Unicamp

COSTA. F. N. (Acesso em 06/01/2018) “*Abordagem Estruturalista da Inflação: Oposição à Abordagem Monetarista*”. **Cidadania e Cultura.** Disponível em:

<<https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2014/12/10/abordagem-estruturalista-da-inflacao-oposicao-a-abordagem-monetarista>>.

FISHER, S. (1993a) “*Rules versus discretion in monetary policy*”. In: FRIEDMAN, M. &

HAHN, F. (eds.) **Hand Book of monetary economics**, v. II. Amsterdã, North-Holland.

FISHER, S. (1993a). **The role of Macroeconomic factors in growth.** NBER Working Paper.

n, 1565.

FRIEDMAN, M. (1956) “*The quantity theory of Money – a restatement*”. **Studies in the quantity theory of money.** Chicago, Chicago University Press.

- GIOVANETTI, L. F. L. (2013). *Inflação de serviços no Brasil: Pressão de demanda ou de custos?* **Dissertação de mestrado profissional FVG** São Paulo, orientação de Laura Tavares
- HOLLAND, M. e MORI, R. (2010) “*Dinâmica da Inflação no Brasil e os Efeitos Globais.*” **Revista Economia**, Brasília, V. 11, n. 3, p.649-670.
- IBGE. (Acesso em 06/01/2018). **Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor - SNIPC**. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/pesquisa/snipc/ipca/quadros/brasil/dezembro-2017>>.
- KRAVIS, I. B. LIPSEY, R. E. (1988) “*National price levels and the prices of tradables and nontradables.*” **National Bureau of economic research**. NBER Working Paper Series, Working paper n.2536, Massachusetts, Cambridge.
- KRAVIS, I. B. LIPSEY, R. E. (1983) “*Toward an Explanation of National Price Levels.*” **Princeton Studies in International Finance**, n.52, Princeton University.
- KRUGER, J. (2008) “Productivity and Structural Change: A Review of the Literature.” **Journal of Economics Surveys**, v. 22, n. 2, p. 330-63.
- LOPES, M. L. M. (2009) **A política monetária ortodoxa como uma não política e a subordinação da política fiscal: uma crítica pós-keynesiana**. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade de Brasília, Orientador: Maria de Lourdes Rollemberg Mollo.
- LUCAS, R. (1972). “*Expectations and the neutrality of money*”. **Journal of Economic Theory**, v. 4, n. 2, p. 103–124.
- LUCAS, R. (1973). “*Some international evidence on output-inflation tradeoffs*”. **The American Economic Review**, 63(3), p. 26–334
- LUCAS, R. E. & RAPPING, L. A. (1969) “*Real wages, employment and inflation*”. **Journal of Political Economy**.
- LUCAS, R. E. (1972) “*Expectation and the neutrality of Money*”. **Journal of Economic Theory**.
- MODIANO, E. M. (1983) “*A dinâmica de salários e preços na economia brasileira: 1966/1981*”. **Ipea**
- MODENESI, A. M. (2005) **Regimes Monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri.

MOURA, A. R. (Acesso em 05/04/2017) “*Quem tem Medo das Medidas Macroprudenciais?*” **Estadão**. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,quem-tem-medo-das-medidasmacroprudenciais-imp-,732388>>.

O GLOBO. (Acesso em: 06/02/2018) “*Senado aprova MP de desoneração da cesta básica com dispositivos sobre energia elétrica*”. **Economia**. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/senado-aprova-mp-de-desoneracao-da-cesta-basica-com-dispositivos-sobre-energia-eletrica-8736138>>

OLIVEIRA. G. C; ROLIM, L; BLIKSTAD N. (2016) “*Regime de metas para a inflação e medidas macroprudenciais: uma análise à luz da experiência brasileira recente (2008-2013)*”. **Revista Pesquisa & Debate**. São Paulo. Vol. 27. Número 1 (49).

PAIVA, C. A (2014). *Inflação Brasileira Contemporânea (Parte 1) - Fundamentos e Limites do Debate entre Monetaristas, Neo-Ricardianos e Kaleckianos*

POPPER, Karl S. (1975a) *A lógica da pesquisa científica*. 2. ed. São Paulo: Cultrix.

PORTAL BRASIL. (Acesso em 06/02/2018). **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA**. Disponível em: <<https://www.portalbrasil.net/ipca.htm>>.

RECEITA FEDERAL. (Acesso em 06/02/2018) **Taxa de Juros Selic**. Disponível em: <http://idg.receita.fazenda.gov.br/orientacao/tributaria/pagamentos-e-parcelamentos/taxa-de-juros-selic>>. SANTOS, C. H. M. (2014). **Uma nota sobre a natureza da inflação de serviços no Brasil: 1999-2014** (não publicado)

ROGOFF, K. (1985) *The optimal degree of commitment to na intermediente monetary target*, **Quartely Journal of Economics**. p. 1169-89.

SANTOS. C. H. M. ET AL. (2016). “*Uma nota sobre a natureza da inflação de serviços no Brasil: 1999-2014*”. **Ipea**.

SARGENT, T. (1981). “*Rational expectations, real rate of interest, and the natural rate of unemployment*”. In: LUCAS, R. & SARGENT, T (eds.) **Rational expectations and econometric practice**. Mineápolis, The University of Minnesota Press.

SACHSIDA, A., RIBEIRO, M., DOS SANTOS, C. H. J., (2009). “*Reexaminando a curva de Phillips brasileira com dados de seis regiões metropolitanas*”. **IPEA**.

SENADO. (Acesso em: 06/02/2018) “**Superávit Primário**”. **Senado Notícias**. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/noticias/entenda-o-assunto/superavit>>.

SEP. et al. (2016) **Austeridade e Retrocesso - Finanças Públicas e Política Fiscal no Brasil**. São Paulo

SERRANO, F.; SUMMA, R. (2012) *A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011*. **Revista Oikos**, v. 11, n.2,

SERVILHANO, T. (2014) *Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação - Texto para Discussão - IPEA*

SICSU, J. (1996) **Uma crítica à tese da independência do Banco Central**. Nova Economia, v.6(2), p.133-42.

SOUZA, H. F. (2016). **Análise dos fluxos da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro e a dinâmica especulativa dos investimentos diretos (período 2000-2016)**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia – Minas Gerais.

SUMMA, R. (2014a). *Uma nota sobre a relação entre salário mínimo e inflação no Brasil a partir de um modelo de inflação de custo e conflito distributivo*. **TD IE/UFRJ 12-2014**

SUMMA, R. (2014b). *Mercado de trabalho e a evolução dos salários no Brasil*. **TD IE/UFRJ 13 -2014**

SUMMA, R. & BRAGA, J. (2014). *Taxa de juros, taxa de câmbio e Inflação no período do Sistema de Metas de Inflação no Brasil* In: Vanessa Petrelli Corrêa. (Org.). **Padrão de Acumulação e desenvolvimento brasileiro**. 1ed.São Paulo: Ed Fundação Perseu Abramo, 2014

SUNKEL, O. (1958). “*La Inlación Chilena; un enfoque Heterodox*”. **El Trimestre Económico**, Vol XXV, n. 4, out-dez.

TAVARES, M. C & BELLUZZO, L. G. (1984). *Uma reflexão sobre a natureza da inflação contemporânea*. **Revista do IE-UFRJ**.

TEIXEIRA, A. M. MISSIO, F. J. (2011) “*O "novo" consenso macroeconômico e alguns insights da crítica hetedorodoxa*”. **Economia e Sociedade**, Campinas, v.20, n.2(42), p 273-297.

TERRA. F. H. B. (2014) “*Uma interpretação pós-keynesiana do Regime de Metas de Inflação: Poderia a Autoridade Monetária ser capturada pelo sistema bancários?*” In: **Revista da sociedade brasileira de Economia Política**, vol. 38.

TRADING ECONOMICS. (Acesso em 08/12/2018) **Brasil - PIB Taxa de Crescimento Anual**. Disponível em: <<https://pt.tradingeconomics.com/brazil/gdp-growth-annual>>.

UOL. (Acesso em 06/01/2018) “*Governo Mantém IPI reduzido para Carros, após pressão de montadoras.*” **Economia**. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2014/06/30/governo-mantem-ipi-reduzido-para-carros-sob-pressao-de-montadoras.htm>>.

Walsh, C. (1995) *Optimal contracts for Central Bankers*. **The American Economic Reviews**, v. 85(1), p.150-67.