

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC  
Centro Sócio Econômico  
Departamento de Ciências Econômicas

ASSILIO LUIZ ZANELLA DE ARAUJO

Política Macroeconômica do Governo Lula: Uma Crítica Pós-Keynesiana

Florianópolis, 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DA SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**POLÍTICA MACROECONÔMICA DO GOVERNO LULA: UMA CRÍTICA PÓS-  
KEYNESIANA**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas da  
Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório  
para a obtenção do grau de Bacharelado.

Aluno: Assilio Luiz Zanella de Araújo

Orientador: Prof. Dr. Wagner Leal Arienti

FLORIANÓPOLIS, 2010

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 10 ao aluno Assilio Luiz Zanella de Araujo na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

-----  
Prof. Dr. Wagner Leal Arienti

-----  
Prof. Dr. Jaylson Jair da Silveira

-----  
Prof. Dr. Mauricio Simiano Nunes

## AGRADECIMENTOS

Aos professores do Departamento de Ciências Econômicas pela rica formação que me proporcionaram.

Ao meu orientador, Prof. Wagner Arienti, pelas inúmeras horas que dedicou para a orientação deste trabalho. Mas, principalmente, por ter me afastado de um juízo meramente de valor e me aproximado de um juízo de fato, que é o campo por excelência do trabalho acadêmico.

Aos meus colegas e amigos do curso de economia - Ana Silvia Piva, André Lui, Bruno Mazzuco, Lais Olivo, Lucas Rodrigues, Luis Felipe Magalhães, Samuel Rosso, Thais Kairala – pelos diversos momentos alegres que me proporcionaram.

Aos meus amigos de Porto Alegre e Caxias do Sul, que não contribuíram diretamente para a minha formação universitária, mas contribuíram para a minha formação enquanto ser humano.

Aos meus parentes, por todo apoio que me deram. Em especial, à minha tia Ariane Zanella, por ter me ajudado nos momentos mais difíceis.

À minha namorada, Mariana Imhof, pelos momentos indescritivelmente felizes, pela sua sincera amizade e por ter me ensinado o verdadeiro significado da palavra companheirismo.

À minha irmã, que apesar das diversas brigas, foi sempre uma grande amiga.

Aos meus pais, por todo o seu amor e carinho incondicionais, pelos ricos ensinamentos que me deram ao longo da vida e por terem apostado todas as suas fichas na educação dos seus filhos.

## RESUMO

ARAUJO, A, L, Z. **Política Macroeconômica do Governo Lula: Uma Crítica Pós-Keynesiana**. Monografia – Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2010.

O presente trabalho tem como tema central a política macroeconômica do governo Lula, a qual foi fundamentada nos pilares teóricos daquilo que tradicionalmente é classificada como teoria macroeconômica ortodoxa. A citada teoria tem como premissa básica uma forte relação entre estabilidade de preços e crescimento econômico, ou seja, a estabilidade dos fundamentos macroeconômicos criaria um ambiente propício para o aumento do nível de investimentos e para a aceleração do crescimento econômico. Entretanto, apesar de o governo Lula ter conseguido concretizar o objetivo da estabilidade de preços, esta não veio acompanhada de um crescimento econômico sustentado no longo prazo. A partir desta constatação, pretende-se formular uma crítica ao modelo macroeconômico atual, que será fundamentada no referencial pós-keynesiano e terá como alvo central o regime de metas de inflação. Uma vez que, o sistema de metas foi, por um lado, o principal instrumento para a viabilização do controle da inflação, mas, por outro lado, pode ser considerado um dos principais fatores explicativos do baixo nível de investimentos e do crescimento econômico modesto comparativamente aos outros países em desenvolvimento.

**Palavras-chave:** política macroeconômica; governo Lula; regime de metas de inflação.

## ABSTRACT

The present work has as its central theme the macroeconomic policy of the Lula administration which was based on the theoretical pillars of what is traditionally classified as orthodox macroeconomic theory. The aforementioned theory has as its basic premise a strong relationship between price stability and economic growth, in other words, the stability of the macroeconomic fundamentals would create an environment conducive to increasing the level of investments and to accelerate economic growth. However, although the Lula administration has achieved the goal of price stability, it was not come accompanied by sustained economic growth in the long term. From this observation, the present work intends to formulate a critique of this current macroeconomic model, which will be based on the Post-Keynesian reference and will have as its aim the inflation targeting. Once the targeting system was, in one hand, the main instrument for the feasibility of controlling inflation, on the other hand, can be considered one of the main factors explaining the low level of investment and economic growth modest in comparison with other developing countries.

**Keywords:** macroeconomic policy; Lula administration; inflation targeting.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>1.1 Tema e problema .....</b>	<b>8</b>
<b>1.2 Objetivos .....</b>	<b>9</b>
1.2.1 Objetivo geral .....	9
1.2.2 Objetivos específicos .....	9
<b>1.3 Metodologia .....</b>	<b>10</b>
<b>1.4 Organização do trabalho .....</b>	<b>13</b>
<b>2 POLÍTICA MACROECONÔMICA DO GOVERNO LULA E OS SEUS RESULTADOS .....</b>	<b>14</b>
<b>2.1 Descrição da política macroeconômica e a tentativa de identificação de sua lógica .....</b>	<b>14</b>
<b>2.2 Resultados: evidências empíricas sobre inflação e crescimento do PIB com análise comparativa .....</b>	<b>18</b>
<b>3 A TEORIA E A PRÁTICA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: APRESENTAÇÃO E CRÍTICA .....</b>	<b>31</b>
<b>3.1 Fundamentos teóricos: apresentação e explicação da lógica da política .....</b>	<b>31</b>
3.1.1 Teoria novo-clássica e pressupostos básicos .....	31
3.1.2 Teoria novo-clássica e a neutralidade da moeda .....	36
3.1.3 Regime de metas de inflação: aspectos gerais .....	37
<b>3.2 Implementação do regime de metas de inflação no Brasil: descrição e indicação de problemas .....</b>	<b>43</b>
<b>4 CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA .....</b>	<b>52</b>
<b>4.1 Fundamentos teóricos da economia de Keynes e dos Pós-Keynesianos .....</b>	<b>53</b>
4.1.1 A economia monetária de produção como alternativa ao modelo de economia novo-clássico .....	53
4.1.2 A não-neutralidade da moeda no modelo de Keynes e dos Pós-Keynesianos .....	54
4.1.3 Política monetária em uma economia monetária de produção .....	61
4.1.4 A inflação no modelo pós-keynesiano e as políticas propostas para o controle da inflação: crítica ao regime de metas de inflação .....	63
4.1.5 Controvérsia entre os pós-keynesianos: a flexibilização do regime de metas de inflação é suficiente? .....	66
<b>4.2 Diagnóstico alternativo sobre as causas da inflação no Brasil .....</b>	<b>68</b>
<b>4.3 Discussão sobre a independência do banco central .....</b>	<b>71</b>
<b>5 PROPOSIÇÃO DE UMA AGENDA ALTERNATIVA PÓS-KEYNESIANA .....</b>	<b>76</b>
<b>5.1 Da crítica para a proposição de alternativas .....</b>	<b>76</b>
<b>5.2 Propostas de políticas macroeconômicas pós-keynesianas .....</b>	<b>77</b>
5.2.1 Uma visão geral das políticas macroeconômicas em uma economia monetária de produção .....	77
5.2.2 Política fiscal .....	80
5.2.3 Política monetária .....	82
5.2.3 Política cambial .....	84
5.2.5 Outras políticas da agenda pós-keynesiana .....	86
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>88</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>92</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Tema e problema

A política macroeconômica do governo Lula está fundamentada em um tripé de políticas que podem ser resumidas como: 1) câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais; 2) regime de metas de inflação com banco central autônomo (pelo menos, na prática); 3) regime de metas para os superávits fiscais primários. A presente pesquisa considera que tal política tem como base uma abordagem teórica ortodoxa. A crítica a estas políticas deve se fundamentar em uma base teórica alternativa ou heterodoxa. Em termos iniciais, este é o objetivo do presente trabalho.

Através da adoção dessas políticas, a equipe econômica do governo Lula buscou alcançar credibilidade frente aos mercados financeiros nacionais e internacionais. Segundo a teoria econômica convencional, a recuperação da credibilidade da economia brasileira garantiria um influxo de recursos financeiros para o país, que seria automaticamente revertido em um aumento do nível de investimentos e em um maior dinamismo. Ou seja, com a estabilidade dos fundamentos macroeconômicos, em especial uma estabilidade de preços, estaria montado o ambiente econômico propício para uma forte entrada de capitais, que sustentaria um longo período de crescimento econômico.

A conjuntura internacional foi extremamente favorável durante a maior parte dos dois mandatos do governo Lula, com uma elevação expressiva no preço das *commodities* e um aumento considerável nos recursos financeiros internacionais. Essa conjuntura internacional atenuou substancialmente a restrição externa ao crescimento da economia brasileira, que historicamente foi uma barreira importante para um crescimento econômico sustentado.

Apesar disso, o modelo de política macroeconômica adotado pelo governo Lula não conseguiu alcançar taxas de crescimento econômico notáveis em termos comparativos, principalmente se comparado com demais economias nacionais ditas emergentes. Outra observação que pode ser feita é que o crescimento do período não foi acompanhado por um aumento da formação bruta de capital fixo em relação ao PIB. Isto é, o atual governo conseguiu alcançar a estabilidade de preços, mas ficou longe de uma estabilidade macroeconômica em um sentido mais amplo, que, além de uma estabilidade de preços, tem como objetivo um crescimento econômico sustentável no longo prazo.



Em termos mais específicos, este trabalho tem como objetivo responder: por que a política macroeconômica adotada pelo governo Lula não conseguiu alcançar uma estabilidade macroeconômica em um sentido mais amplo? Para a crítica a visão ortodoxa e suas recomendações de política econômica, que orientou a política macroeconômica do governo Lula, a pesquisa se baseará na abordagem teórica pós-keynesiana.

## **1.2 Objetivos**

### *1.2.1 Objetivo geral*

Analisar a política macroeconômica do governo Lula a partir de uma visão de que a estabilidade macroeconômica deve sustentar uma trajetória de crescimento econômico. Esta visão impõe uma análise crítica da política do governo Lula que apresentou resultados limitados, comparativamente a outros países emergentes, em termos de crescimento econômico. Dado que a política econômica seguiu um diagnóstico e recomendação de base teórica ortodoxa, a crítica a esta política deve seguir uma abordagem teórica alternativa. O trabalho fará uma crítica à política macroeconômica do governo Lula seguindo a perspectiva teórica pós-keynesiana.

### *1.2.2 Objetivos específicos*

- Identificar a lógica de funcionamento da política macroeconômica do governo Lula e apresentar os principais resultados obtidos por essa política.
- Apresentar o regime de metas de inflação e as principais hipóteses teóricas que servem de sustentação para este regime.
- Descrever a implementação do regime de metas de inflação no Brasil e os principais problemas de operacionalização relacionados a este.

- Apresentar um diagnóstico alternativo sobre as causas da inflação na economia brasileira e as políticas que, segundo os pós-keynesianos, devem ser adotadas para controlar essas pressões inflacionárias.
  
- Discutir, a partir de uma perspectiva pós-keynesiana, a proposta de independência do banco central que está intimamente relacionada ao regime de metas de inflação.
  
- Apresentar uma agenda alternativa pós-keynesiana de política macroeconômica, que procure conciliar a estabilidade de preços com um crescimento econômico sustentado da economia brasileira.

### **1.3 Metodologia**

O presente trabalho surge de uma insatisfação com os resultados obtidos pela política macroeconômica do governo Lula. Pois, como foi destacado na seção anterior, esta política conseguiu bons resultados em termos de inflação, mas deixou a desejar em termos de crescimento econômico.

Assim, este trabalho tem como objetivo fazer uma análise crítica da política macroeconômica do governo Lula. Ou seja, apresentar alguns problemas e contradições presentes no modelo macroeconômico atual, a partir de uma concepção de política macroeconômica concorrente e alternativa a esta. Para alcançar este objetivo, iremos analisar detalhadamente as principais características do modelo macroeconômico e a lógica de funcionamento implícita neste. Tendo como ponto principal o regime de metas inflação, pois identificamos este como uma das chaves para a explicação dos resultados destacados anteriormente, tanto em termos de crescimento econômico como em termos de estabilidade de preços.

A análise do regime de metas de inflação deverá saltar do plano concreto, que se refere à descrição das principais características das políticas adotadas e dos resultados obtidos por essas políticas, para o plano teórico, que envolve a análise das principais hipóteses teóricas que estão por trás dessa concepção de política macroeconômica. Este salto é importante, pois somente analisando a teoria que sustenta este regime de metas de inflação, conseguiremos

entender o porquê da recomendação de determinadas políticas macroeconômicas e conseguiremos formular uma crítica a esse modelo macroeconômico adotado pelo governo Lula.

A partir dessa viagem para o plano teórico, constatamos que esta política macroeconômica está fundamentada nas hipóteses da teoria econômica convencional ou o que se convencionou chamar de ortodoxia macroeconômica, por ser historicamente o pensamento dominante nos meios acadêmicos e políticos. Atualmente, o pensamento dominante, ou melhor, o “novo consenso macroeconômico” tem sua base na economia novo-clássica, que é a teoria que deu origem a proposta do regime de metas de inflação (ARESTIS, 2009).

A crítica à política de metas de inflação será formulada com base na crítica da heterodoxia à teoria econômica convencional, ou melhor, com base na crítica pós-keynesiana à visão de mundo da teoria novo-clássica. A crítica a esta política se situará basicamente no campo teórico, através do contraste entre o pensamento pós-keynesiano e o “novo consenso macroeconômico”, basicamente no que diz respeito à natureza do processo inflacionário e ao papel da moeda na determinação da dinâmica econômica.

Esse debate entre o pensamento keynesiano e a ortodoxia ocorre desde a época da publicação da *Teoria Geral* em 1936. Com o desenvolvimento das economias capitalistas no século XX e seus fenômenos macroeconômicos, a teoria macroeconômica também se desenvolveu e foi deslocando seu consenso. Se de início houve o consenso da síntese neoclássica-keynesiana, posteriormente houve a crítica monetarista e novo-clássica à visão keynesiana e o estabelecimento de um novo consenso (ou *mainstream*) ortodoxo. Infelizmente a pesquisa não entrará pelos caminhos do pensamento macroeconômico, mas cabe ressaltar que o debate entre as correntes de pensamento macroeconômico persiste.

Atualmente, o grande debate na macroeconomia entre ortodoxia e heterodoxia é travado principalmente pelos teóricos da escola pós-keynesiana. Estes surgiram justamente como uma reação crítica ao desenvolvimento da macroeconomia, que acabou por reafirmar em modelos muito mais sofisticados os mesmos axiomas básicos que haviam sido negados por Keynes em 1936. Portanto, a justificativa para a escolha do referencial pós-keynesiano é que este aparece exatamente como uma contestação e uma alternativa a visão de economia novo-clássica, que serve de base teórica para o regime de metas de inflação.

Os autores pós-keynesianos reconhecem a coerência interna da teoria ortodoxa e, principalmente, a força dos argumentos utilizados para a proposição de determinadas políticas macroeconômicas. O problema, para o pensamento pós-keynesiano, está na visão de mundo da teoria econômica convencional que tende a simplificar excessivamente os mecanismos de

funcionamento da economia moderna e, assim, propõe políticas que não são condizentes com um estímulo ao investimento e ao crescimento econômico.

A partir de uma outra concepção do funcionamento da economia moderna, a teoria pós-keynesiana afirma a necessidade de formulação da política macroeconômica não visando unicamente à estabilidade de preços. A política macroeconômica deve ter objetivos mais amplos, que envolvam também um maior nível de produto e de investimento. Ou seja, através da contestação dos pressupostos fundamentais da economia novo-clássica, se afirmará como alternativa um modelo de política macroeconômica que não tenha como único objetivo a estabilidade de preços, esperando que esta por si só garanta um maior nível de investimentos. A alternativa pós-keynesiana é que a política macroeconômica também deve ter como objetivos um maior nível de investimentos e de produto, pois cabe a política macroeconômica dar um estímulo inicial à demanda agregada para iniciar um dinamismo que, em seguida, será mantido pelo investimento privado.

Enfim, através da crítica pós-keynesiana à teoria macroeconômica ortodoxa, pretende-se formular uma crítica à política macroeconômica do governo Lula, em especial, à política de metas de inflação. Destacando que a política macroeconômica deve ter objetivos mais amplos, pois somente a estabilidade de preços não foi suficiente para garantir a entrada da economia brasileira em uma trajetória de crescimento econômico sustentado.

## 1.4 Organização do trabalho

Para responder a pergunta da presente pesquisa, além da introdução, este trabalho possui mais cinco capítulos.

No capítulo 2, procuraremos, inicialmente, descrever a política macroeconômica do governo Lula e identificar a lógica de funcionamento desta. A partir disso, apresentaremos os principais resultados obtidos pelo modelo macroeconômico adotado.

No capítulo 3, será apresentada a base teórica que está por trás do sistema de metas de inflação. Também descreveremos a implementação do regime de metas de inflação no Brasil e os principais problemas de operacionalização relacionados a esta política. A análise desta política específica é importante para a presente pesquisa porque, o regime de metas de inflação é um dos eixos centrais na explicação do relativamente baixo dinamismo da economia brasileira observado durante o governo Lula.

No capítulo 4, formularemos uma crítica à teoria do regime de metas de inflação com base no referencial teórico pós-keynesiano, contestando principalmente a hipótese da neutralidade da moeda e a natureza do processo inflacionário. Em seguida, será apresentado um diagnóstico alternativo sobre as causas da inflação no Brasil e a proposição de algumas políticas que, segundo os pós-keynesianos, deveriam ser utilizadas para controlar a inflação. A partir disso, argumentaremos que a taxa de juros não deve ser o principal instrumento de controle da inflação no Brasil e a estabilidade de preços não deve ser o único objetivo da política monetária. Pois, dessa forma, se estaria subutilizando a política monetária e atacando unicamente os sintomas e não as causas da inflação no Brasil.

No capítulo 5, apresentaremos algumas propostas de políticas macroeconômicas pós-keynesianas como alternativa ao modelo macroeconômico atual. Apesar da crítica feita durante o trabalho ter como foco principal a forma de operação da política monetária, uma agenda macroeconômica alternativa deve ser constituída também por outras políticas. Pois, o alcance de resultados mais expressivos em termos de crescimento econômico depende também de alterações na política fiscal e na política cambial.

Por último, no capítulo 6, faremos as considerações finais deste trabalho.

## 2 POLÍTICA MACROECONÔMICA DO GOVERNO LULA E OS SEUS RESULTADOS

### 2.1 Descrição da política macroeconômica e a tentativa de identificação de sua lógica

A proposição inicial do presente trabalho é que a política macroeconômica do governo Lula é uma continuação da política adotada pelo governo FHC (especialmente no segundo mandato) e está fundamentada basicamente nas mesmas hipóteses teóricas.

A partir do Plano Real, que controlou a alta inflação vigente no Brasil desde 1980, configurou-se um novo quadro macroeconômico, cujas linhas gerais vêm sendo mantidas desde então. Se tomarmos os cinco preços macroeconômicos como critério, temos as seguintes características: (a) baixa taxa de inflação; (b) elevada taxa de juros básica; (c) taxa de lucro esperada baixa, em níveis insatisfatórios para os empresários; (d) taxa de câmbio valorizada (embora as crises de 1998 e 2002 tenham se encarregado de diminuir substancialmente essa valorização); e (e) taxa real de salários basicamente estagnada. A política macroeconômica, por sua vez, tem caráter ortodoxo convencional, caracterizando-se por: (a) desenvolvimento com base no recurso à poupança externa; (b) controle da inflação por meio de (b.1) política fiscal rígida (b.2) política de taxa de juros básica, mantendo essa taxa SELIC em nível real elevado; e (c) falta de uma real política de taxa de câmbio (BRESSER-PEREIRA, 2005, pg.3).

O governo apresentou várias justificativas para dar continuidade à política macroeconômica, que havia criticado durante anos. A primeira justificativa é a famosa alegação de que “não havia alternativa”. Essa razão é sustentada pelo argumento de que só existe uma macroeconomia, ou seja, somente existe uma política teoricamente fundamentada, sendo as outras políticas ingênuas ou irresponsáveis. A diferença entre as políticas fica assim relegada ao enfoque microeconômico: mais ativamente “pró-social” ou menos preocupada com o “social”. Outra justificativa também muito utilizada pelos governistas foi a da “herança maldita”. Ou seja, o governo FHC teria colocado o país em uma situação complicada, com alto risco de inadimplência externa e de pressões inflacionárias. Assim, mesmo se o governo quisesse, não conseguiria promover uma grande mudança no curto prazo. Por último, existia, segundo o governo, a necessidade de se recuperar a credibilidade da economia brasileira. Alguns acreditavam que essa política seria uma política de transição, pois recuperada a credibilidade, o governo poderia adotar uma política econômica mais “ativa”. Todavia, a lógica segundo a qual essa política opera, não permite tal violação. Ou seja, uma vez conquistada a credibilidade, o governo não pode alterar a política, pois qualquer deslize pode

colocar a perder toda aquela reputação que foi conquistada durante anos de “bons comportamentos” (PAULANI, 2008).

Independentemente das justificativas dadas pelo governo, o que se pode observar é a manutenção do tripé ortodoxo de política macroeconômica: 1) câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais; 2) regime de metas de inflação com banco central autônomo (pelo menos, na prática); 3) regime de metas para os superávits fiscais primários. Este modelo tem como lógica básica a busca de credibilidade frente aos investidores domésticos e internacionais.

A credibilidade só pode ser alcançada, segundo a teoria econômica convencional, se o mercado considerar a política macroeconômica crível. Para ser considerada crível, segundo essa perspectiva, a política deve ter como preocupação central a garantia da estabilidade dos fundamentos macroeconômicos, atuando com base em um modelo de discricionariedade limitada. Isto é, a política monetária deve ser operada por “experts” e não por políticos, tendo como único objetivo a estabilidade de preços. A política fiscal deve operar com base em superávits fiscais, visando garantir a solvência da dívida pública. A política cambial não deve ter um papel ativo, pois um regime de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais, por si só, já garantiria o equilíbrio no mercado cambial. Dessa forma, esse modelo alcançaria uma credibilidade frente aos investidores, pois estes saberiam antecipadamente os principais objetivos do governo e os instrumentos que seriam utilizados, independentemente de mudanças conjunturais. Segundo Sicsú:

Credibilidade tem um significado básico: uma regra ou um objetivo não será crível se existem, na avaliação dos agentes privados, incentivos ao rompimento da regra ou possibilidades de não cumprimento de um objetivo preestabelecido. Uma política monetária crível seria aquela definida por regras e objetivos que os agentes acreditam que serão mantidos: credibilidade é oposto de flexibilidade (SICSÚ, 2002, pg. 705).

Isto é, para alcançar a credibilidade, segundo a ortodoxia, o Estado deve ter como objetivo a estabilidade dos fundamentos macroeconômicos e deve criar alguns instrumentos (*commitment technologies*) para demonstrar aos agentes privados que independente das mudanças conjunturais, o governo não irá flexibilizar a política em prol de objetivos de curto prazo, como geração de empregos e crescimento econômico, em detrimento da estabilidade de preços. Entre esses instrumentos está o estabelecimento de metas inflacionárias e a constituição de um banco central independente.

Uma vez alcançada a credibilidade, estariam postas as condições para o crescimento sustentado da economia brasileira. Pois, ocorreria um influxo de recursos financeiros, que

seriam transformadas rapidamente em investimentos produtivos e, conseqüentemente, em crescimento econômico e empregos. Como afirma Sicsú, “O sucesso do governo Lula dependerá, portanto, do humor dos mercados financeiros doméstico e internacional” (SICSÚ, 2007, pg.320).

Enfim, aceitar esse modelo significa aceitar um modelo de política macroeconômica passiva, no qual o crescimento econômico com estabilidade de preços prescinde de um estímulo da demanda agregada por parte do Estado. Ou seja, o Estado deveria garantir a estabilidade de preços e, conseqüentemente, a credibilidade das políticas macroeconômicas, que naturalmente isso se reverteria em aumento do nível de investimentos e do crescimento econômico. Nas palavras de Gustavo Franco (um dos principais defensores desse modelo no Brasil), deve-se observar que “o novo modelo que se esboça, onde a mola mestra é o crescimento da produtividade, as ações do governo não são, em si, deflagradoras do processo de desenvolvimento. A dinâmica básica do desenvolvimento brasileiro começa a prescindir das ações do governo” (FRANCO, 1996, pg. 40).

O modelo atual de política macroeconômica está baseado no aporte teórico que Philip Arestis chamou de “New Consensus in Macroeconomics” (ARESTIS, 2009). No “Novo consenso macroeconômico”, a política macroeconômica assume um caráter passivo, porque o equilíbrio de longo prazo da economia não é afetado por variáveis monetárias. Ou seja, o ponto de equilíbrio correspondente à taxa natural de desemprego não pode ser alterado por uma pressão de demanda agregada, pois, nesta concepção teórica, existe uma separação entre o lado real e o lado monetário da economia. Assim, a política monetária somente se preocupa com a estabilidade de preços (lado nominal da economia), enquanto as políticas do lado da oferta, que visem o aumento de produtividade, são responsáveis pelo real da economia.

No modelo em questão, a política monetária assume um papel de destaque, enquanto que, a política fiscal não é mais vista como um poderoso instrumento macroeconômico, tendo como objetivo principal o equilíbrio orçamentário. A política monetária assume a forma “*one instrument – one target*”, sendo, a taxa de juros o instrumento e a taxa de inflação a meta. Ou seja, a inflação e a política monetária são vistas como variáveis intimamente relacionadas: a política monetária é a única política que pode controlar a inflação e, no longo prazo, a inflação é única variável que sofre algum efeito por conta de uma mudança na política monetária. Uma redução da taxa de juros pode ter algum efeito sobre o lado real da economia no curto prazo, devido a uma rigidez de preços ou a um erro expectacional dos agentes, porém, no longo prazo, a curva de Phillips torna-se vertical, resultando no fim do *trade-off*



entre inflação e desemprego. Isto é, a política monetária somente tem um efeito permanente sobre o lado nominal da economia (ARESTIS, 2002, 2006a, 2006b, 2008a, 2008b).

Ou seja, o referencial teórico que está sustentando o tripé adotado tem como hipóteses básicas: a existência de uma taxa natural de desemprego, de uma curva de Phillips vertical no longo prazo e da neutralidade da moeda. No terceiro capítulo, explicaremos mais detalhadamente cada uma dessas hipóteses.

Além de todas essas hipóteses teóricas fundamentais, é importante destacar que o modelo está construído com base em uma estratégia de crescimento que se tornou predominante entre os países em desenvolvimento nos anos 1990, que é a estratégia de crescimento com poupança externa.

Segundo a grande maioria dos economistas, os países em desenvolvimento possuem um baixo nível de poupança e isso estaria acarretando em um reduzido nível de investimentos e de crescimento econômico. Portanto, de acordo com a hipótese neoclássica de que a poupança prévia determina o nível de investimentos, uma maior formação bruta de capital fixo nesses países dependeria de uma atração da poupança externa como forma de compensar a insuficiência de poupança internamente.

A solução para esse imbróglio, segundo a teoria econômica convencional, seria a abertura da conta de capital dos países em desenvolvimento, conjuntamente com um ajuste fiscal e algumas reformas estruturais. Tais medidas garantiriam um constante influxo de capitais advindos dos países desenvolvidos, que estariam procurando por oportunidades de investimento mais rentáveis, dado que os países em desenvolvimento possuem uma menor intensidade de capital, o que garante um maior retorno sobre o capital investido. Portanto, se não houver restrições à mobilidade de capital, a poupança se movimentará e garantirá um maior nível de investimentos aos países em desenvolvimento<sup>1</sup>.

Em suma, a partir de um tripé ortodoxo de política macroeconômica, que está sustentado nos pilares teóricos do “Novo consenso macroeconômico”, o governo Lula procurou garantir a credibilidade necessária frente aos mercados financeiros nacional e internacional. Pois, isso teria como resultado um grande influxo de recursos financeiros para o país, que se reverteria em investimentos produtivos e financiariam o crescimento econômico

---

<sup>1</sup> A estratégia de crescimento com poupança externa não possui uma comprovação empírica, isto é, os resultados não demonstram que essa estratégia se reverteu em um maior nível de investimentos para os países em desenvolvimento, muito pelo contrário, parece que os estudos apontam na direção oposta. Um estudo econométrico (BRESSER-PEREIRA, 2003) mostra que: a partir da amostra de 51 países, pode-se constatar que 1% de aumento da poupança externa em relação ao PIB, tem um impacto de 0,005% no crescimento do PIB per capita. Outro estudo (BRESSER-PEREIRA, 2008) demonstra que a taxa de substituição da poupança interna pela externa, no Brasil de 1994 à 1999, foi de 115,8%, ou seja, a redução da poupança interna mais do que compensou a entrada de poupança externa.

do Brasil. Todavia, como foi ressaltado anteriormente, a estratégia de crescimento com poupança externa não têm funcionado nos diversos países em que tem sido adotada, porque o sucesso de uma estratégia desse gênero deixa o crescimento econômico de um país dependente do humor dos mercados financeiros internacionais.

## **2.2 Resultados: evidências empíricas sobre inflação e crescimento do PIB com análise comparativa**

Antes de analisarmos os resultados da política macroeconômica do governo Lula, iremos observar a conjuntura econômica internacional. Pois, como foi destacado anteriormente, o sucesso desse modelo depende, em grande parte, da abundância de recursos financeiros no mercado internacional. Segundo Hermann, nesse modelo macroeconômico:

o crescimento do PIB é uma variável endógena do modelo, e não um objetivo explícito de política econômica: a taxa de crescimento econômico possível é condicionada pelos saldos da CK (quanto maiores, maior a taxa possível) e/ou pelo desempenho exportador do país (quanto maior a taxa de crescimento das exportações, maior a taxa possível de crescimento do PIB) (HERMANN, 2005, pg. 171).

Dessa forma, a conjuntura econômica internacional que sempre foi uma variável importante para o crescimento da economia brasileira, assume um significado ainda maior. Neste aspecto, o governo Lula levou mais sorte que o seu antecessor, que enfrentou uma série de crises financeiras internacionais (crise asiática em 1997, crise na Rússia em 1998, crise no Brasil em 1998/1999 e crise na Argentina em 2001). “O cenário externo desfavorável que marcou o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso – FHC (1999-2002) foi substituído por um ambiente especialmente benigno no âmbito tanto das finanças como do comércio mundiais” (PRATES, 2006, pg. 120).

A conjuntura internacional foi extremamente favorável de 2003 até meados de 2008, quando ocorreu a crise financeira internacional. A taxa média de crescimento do PIB mundial (2003-2008) foi de 4,37%, um valor superior à taxa secular média de crescimento da economia mundial que é de 3,2%. A taxa de investimento mundial também apresentou uma tendência ascendente durante o período, passando de 21,21% em 2003 para 24,03% em 2008. A inflação média se estabilizou em torno de 4,12%, que é um nível consideravelmente baixo. Na esfera comercial, ocorreu um crescimento do volume do comércio exterior – com uma

taxa média de crescimento de 7,24% - e um extraordinário aumento do preço das *commodities*, como pode ser observado na tabela 1.

Podemos citar inúmeras causas para explicar a forte expansão da economia mundial durante esse período. A mais importante refere-se ao dinamismo das economias chinesa e norte-americana. A dinâmica da primeira sendo explicada, em grande parte, pela elevada taxa de investimento. Enquanto a última, tem sido determinada, na esfera financeira, pelo efeito riqueza. A expansão dessas duas economias se transmitiu internacionalmente por meio do crescimento do comércio mundial (GONÇALVES, 2007).

Tabela 1 – Principais indicadores do dinamismo da economia mundial

<b>Variável</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Crescimento econômico</b>	3.613	4.924	4.475	5.090	5.166	2.998
<b>Taxa de investimento</b>	21.217	22.061	22.561	23.267	23.899	24.037
<b>Taxa de inflação</b>	3.718	3.588	3.769	3.714	4.005	5.983
<b>Comércio mundial de bens e serviços, var. %</b>	5.507	10.728	7.801	9.095	7.330	2.951
<b>Preços das commodities, 2005=100</b>	65.046	80.485	100.000	120.714	134.966	172.131

Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009

A conjuntura internacional mostrou-se ainda mais favorável para os países em desenvolvimento. O aumento expressivo do preço das *commodities*, fez com que os termos de troca se tornassem amplamente favoráveis a estes países, uma vez que têm a pauta exportadora mais concentrada em produtos de baixo conteúdo tecnológico. Além disso, o excedente econômico que se orientou para as aplicações financeiras internacionais foi direcionado, uma boa parcela, para os mercados de tais países.

Os fatores citados acima geraram um aumento substancial do saldo da conta de transações correntes, uma acumulação de reservas internacionais e uma melhora nos indicadores conjunturais de solvência externa dessas economias.

Tabela 2 – Indicadores da conjuntura econômica dos países em desenvolvimento

Variável	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Importação de bens e serviços, var. %	10.328	15.932	12.229	12.412	13.790	9.403
Exportação de bens e serviços, var. %	11.016	14.824	11.692	11.012	9.761	4.640
Termos de troca	0.817	2.426	5.349	3.620	0.745	4.137
Saldo da conta de transações correntes	149.594	223.829	448.343	659.698	664.484	724.606

Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009

O excepcional momento da economia mundial garantiu o relativo “sucesso” da política macroeconômica do governo Lula. Segundo Arestis,

De fato, o boom das *commodities* figura como a explicação completa para o “sucesso” brasileiro e como tal país evitou default nas suas obrigações externas. Neste caso, na verdade, muito das políticas questionáveis foram ofuscadas pelo boom das *commodities*. Quando isso terminar o Brasil deve sofrer os impactos de uma situação onde o sucesso foi atribuído aos fatores errados.<sup>2</sup> (ARESTIS, 2007, pg. 16)

Ou seja, devido aos indicadores mundiais extremamente favoráveis, o governo Lula conseguiu alcançar um equilíbrio externo da economia brasileira, através do aumento de reservas internacionais e da diminuição da dívida externa do setor público. Além disso, alcançou a estabilidade de preços e certo nível de crescimento econômico. Todavia, deve-se destacar que esse crescimento econômico ainda é muito baixo se comparado a outros países, apresentou grandes oscilações (*stop-and-go*) e não foi sustentado por uma taxa ascendente de investimento, dessa forma não pode ser considerado um crescimento econômico sustentável em uma trajetória de longo prazo. A seguir, veremos mais detalhadamente os resultados dessa política macroeconômica.

<sup>2</sup> “In fact the commodity boom is the entire explanation for the brazilian ‘success’ and how it avoided default on its external obligations. It is the case, actually, that a lot of questionable policy was overshadowed by the commodity boom. When that ends Brazil may very well suffer from a situation where success has been attributed to success of the wrong factors.”

Por um lado, podem-se observar alguns resultados positivos frutos da conjuntura internacional conjugada ao modelo de política macroeconômica adotado pelo governo Lula, como: um aumento substancial do saldo da balança comercial; um elevado saldo da conta capital e financeira; um processo contínuo de redução da dívida externa do setor público em relação ao PIB; e uma significativa redução da taxa de inflação.

Tabela 3 - Resultados positivos do governo Lula

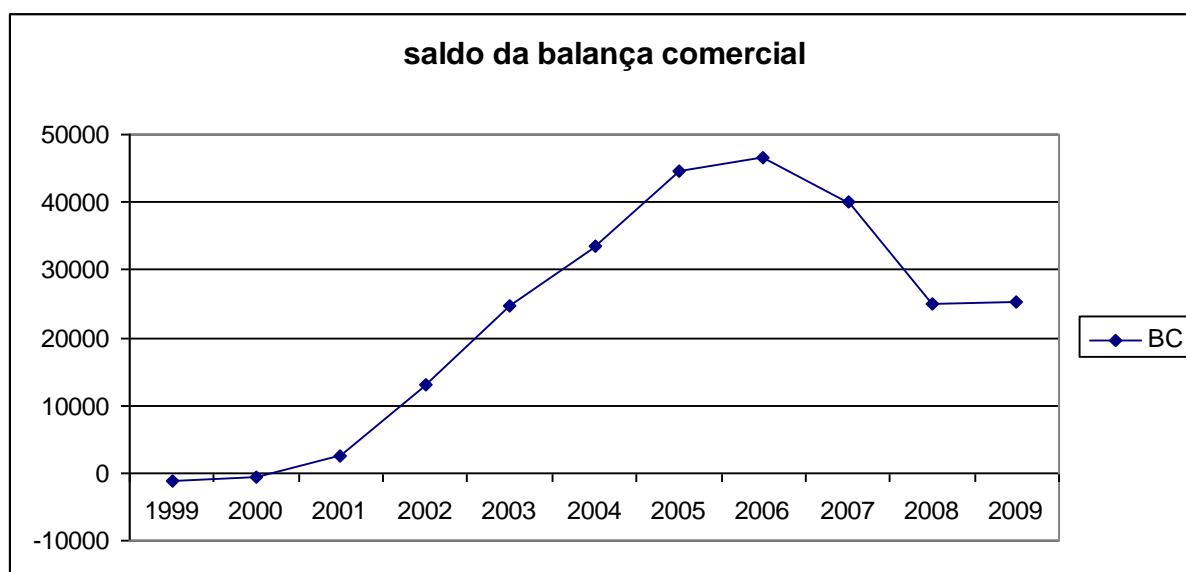
Variáveis	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Saldo da balança comercial (bilhões)	24,79	33,64	44,70	46,45	40,03	24,83	25,34
Saldo da conta capital e financeira (bilhões)	5,11	-7,52*	-9,46*	16,29	89,08	29,35	70,55
Dívida externa do setor público (% PIB)	13,23	7,71	3,27	-1,05	-7,18	-11,05	-9,18
Taxa de inflação	9,30	7,60	5,69	3,14	4,46	5,90	4,31

Fonte: IPEAdata e Banco Central

O aumento expressivo do saldo da balança comercial ocorreu por causa da elevação no preço das *commodities* e do aumento do *quantum* exportado. O fato de a economia brasileira ser produtora de bens com baixo conteúdo tecnológico foi funcional para o bom desempenho do seu setor externo durante o período, pois os termos de troca se tornaram amplamente favoráveis a estes produtos.

\* A conta de capital e financeira apresenta um déficit nos anos de 2004 e 2005. Este déficit, no entanto, deve ser analisado com cuidado, pois ele encobre o comportamento de dois tipos de fluxos de capitais, subordinados a dinâmicas distintas: os capitais voluntários e as operações de regularização com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Em 2004, as condições de liquidez internacional permitiram o pagamento dos compromissos com o FMI, mas os fluxos de capitais voluntários entre o país e o exterior continuaram negativos em termos líquidos. Já em 2005, esses fluxos apresentaram resultado positivo, mas a conta capital e financeira continuou apresentando resultado negativo devido ao pagamento de amortizações ao FMI (PRATES, 2006).

Gráfico 1 – Evolução do saldo da balança comercial (1999-2009)

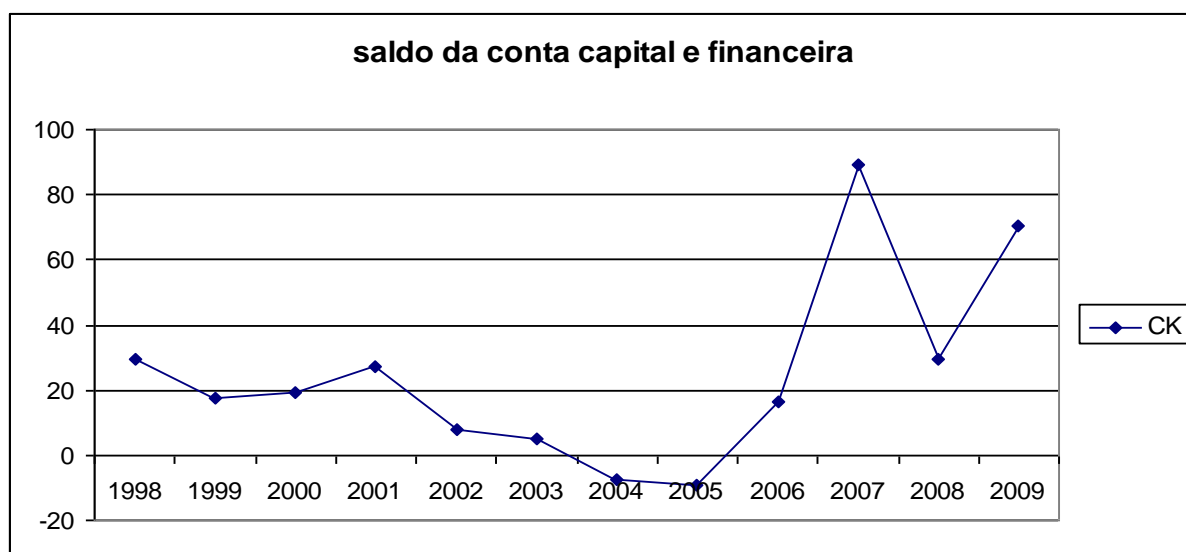


Fonte: IPEAdata

O elevado saldo na conta capital e financeira foi decorrente da entrada de capitais atraídos pela elevada taxa de juros e pelo aumento da credibilidade da economia brasileira.

Com relação à composição dos fluxos de capitais, vale destacar: o investimento estrangeiro direto diminuiu drasticamente no início do governo Lula, mas depois apresenta uma recuperação e em 2008 atinge 45,05 bilhões. O mesmo ocorre com o investimento em carteira, que passou de 5,12 bilhões em 2003 para 48,10 bilhões em 2007. A tabela com a composição dos fluxos de capitais durante o período está nos anexos.

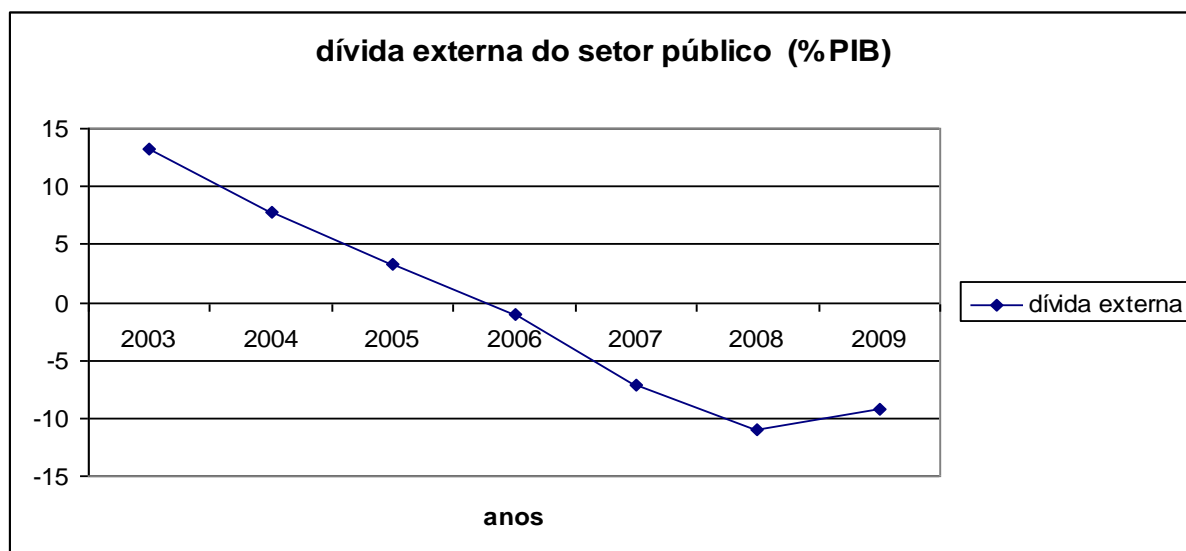
Gráfico 2 – Evolução do saldo da conta capital e financeira (1998-2009)



Fonte: IPEAdata

A acumulação de reservas internacionais, fruto do bom desempenho das exportações e do influxo de recursos financeiros para o país, permitiu um ajustamento externo da economia brasileira, através da diminuição da dívida externa do setor público em relação ao PIB. Ou seja, as condições favoráveis de liquidez internacional permitiram a amortização da dívida externa da economia brasileira.

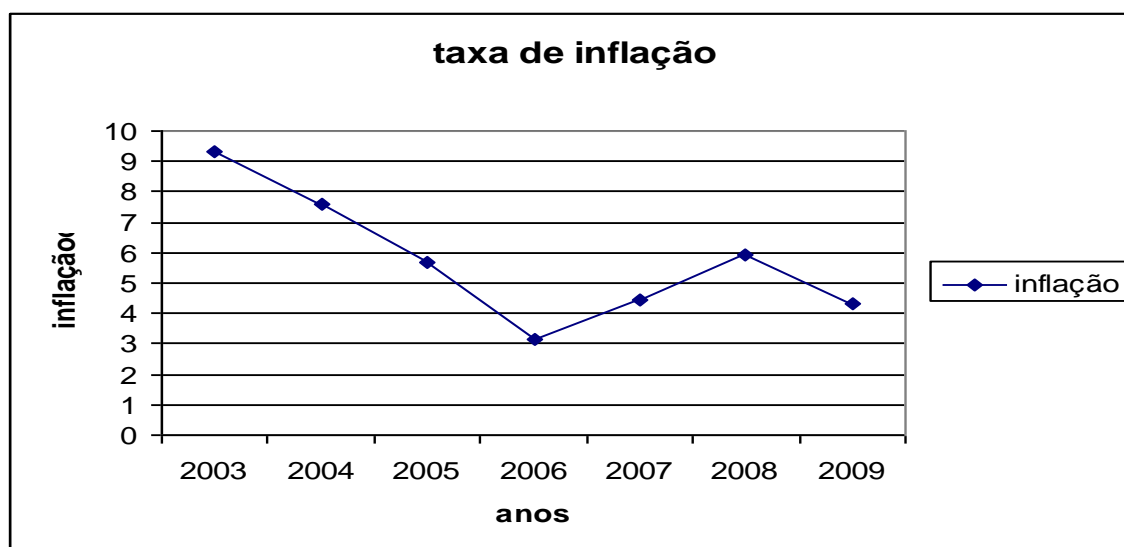
Gráfico 3 – Evolução da variável dívida externa/ PIB (2003-2009)



Fonte: IPEAdata

Por último, deve-se ressaltar a redução da inflação de 9,30% em 2003 para 4,31% em 2009. A preocupação com a inflação foi central durante o governo Lula, pois, segundo os formuladores da política macroeconômica, a estabilidade de preços era o passo mais importante para a economia brasileira entrar em uma trajetória de crescimento econômico sustentado. Essa concepção de política macroeconômica resultou em impactos seriamente negativos relacionados ao crescimento, investimento e nível de emprego. Iremos tratar mais detalhadamente da forma de controle da inflação e dos custos relacionados a esse tipo de política nos capítulos 3 e 4.

Gráfico 4 – Evolução da taxa de inflação (2003-2009)



Fonte: Banco Central do Brasil

Por outro lado, podem-se observar alguns resultados negativos do modelo macroeconômico adotado, a saber: o crescimento da economia brasileira foi muito baixo se comparado a outros países e se levarmos em conta a conjuntura internacional extremamente favorável; o nível de investimentos se manteve muito reduzido para garantir a inserção da economia brasileira em uma trajetória de crescimento de longo prazo; e a taxa de desemprego não sofreu nenhuma melhora substancial se comparada ao governo anterior, o que significa uma taxa de desemprego ainda muito elevada.



Tabela 4 – Resultados negativos do governo Lula

Variáveis	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Taxa de crescimento	1,15	5,71	3,16	3,96	6,09	5,14	-0,19
Taxa de investimento	15,28	16,10	15,94	16,43	17,40	18,65	16,71
Taxa de desemprego	12,3	11,5	9,8	10,0	9,2		

Fonte: IPEAdata e IBGE

Como se pode observar no gráfico 5, o crescimento econômico do Brasil assumiu a forma *stop-and-go* durante o governo Lula, pois dependia, em grande parte, das mudanças da conjuntura econômica internacional, não sendo sustentado por uma elevação da formação bruta de capital fixo internamente. Mas, apresentou grandes oscilações, por causa da própria forma de operação da política monetária, que tem como resultado o aumento da taxa de juros diante do aparecimento de qualquer pressão inflacionária que possa desviar a inflação em relação à meta. Assim, quando a economia brasileira começava a apresentar taxas de crescimento consideráveis e com isso surgiam algumas pressões inflacionárias, as autoridades monetárias elevavam a taxa de juros para manter a inflação sob controle, através do desaquecimento da economia. Uma análise mais detalhada da política monetária será feita nos capítulos 3 e 4.

Gráfico 5 – Evolução da taxa de crescimento econômico (2003-2009)

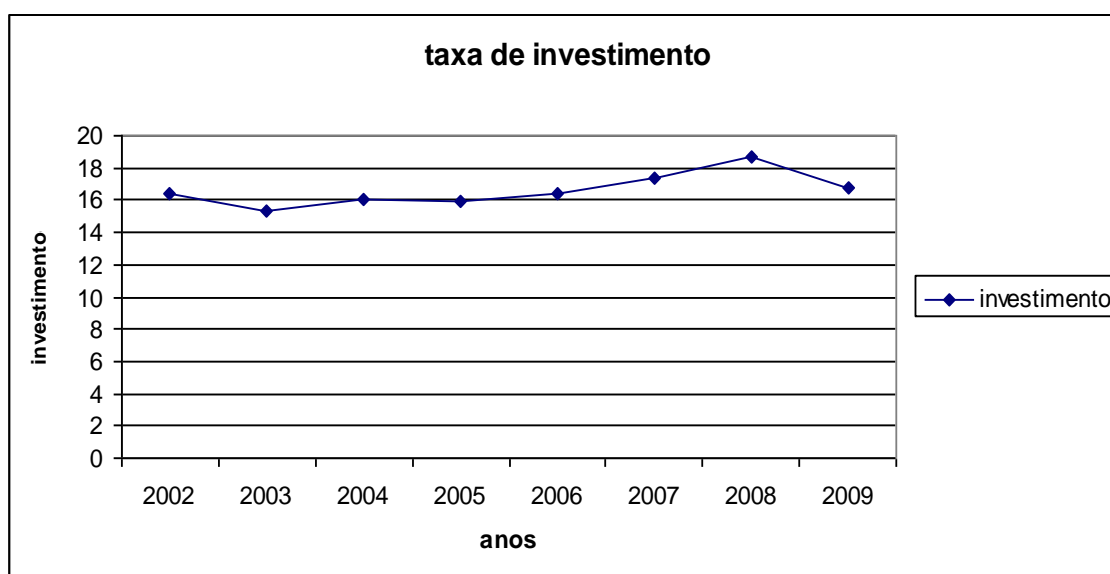


Fonte: IPEAdata

O crescimento econômico não veio acompanhado de um aumento significativo da taxa de investimento. A política monetária tendo como único instrumento a taxa de juros e como única meta a inflação, criou um desestímulo ao investimento privado, pois para os agentes investirem não basta que exista estabilidade de preços, é preciso que os empresários acreditem que os rendimentos futuros serão maiores que a taxa de juros. Ou seja, sendo a decisão de investimento um ato de escolha de ativos, o empresário só vai demandar por bens de capital se estes representarem maiores expectativas de rendimento do que os ativos não-reprodutíveis. E essas condições somente se concretizam se a economia apresentar um ritmo de crescimento considerável e as taxas de juros permanecerem constantemente deprimidas. Este não é o caso do Brasil, pois, com o objetivo de controlar a inflação, as autoridades monetárias mantêm a taxa de juros em um patamar relativamente elevado se comparado com as expectativas de demanda futura. Ou seja, “o investimento em ativo fixo ainda representa um custo muito alto relativamente às aplicações em ativos alternativos de maior liquidez.” (FEIJÓ, 2008, pg. 214).

É importante destacar que a taxa média de investimento durante o governo Lula foi de 16,64%, enquanto que as estimativas apontam para a necessidade de um nível de investimento em torno de 25% como requisito para um crescimento sustentado em torno de 5% ao ano (FEIJÓ, 2008). Portanto, o modelo ortodoxo de política macroeconômica resultou em uma taxa de investimento muito inferior àquela necessária para colocar a economia brasileira em uma trajetória de crescimento sustentado no longo prazo.

Gráfico 6 – Evolução da taxa de investimento (2003-2009)



Fonte: IPEAdata

A taxa de desemprego, por sua vez, não apresentou uma redução significativa e ainda se mantém em um nível extremamente elevado. É importante ressaltar que o pensamento ortodoxo trata a questão do desemprego como oriunda de problemas do lado da oferta. O desemprego seria uma consequência da regulamentação excessiva no mercado de trabalho e/ou do desajuste nas qualificações dos trabalhadores. Assim, de acordo com essa visão, para se combater o problema deve-se adotar políticas que tenham algum impacto sobre o lado da oferta, como por exemplo, a flexibilização do mercado de trabalho (SALM, 2005). Isso está de acordo o pressuposto ortodoxo, que foi colocado na primeira parte do capítulo, de que existe uma separação entre o lado real e nominal da economia. Dessa forma, variáveis monetárias não teriam nenhum impacto sobre o nível de produto no longo prazo, as políticas do lado da oferta deveriam ficar responsáveis por alterar o nível de produto e emprego no longo prazo.

O pensamento pós-keynesiano, em contraste, considera a questão do desemprego como oriunda de restrições também do lado da demanda. Ou seja, o baixo nível de crescimento econômico seria o fator determinante pela manutenção do elevado nível de desemprego. Portanto, segundo esse pensamento, deveriam ser adotadas algumas políticas macroeconômicas que propiciassem um ambiente mais favorável ao investimento e ao crescimento econômico<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Segundo Sabóia “a elasticidade do produto-emprego da economia brasileira é da ordem de 0,5, significando que cada 1% de crescimento econômico gera cerca de 0,5% de crescimento da população ocupada. Como a população economicamente ativa cresce cerca de 2% ao ano, é preciso que a economia cresça em torno de 4% para que sejam geradas ocupações em número suficiente para absorver a população que chega ao mercado de trabalho a cada ano.” (SABOIA, 2005, pg. 230).

Gráfico 7 - Evolução da taxa de desemprego (2003-2007)



Fonte: IBGE

Enfim, o governo Lula se beneficiou de um contexto internacional muito favorável, que propiciou saldos substanciais na balança comercial e na conta capital, e uma redução da dívida externa em relação ao PIB. Além disso, com a aplicação de uma política monetária extremamente rígida e que teve fortes impactos sobre o lado real da economia, as autoridades monetárias conseguiram uma redução considerável no nível de inflação. Porém, o modelo de política macroeconômica implementado não conseguiu colocar o Brasil em uma trajetória de crescimento sustentado, com elevado nível de investimentos e com uma queda na taxa de desemprego.

Os resultados do modelo macroeconômico durante esses oito anos devem ser comparados aos resultados do governo anterior (FHC) e ao desempenho econômico de outros países, pois, assim, podemos ter uma melhor compreensão do significado destes.

Se comparado ao governo Fernando Henrique Cardoso, o governo Lula obteve taxas um pouco maiores de crescimento econômico. Todavia, como já foi explicado anteriormente, isso se deve principalmente a conjuntura econômica internacional que favoreceu muito mais Lula do que seu antecessor. A taxa de investimento do governo atual (16,64%) consegue ser ainda menor do que a obtida durante o governo FHC (16,96%), que já era muito abaixo do valor necessário para garantir um crescimento sustentado em torno de 5% ao ano. E por último, com relação à taxa de desemprego, apesar da tendência descendente da taxa durante o governo Lula, esta se manteve acima da média registrada no governo Fernando Henrique.

Tabela 5 - Comparação de algumas variáveis macroeconômicas do governo Lula com o governo FHC

Governos	Taxa média de crescimento econômico	Taxa média de investimento	Taxa média de desemprego
FHC (1995-2002)	2,25	16,96	7,72
Lula (2003-2009)	3,57	16,64	10,56

Fonte: IPEAdata e IBGE

Agora, se compararmos o desempenho da economia brasileira durante os dois mandatos de Lula com o de outras economias no mesmo nível de desenvolvimento, veremos que o “sucesso” atribuído ao governo Lula não tem um grande significado empírico, principalmente no que diz respeito às taxas de crescimento econômico.

Tabela 6 – Comparação da inflação e crescimento econômico do Brasil com os BRICS e com os países latino-americanos

Países	Taxa média de crescimento econômico (2003-2008)	Taxa média de inflação (2003-2008)
<b>BRICS</b>	<b>7,56</b>	<b>6,81</b>
Brasil	4,12	6,96
China	10,68	3,173
Índia	8,41	5,45
Rússia	7,05	11,66
<b>Países latino-americanos</b>	<b>5,57</b>	<b>8,59</b>
Argentina	8,48	9,30
Brasil	4,12	6,96
Chile	4,66	3,90
Equador	5,41	4,45
México	3,11	4,32
Uruguai	5,81	9,28
Venezuela	7,40	21,92

Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009

A taxa média de crescimento econômico da economia brasileira é claramente a menor entre os BRICS. A segunda economia que menos cresce dentro desse grupo é a Rússia, que conseguiu um crescimento de 7,05%, muito superior à média da economia brasileira que é de apenas 4,12%. E a economia brasileira possui a segunda maior inflação entre esses países, apesar da rigidez do regime de metas de inflação no Brasil.

Quando comparada aos países latino-americanos, a economia brasileira ainda apresenta resultados bastante negativos. A taxa média de crescimento econômico do Brasil é a segunda menor entre esses países. E com relação à inflação, apresenta um resultado um pouco melhor, ficando com o quarto maior índice de inflação.

É importante ressaltar que a variável, entre inflação e o crescimento econômico, que apresenta maior disparidade em relação aos outros países é indiscutivelmente a segunda. Pois, a economia brasileira apresenta uma tendência descendente da inflação e conseguiu entrar em uma trajetória de estabilidade de preços. Porém, ainda apresenta um crescimento econômico modesto e sem uma grande continuidade.

Em suma, a partir dos resultados apresentados, podemos observar que a política macroeconômica do governo Lula conseguiu alcançar a estabilidade de preços, mas ficou longe de uma estabilidade macroeconômica em um sentido mais amplo. Ou seja, o governo conseguiu controlar a inflação, mas não conseguiu conciliar com um crescimento econômico sustentado. Contudo, precisamos entender por que esse modelo ortodoxo de política macroeconômica conseguiu um relativo sucesso na estabilização do nível de preços, mas deixou a desejar nos níveis de investimentos e crescimento econômico. Para isso, precisamos compreender mais a fundo os pilares teóricos que sustentam essa política macroeconômica, mais especialmente, a política monetária. Pois, como já destacamos anteriormente, esta assumiu o papel de principal instrumento de política macroeconômica e parece ser o ponto-chave para compreendermos os resultados relativamente negativos em termos de aumento do produto e de nível de investimento.

### **3 A TEORIA E A PRÁTICA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: APRESENTAÇÃO E CRÍTICA**

Neste capítulo, será apresentado o regime de metas de inflação, tanto os principais aspectos teóricos relacionados a este regime como sua implementação na economia brasileira. Na primeira seção, apresentaremos a teoria novo-clássica, que serve de base para a política de metas de inflação. Posteriormente, discutiremos a hipótese da neutralidade da moeda na teoria econômica convencional (um aprofundamento deste ponto será feito no próximo capítulo). Na terceira seção, será apresentada a vinculação entre essas hipóteses básicas da teoria novo-clássica e a lógica de funcionamento do regime de metas de inflação. Na quarta seção, analisaremos a implementação do regime de metas de inflação no Brasil. Por último, tentaremos identificar os principais problemas de operacionalização do regime de metas no Brasil.

#### **3.1 Fundamentos teóricos: apresentação e explicação da lógica da política**

##### *3.1.1 Teoria novo-clássica e pressupostos básicos*

A política monetária atualmente está sustentada nos pilares teóricos da teoria novo-clássica, que se tornou a principal vertente do *mainstream*<sup>4</sup>. Esta corrente promoveu uma grande mudança na teoria econômica no final dos anos 1970.

Os autores desta escola aceitaram boa parte dos pressupostos monetaristas, como a taxa natural de desemprego, por isso são chamados também de monetaristas da segunda geração. Todavia, discordavam de Friedman com relação à formação das expectativas dos agentes. Segundo Lucas, os agentes formam as suas expectativas não olhando unicamente para trás, mas também olhando para frente, ou seja, ao invés das expectativas adaptativas eles propuseram a hipótese de expectativas racionais (CARVALHO, 2004a).

---

<sup>4</sup> O *mainstream* não deve ser confundido com a teoria neoclássica. Isto é, esse conceito inclui diferentes abordagens, entre elas a economia neoclássica. Muitas dessas teorias que fazem parte do *mainstream* como a economia evolucionista, a economia comportamental e a economia ecológica, não têm raízes na teoria neoclássica (MEARMAN, 2007).

Os novo-clássicos também criticaram radicalmente os keynesianos, se opondo a qualquer intervenção macroeconômica que tenha como objetivo o estímulo à demanda agregada. Segundo os autores desta escola, uma política monetária expansionista representa apenas uma mensagem aos agentes de que os preços irão aumentar. Isto é, qualquer política macroeconômica ativa irá promover somente um aumento do nível de preços, sem nenhum impacto sobre o lado real da economia (CARVALHO *et al*, 2000, cap. 12; CARVALHO, 2004a).

Além da hipótese de expectativas racionais, a teoria novo-clássica apresenta ainda três hipóteses básicas: a taxa natural de desemprego, a curva de Phillips versão Lucas e o viés inflacionário.

A taxa natural de desemprego proposta inicialmente por Friedman é o ponto inicial da teoria novo-clássica. A taxa natural de desemprego é a taxa de desemprego que incorpora as características estruturais e institucionais do mercado de trabalho e do mercado de bens, como a tecnologia, as imperfeições e as variações sazonais de oferta e demanda.

A taxa natural de desemprego (...) é o nível fundamentado pelo equilíbrio geral walrasiano, desde que seja integrado a este, as próprias características estruturais do mercado de trabalho e os preços das *commodities*, incluindo as imperfeições do mercado, a variabilidade estocástica de oferta e demanda, os custos de informação sobre as vagas de emprego e disponibilidades de força de trabalho, os custos da mobilidade e assim por diante (FRIEDMAN, 1968, pg. 8 apud CARVALHO, 2004a, pg. 321).<sup>5</sup>

A partir desta definição, pode-se observar que a taxa natural de desemprego é o equivalente moderno do equilíbrio de pleno emprego proposto pelas teorias pré-keynesianas. Quando a economia apresenta um nível de desemprego igual à taxa natural, somente vigoram o desemprego friccional e o desemprego voluntário, da mesma forma que ocorria na hipótese de pleno emprego. Friedman, somente incorporou no equilíbrio de pleno emprego as imperfeições do mercado, tornando a hipótese mais realista, porém menos coerente com o arcabouço teórico walrasiano (CARVALHO, 2004a).

A taxa natural de desemprego possui duas propriedades fundamentais: a estabilidade e a unicidade. A propriedade da estabilidade é oriunda da aceitação de forças endógenas que automaticamente equilibram os mercados, ou seja, mercados se equilibram via alterações nos preços e salários. Dessa forma, a taxa corrente de desemprego flutuaria em torno da taxa

---

<sup>5</sup> “The ‘natural rate of employment’ (...) is the level that would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations, provided there is embedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity prices, including market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the costs of gathering information about job vacancies, and labor availabilities, the costs of mobility, and so on.”



natural, pois o próprio funcionamento do mercado garantiria que a economia não se desviaria desse ponto por muito tempo. Friedman também considera a taxa natural de desemprego única (propriedade da unicidade), assim ela não pode ser afetada por qualquer alteração na política monetária, somente por fatores reais. O aumento da oferta de moeda não causaria uma alteração na taxa natural de desemprego, mas somente desvios temporários na taxa corrente de desemprego e uma alteração permanente no nível de preços. Isso não significa que esta seja inalterável, pois mudanças das características estruturais e institucionais podem promover alterações na taxa natural de desemprego, como por exemplo, mudanças no poder de monopólio das empresas, na estrutura das negociações salariais e no sistema de seguro-desemprego. (SICSÚ, 2007).

Portanto, a aceitação da hipótese da taxa natural de desemprego depende da concordância com a idéia de que existem forças endógenas que automaticamente equilibram os mercados (propriedade da estabilidade). Isto é, deve-se aceitar uma economia perfeitamente competitiva operando em um modelo de equilíbrio geral walrasiano, onde a alteração nos preços garante o equilíbrio entre as forças de oferta e demanda e a tendência ao equilíbrio em todos os mercados.

A existência de uma taxa natural de desemprego conjugada a hipótese de expectativas racionais explica a ineficácia da política monetária no modelo novo-clássico. De acordo com esse modelo, uma política monetária somente poderia afetar as variáveis nominais, sem nenhum impacto sobre o nível de produto ou de emprego. Por isso, afirmamos no primeiro capítulo que, segundo o “novo consenso macroeconômico”, existia uma separação entre o lado real e o lado nominal da economia.

Partindo-se de uma situação em que a taxa corrente de desemprego é igual à taxa natural, se o governo anunciar um aumento da oferta de moeda, os agentes reagiriam à ação da autoridade monetária aumentando o nível de preços, sem contratar qualquer trabalhador adicional. Dessa forma, a taxa corrente de desemprego permanece repousada sobre a taxa natural. Em outras palavras, uma política monetária expansionista que fosse conhecida pelos agentes causaria unicamente uma elevação do nível geral de preços. (CARVALHO *et al*, 2000, cap.12).

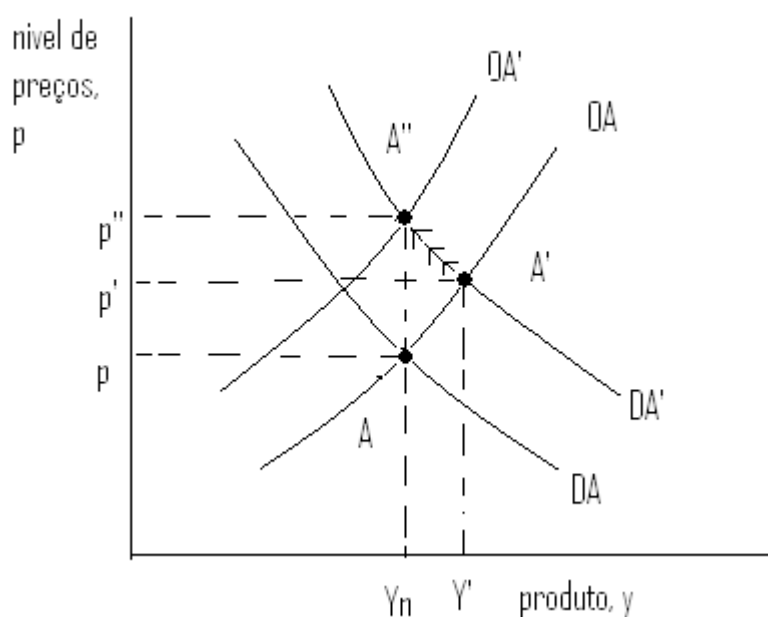
Contudo, mesmo dentro do modelo novo-clássico, existe uma exceção para a regra tradicional de ineficácia da política monetária: as políticas que causam surpresa nos agentes poderiam provocar efeitos reais na economia. Ou seja, se o governo adotasse uma regra de expansão monetária com algum elemento que fosse desconhecido do público em geral,

poderia causar um erro de expectativas e, assim, um aumento temporário do nível de produto e do emprego.

Portanto, a taxa corrente de desemprego não será igual à taxa natural somente quando os agentes forem surpreendidos, o que provocaria uma expectativa errônea de que o aumento de preços estaria sendo provocado por uma maior demanda pelos seus produtos e, conseqüentemente, um aumento do nível de produção (CARVALHO *et al*, 2000, cap.12).

Entretanto, esses efeitos ficariam presos unicamente ao horizonte temporal de curto prazo. No longo prazo, a curva de Phillips se tornaria vertical, não existindo mais *trade-off* entre inflação e desemprego. Pois, passado algum tempo, os trabalhadores perceberiam que não ocorreu um aumento do salário real e os empresários entenderiam que o aumento dos preços não os favorecia. Assim, a produção retornaria ao nível correspondente com a taxa natural de desemprego.

Gráfico 8 - Efeitos de uma expansão monetária em um modelo novo-clássico



Fonte: elaborado pelo autor.

A ineficácia da política monetária também pode ser explicada graficamente. No gráfico acima, o ponto inicial da economia é o ponto A, onde o nível de produto é igual ao produto natural ( $Y_n$ ).

Um aumento da moeda nominal leva a um aumento do estoque real de moeda, gerando uma diminuição da taxa de juros e um aumento do produto. Assim, a curva de demanda

agregada se desloca para a direita, de DA para DA'. No curto prazo, a economia vai do ponto A para A'. O produto aumenta de  $Y_n$  para  $Y'$ , e o nível de preços aumenta de P para P'.

Como agora o produto está acima do nível de produto natural, o nível de preços é mais alto do que o nível de preços esperados pelos agentes, isso vai levar a uma revisão das expectativas. Esse processo de revisão de expectativas faz com que a curva de oferta agregada se desloque para cima ao longo do tempo até o momento em que o nível produto volte ao produto natural. No longo prazo, portanto, a economia se situará no ponto A'', onde o Y é igual à  $Y_n$  e o nível de preços é igual à P''.

Assim, no curto prazo, uma expansão monetária pode gerar um aumento do nível de produto. Porém, no longo prazo, os agentes revêem suas expectativas e a economia volta para o ponto de equilíbrio correspondente ao produto natural. O único efeito duradouro de uma expansão monetária será, portanto, um aumento do nível de preços (BLANCHARD, 2007).

Alguns economistas novo-clássicos, como Kydland e Prescott, são ainda mais radicais na hipótese da ineficácia da política monetária, afirmando que a moeda é neutra até mesmo no curto prazo: como os agentes formam expectativas racionais, o modelo de decisão dos governantes também se torna conhecido pelo público e, portanto, estes perdem a capacidade de implementar políticas que causem surpresa aos agentes. Dessa forma, os agentes formam suas expectativas corretamente e a taxa corrente de desemprego se mantém repousada sobre a taxa natural de desemprego. Essa vertente mais radical da teoria novo-clássica é chamada de teoria dos ciclos reais, pois explica as variações no nível de produto e emprego como sendo decorrentes apenas de choques tecnológicos e não de choques monetários (CARVALHO *et al*, 2000, cap. 12).

Outro ponto importante dessa teoria é a questão do viés inflacionário. Segundo o modelo novo-clássico, os governantes teriam uma propensão a adotar políticas que são dinamicamente inconsistentes com a posição de equilíbrio correspondente à taxa natural de desemprego.

Se os agentes considerarem que existe a possibilidade de os governantes darem mais valor a objetivos de curto prazo do que a estabilidade de longo prazo, a política monetária carecerá de credibilidade e, conseqüentemente, não conseguirá atingir os seus objetivos. Por outro lado, se os governantes conseguirem acumular certa reputação frente aos agentes e estes julgarem que as políticas monetárias implementadas são críveis, estas terão uma maior eficácia. A maneira de garantir a credibilidade necessária é criando *commitment technologies*, como por exemplo, um banco central independente. Essas medidas mostram que os governantes não vão mudar as regras da política monetária ou dar prioridade a outros

objetivos que não à estabilidade de preços. Ou seja, essas medidas eliminariam o viés inflacionário do modelo (SICSÚ, 1997).

A credibilidade das políticas resultaria em uma maior eficácia e diminuiria consideravelmente os custos de uma desinflação tornando-os quase negligenciáveis. É importante ressaltar que esse tipo de conclusão vai contra as idéias de Friedman (monetarismo de primeira geração). Este dizia que a desinflação sempre implicava em algum custo em termos de emprego e produto (taxa de sacrifício), que somente variava dependendo do horizonte temporal que o governo desejasse realizar a desinflação (CARVALHO *et al.*, 2000, cap. 12).

Diante de todo o quadro teórico apresentado, a teoria econômica novo-clássica sugere que o governo não deve implementar uma política monetária discricionária e que tenha como objetivo alterar o nível de produto e emprego. Pois, segundo os autores desta escola, é melhor não tentar enganar continuamente os agentes, dado que isso poderia gerar um quadro de fortes pressões inflacionárias. Assim, eles sugerem que a política monetária esteja baseada em regras plenamente conhecidas pelo público e que tenham como único objetivo a estabilidade de preços.

### 3.1.2 Teoria novo-clássica e a neutralidade da moeda

Como foi destacado anteriormente, de acordo com a teoria novo-clássica, a política monetária não exerce nenhuma influência duradoura sobre o nível de emprego e produto. O impacto da política monetária sobre as variáveis reais está, quando muito, limitado ao curto prazo e é somente fruto de um erro de expectativas. No curto prazo, quando existe algum elemento novo da política monetária pode-se identificar um *trade-off* temporário entre inflação e desemprego. Contudo, quando os agentes percebem o verdadeiro efeito da política monetária, a curva Phillips torna-se vertical e a taxa corrente de desemprego volta a ser igual à taxa natural.

Assim, a teoria econômica novo-clássica que serve de base para o regime de metas de inflação tem como hipótese básica a neutralidade da moeda. Isso decorre do fato de que na teoria econômica convencional a moeda é tratada unicamente como um meio de pagamento, ou seja, a moeda limita-se ao circuito industrial, servindo de padrão para a circulação de bens e serviços. Essa visão sobre a moeda está vinculada ao modelo de economia cooperativa e de

tendência ao equilíbrio geral, que é a base para a formulação das diferentes vertentes da teoria econômica convencional. Versões mais modernas recorrem à modelos macroeconômicos para justificar a pertinência da adoção, seja no curto ou longo prazo, da hipótese de neutralidade da moeda e por conseqüência a ineficácia da política monetária. De acordo com o modelo de John Taylor:

Os efeitos da moeda sobre o produto atingem um máximo após três trimestres. Nesse momento, o produto é 1,8% mais elevado do que seria sem o aumento da moeda nominal. Ao longo do tempo, entretanto, o nível de preços aumenta e o produto volta ao nível natural de produto. No ano 4, o nível de preços está 2,5% mais alto, enquanto o produto está 0,3% mais alto. O modelo de Taylor sugere, portanto, que são necessários aproximadamente quatro anos para o produto voltar a seu nível natural – ou, em outras palavras, quatro anos para que as mudanças na moeda nominal se tornem neutras (BLANCHARD, 2007, pg. 139).

O modelo de economia cooperativa trata a economia capitalista como uma ampla economia de mercado, com produtores independentes que realizam suas trocas simultaneamente. Mesmo que as trocas sejam realizadas com o auxílio do dinheiro, este não exerce um papel ativo nesse processo. Ou seja, o processo central na economia é a troca de “produtos por produtos”, sendo o dinheiro unicamente um meio para facilitar essas transações, ou melhor, um “lubrificante das trocas”. Não existe, portanto, nenhuma razão para a retenção de moeda enquanto reserva de valor.

Partindo da concepção de moeda somente como um meio de troca, “a teoria econômica convencional tende a encarar a política monetária como consistindo apenas na variação do estoque de meios de pagamento.” (CARVALHO, 1999, pg. 1). Nesse contexto, a variação do estoque de moeda, ou melhor, uma política monetária expansionista não tem nenhum impacto duradouro sobre as variáveis reais, dado que para exercer um efeito duradouro sobre essas variáveis, a moeda tem que ser mais do que simplesmente um meio de pagamento, ela tem que ser considerada um ativo, ou melhor, uma forma geral da riqueza.

### *3.1.3 Regime de metas de inflação: aspectos gerais*

Como já destacamos anteriormente, as hipóteses centrais da teoria novo-clássica - taxa natural de desemprego, curva de Phillips versão Lucas, expectativas racionais, viés inflacionário e neutralidade da moeda - serviram de base para a formulação do regime de

metas inflacionárias. Agora, iremos observar a relação entre essa fundamentação teórica e a lógica de funcionamento do regime de metas de inflação.

Atualmente, um número considerável de países adota o regime de metas de inflação na gestão da política monetária<sup>6</sup>. Uma meta numérica de inflação é uma forma de ancorar as expectativas de inflação, o que pode provocar um efeito positivo sobre o mercado financeiro e sobre a economia. Ou seja, o estabelecimento de um limite para a inflação serve como uma referência para a formação da expectativa dos agentes, fazendo com que se atinja a inflação planejada (FEIJÓ, 2009).

Segundo Mishkin, o regime de metas de inflação apresenta cinco elementos básicos:

1) o anúncio público de uma meta numérica para a inflação no médio prazo; 2) um compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo primordial da política monetária, sendo os demais objetivos subordinados; 3) informações, inclusive estratégicas sobre várias variáveis e não apenas sobre agregados monetários e a taxa de câmbio, que são empregadas para determinar a utilização de instrumentos de política; 4) maior transparência na estratégia da condução da política monetária, através da comunicação com o público e mercado esclarecendo planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias; e 5) ampliação da responsabilidade do Banco Central no que respeita o atingimento da meta de inflação estabelecida. (MISHKIN, 2001, pg. 22).

A política monetária nesse regime assume a forma “*one instrument – one target*”, sendo a taxa de juros o único instrumento e a meta de inflação como “único” objetivo. Visto que, de acordo com a economia novo-clássica, uma política monetária expansionista somente resultaria em uma elevação do nível de preços sem nenhum impacto sobre o lado real da economia.

A estabilidade de preços é acompanhada por três objetivos secundários, que são importantes para uma boa gestão da política monetária: a credibilidade (os agentes devem acreditar que aquele objetivo vai ser cumprido); a flexibilidade (a política deve reagir a alterações substanciais no nível de produto); e a legitimidade (a política monetária deve atrair o apoio do público e parlamentares) (ARESTIS, 2006a).

Na verdade, a credibilidade da política monetária é um pressuposto para que as autoridades monetárias consigam atingir as suas metas. Porque, se a política não tiver credibilidade, ela não vai conseguir ancorar as expectativas ao redor da meta estabelecida.

Uma das condições para que a política monetária tenha credibilidade é que esta seja operada por *experts* e não por políticos, ou seja, o Banco Central deve ser independente. A

---

<sup>6</sup> Os países que adotam o regime de metas de inflação são: Austrália, Canadá, Nova Zelândia, Islândia, Noruega, Reino Unido, Suécia e Suíça. África do Sul, Brasil, Chile, Colômbia, Coreia do Sul, República Checa, Hungria, Israel, México, Peru, Polônia e Tailândia.

justificativa pra isso é que os governantes possuem um viés inflacionário. Portanto, eles tendem a fixar a taxa de juros em um nível de produto dinamicamente inconsistente com a taxa natural de desemprego. Somente um banco central independente isolaria os gestores das pressões políticas e, conseqüentemente, preservaria a estabilidade de preços como sendo o principal objetivo da política monetária.

Outro aspecto fundamental do regime é a transparência na condução da política monetária. A melhor comunicação pode ser possibilitada pela divulgação de relatórios de inflação que especificam a meta de inflação, a estratégia que vai ser utilizada para se chegar a essa meta e justificavam possíveis desvios em relação à meta divulgada inicialmente. O aumento de transparência resulta em uma compreensão melhor das estratégias adotadas pelas autoridades monetárias e, conseqüentemente, em um aumento da credibilidade e da eficácia das políticas (ARESTIS, 2006a).

Para determinar a taxa de juros compatível com o nível de inflação desejada, os bancos centrais utilizam, em geral, uma regra que recebeu o nome de regra de Taylor:

$$i_t = r^* + b(\pi_t - \pi^*) + c(y_t)$$

onde,  $i_t$  é a taxa nominal de juros,  $r^*$  é taxa natural de juros,  $\pi_t$  é a inflação,  $\pi^*$  é a meta de inflação e  $y_t$  é o hiato do produto. De acordo com essa regra, o Banco Central deve elevar a taxa de juros acima da taxa natural de juros quando a inflação exceder a sua meta e o produto exceder o nível de produto potencial ou natural <sup>7</sup>. Tal regra foi criada por John Taylor para servir como uma regra pragmática para a operação dos bancos centrais no mundo, podendo ser apresentada de várias maneiras, através de versões mais complexas ou mais simples, a versão utilizada neste trabalho foi de acordo com (BRESSER-PEREIRA, 2009).

É importante observar que a regra de Taylor surge, do lado prático, como uma alternativa para a regra de controle dos agregados monetários sugerida por Friedman. A instabilidade crescente da velocidade de circulação da moeda a partir dos anos 1980 tornou muito difícil encontrar uma relação entre inflação e crescimento da oferta de moeda. Com a regra de Taylor, as autoridades monetárias podem determinar a taxa de juros compatível com o nível de inflação desejado, ainda que não tenham total controle sobre a oferta de moeda.

---

<sup>7</sup> A função de reação dos bancos centrais, dentro dessa regra, deve dar uma maior atenção à inflação do que a flutuações no produto. Taylor sugere um valor próximo a 1,5 % para a inflação e 0,5% para o hiato de produto. Segundo Marcelo Curado, “A função impulso – resposta do modelo VAR demonstrou que a SELIC responde da seguinte forma: (a) para um choque de 1% no IPCA, a SELIC responde em três trimestres, no acumulado, com aproximadamente 1,9% nos dois modelos; (b) para um choque de 1% no hiato, a SELIC responde, no acumulado, com 0,98% (no modelo i) e 0,21% (no modelo ii), após sete trimestres consecutivos.” (CURADO, 2009, pg. 144).

Além disso, uma regra com base em agregados monetários limita a capacidade de a política monetária reagir frente a mudanças na conjuntura econômica. Mesmo não sendo uma alternativa discricionária, a meta de inflação se situa entre a regra de agregados monetários e uma política monetária plenamente discricionária. Assim, a meta de inflação deve ser vista como um caso de discricionabilidade limitada, pois a ausência de uma meta intermediária permite que o banco central reaja a mudanças na conjuntura econômica sem abandonar o compromisso com a redução da inflação (ARESTIS, 2002).

Em relação aos seus fundamentos teóricos, a regra de Taylor é uma nova aplicação da regra wickselliana. O processo cumulativo de Wicksell é uma apresentação mais refinada da teoria quantitativa clássica, pois considera também o mecanismo indireto de transmissão monetária. Ou seja, reconhece uma relação entre a demanda por moeda e a taxa de juros, na qual um aumento na oferta de moeda reduz primeiro a taxa de juros, elevando-se depois a demanda por bens, causando então um aumento do nível de preços. (CARVALHO *et al*, 2000, pg. 28).

A análise de Wicksell considera que os movimentos no nível de preços são oriundos das discrepâncias entre duas taxa de juros: a taxa de juros de empréstimo, que é a taxa cobrada pelos bancos na oferta de crédito, e a taxa natural de juros, que é taxa de equilíbrio que iguala *ex-ante* a poupança desejada com o investimento planejado a pleno emprego. Quando a taxa de juros de mercado é igual à taxa natural de juros, a economia estará em equilíbrio monetário e o nível de preços será estável, pois a oferta agregada será igual à demanda agregada.

Porém, a taxa de juros de empréstimo pode permanecer temporariamente abaixo da taxa natural. Neste caso, haverá uma expansão de crédito e o investimento planejado excederá a poupança resultando em uma expansão da demanda agregada, que pode transbordar para o mercado de bens e gerar uma pressão inflacionista nos preços. Ou seja, a taxa de juros de empréstimo quando está abaixo do seu nível “normal” pode estimular os empresários a buscar novos projetos de investimento. Se os bancos acomodarem a maior demanda por crédito, o resultado será uma maior demanda agregada e um aumento persistente e cumulativo nos preços, enquanto durar o diferencial entre as duas taxas de juros. O efeito simétrico ocorrerá quando a taxa de juros de empréstimo permanecer acima da taxa natural de juros, tendo como resultado, neste caso, uma queda do nível de preços.

Diante deste quadro onde os bancos efetivamente não sabem qual é a taxa de juros natural da economia, Wicksell propunha uma regra simples de manipulação da taxa de juros para empréstimo: reduzindo-a quando os preços estiverem caindo e elevando-a quando os



preços estiverem subindo. Esta regra garantiria a estabilidade do valor da moeda que, segundo Wicksell, era o problema fundamental da economia monetária (CARVALHO *et al*, pg. 32-33).

Além de adotar a noção wickselliana de taxa natural de juros, a regra de Taylor adota também a noção monetarista e novo-clássica de taxa natural de desemprego e produto natural. A noção de produto natural ou potencial é uma derivação da taxa natural de desemprego feita através de uma simplificação da função de produção. A taxa natural de desemprego é o ponto de equilíbrio no mercado de trabalho, onde a relação de fixação de salários é igual à relação de fixação de preços, de acordo com o modelo de (BLANCHARD, 2007).

A noção de produto natural ou de taxa natural de desemprego está construída com base na idéia de que existe um nível de produto determinado pelo lado de oferta da economia. Este, não pode ser influenciado pelo nível de demanda agregada, ou seja, uma política monetária que tenha como objetivo o estímulo à demanda agregada teria uma pequena influência no curso futuro da economia. O produto natural, que é a variável determinante da dinâmica de longo prazo de uma economia, só pode ser alterado por políticas que tenham impacto sobre variáveis reais, como a produtividade ou a estrutura do mercado de trabalho (ARESTIS, 2008b).

A hipótese de que existe um nível de produto natural determinado pelo lado da oferta da economia, que não pode ser afetado por políticas de estímulo à demanda agregada, demonstra outro aspecto importante dessa teoria que é a clara dicotomia entre o lado real e o lado nominal da economia. Isto é, a dinâmica da economia é determinada por fatores não relacionados com as políticas macroeconômicas. A moeda tem, portanto, um papel coadjuvante na determinação do nível de produto e emprego da economia (ARESTIS, 2008a).

Assim, o regime de metas de inflação, que tem como base a regra de Taylor, não é unicamente fruto de uma solução pragmática para as dificuldades do regime de regras monetárias. Mas é também, uma proposta de política monetária que, do lado teórico, surge como uma nova aplicação da regra wickselliana e como uma “síntese” das principais hipóteses desenvolvidas pelo monetarismo de primeira e segunda geração.

Do lado prático, existem alguns problemas relacionados à mensuração das variáveis que formam a regra de Taylor.

A taxa natural de juros, como foi explicado anteriormente, é a taxa de equilíbrio que iguala *ex-ante* a poupança desejada com o investimento planejado a pleno emprego. Se a economia estiver no equilíbrio correspondente à taxa natural de juros, o produto efetivo estará no nível de produto natural e o nível de preços será estável (CARVALHO *et al*, 2000, pg. 30).

Em termos práticos, no entanto, o banco central tem grande dificuldade para calcular com um alto grau de confiança a taxa natural de juros, pois possui informações insuficientes para esse tipo de cálculo e a variável em questão apresenta algumas variações durante um determinado período.<sup>8</sup> (ARESTIS, 2006b, 2008b)

O hiato de produto ( $Y_t$ ), por sua vez, é calculado a partir da diferença entre o produto efetivo e o produto potencial ou natural da economia. O produto natural é o nível de produto necessário para manter a inflação constante. Nesse ponto, a inflação esperada será igual à inflação efetiva, dessa forma não haverá revisão das expectativas e o nível de preços permanecerá estável. É por isso que este ponto de equilíbrio é chamado de taxa de desemprego não aceleradora da inflação ou NAIRU (*Nonaccelerating Inflation Rate of Unemployment*) (BLANCHARD, 2007).

Também existem sérias dúvidas com relação à mensuração do produto natural ou potencial da economia. A estimativa do produto natural é feita com base no produto efetivo da economia nos últimos anos e a sua relação com a taxa de inflação, ou seja, utiliza-se a trajetória passada da economia para construir o potencial futuro de crescimento. Existem outras formas de derivar o produto natural, mas estas somente podem estimar o produto natural *ex-post*, assim ficando complicada a sua utilização na implementação de regras de política monetária (ARESTIS, 2008b). De acordo com as estimativas do produto natural feita com base em tendências passadas, se a inflação apresentou uma tendência de queda, isso significa que o produto efetivo está abaixo do produto natural da economia. Se a inflação apresentou uma tendência ascendente, o produto efetivo está acima do produto potencial. E, se a inflação permaneceu relativamente estável, isso é um indício de que o produto efetivo e o produto natural são aproximadamente iguais.

A instabilidade da economia brasileira no passado recente dificulta ainda mais este tipo de cálculo, pois o comportamento passado da economia não é uma boa referência para

---

<sup>8</sup> Keynes rejeitou essa idéia de uma única taxa natural de juros, argumentando que existia uma taxa natural de juros para cada nível de demanda efetiva, dado que a economia pode estar em equilíbrio fora do nível de pleno emprego dos fatores produtivos. Segundo este autor, “Em minha obra *Treatise on Money* defini o que pretendia ser uma taxa de juros de natureza única, a que chamei de taxa natural de juros - isto é, aquela que na terminologia de meu *Treatise* mantinha a igualdade entre o montante de poupança (segundo a definição ali adotada) e o montante do investimento. Pensei assim desenvolver e esclarecer a noção de “taxa natural de juros” de Wicksell que, segundo ele, era a que conservaria a estabilidade de um certo nível de preços não muito bem definida.(...) Tinha eu, contudo, ignorado o fato de que, segundo esta definição, há em cada sociedade uma taxa de juros diferente para cada volume teórico de emprego hipotético. E para ele a mesma é “natural” no sentido de que o sistema estará em equilíbrio com esse nível de taxa de juros e esse volume de emprego. Foi, portanto, um erro falar da taxa natural de juros ou sugerir que anterior definição lhe daria um valor único independente do volume de emprego. Eu não compreendia então que, em certas circunstâncias, o sistema pode estar em equilíbrio abaixo do pleno emprego. (KEYNES, 1936, pg. 189).

analisarmos o comportamento da economia no momento atual. O crescimento econômico e um possível descompasso que este pode gerar entre a oferta e a demanda agregada nem sempre foi o fator determinante da inflação na economia brasileira. Nos últimos anos, as pressões inflacionárias podem ser explicadas por múltiplos fatores, que são mais amplos do que um descompasso entre oferta e demanda agregada. Dessa forma, a tentativa da construção de um modelo para estabelecer o produto natural, a partir da relação entre crescimento econômico e inflação, deve ser vistas com cautela quanto a sua aplicação na formulação de políticas econômicas (BARROSO, 2007). Segundo Delfim Netto,

esse fato lança sérias dúvidas sobre o uso apropriado do conceito de ‘função de produção’ e sobre a teoria marginalista de produção nela implícita. A dúvida torna-se ameaçador pesadelo quando se tenta agregar as funções microeconômicas ao misterioso agregado a que se dá o nome de “produto potencial”. E o ameaçador pesadelo torna-se uma realidade horrorosa quando usamos cegamente tal conceito para determinar a taxa de juro SELIC (que ainda supõe conhecida a fugidia taxa real de juro de equilíbrio) para manter a meta de inflação na meta politicamente estabelecida (NETTO, 2010).

Independente de aceitação ou não do referencial teórico novo-clássico que orienta a regra de Taylor, pode-se levantar questões sobre sua possibilidade de aplicação. Neste quadro, a pergunta de Arestis é pertinente, “em função das revisões de dados para a medida da produção e dos problemas contemporâneos acerca da estimativa de tendências, poderia a regra de Taylor realmente ser aplicada com alguma precisão?” (ARESTIS, 2008, pg. 765).<sup>9</sup>

### **3.2 Implementação do regime de metas de inflação no Brasil: descrição e indicação de problemas**

O regime de metas de inflação foi implementado no Brasil em Julho de 1999. Este foi adotado para ser a nova âncora nominal da economia, uma vez que, nesse mesmo ano, foi implementado um regime de câmbio flutuante.

O ataque especulativo promovido contra Real no início de 1999 encerrou um período de controle da inflação via valorização cambial. A utilização dessa política mostrou-se insustentável para um período mais longo, devido à instabilidade nos fluxos internacionais de capitais. Dessa forma, sem a política cambial para controlar a inflação e com medo de que as

---

<sup>9</sup> “in light of data revisions to the measure of output and the problems surrounding the contemporaneous estimation of trend, could Taylor’s rule actually be applied with any accuracy?”

pressões inflacionárias voltassem a aparecer na economia brasileira, o governo adotou o regime de metas de inflação.

Segundo Bresser, o regime de metas de inflação foi adotado cedo demais no Brasil, ou seja, foi implementado antes que estivessem postas as condições necessárias para a implementação do mesmo. Pois, antes, era necessária uma mudança da política monetária com uma drástica redução da taxa de juros.

Devido a pressa do governo para adotar esse sistema, o Brasil continuou preso na armadilha de taxa de juros/ taxa de câmbio que tem graves conseqüências em termos produto e emprego para a economia brasileira.

Embora a política de metas de inflação tenha mantido a inflação relativamente baixa, isso foi feito com elevados custos fiscais e de oportunidades de desenvolvimento. Atualmente, a inflação poderia ser menor e as taxas de crescimento maiores se o governo não tivesse se apressado em importar uma instituição de política monetária antes que as condições apropriadas tivessem se materializado. (BRESSER, 2009, pg. 24).

Além dos aspectos operacionais do regime de metas de inflação, que citamos na seção anterior, podemos destacar alguns aspectos institucionais deste regime no caso brasileiro, a saber: (i) o Conselho Monetário Nacional (CMN), formado pelo presidente do Banco Central, pelo ministro da Fazenda e pelo ministro do Planejamento define as metas de inflação; (ii) o Banco Central, por sua vez, é a entidade responsável pelo cumprimento das metas; (iii) as metas são anunciadas para dois anos e meio mais à frente; (iv) estas possuem tolerância de 2,5% para mais ou para menos; (v) o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE, foi escolhido como índice de preços oficial; (vi) o Banco Central deve publicar trimestralmente um relatório de inflação, assim como, as atas das reuniões mensais do Copom; (vii) e caso a meta não seja atingida, o presidente do Banco Central deve enviar uma carta aberta ao ministro da Fazenda explicando o não cumprimento desta.

A partir da análise da inflação, do produto e dos juros, pode-se dividir o regime de metas de inflação no Brasil em três períodos distintos. Inicialmente, em 1999 e 2000, a adoção do regime foi um sucesso para a manutenção da estabilidade de preços, a taxa de câmbio se manteve em um nível que não exercia pressão sobre a inflação, os juros apresentaram uma forte queda e o produto apresentou no ano 2000 um crescimento considerável. O segundo período (2001-2003) foi marcado pelo não cumprimento das metas de inflação, pelo aumento da taxa de juros e por um baixo nível de crescimento. O terceiro período, de 2004 até 2009, foi marcado pela queda consistente da inflação, pela redução

gradual da taxa de juros e por um nível de crescimento econômico mais elevado, como pode ser observado na tabela 7 (CURADO, 2009).

Tabela 7 – Evolução do produto, inflação e juros (1999-2009)

Anos	Taxa de crescimento	Taxa de inflação	Taxa de juros
1999	0,25	8,94	19,00
2000	4,31	5,97	15,75
2001	1,31	7,67	19,00
2002	2,66	12,53	25,00
2003	1,15	9,30	16,50
2004	5,71	7,60	17,75
2005	3,16	5,69	18,00
2006	3,96	3,14	13,25
2007	6,09	4,46	11,25
2008	5,14	5,90	13,75
2009	-0,19	4,31	8,75

Fonte: IPEAdata, BCB.

Agora, vejamos mais detalhadamente as razões para o cumprimento ou não das metas estabelecidas em cada um dos anos. Em 1999, a flutuação da taxa de câmbio fez com que o governo temesse a volta da inflação. Porém, a pressão inflacionária não era tão forte quanto se imaginava e a inflação se manteve dentro da meta estabelecida. Logo se atribuiu essa baixa inflação ao regime de metas de inflação que havia sido adotado, todavia existem outros fatores explicativos desse fato, como o lento crescimento econômico nesse ano. O ano de 2000 foi bem mais favorável para a economia brasileira e a meta foi alcançada com relativa tranquilidade.

Em 2001, a economia brasileira foi atingida por uma série de choques externos, como por exemplo, a crise argentina e as repercussões na economia mundial dos ataques terroristas aos EUA. Mesmo com a elevação da taxa de juros não se conseguiu atingir a meta estipulada para esse ano, devido à passagem do efeito sobre o câmbio para o nível de preços. Em 2002, as expectativas com relação à eleição do governo Lula causaram uma saída de capitais e, conseqüentemente, uma forte depreciação cambial, o que resultou em aumento das pressões inflacionárias e o não cumprimento da meta de inflação. Em 2003, com a manutenção da conduta da política monetária pelo novo governo, o mercado começou a se acalmar. Apesar desse ambiente mais tranquilo, o Banco Central não conseguiu cumprir a meta pelo terceiro ano consecutivo.

Em 2004, a economia brasileira cresceu consideravelmente fruto do bom resultado do setor exportador e o Banco Central manteve a taxa de juros elevada, o que contribuiu ainda mais para o alcance da meta estabelecida. No ano de 2005, o Banco Central decidiu aumentar mais uma vez a taxa de juros e com isso teve sucesso no controle da inflação. A meta também foi atingida em 2006 e a inflação ficou no final do ano em torno de 3%, sendo esse valor comemorado pela ortodoxia como decorrente do sucesso do regime de metas para a inflação<sup>10</sup>. Porém, esse reduzido valor da inflação se deve, na verdade, a uma grande apreciação cambial. Em 2007, 2008 e 2009, o Banco Central também obteve sucesso no controle da inflação e conseguiu atingir as metas estabelecidas (BRESSER-PEREIRA, 2009). Esses resultados podem ser observados na tabela 8.

Tabela 8 – Metas para a inflação e a inflação efetiva (1999-2009)

Anos	Meta (%)	Limite inferior – superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a)
1999	8	6 – 10	8,94
2000	6	4 – 8	5,97
2001	4	2 – 6	7,67
2002	3,5	1,5 - 5,5	12,53
2003*	3,25	1,25 – 5,25	9,30
2003*	4	1,5 – 6,5	9,30
2004*	3,75	1,25 – 6,25	7,60
2004*	5,5	3 – 8	7,60
2005	4,5	2 – 7	5,69
2006	4,5	2,5 – 6,5	3,14
2007	4,5	2,5 – 6,5	4,46
2008	4,5	2,5 – 6,5	5,90
2009	4,5	2,5 – 6,5	4,31

Fonte: BCB

\* Existem duas metas de inflação para os anos de 2003 e 2004, porque o Banco Central decidiu reajustar as metas para esses anos. Os intervalos de tolerância das metas também foram modificados de 2% para 2,5%. Para o Banco Central, esses ajustes seriam mais adequados para a economia brasileira, pois ajudariam a reduzir a taxa de juros.

O relativo sucesso na estabilização do nível de preços pode sugerir que o regime de metas de inflação é o modo mais eficiente de gestão da política monetária para controlar a inflação. Aliás, o sucesso no controle da inflação naqueles países que adotaram o regime de metas de inflação é um dos principais argumentos favoráveis a este regime. Porém, como

<sup>10</sup> O Banco Central do Brasil busca um valor cada vez mais baixo para a inflação, apesar de não haverem evidências de que uma inflação muito baixa, como por exemplo, de 3% ao ano, é benéfica para o dinamismo da economia. “Sarel chegou à conclusão de que uma inflação baixa/moderada pode ser indiferente ou ligeiramente benéfica para o crescimento econômico. Neste trabalho, não foi encontrada diferença significativa para valores inferiores a 8% ao ano; a partir desse nível, no entanto, o efeito tornar-se-ia cada vez mais negativo.” (OREIRO, 2009, pg. 294)

mostrado na tabela abaixo, os demais países emergentes que não adotaram o sistema de metas também obtiveram o mesmo sucesso no que diz respeito à estabilidade de preços.

Tabela 9 – Comparação da taxa de inflação entre os países emergentes que adotaram e os que não adotaram o regime de metas de inflação

Países emergentes	Taxa de inflação média (2003-2008)
<b>Países que adotaram o regime de metas de inflação</b>	<b>4,48</b>
Brasil	6,96
Chile	3,90
Colômbia	5,81
México	4,32
Polônia	2,35
Tailândia	3,57
<b>Países que não adotaram o regime de metas de inflação</b>	<b>5,26</b>
Argentina	9,30
China	3,17
Índia	5,45
Malásia	2,75
África do Sul	5,65

Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2009

Além da estabilidade de preços, a implementação do regime de metas no Brasil teve como resultado a manutenção da taxa de juros em um patamar muito elevado se comparado a outros países. Como podemos observar no gráfico abaixo, o Brasil possuía a maior taxa real de juros do mundo em 2008.

Gráfico 9 – Ranking mundial das taxas reais de juros (2008)



Fonte: FOLHA DE SÃO PAULO. São Paulo, março 2008.

Na concepção ortodoxa, a taxa de juros elevada não é vista como um problema para o nível de investimento e de empregos. Dentro dessa perspectiva, a taxa de juros é a variável que equilibra a poupança e o investimento. O financiamento do investimento ocorre via poupança prévia, isto é, a poupança determina o investimento. Assim, um aumento da taxa de juros resultaria em um maior adiamento do consumo e uma elevação do montante poupado. Isto liberaria mais recursos para as pessoas que desejam investir, visto que esse montante poupado seria direcionado via setor bancário para aquelas pessoas que desejam investir. Portanto, um aumento da taxa de juros teria como resultado final um aumento do montante de investimentos (MOLLO, 2005).

Entretanto, para os pós-keynesianos, uma taxa de juros elevada constitui uma forte restrição ao nível de investimentos. Pois, em um quadro de alta taxa de juros, os ativos fixos possuem custos muito maiores relativamente aos ativos líquidos, por isso os empresários deslocariam sua riqueza para ativos mais líquidos. O investimento é visto como uma escolha entre ativos, dessa forma o empresário somente vai investir se os rendimentos dos bens de capital forem maiores que os rendimentos dos ativos não-reprodutíveis. Para que isso ocorra, é necessário que o governo deixe a taxa de juros permanentemente deprimida e estimule a demanda agregada, garantindo uma alta expectativa de rendimentos para os empresários. Uma melhor explicação da perspectiva pós-keynesiana sobre a taxa de juros e sobre a política monetária de maneira geral será feita no próximo capítulo.

Como o quadro de elevadas taxas de juros constitui, segundo os pós-keynesianos, uma restrição ao nível de investimentos e ao crescimento econômico, na próxima seção tentaremos encontrar alguns fatores explicativos da manutenção da taxa de juros nesse patamar, além da explicação encontrada na própria lógica da estratégia convencional que utiliza a taxa de juros unicamente para o controle da inflação. A discrepância existente entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros encontrada em outros países que também adotaram este regime de metas de inflação sugere que possivelmente existem alguns problemas de operacionalização relacionados ao regime de metas de inflação e à eficácia da política monetária no Brasil. Caso essa discrepância fosse observada somente com relação àqueles países que não adotaram o regime de metas, poderíamos afirmar que o problema está somente na natureza do controle da inflação neste regime. Contudo, como observamos uma diferença entre o Brasil e outros países que também utilizam o sistema de metas como forma de condução da política monetária, devemos analisar se existe algum problema específico relacionado à operacionalização do regime ou à outras causas que não estão diretamente vinculadas com tal regime.



### **3.3 Problemas de operacionalização do regime de metas de inflação no Brasil e a utilização da taxa de juros para outros fins**

Apesar do claro comprometimento do Banco Central para manter sobre controle a inflação, demonstrado através das altas taxas de juros praticadas no país, durante três anos consecutivos não se conseguiu atingir as metas estabelecidas. Isso reforça a tese de que existem alguns problemas de operacionalização relacionados ao regime de metas de inflação.

Podemos apontar algumas hipóteses para a manutenção da taxa de juros em um patamar tão elevado: 1) a utilização de um índice de preços “cheio”, ou seja, sem expurgos daqueles preços que são mais afetados por choques de oferta; 2) a definição de um curto intervalo de tempo para se atingir à meta de inflação estabelecida; e 3) a indexação de boa parte dos títulos da dívida pública pela SELIC, o que reduz o efeito da elevação da taxa de juros real sobre a demanda agregada (AMARAL, 2009). Além disso, existe uma grande franja de tomadores insatisfeitos de crédito no Brasil, fazendo com que qualquer política monetária contracionista tenha que impor elevações agudas da taxa de juros para que a redução da demanda agregada possa se verificar (CARVALHO, 1999).

Em primeiro lugar, a utilização de um IPCA “cheio”, ou seja, sem expurgos dos preços que sofrem maior influência dos choques de oferta, limita a queda da taxa de juros porque existem fatores determinantes da inflação que não são necessariamente oriundos do lado da demanda da economia. Dessa forma, se fossem retirados do IPCA os preços que sofrem uma influência dos choques de oferta, a taxa de juros poderia ser reduzida.

As autoridades monetárias no Brasil se comprometeram a realizar um processo de desinflação bastante severo, ao contrário das experiências internacionais, que indicam que o processo deve ser conduzido de forma mais gradual e perseguindo prazos mais dilatados. O Chile realizou um processo de desinflação bastante moderado, que demorou nove anos para ser completado. Seguindo na mesma linha do Banco da Inglaterra, que previu a necessidade de cinco anos para a redução da inflação de 4,2% para 2,5% a.a. Essa decisão do Conselho Monetário Nacional, indo no sentido contrário das experiências internacionais bem sucedidas, obrigou o Banco Central a trabalhar com uma taxa de juros relativamente muito elevada (OREIRO, 2009).

Em terceiro lugar, a “franja de tomadores insatisfeitos” no Brasil sempre foi muito elevada, devido às próprias características do setor bancário brasileiro, que oferta um baixo volume de crédito para investimentos privados, concentrando a sua excepcional rentabilidade

basicamente em aplicações de títulos da dívida pública. Esses tomadores insatisfeitos são poucos sensíveis a variações moderadas das taxas de juros. Portanto, qualquer política monetária contracionista deve impor elevações agudas das taxas de juros para que se possa verificar realmente uma redução da demanda agregada (CARVALHO, 1999).

Por último, mas não menos importante, tem a questão relacionada à indexação de títulos da dívida pública. A partir dos anos 1980, introduziu-se títulos do Banco Central indexados a taxa de juros de overnight (LFTs). A partir desse momento, a taxa SELIC passou a remunerar tanto a dívida de longo prazo como o mercado de título de curto prazo. Assim, uma elevação da taxa SELIC pode gerar um fluxo de pagamentos para os detentores da dívida pública que compense o desestímulo para o investimento. Dessa forma, um aumento da taxa de juros, “em vez de ocasionar uma queda do nível de crédito e investimento, pode gerar o efeito inverso, aumentando a liquidez do sistema e, portanto, estimulando o crescimento do produto e o aumento da taxa de inflação.” (AMARAL, 2009, pg. 196).

A teoria econômica convencional sempre destaca a relação negativa entre a taxa de juros e a inflação. Porém, as características do mercado de dívida pública brasileiro fazem com que exista uma relação inversa entre essas duas variáveis. Resultando em uma perda de eficácia da política monetária e na criação de uma possível barreira para a redução da SELIC, pois, esta deve se manter em um nível muito elevado para que o desestímulo ao investimento seja superior à renda proveniente dos títulos públicos. Portanto, a economia brasileira pode estar presa em uma armadilha de alta taxa de juros, impedindo que a SELIC diminua muito de 10% ao ano, porque abaixo desse nível perderia consideravelmente a sua eficácia para contrair a demanda agregada (AMARAL, 2009).

Além dos problemas relacionados à operacionalização do regime de metas de inflação e a eficácia da política monetária no Brasil, a taxa juros se mantém em um patamar tão elevado no Brasil, porque o Banco Central a usa como uma ferramenta para resolver outros tipos de problemas, além de controlar a inflação (BRESSER-PEREIRA, 2009).

Dado o ambiente de livre mobilidade de capitais, as autoridades monetárias precisam fixar a taxa de juros interna no nível estabelecido pelos mercados financeiros internacionais, pois esta serve também como um forte instrumento para a atração de capitais estrangeiros e como um obstáculo a uma possível fuga de capitais domésticos. A atração de capitais é essencial para o financiamento dos déficits recorrentes na balança comercial causados pela sobrevalorização da taxa de câmbio e um movimento de fuga de capitais poderia comprometer a estabilidade de preços na economia brasileira, através de uma forte desvalorização cambial (CINTRA, 2008).

Como as moedas dos países emergentes não exercem a função de reserva de valor em âmbito mundial, existe uma reduzida possibilidade de fixação da taxa de juros em um nível abaixo do estabelecido pelo mercado internacional, pois isso implicaria justamente em uma diminuição do influxo de capitais estrangeiros e em uma fuga de capitais domésticos. Os países centrais emissores de moedas conversíveis<sup>11</sup>, em contraste, conseguem escapar dessa regra devido ao fluxo permanente de capitais produtivos e financeiros.

A taxa de juros no Brasil deve ser fixada em um valor equivalente a taxa de juros internacional acrescida de um prêmio de risco e/ou um prêmio de renúncia à liquidez internacional, que é exigido pelos investidores para eles abrirem mão da conversibilidade plena da moeda dos países centrais. Neste contexto de livre mobilidade de capitais, a taxa de juros deve necessariamente servir também como um “regulador” dos fluxos de capitais na economia brasileira e, portanto, a autonomia para a fixação da taxa de juros em patamares mais baixos fica seriamente comprometida (CINTRA, 2008).

Em suma, a taxa de juros no Brasil se encontra em um nível muito elevado se comparado a outros países que também adotaram o regime de metas de inflação. De acordo com a teoria pós-keynesiana, isso pode implicar sérios custos em termos de investimento e crescimento econômico. Dessa forma, é essencial procurarmos algumas possíveis explicações para a manutenção da taxa de juros nesse nível, além da explicação óbvia contida na própria natureza do regime de metas de inflação, que diante de qualquer pressão inflacionária leva as autoridades monetárias a aumentar a taxa de juros. Essa questão nos conduz para alguns problemas de operacionalização deste regime e para o uso da taxa de juros como instrumento de atração de capitais internacionais. No próximo capítulo, iremos formular uma crítica ao regime de metas de inflação como um todo, questionando se a taxa de juros deve ser utilizada para o controle da inflação e destacando os custos em termos de investimento e crescimento econômico implícitos nessa estratégia convencional de controle da inflação.

---

<sup>11</sup> “O conceito de conversibilidade refere-se à aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e de denominação de contratos, e ativo de reserva no sistema financeiro internacional. Em outras palavras, uma moeda nacional é conversível se for capaz de desempenhar em âmbito internacional essas três funções básicas. Contudo, existem diferentes graus de conversibilidade. Na hierarquia das moedas, somente o dólar, enquanto moeda-chave, desempenha integralmente essas três funções e, assim, tem o maior grau de conversibilidade. O dólar é a moeda utilizada preponderantemente, nas transações monetárias (meio de troca) e financeiras, bem como o ativo mais líquido e seguro, portanto, mais desejado pelos agentes como ativo de reserva e receptáculo da incerteza” (CINTRA, 2008, pg. 186)

#### 4 CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA

O objetivo deste capítulo é apresentar uma crítica pós-keynesiana ao regime de metas de inflação, que é um dos pontos-chave na explicação do insucesso da estratégia ortodoxa em proporcionar um crescimento econômico sustentado durante o governo Lula.

Para isso, em primeiro lugar, é necessária uma explicação da natureza da crítica pós-keynesiana à teoria econômica convencional (seção 3.1.1). Posteriormente, apresentaremos a crítica pós-keynesiana à hipótese da neutralidade da moeda, porque, através disso, poderemos questionar se o objetivo da política monetária deve-se limitar unicamente à estabilidade de preços como é estabelecido no regime de metas de inflação ou deve ser mais amplo incluindo também a geração de empregos e de crescimento econômico.

Assumindo a hipótese da não neutralidade de moeda, formulada na segunda seção, os pós-keynesianos irão defender que, ao contrário do que está implícito na teoria do regime de metas, a política monetária não é ineficaz para atingir outros objetivos, como o crescimento econômico e a geração de empregos. A apresentação dessa política monetária com objetivos mais amplos será feita na terceira seção.

Na quarta e quinta seção, será discutido se a política monetária deve ser utilizada como principal instrumento de controle da inflação, devido ao importante papel que esta possui para o alcance de outros objetivos igualmente importantes, como o crescimento econômico e o estímulo ao investimento em capital fixo. E também será apresentada uma estratégia alternativa de controle da inflação, que visa combater diretamente o foco inflacionário, sem utilizar a elevação da taxa de juros e o desaquecimento geral da economia para alcançar o objetivo da estabilidade de preços.

Na sexta seção, será feito um diagnóstico alternativo das principais causas da inflação na economia brasileira, levantando a hipótese de que a inflação brasileira é predominantemente uma inflação de custos. Assim, não deve ser combatida via manipulação da taxa de juros, mas por políticas específicas que atinjam diretamente as causas da inflação, liberando a taxa de juros para focar em outros objetivos, como o nível de investimento e de produto.

Por último, será feita uma breve discussão sobre a proposta de autonomia do banco central, pois está intimamente ligada com a implementação de um regime de metas de inflação.

## 4.1 Fundamentos teóricos da economia de Keynes e dos Pós-Keynesianos

### 4.1.1 *A economia monetária de produção como alternativa ao modelo de economia novo-clássico*

A escola pós-keynesiana critica a teoria econômica convencional seguindo o mesmo formato de crítica que Keynes fez à economia clássica. Um autor pode criticar uma teoria buscando erros fundamentais nos modelos básicos, analisando se existem erros nos conceitos ou no desenvolvimento dos argumentos. Essa crítica interna pode demonstrar algumas fraquezas de uma teoria, porém o seu desenvolvimento ficará sempre limitado ao corpo teórico da teoria criticada. Keynes, em contraste, não analisou os erros internos da economia clássica, mas procurou formular uma crítica externa a essa teoria. Ou seja, ele não estava preocupado com o poder explicativo dessa teoria nos seus próprios termos, mas em examinar se os fundamentos da teoria econômica clássica eram válidos. Em outras palavras, não está em questão a coerência interna da teoria criticada, mas a aplicabilidade dos seus pressupostos fundamentais.

O problema da economia clássica era, assim, não a sua construção interna, mas a sua concepção de mundo, ou seja, a definição do seu próprio objeto. (...) A crítica à teoria clássica não é, assim, imanente, mas externa. Não se busca formas alternativas de dar sentido à construção ortodoxa ou de introduzir qualificações a seus postulados, mas, sim, de estabelecer visão paralela, autônoma concorrente à escola ortodoxa (CARVALHO, 1989, pg. 180).

Dessa forma, a essência da revolução keynesiana está na negação dos axiomas fundamentais da teoria econômica convencional. Contudo, mesmo depois da crítica poderosa formulada por Keynes à economia clássica, os teóricos das correntes dominantes na macroeconomia voltaram a introduzir formas mais sofisticadas dos mesmos axiomas que haviam sido negados por Keynes (DAVIDSON, 2003). Dessa forma, ao invés do equilíbrio do pleno emprego da teoria clássica, formularam o conceito fundamental da taxa natural de desemprego, que, como observamos anteriormente, é uma modernização da hipótese clássica do equilíbrio com pleno emprego dos fatores produtivos.

A escola pós-keynesiana surge então como contestação e alternativa aos postulados econômicos modernos e ao desenvolvimento da teoria macroeconômica. Ou seja, “Assim como Keynes não aceitou as bases clássicas que resultavam no pleno emprego, os pós-keynesianos não assumem a hipótese da taxa natural de desemprego.” (SICSÚ, 2007, pg. 55).

E seguindo os mesmos passos de Keynes, os autores não buscam criticar a construção interna dos modelos muito sofisticados que tem se produzido atualmente, mas questionar a validade empírica das hipóteses do “novo consenso macroeconômico”, entre elas a taxa natural de desemprego, a curva de Phillips versão Lucas, o viés inflacionário, a hipótese das expectativas racionais e a neutralidade da moeda.

Para criticar as hipóteses fundamentais da teoria econômica convencional, os pós-keynesianos têm desenvolvido o conceito de economia monetária de produção, que é o conceito central da economia de Keynes. Este representa um modelo alternativo de economia, onde a moeda tem um papel fundamental e influencia diretamente na determinação do equilíbrio tanto no curto como no longo período. Nas palavras de Keynes,

a moeda joga um papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em síntese, um dos fatores operativos na situação, de tal forma que o curso dos eventos não pode ser previsto seja no curto seja no longo período, sem o conhecimento do comportamento da moeda entre o último e o primeiro estágio. E é isso que podemos dizer quando falamos de uma economia monetária. (CARVALHO *et al*, 2000 apud KEYNES, 1933).

Neste modelo, ao contrário do que ocorre no modelo da teoria econômica convencional de produtores independentes, a moeda não é neutra nem no curto nem no longo período e, portanto, a política monetária tem um impacto duradouro sobre o lado real da economia. Segundo Keynes, “não existe mais uma única posição de equilíbrio igualmente válida sem se considerar o tipo de política monetária das autoridades. Ao contrário existem inúmeras posições que correspondem a diferentes políticas.” (CARVALHO *et al*, 2000 apud KEYNES, 1933).

#### *4.1.2 A não-neutralidade da moeda no modelo de Keynes e dos Pós-Keynesianos*

A não-neutralidade da moeda em uma economia monetária de produção pode ser explicada pela ligação entre alguns fatores: a concepção de tempo, a incerteza que cerca a decisão de investimento, o estabelecimento de um complexo sistema de contratos monetários e as propriedades da moeda.

A concepção de tempo na economia de Keynes refere-se ao tempo histórico, ou seja, tal concepção observa o tempo fluindo do passado para o futuro. O tempo assume um caráter irreversível, dessa forma as decisões tomadas hoje são passíveis de desapontamento no futuro

(AMADO, 2000). Isso entra em contraste direto com a economia cooperativa (o modelo de economia básica da teoria econômica convencional), que é atemporal ou com uma concepção de tempo reversível. Neste, os agentes têm a possibilidade de recuar das decisões tomadas anteriormente e de tentar estratégias mais condizentes com o equilíbrio de longo prazo.

“A concepção de incerteza encontra-se fundamentalmente relacionada à adoção da noção de tempo histórico. Um mundo que não está sujeito ao tempo em sua dimensão histórica não está sujeito à incerteza” (AMADO, 2000, pg. 47). Em primeiro lugar, é importante diferenciar no modelo pós-keynesiano os conceitos de incerteza e de risco. O risco significa na maioria dos casos algo sujeito a mensuração, ou seja, pode-se criar com base em algumas probabilidades um valor para o risco que envolve determinada decisão. A incerteza, por sua vez, assume um caráter não mensurável, ou seja, esta pode ser definida como um conhecimento que é incompleto a um nível tal, que impede que as pessoas formem uma distribuição de probabilidade única, aditiva e totalmente confiável como guia de conduta (DEQUECH, 1999). Segundo Keynes,

Desejo explicar que por conhecimento “incerto” não pretendo apenas distinguir o que é conhecido como certo, do que é apenas provável. Nesse sentido, o jogo de roleta não está sujeito à incerteza; nem sequer a possibilidade ganhar na loteria. Ou ainda a própria esperança de vida é apenas moderadamente incerta. Até as condições meteorológicas são apenas moderadamente incertas. O sentido em que estou usando o termo é aquele segundo o qual a perspectiva de uma guerra européia é incerta, o mesmo ocorrendo para o preço do cobre e a taxa de juros daqui a vinte anos, ou a obsolescência de uma nova invenção, ou a posição dos proprietários de riqueza no sistema social de 1970. Sobre estes problemas não existe nenhuma base científica para o cálculo probabilístico. Simplesmente, nada sabemos a respeito. (KEYNES, 1984, pg. 171).

Com essa afirmação, Keynes contesta o axioma da ergodicidade, que é um aspecto central na teoria econômica ortodoxa. Este axioma permite que os economistas ajam como se estivessem tratando de uma ciência exata, onde os dados são homogêneos em relação ao tempo. No mundo ergódico, os dados históricos são informações úteis para a distribuição de probabilidades na previsão de eventos futuros, dessa forma os investidores podem olhar para o passado para formar a sua expectativa de rendimento futuro. Keynes e os pós-keynesianos, ao contrário, destacam que não é possível um cálculo confiável das probabilidades dos eventos futuros, visto que a escassez de conhecimento sobre os eventos futuros impede esse tipo de cálculo (DAVIDSON, 2003).

A incerteza apresenta vários graus dependendo da decisão que está se levando em consideração. As decisões de produção, que envolvem um horizonte temporal mais curto,

podem ser tomadas com um maior grau de segurança, pois o conhecimento passado e os eventos correntes podem servir como bons guias de decisão. As decisões de investimento, em contraste, envolvem um horizonte temporal mais longo e sobre o qual sabemos realmente muito pouco. Ou seja, neste caso, os eventos correntes não servirão para a formulação de probabilidades sobre o futuro, devido à distância no tempo dos resultados em questão e da possibilidade de grandes mudanças nas variáveis determinantes do resultado desse investimento (CARVALHO, 1992, pg. 68-69). Contudo, a decisão de investimento sobre a qual os agentes têm bases tão frágeis de cálculo é a decisão fundamental em uma economia monetária de produção, pois o investimento é a variável mais importante na determinação da dinâmica econômica. Portanto, o fato da teoria econômica convencional não considerar a incerteza na decisão de investimento, a torna uma teoria inadequada para lidar com a acumulação de capital e, conseqüentemente, com a dinâmica de uma economia empresarial.

O objetivo geral da acumulação de riqueza é o de provocar resultados, ou resultados potenciais em uma data comparativamente, e, às vezes, indefinidamente distante. Assim, o fato do nosso conhecimento sobre o ser oscilante, vago e incerto, torna a acumulação de riqueza uma questão especialmente inadequada aos métodos da teoria econômica clássica. Este poderia funcionar muito bem em um mundo em que os bens econômicos fossem necessariamente consumidos dentro de um certo intervalo a partir de sua produção. Sugiro porém que ela requer consideráveis emendas para poder ser aplicado a um mundo no qual a acumulação de riqueza para um futuro indefinidamente adiado constitui um fator muito importante. (KEYNES, 1984, pg. 171).

Diante do cenário de incerteza descrito acima, os investidores tomam decisões com base em expectativas. Os dados sobre as condições correntes não são uma base muito segura para a previsão futura e o investidor reconhece o caráter limitado do seu conhecimento sobre o futuro, ele completa o pouco que ele sabe com aquilo que ele imagina. O ato de investimento vai ocorrer dependendo da confiança que ele deposita nas suas expectativas, ou seja, dependerá do “animal spirits” do empresário. Portanto, se o investidor é confiante no seu poder de identificar os possíveis cenários futuros, ele realizará o investimento (CARVALHO, 1992, pg. 121-122).

Os agentes desenvolveram algumas instituições em uma economia empresarial visando atenuar e socializar as incertezas que cercam as atividades produtivas, a mais importante foi a formação de uma ampla rede de contratos monetários. A aceitação de obrigações contratuais dependia da estabilidade da unidade que denominava os contratos, isto é, da moeda. A estabilidade de tal unidade é garantida por duas propriedades restritivas da moeda, que são: a elasticidade de produção e substituição igual à zero. Com a estabilidade



dessa unidade monetária, a formação do sistema de contratos criou certa estabilidade no fluxo de pagamentos, facilitando o cálculo empresarial.

Devido à importância dos contratos monetários em uma economia empresarial, o conceito primário da moeda é o de moeda-de-conta, a unidade em que contratos monetários são expressos. As outras duas funções da moeda, como meio de troca e como reserva de valor, são intimamente relacionadas à função de unidade de conta. Como já foi destacado anteriormente, as propriedades de elasticidade de produção e substituição igual a zero garantem a liquidez da moeda e assim sua capacidade de liquidar obrigações contratuais. A possibilidade de liquidar contratos é justamente a propriedade que transforma a moeda em um ativo. Pois, o objeto que pode cumprir obrigações contratuais não vai ser meramente um meio de liquidar obrigações contratuais presentes, mas um meio de liquidar obrigações contratuais a qualquer momento. Dessa forma, existe interesse na retenção da moeda não porque ela traga algum rendimento pecuniário para o seu detentor, mas essencialmente para ter o poder de cumprir com as obrigações contratuais quando for necessário (CARVALHO, 1996).

A partir do momento que a moeda deixa ser meramente um meio de pagamento para se transformar em um ativo, ela assume um papel importante nas decisões de investimento e, conseqüentemente, na determinação de nível de produto e emprego da economia. Quando admitimos unicamente a função de meio de pagamento da moeda, a não-neutralidade da moeda só pode resultar de uma ilusão monetária dos agentes (confusão entre um aumento do estoque de moeda e um aumento da riqueza real) ou da rigidez de preços (alguma falha do lado da oferta que impede o ajuste imediato de preços). Entretanto, quando a moeda não é tratada meramente como um meio de pagamento e se torna uma forma de riqueza, com o atributo muito especial da liquidez, a retenção da moeda implica na não retenção de outras formas reprodutíveis de riqueza, o que resulta em uma queda do nível de investimentos e de empregos. Ao contrário dos outros ativos que concorrem pela sua retenção, a moeda não apresenta uma compensação pecuniária, mas, devido ao seu atributo de liquidez<sup>12</sup>, constitui um direito sobre a riqueza social que pode ser exercido a qualquer momento. Ou seja, a moeda pode ser um transporte do poder de compra ou como normalmente chamamos uma reserva de valor (CARVALHO, 1999).

Devido a sua grande flexibilidade para se transformar em outras formas de riqueza, a moeda constitui o meio mais adequado para a implementação de estratégias defensivas frente

---

<sup>12</sup> “Liquidity is a bi-dimensional concept. It refers simultaneously to the duration of time required (or expected to be required) to dispose of an asset and to the capacity this asset may have for conserving its value over time. (...) Therefore we may say that an asset is as liquid as time required for its convertibility is short and expected change in its value is small” (CARVALHO, 1992, pg. 85-86)

ao futuro incerto. Para que os investidores aceitem abrir mão desse *hedge* contra a incerteza futura para reterem formas mais inflexíveis de riqueza, é necessário que a relativa iliquidez destas seja compensada na forma de rendimentos monetários. A taxa de juros é representativa de tal compensação, ou seja, o valor da taxa de juros vai ser determinado pelo montante que é necessário para fazer os agentes abrirem mão da liquidez. “Esse mecanismo da determinação da taxa de juros é a afirmação fundamental da teoria da preferência pela liquidez.” (CARVALHO, 1996, pg. 49).

A teoria da preferência pela liquidez pode ser generalizada para uma teoria de precificação dos ativos. No capítulo 17 da Teoria Geral, Keynes trabalhou com um modelo mais geral de escolha de ativos, no qual cada ativo é demandado de acordo com a sua própria taxa de juros. Neste, cada ativo com diferentes prêmios de liquidez tem de oferecer uma compensação pecuniária para compensar a sua relativa iliquidez (CARVALHO, 1992).

No modelo geral de escolha de ativos<sup>13</sup>, cada um dos ativos possui uma taxa de juros própria. Esta representa os rendimentos que os agentes esperam obter com a retenção de determinado ativo. É importante destacar que a taxa de juros não considera unicamente rendimentos em termos monetários, mas também em termos de conveniência de retenção daquele ativo. As taxas de juros são calculadas de acordo com alguns atributos que os ativos possuem: o primeiro atributo é o rendimento monetário que se espera obter com a retenção daquele ativo ( $q$ ); os ativos também implicam em alguns custos para os seus detentores, como o custo de armazenagem, a depreciação e o os custos de carregamento, estes são representados pela letra  $c$ ; O terceiro atributo que um ativo possui é o prêmio de liquidez ( $l$ ), que está relacionado à maior flexibilidade frente a mudanças na conjuntura econômica; e por último, temos a expectativa de apreciação ou depreciação do preço de um ativo, o que pode oferecer um ganho para o investidor ( $a$ ). Portanto, a taxa de juros de um ativo é dada por:  $a + q - c + l$ .

Se alguns ativos possuírem uma melhor perspectiva de rendimento do que outros, ou melhor, se a taxa de juros de alguns ativos for maior do que a de outros, o preço spot ou de oferta desses ativos irá subir até que o rendimento extra desapareça. O oposto irá ocorrer com os ativos que possuem uma taxa de juros mais baixa. Assim, aqueles ativos que tiverem um preço de oferta maior do que o preço de demanda existirá um estímulo para a produção de novas unidades deste. Caso os ativos com os maiores rendimentos sejam os bens de capital,

---

<sup>13</sup> “The model of own - rates of interest is thus the heart of Keynes’s and Post Keynesian macroeconomics because its the general model form which the more specific theories of liquidity preference and the marginal efficiency of capital will be derived.” (CARVALHO, 2002, pg. 93).

existirá um estímulo para uma maior produção desses bens e, portanto, um aumento da taxa de investimento na economia como um todo (CARVALHO, 1992).

Quando a incerteza que ronda as decisões de investimento aumenta, o prêmio de liquidez passa a ser mais valorizado, pois os agentes darão um maior valor a flexibilidade frente a possíveis mudanças na conjuntura. A moeda vai se tornar o ativo mais atrativo, uma vez que é o ativo que possui o maior grau de liquidez. Dessa forma, os agentes aumentarão a sua demanda por moeda, dado que a retenção desse ativo representará uma estratégia defensiva contra o futuro incerto. Essa alteração no portfólio dos agentes, que estão buscando um maior grau de liquidez, resultará em uma queda no preço de oferta dos bens de capital e, conseqüentemente, em uma contração na produção desses bens. A redução da produção e no emprego no setor dos bens de capital causará, via efeito multiplicador, uma redução da taxa de investimento da economia o que, por sua vez, irá determinar uma queda do nível de emprego e da renda agregada (CARVALHO, 1992, cap. 5).

Tal modelo de escolha de ativos demonstra claramente o papel da moeda em uma economia monetária de produção e o impacto que a retenção da moeda tem para o nível de atividade econômica tanto no curto como no longo prazo. A combinação entre as peculiaridades da moeda e a incerteza em torno da decisão dos agentes, causa uma demanda por bens não-reprodutíveis como uma forma de proteção contra o elevado grau de incerteza. Quando os agentes preferem demandar por bens irreprodutíveis como a moeda, ao invés de demandar por bens reprodutíveis como bens de capital, ocorre uma diminuição do preço de oferta dos bens de capital, gerando um desestímulo para a produção desse tipo de bem. A contração na produção de bens de capital irá se espalhar para a economia como um todo, gerando uma queda do investimento e do número de empregos. Esse mecanismo vai explicar a insuficiência da demanda efetiva no modelo pós-keyensiano e o aparecimento do desemprego involuntário.

Existe uma forma alternativa de explicarmos a teoria da preferência pela liquidez, através da divisão da economia em dois circuitos de circulação monetária: a circulação industrial e a circulação financeira. A circulação industrial está relacionada à quantidade de moeda necessária ao suporte da circulação de bens e serviços produzidos na economia. A quantidade de moeda para tal função depende essencialmente da velocidade de circulação da moeda. A circulação industrial incorpora uma visão da moeda muito próxima daquela da teoria quantitativa da moeda. Assim, nesse circuito a moeda é unicamente uma conveniência para a realização de trocas, ou melhor, é um “lubrificante das trocas” (CARVALHO, 1996).

Na circulação financeira, a moeda é o suporte para a circulação de ativos financeiros, ou seja, papéis que possuem diferentes graus de liquidez e de rentabilidade. No circuito em questão, a moeda deixa de ser uma mera conveniência para a circulação dos ativos e se transforma ela mesma em um ativo, que concorre com os demais pela demanda dos agentes. A retenção da moeda no circuito financeiro não está relacionada a alguma ilusão monetária ou algum tipo de comportamento irracional por parte dos agentes, mas, sim, ao fato de a moeda possuir o atributo da liquidez. Essa liquidez plena da moeda possibilita aos agentes se defenderem frente a um futuro cercado por incerteza, isto é, representa um poderoso *hedge* contra um futuro incerto. A moeda, portanto, não é retida unicamente por um motivo transacional, ela possui funções mais complexas no modelo de economia que inclui o circuito financeiro. Esta pode ser retida por motivos precaucionários ou pelas expectativas de mudanças favoráveis no preço dos ativos (motivo especulação). Dessa forma, é importante destacar que “a teoria quantitativa da moeda não é propriamente incorreta, mas incompleta” (CARVALHO, 1996, pg. 50), pois desconsidera a circulação financeira e a complexidade das funções que a moeda exerce nesse circuito, deixando de ser meramente um meio de pagamento para se transformar em uma forma de riqueza.

Enfim, a moeda por ser um ativo com algumas propriedades específicas é retida pelos agentes como uma forma de reserva de valor. A retenção da moeda e a permanência dela no circuito financeiro resultam em uma queda na demanda de outros ativos reprodutíveis. Portanto, quando existe um aumento de incerteza, os agentes vão reter a moeda no circuito financeiro e impedir que ela viaje para o circuito industrial, resultando em um aumento da taxa de juros e em uma queda de atividade no circuito industrial.

Em suma, em uma economia monetária de produção, a moeda não é neutra nem no curto nem no longo prazo, pois, esta não exerce unicamente a sua função de meio de pagamento, mas também exerce uma importante função de reserva de valor. A retenção da moeda em momentos de maior incerteza com relação aos resultados futuros faz com que ocorra uma queda da demanda por bens reprodutíveis, como os bens de capital. Como a demanda por moeda enquanto um ativo tem como consequência a queda da demanda por outros tipos de bens reprodutíveis, esse movimento implicará em uma queda do nível de investimentos. Portanto, como afirmava Keynes, não podemos considerar o equilíbrio nem de curto nem de longo período de uma economia sem antes observarmos o comportamento da moeda.

A partir da explicação do modelo de Keynes e dos pós-keynesianos, pode-se levantar a hipótese de que a teoria econômica convencional, quando afirma a neutralidade da moeda,

está desconsiderando a complexidade da economia moderna. Ou seja, a ortodoxia faz uma simplificação excessiva de uma economia com alto grau de complexidade, onde existe uma ligação central entre incerteza, contratos monetários e propriedades da moeda. No mundo simplificado de produtores independentes, a moeda é unicamente uma conveniência temporária para a realização de trocas. Todavia, em uma economia monetária de produção, devido a todos os mecanismos complexos que procuramos explicar ao longo dessa seção, a moeda deixa de ser um lubrificante das trocas e se torna uma forma de riqueza. A partir do momento em que ocorre tal transformação no papel da moeda, esta passa a ter uma influência duradoura sobre a dinâmica econômica.

#### *4.1.3 Política monetária em uma economia monetária de produção*

Como para os pós-keynesianos, a moeda não é neutra nem no curto nem no longo prazo, a política monetária não pode ter como único objetivo a estabilidade do nível de preços, como é proposto pelos novo-clássicos. A política monetária nesse modelo assume um caráter mais amplo e deve ter como preocupações também o nível de investimentos e de emprego em uma economia.

A política monetária impacta o mercado de ativos ao fazer variar a quantidade de ativos líquidos em relação às outras classes de ativos. O aumento ou diminuição da disponibilidade da moeda vai fazer com que ocorra uma variação no preço dos demais ativos, dado que os ativos não são substitutos perfeitos entre si. A mudança nos preços dos demais ativos induz modificações nos portfólios dos agentes. Dessa forma, a política monetária não pode ser caracterizada unicamente como um aumento dos meios de pagamento, como é feito pela teoria ortodoxa, mas como o aumento ou diminuição da disponibilidade de ativos líquidos frente às outras classes de ativos. Portanto, a política monetária não pode ser vista somente como uma política que pode garantir a estabilidade de preços e, sim, como uma política que afeta as decisões de investimento e a dinâmica da economia no longo prazo, com um impacto também sobre o nível de preços (CARVALHO, 1999).

Seguindo essa proposição de que a política monetária deve ter também como objetivos o estímulo ao investimento e a redução do desemprego, Sicsú destaca que,

Uma política monetária que visa à redução do desemprego deve estimular o animal spirits da economia de tal forma que a incerteza futura tenha uma influência mais restrita sobre as decisões de investimento: busca-se

aumentar o retorno total esperado relativo dos ativos de capital. Dessa forma, uma alteração na composição do portfólio do público a favor da aquisição de máquinas e realização de obras tornar-se-ia menos arriscada. A troca de liquidez da moeda com rendimento nulo pela iliquidez dos ativos de capital com retornos esperados positivos deve-se transformar, pela ação da política monetária, na opção mais rentável e segura para os agentes, consequentemente reduzindo o desemprego. (SICSÚ, 2007, pg. 57).

Ou seja, o modo de funcionamento da política monetária sugerida por Keynes e pelos pós-keynesianos, que visa o aumento do investimento e a redução do desemprego, deve estimular a transformação da moeda - ativo para a moeda meio de troca, através da atenuação das incertezas que cercam o futuro. Isto é, a política monetária deve induzir a viagem da moeda da circulação financeira para a circulação industrial. Para isso, deve-se aumentar o estoque de moeda na circulação financeira, que resultará em uma queda da taxa de juros e uma recomposição do portfólio do público. Esses novos portfólios devem conter mais itens ilíquidos que são comercializados na circulação industrial, em detrimento dos ativos líquidos que são oferecidos na circulação financeira (CARVALHO, 2000).

É importante destacar que a política monetária que tem como objetivo a redução do desemprego e o aumento do produto, diferentemente da política fiscal, não age diretamente sobre o produto da circulação industrial. Essa política simplesmente induz o vazamento da esfera financeira para a circulação industrial, ou seja, tenta estimular os agentes a agir de acordo com a sinalização do Banco Central. Assim, ao contrário do que é proposto pela teoria novo-clássica, as autoridades monetárias devem emitir sinais claros aos agentes, com o objetivo de estimulá-los a agir no mesmo sentido que o banco central (SICSÚ, 2007).

Além disso, a política monetária deve estar coordenada com outras políticas macroeconômicas. Pois, a coordenação entre as políticas aumenta a eficiência destas e assim consegue atacar de forma mais ampla a incerteza que cerca as decisões de investimento. Logo, a política monetária não deve estar subordinada à política fiscal e nem o contrário, pois isto diminuiria a eficiência das políticas e seria uma fonte de incerteza para a economia (SICSÚ, 2007).

Por último, é válido ressaltar que a eficácia da política monetária não depende apenas da ação das autoridades monetárias<sup>14</sup>. A eficácia da ação das autoridades monetárias também depende do comportamento dos bancos e da avaliação que eles têm do cenário futuro. Tal comportamento deve ser entendido pelas mesmas motivações comportamentais de qualquer

---

<sup>14</sup> Por isso, Keynes afirmou “Contudo, se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos que podem surgir muitos precalços entre a taça e os lábios.” (KEYNES, pg. 141, 1936).

outro agente, ou seja, os bancos também tomam as suas escolhas a partir da sua preferência pela liquidez. “É o mesmo fator fundamental que está em operação nos dois lados do mercado: a preferência pela liquidez.”<sup>15</sup>(CARVALHO, 1992, pg. 112). Assim, de acordo com os rendimentos no mercado de ativos, os bancos irão escolher um determinado portfólio, o que terá influência sobre a oferta de moeda na economia, pois, dependendo da escolha dos bancos a moeda pode ficar presa ao circuito financeiro, caso eles decidam aplicar os seus recursos em papéis financeiros, ou pode viajar para a circulação industrial, caso eles decidam aplicar em ativos de empresas desejosas de investir. Se a segunda opção for à escolhida pelos bancos, a política monetária terá um efeito pleno sobre o nível de produto e emprego.

#### *4.1.4 A inflação no modelo pós-keynesiano e as políticas propostas para o controle da inflação: crítica ao regime de metas de inflação*

Os pós-keynesianos consideram que a taxa de juros não deve ser utilizada para o controle da inflação, visto que, discordam da teoria econômica convencional com relação à natureza do processo inflacionário. Para a teoria pós-keynesiana, a inflação na maioria das vezes é um problema do lado da oferta e a taxa de juros incide sobre o lado da demanda. Ou melhor, quando o produto está abaixo do equilíbrio de pleno emprego dos fatores produtivos, a inflação seria um problema oriundo do lado da oferta, relacionado aos custos dos fatores produtivos.

A idéia keynesiana, em oposição à regra convencional de busca controle da variação do nível de preços, é que uma elevação da taxa de juros atacaria os sintomas da inflação e não a sua causa. Tal elevação dificultaria a passagem de um aumento de custos aos preços (o sintoma), mas não resolveria o problema da elevação de custos (a causa). (SICSÚ, 2003, pg. 30).

Além de atacar somente os sintomas de processo inflacionário e não a sua causa, os teóricos pós-keynesianos discordam da utilização da taxa de juros tendo como único fim o controle do processo inflacionário, pois a política monetária é um forte instrumento para estimular o investimento e reduzir o desemprego na economia. Ao contrário dos novo-clássicos, os autores dessa escola consideram que a moeda não é neutra nem no curto nem no longo prazo, dessa forma utilizar o instrumento da taxa de juros unicamente para estabilizar o nível de preços seria subutilizar a política monetária.

---

<sup>15</sup> “It is the same fundamental factor that is operation in both sides of the market: liquidity preference.”

Apesar da estratégia convencional de controle da inflação ser inadequada, segundo a teoria pós-keynesiana, ela não é considerada de forma alguma ineficiente. Esta política pode ser bem sucedida na medida em que reduz as expectativas de rendimentos futuros dos empresários, diminui os investimentos e aumenta o desemprego. O resfriamento de toda a economia dificulta a passagem de um aumento dos custos aos preços, pois as empresas não encontram demanda para os seus produtos nem a preços correntes, então seria ainda mais difícil vender os seus produtos com preços reajustados. Portanto, é através da diminuição do nível de investimento e do emprego que o aumento da taxa de juros consegue impedir a passagem do aumento de custos aos preços e, assim, segurar a pressão inflacionária (SICSÚ, 2003).

É preciso ficar claro que se a elevação da taxa de juros não causar desemprego (e em alguns casos, falências empresariais) não terá qualquer eficácia antiinflacionária. É preciso ficar claro que não existe outro mecanismo de controle da inflação por intermédio da taxa de juros que não seja através da geração de desemprego. (SICSÚ, 2004).

Assim, o aumento do desemprego não é um efeito colateral da política antiinflacionária, que funciona via aumento da taxa de juros, mas o seu mecanismo fundamental. Além da elevação do desemprego, existem várias distorções que podem ser associadas ao aumento da taxa de juros, entre elas a redução dos salários e a precarização das relações de trabalho (troca de trabalhadores com carteira assinada por prestadores de serviço). Visto que, os empresários buscando recompor as suas margens de lucro, que estavam deprimidas devido a sua impossibilidade de repassar o aumento de custos aos preços, buscam reduzir os custos com a utilização da mão-de-obra (SICSÚ, 2005). Não estamos afirmando com isso que as distorções supracitadas têm como única causa o aumento da taxa de juros, somente estamos destacando que a estratégia de controle da inflação via aumento da taxa de juros pode, em alguns casos, contribuir para gerar essas distorções.

Quando a economia começa a sua recuperação, os empresários procuram recompor a sua margem de lucro que estava deprimida durante a fase de queda da demanda agregada. Dessa forma, existe uma tendência de a economia se manter em um estado de *stop-and-go* permanente. As pressões inflacionárias iniciais são sempre combatidas com aumento da taxa de juros, que funciona via redução da demanda agregada e do produto. Passado algum tempo, a economia vai recuperar o seu ritmo de atividade econômica inicial, o que pode dar início a novas pressões inflacionárias, que serão novamente combatidas via desaquecimento da economia.



Além disso, a estratégia tradicional de combate à inflação não diferencia as empresas geradoras de inflação daquelas que estão tendo um comportamento compatível com a estabilidade de preços. Algumas empresas “inocentes” não resistem ao elevado custo financeiro e à fraca demanda e entram em processo de falência. Ou seja, a elevação da taxa de juros impõe um resfriamento geral da economia sem se preocupar em diferenciar os setores que podem estar contribuindo mais ou menos para o aumento dos preços, assim alguns setores que contribuem menos para o aumento das pressões inflacionárias acabam sofrendo também as conseqüências dessa política (SICSÚ, 2007).

Diante da constatação das conseqüências da estratégia convencional de controle da inflação, os pós-keynesianos propõem uma política alternativa para manter a estabilidade de preços na economia. A política pós-keynesiana não sugere o resfriamento de toda a economia via elevação da taxa de juros, mas sim medidas que atinjam diretamente o foco inflacionário, que está normalmente no lado da oferta da economia. Dependendo da causa da inflação deve-se formular uma política específica, sem adotar medidas de desaquecimento generalizantes. O aumento da taxa de juros somente deve ser o principal instrumento de combate à inflação, se a economia estiver próxima ao equilíbrio de pleno emprego dos fatores produtivos.

O método pós-keynesiano é minucioso: identificada a origem da inflação, busca-se desenhar políticas específicas que possam sufocar a pressão inflacionária sem atingir outros setores que estão tendo um comportamento compatível com a estabilidade de preços. (SICSÚ, 2007, pg.99).

Portanto, segundo a teoria pós-keynesiana, o regime de metas de inflação não seria uma estratégia adequada para combater a inflação. Pois, utiliza unicamente a taxa de juros para o controle da inflação. Segundo os pós-keynesianos, a taxa de juros não deve ser utilizada como principal instrumento de controle da inflação, porque ataca unicamente os sintomas da inflação (aumento dos preços) e não as suas causas (elevação dos custos). De acordo com essa vertente, deveria ser formulada uma política específica para cada tipo de inflação, evitando políticas que promovessem o desaquecimento total da economia. Isso não significa que o regime de metas de inflação, que opera de acordo com essa lógica da teoria econômica convencional, seja ineficiente para combater a inflação, mas sim que essa política gera um custo relevante em termos de produto e número de empregos.

Além disso, a utilização da política monetária tendo como único objetivo o controle da inflação, que é um dos princípios do regime de metas de inflação, seria, segundo o pensamento pós-keynesiano, promover uma subutilização da política monetária. Pois, como vimos na seção anterior, o referencial em questão tem como hipótese central a não-

neutralidade da moeda no curto e no longo prazo, conseqüentemente a política monetária deve ter também como objetivos a ampliação dos investimentos e do número de empregos.

#### *4.1.5 Controvérsia entre os pós-keynesianos: a flexibilização do regime de metas de inflação é suficiente?*

Mais recentemente, alguns autores pós-keynesianos começaram a contestar a incompatibilidade entre o regime de metas de inflação e a abordagem pós-keynesiana. Para esses autores, ao contrário do que foi defendido anteriormente, um regime de metas de inflação mais flexível seria compatível com a teoria pós-keynesiana. Visto que, na versão mais flexível do sistema de metas se daria atenção não unicamente à inflação, mas também ao nível de produto e de empregos.

Segundo Oreiro, a crítica normalmente feita ao regime de metas de inflação é que, devido a lógica de funcionamento desse regime, este acaba por impedir a retomada do crescimento em bases sustentáveis da economia brasileira. Porém, a crítica está em franco contraste com a experiência histórica dos países que adotaram o regime de metas de inflação, os quais não têm encontrado dificuldades maiores para apresentar taxas de crescimento do produto bastante satisfatórias. Além disso, o regime de metas de inflação, ao contrário do que afirmam alguns críticos, não é parte de uma estratégia de cunho nitidamente ortodoxa. O sistema de metas de inflação foi uma espécie de solução de compromisso entre “keynesianos” e “clássicos”, os primeiros reconhecendo a importância das regras para a política monetária e os últimos se rendendo a necessidade de flexibilidade da política monetária (OREIRO, 2009).

Assim, para tais autores, “o problema brasileiro dos anos recentes não se refere ao regime de metas de inflação, mas a como este foi implementado no Brasil” (OREIRO, 2009). A grande questão estaria na excessiva rigidez do regime de metas de inflação em alguns países, como no Brasil, não na lógica de funcionamento deste.

A compatibilidade do regime de metas de inflação com a abordagem pós-keynesiana estaria determinada em grande parte pelo desenho institucional deste. Um arranjo institucional mais flexível poderia necessariamente reduzir os custos em termos de produto e emprego. Segundo Oreiro,

Os principais aspectos institucionais do arranjo institucional do regime de metas de inflação consistem na definição: (a) do objetivo do banco central; (b) do valor numérico da meta de inflação; (c) do índice de preços a ser usado, incluindo as cláusulas de escape; (d) do período de convergência da

inflação para a meta; (e) do modus operandi da determinação da taxa de juros – regras versus discricionariedade; (f) do grau de independência do banco central; (g) dos procedimentos de prestação de contas e de transparência adotados pela autoridade monetária; e (h) da necessidade de se adotar instrumentos complementares à política monetária visando controlar a inflação. (OREIRO, 2009, pg. 328).

Os itens (b), (c), (d), (e), (h) são o núcleo do regime de metas. Assim, através de escolhas relacionadas a esses aspectos institucionais, poderia se determinar o grau de flexibilidade do regime. Para a flexibilização do sistema de metas poderia se adotar: um intervalo de tolerância em torno de um ponto central, ao invés da fixação de uma meta pontual; um índice de preços com expurgo daqueles itens considerados sensíveis a choques de oferta, no lugar de se adotar um índice de preços cheio; a fixação de períodos mais longos para alcançar a meta determinada; a determinação da taxa de juros com um maior grau de discricionariedade, no lugar de seguir uma regra mecânica de determinação da taxa de juros; e a utilização de outras políticas como instrumento complementar para o controle da inflação (OREIRO, 2009). A partir da escolha de tais aspectos institucionais poderia se flexibilizar o regime de metas de inflação e reduzir substancialmente a necessidade da manutenção da taxa de juros em um patamar elevado, diminuindo bastante os custos de uma política monetária de controle da inflação. E, portanto, nesse formato, o Banco Central teria um mandato duplo com uma preocupação dividida entre inflação e desemprego.

Dessa forma, para alguns autores pós-keynesianos, somente a flexibilização do regime de metas de inflação já seria suficiente para adequá-lo aos objetivos de uma política monetária pós-keynesiana. Todavia, outros autores da mesma corrente, continuam defendendo a incompatibilidade dessa abordagem com o regime de metas mesmo com a flexibilização de alguns aspectos institucionais. Neste trabalho, concordaremos com a posição expressa por Sicsú, “o problema do regime de metas não é a sua rigidez, mas sua incompatibilidade com o objetivo do crescimento econômico com geração de empregos” (SICSÚ, 2004).

Mesmo em um regime de metas mais flexível o principal instrumento para o combate da inflação continuaria sendo a taxa de juros e este ponto é incompatível com o referencial pós-keynesiano, pois a taxa de juros combate unicamente os sintomas da inflação (aumento dos preços) e não a sua causa (elevação dos custos), que normalmente está localizada do lado da oferta da economia. Além disso, a utilização da taxa de juros como o principal instrumento para manter a estabilidade de preços não é muito condizente com os objetivos de aumento do produto e do emprego, dado que a taxa de juros deve se manter permanentemente deprimida para gerar um estímulo ao investimento. Ou seja, mesmo em um regime mais flexível, a

economia continuaria presa em um ciclo vicioso, pois, a taxa de juros reduziria o nível de investimentos e conseqüentemente o potencial de crescimento da economia, então qualquer curto período de crescimento da economia seria acompanhado de um aumento da taxa de juros e uma diminuição ainda maior do potencial de crescimento.

#### **4.2 Diagnóstico alternativo sobre as causas da inflação no Brasil**

A teoria do regime de metas de inflação diagnostica a inflação como se fosse um problema oriundo do lado da demanda e utiliza a taxa de juros para controlar a inflação. Todavia, como foi ressaltado anteriormente, se a economia estiver abaixo do nível de pleno emprego dos fatores produtivos, segundo a teoria pós-keynesiana, a inflação pode advir do lado da oferta, dessa forma, um aumento da taxa de juros somente combateria os sintomas da inflação e não a sua causa (elevação dos custos).

Segundo Sicsú, “A economia brasileira não tem uma inflação de demanda” (SICSÚ, 2003, pg. 33). A inflação de demanda ocorre predominantemente quando a indústria apresenta um alto grau de utilização da capacidade instalada. De acordo com a tabela abaixo, o grau de utilização da capacidade instalada vem crescendo significativamente nos últimos anos. Todavia, a indústria brasileira ainda opera com alguma folga, ou seja, com ainda algum grau de capacidade ociosa. Dessa forma, a estratégia de elevação da taxa de juros diante do aparecimento de qualquer pressão inflacionária, não é o modo mais adequado de se controlar a inflação no Brasil, dado que esta é determinada por múltiplos fatores, que não tem origem necessariamente no lado da demanda. Isso não significa que seja ineficiente, mas sim que não está atacando as causas da inflação, pois estas estão principalmente relacionadas aos custos dos fatores produtivos.

Tabela 10 – Grau de utilização da capacidade instalada média da indústria brasileira (2003 – 2008)

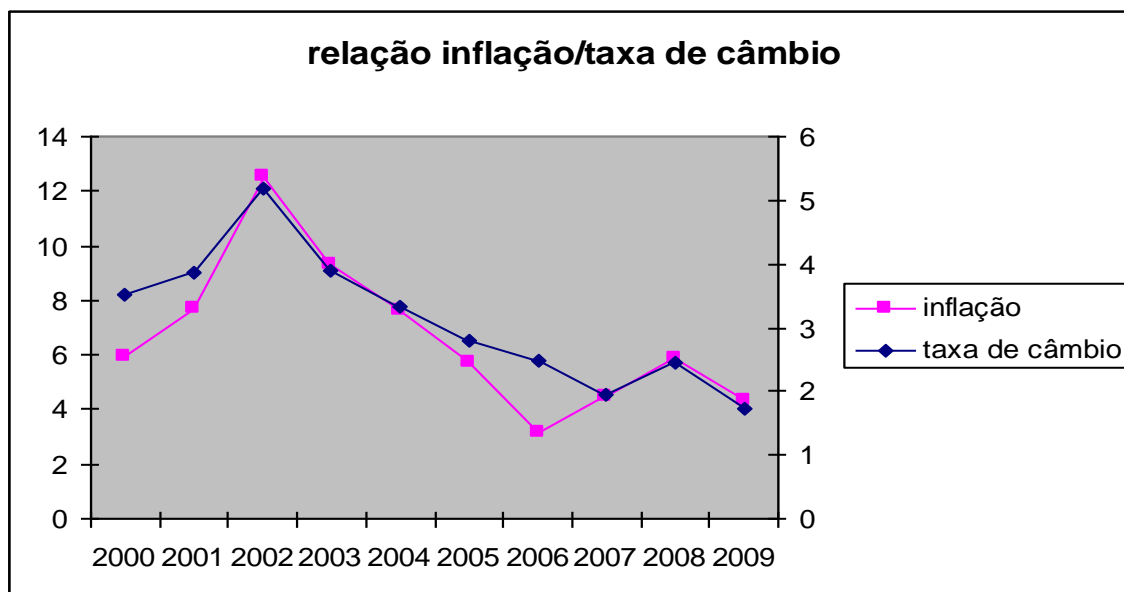
Anos	Utilização da capacidade instalada – indústria média
2003	80,48
2004	83,33
2005	84,50
2006	83,33
2007	85,08
2008	85,19

Fonte: Fundação Getúlio Vargas

A inflação da economia brasileira não é uma inflação predominantemente de demanda, esta sofre também uma forte influência dos custos dos fatores produtivos. Mais especificamente, a economia brasileira está sujeita principalmente a dois tipos de inflação pelo lado dos custos: a inflação importada e a inflação de preços administrados (SICSÚ, 2003).

A inflação importada depende da capacidade do exterior de influenciar a trajetória dos preços domésticos, que é determinada pela variação do nível de preços internacionais e variação nominal da taxa de câmbio. Além disso, quanto maior for o grau de abertura da economia, maior será a inflação importada potencial. Na economia brasileira, a inflação importada é decorrente da volatilidade cambial, ou melhor, dos movimentos altistas da taxa de câmbio. Como se pode observar no gráfico abaixo, as variações no câmbio determinam, em grande parte, os movimentos no nível de preços doméstico.

Gráfico 9 – Relação entre o IPCA e a taxa de câmbio



Fonte: BCB, IPEAdata

Esse tipo de inflação pode ser combatida através da implementação de controle de capitais, que impeça as variações bruscas na taxa de câmbio. Tal política pode ser complementada com uma política industrial voltada para a exportação e para a substituição de importações. O investimento voltado para exportações reduziria a escassez de divisas internacionais, diminuindo as pressões altistas sobre o preço do dólar. E o investimento para a substituição de importações, diminuiria também o número de produtos importados que compõem a cesta doméstica de compras (SICSÚ, 2003).

A inflação dos administrados refere-se ao aumento dos preços que são autorizados pelo governo (por exemplo, as tarifas de transporte de ônibus) e aqueles que são reajustados segundo regras contratuais de indexação (por exemplo, preço da energia elétrica e da telefonia). No caso dos preços administrados, o aumento da taxa de juros não surtiria efeito, pois essas empresas são normalmente monopolistas e defendidas por contrato. Assim, o desaquecimento da demanda não inibiria a passagem dos custos para os preços. A medida mais importante para reduzir às pressões inflacionárias oriundas de tal aspecto seria a eliminação de todo e qualquer contrato legal desse gênero após o seu período de vigência.

A inflação no Brasil, portanto, apresenta múltiplas causas e não é determinada predominantemente por pressões oriundas do lado da demanda. A utilização da capacidade instalada, apesar de ter aumentado consideravelmente nesses últimos anos, ainda não é

suficiente para gerar uma forte inflação de demanda. As principais causas da inflação no Brasil são: a excessiva volatilidade cambial (inflação importada) e a indexação de preços por contrato (inflação dos administrados). Dessa forma, segundo o referencial pós-keynesiano, depois de diagnosticadas as causas da inflação, deve-se formular políticas específicas para atacar diretamente os focos inflacionários. Nesse sentido, seria importante a adoção de controle de capitais e a eliminação de todo contrato legal de indexação. Essas medidas liberariam a taxa de juros para cumprir outras funções, como por exemplo, estimular o nível de investimentos.

### **4.3 Discussão sobre a independência do banco central**

As hipóteses teóricas que estão por trás dessa questão são as mesmas já apresentadas na teoria do regime de metas de inflação. Diante disso, qual o significado da autonomia ou independência do banco central? “A autonomia ou independência do banco central significa o compromisso da política econômica com um único objetivo: a estabilidade de preços.” (PAULA, 2009, pg. 366). Ou seja, a independência do banco central não significa somente a autonomia para realizar políticas sem a interferência do governo, mas, principalmente, a independência para perseguir o objetivo da estabilidade de preços. Nesse sentido, “propõe-se que os bancos centrais são instituições definidas por uma função natural: garantir a estabilidade de poder de compra da moeda.” (CARVALHO, 1995, pg. 135).

A tese de independência do banco central tem se desenvolvido em torno do trinômio credibilidade – reputação – delegação. Os proponentes da tese afirmam que existe um viés inflacionário na economia, que se expressa através de políticas dinamicamente inconsistentes com o ponto de equilíbrio correspondente a taxa natural de desemprego. Nesse caso, as autoridades monetárias, motivadas por interesses eleitorais, implementariam políticas expansionistas que são inconsistentes com a posição de equilíbrio de longo prazo da economia<sup>16</sup>. Os gestores da política monetária agiriam dessa forma porque considerariam que

---

<sup>16</sup> Essa hipótese da teoria econômica convencional de que existe uma tendência de se adotar políticas mais expansionistas com objetivos eleitorais é confirmada, segundo os autores desta escola, pela nítida existência de ciclos econômicos políticos. Ou seja, para esses autores, pode-se observar, em diversos casos, um crescimento econômico em média maior antes das eleições do que depois. Segundo Blanchard, “Muitas decisões de política macroeconômica envolvem dilemas entre perdas de curto prazo e ganhos de longo prazo – ou, simetricamente, entre ganhos de curto prazo e perdas de longo prazo. (...) Se o principal objetivo dos políticos for agradar aos eleitores a fim de se reelegerem, qual será a melhor política senão expandir a demanda agregada antes de uma eleição, levando a um crescimento maior e um desemprego menor? É verdade que o crescimento acima da taxa

resultados imediatos em termos de emprego e crescimento econômico são mais importantes do que a garantia de uma reputação e a credibilidade das políticas.

Assim, a tese de independência do banco central procura delegar a política monetária a um agente que mantenha a credibilidade das políticas. Ou seja, para garantir a credibilidade da política monetária são criadas *commitment technologies*, que são instrumentos para impedir que as autoridades monetárias quebrem as regras da política monetária, o instrumento mais conhecido é a independência do banco central. Esse tipo de medida é adotado, pois, segundo essa tese, quanto maior a reputação das autoridades monetárias e a credibilidade das suas políticas maior será a eficiência das políticas e menor será o custo social destas (SICSÚ, 1997, 1996).

O ponto central do argumento a favor da independência do banco central é a hipótese do viés inflacionário. Segundo tal hipótese, os políticos são na maioria das vezes irresponsáveis na condução da política monetária, pois dão mais importância aos seus interesses de curto prazo e eleitoreiros. Eles tem uma tendência muito forte a implementar políticas expansionistas, que aumentam o produto e o emprego no curto prazo, mas são incompatíveis com a posição de equilíbrio de longo prazo da economia. Diante desse quadro, “A independência do Banco Central asseguraria que a gestão monetária seria exercida acima dos jogos políticos.” (CARVALHO, 1995, pg. 135). Isso resultaria em uma maior credibilidade das políticas, pois os agentes reconheceriam que a política monetária longe de interesses políticos e não mão de autoridades monetárias “responsáveis” teria como único objetivo a estabilidade de preços, independentemente de mudanças na conjuntura política ou econômica.

Contudo, como podemos medir a independência de um banco central? Neste ponto, a literatura de defesa da tese de independência do banco central apresenta algumas fragilidades. Normalmente, os autores propõem que a independência de um banco central está vinculada a características quase administrativas de um banco central, como por exemplo, se os diretores têm mandato fixo, se o poder executivo tem voz na escolha desses diretores ou se há representantes do poder executivo no seu corpo de diretores. Todavia, é importante destacar que elementos puramente formais como estes são largamente insuficientes para sustentar qualquer conclusão mais firme sobre o assunto. Os elementos supracitados não esgotam os

---

de crescimento normal não pode ser sustentado, e finalmente a economia deve voltar ao nível natural de produto. Um crescimento maior agora deve ser seguido de um crescimento menor mais adiante. No entanto, se ocorrer no momento certo e com eleitores com visão de curto prazo, o crescimento maior poderá vencer as eleições. Assim, podemos esperar um nítido **ciclo econômico político**, com crescimento em média maior antes das eleições do que depois.” (BLANCHARD, 2007, pg. 492).



canais de influência do poder executivo na condução da política monetária e assim não garantem que países que tenham adotado medidas nesse sentido tenham um banco central realmente independente do poder executivo. Assim, os proponentes da tese de independência do banco central precisam desenvolver mais elementos para conseguirem dar uma resposta mais conclusiva para essa questão (CARVALHO, 1995).

Existem três principais proposições de modelos para a independência do banco central. No modelo proposto por Rogoff, o banco central teria independência de instrumentos e objetivos, ou seja, as autoridades monetárias poderiam decidir as metas de inflação que desejam perseguir e quais instrumentos que irão utilizar para alcançar essa meta. Nesse caso, a política monetária seria delegada a um agente cujas às preferências sociais sejam mais avessas à inflação do que as preferências da sociedade, ou seja, a política monetária seria entregue a um presidente do banco central conservador em relação às preferências sociais. Tal modelo se enquadra bem no utilizado pelo FED, porque os gestores têm autonomia não somente para decidir os instrumentos que vão utilizar, mas também para decidir as metas que irão perseguir. É importante destacar que o modelo apresentado acima possui alguns problemas relacionados à sua estrutura não-democrática, pois um agente que não foi eleito por voto popular determinaria os objetivos da política monetária.

No modelo proposto por Walsh, o banco central teria independência somente de instrumentos, isto é, poderia determinar livremente os instrumentos que iria utilizar para perseguir as metas de inflação pré-estabelecidas em contrato. Nesse modelo, deve ser estabelecido um contrato que imponha custos ao presidente do banco central caso a inflação ultrapasse a meta estabelecida pelo governo. Essa proposta lembra bastante o modo de funcionamento do Banco da Inglaterra, onde os gestores da política monetária têm unicamente liberdade para definir os instrumentos que serão utilizados.

Por último, no modelo proposto por Svensson, existe uma síntese entre os dois modelos anteriores: delega-se a política monetária a um presidente do banco central conservador e a meta de inflação é estabelecida pelo governo.

É essencial observar que, independente do modelo adotado, o objetivo é a eliminação do viés inflacionário. O único aspecto que diferencia os modelos é a forma proposta para se alcançar tal objetivo central (MENDONÇA, 2000; OREIRO, 2009; SICSÚ, 1996).

Os teóricos pós-keynesianos criticam a tese de independência do banco central, pois eles acreditam que o banco central não deve ter como único objetivo a estabilidade de preços e esta, por sua vez, não deve ser objetivo unicamente do banco central. As críticas pós-keynesianas à tese de independência do banco central podem seguir por dois cominhos: pode-

se formular uma crítica aos argumentos teóricos - empíricos apresentados pelos defensores da tese e pode-se criticar a abertura da possibilidade de conflitos entre a política monetária e a política fiscal.

O principal argumento a favor da tese de independência do banco central é de natureza empírica. Segundo os defensores da tese, existiria uma correlação negativa entre o grau de independência do banco central e a inflação. Todavia, tal argumento não é totalmente válido, uma vez que a correlação entre duas variáveis não implica necessariamente em causalidade. Ou seja, os países que possuem um banco central independente podem ter um baixo nível de inflação, mas isso não quer dizer que a independência do banco central foi o elemento responsável pelo baixo nível de inflação verificado. Com relação ao regime de metas de inflação também foi observado que os países que adotaram esse regime tinham um baixo nível de inflação, porém tal fator não pode ser colocado como o elemento determinante desse baixo nível de inflação, dado que os países que não adotaram o regime também conseguiram manter a inflação em um nível relativamente baixo. Além disso, esse argumento de correlação negativa entre grau de independência do banco central e inflação é válido para alguns países, mas não para todos. As evidências empíricas apontam para uma correlação negativa entre a independência do banco central e a inflação nos países industrializados, mas não nos países emergentes (MENDONÇA, 2003; SICSÚ, 1996).

A política monetária na perspectiva de Keynes e dos pós-keynesianos tem impacto duradouro sobre o nível de produto e de emprego da economia, pois a moeda não é considerada neutra nem no curto nem no longo prazo, como foi demonstrado nas seções anteriores. Dessa forma, o banco central não pode ser considerado um órgão puramente técnico, que deve implementar políticas tendo como único objetivo a estabilidade de preços, como faz a teoria econômica convencional. A decisão do banco central é inevitavelmente política, pois envolve um julgamento de fins, ou seja, uma maior preocupação com a estabilidade de preços ou com o crescimento econômico. Por essa razão, as decisões do banco central não devem se situar fora dos jogos políticos, ou seja, o banco central não deve ser independente (CARVALHO, 1999).

Um outro aspecto que deve ser questionado na tese de independência do banco central é a hipótese do viés inflacionário, que parece não ter muita validade empírica. Pois, historicamente podem-se observar casos de países com inflação baixa e sem independência do banco central, dessa forma parece que o possível “viés inflacionário” que acomete os governantes nem sempre foi um elemento decisivo para o aumento da inflação. Além disso, segundo Sicsú,

Acreditar em viés inflacionário de empresário é desconsiderar que o que desejam verdadeiramente é o crescimento econômico que amplia o leque de obtenção de lucro. Acreditar em viés inflacionário de ministros e parlamentares é considerá-los em sua totalidade como irresponsáveis; seria o mesmo que avaliar que sempre estariam dispostos a trocar a situação corrente de estabilidade por benefícios de curto termo e instabilidade de longo termo (SICSÚ, 2007, pg. 215).

A independência do banco central também tem como importante conseqüência à possibilidade de conflitos entre as políticas monetária e fiscal. Como já foi destacado anteriormente, na concepção pós-keynesiana, o uso discricionário das políticas monetária e fiscal não é considerado um erro teórico. Dessa forma, a coordenação entre as políticas torna-se fundamental. Pois, a eficiência das políticas macroeconômicas vai depender, em grande parte, da sua coordenação. Segundo Sicsú, “Uma política econômica eficiente seria aquela que, primeiro, persegue um objetivo prioritário, segundo cria o mínimo de utilização contraditória entre os seus instrumentos e, terceiro, emite o máximo de sinais aos agentes a fim de estimulá-los a agir” (SICSÚ, 1996, pg. 3). Logo, uma política monetária eficiente não é aquela política que simplesmente atinge os seus objetivos, mas essencialmente aquela que cumpre essas condições descritas acima, entre elas a de coordenação entre as políticas macroeconômicas, e, conseqüentemente, reduz a incerteza que cerca às decisões dos agentes.

Os países que possuem banco central independente são ricos em exemplos de implementação de políticas macroeconômicas ineficientes, devido à falta de coordenação entre as políticas monetária e fiscal<sup>17</sup>. Em função desses acontecimentos, tem se generalizado a crítica de que a independência do banco central abre a possibilidade de utilização contraditória entre os instrumentos monetários e fiscais. E esta tem como resultado o aumento da incerteza na economia e a perda de eficiência das políticas macroeconômicas (SICSÚ, 1996)

Enfim, na perspectiva pós-keynesiana, o controle da inflação deve ser uma estratégia consertada entre diversas políticas sobre o comando do governo central. Dentro dessa estratégia alternativa de controle da inflação, a independência do banco central não seria uma medida adequada.

---

<sup>17</sup> Um bom exemplo é o conhecido caso dos Estados Unidos, onde existiu um conflito entre Reagan e Volcker no início dos anos 1980.

## 5 PROPOSIÇÃO DE UMA AGENDA ALTERNATIVA PÓS-KEYNESIANA

### 5.1 Da crítica para a proposição de alternativas

O objetivo da agenda macroeconômica pós-keynesiana é voltado para uma estabilidade macroeconômica em um sentido mais amplo, que engloba além da estabilidade de preços, a criação de um ambiente econômico que estimule um investimento em capital fixo.

Uma estratégia pós-keynesiana, que vise atingir o crescimento econômico com estabilidade de preços, deve procurar uma nova visão para compatibilizar o equilíbrio interno com equilíbrio externo da economia brasileira. O equilíbrio interno não pode ser unicamente marcado por uma política monetária com uma taxa de juros elevada e por uma política fiscal contracionista, que visem garantir a estabilidade de preços e o equilíbrio orçamentário do governo. E o equilíbrio externo não pode ser buscado unicamente por uma política de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais, que conjuntamente com a taxa de juros elevada “assegure” um influxo de recursos financeiros para a economia brasileira e o estabelecimento do equilíbrio do balanço de pagamentos.

De acordo com a visão pós-keynesiana, por equilíbrio interno entende-se manutenção da inflação sob controle e o estabelecimento de um gerenciamento sustentável da dívida pública. Quanto ao primeiro aspecto, faz-se necessário adotar uma política de combate à inflação, considerando que a inflação predominante na economia brasileira é a inflação de custos, dessa forma não seriam necessárias políticas contracionistas de demanda agregada. Em relação ao segundo aspecto, faz-se necessária uma mudança na combinação superávit primário/ taxa real de juros/ crescimento econômico, para estabilizar a dívida como proporção do PIB e devolver ao governo a capacidade de realizar uma política fiscal ativa. Por equilíbrio externo, entende-se a redução da volatilidade cambial e a redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Para atingir os objetivos citados, o governo deve adotar algumas medidas, como: um regime de câmbio flutuante administrado, controle de capitais e políticas industriais voltadas para as exportações (OREIRO, 2003; PAULA, 2002).

Portanto, visando atingir uma estabilidade macroeconômica em um sentido mais amplo, os pós-keynesianos propõe a alteração do tripé básico de política macroeconômica. Para se conciliar melhor o crescimento econômico sustentado com a estabilidade de preços,

deve-se adotar: 1) um regime de câmbio flutuante administrado com regulamentação sobre os fluxos de capitais; 2) uma política monetária que mantenha a taxa de juros permanentemente deprimida, através de uma extinção do regime de metas de inflação ou de uma flexibilização deste; 3) e uma política fiscal mais “ativa”, que não tenha como único objetivo manter o equilíbrio orçamentário. Além do núcleo de política macroeconômica, podem-se destacar outras políticas que seriam importantes para a concretização desses objetivos, a saber: uma política industrial que melhore a inserção do Brasil na economia internacional; uma política comercial mais ativa para aumentar as divisas internacionais no país; e uma política tributária progressiva acompanhada de gastos sociais, que tenham como objetivo aprimorar o padrão de vida da população de baixa renda. A seguir, iremos observar mais detalhadamente cada uma das políticas propostas, todavia, antes disso, é necessário qualificarmos melhor o que é e quais os objetivos de uma política macroeconômica pós-keynesiana.

## **5.2 Propostas de políticas macroeconômicas pós-keynesianas**

### *5.2.1 Uma visão geral das políticas macroeconômicas em uma economia monetária de produção*

As políticas macroeconômicas pós-keynesianas têm essencialmente dois objetivos centrais: a manutenção da economia próxima ao nível de pleno emprego dos fatores produtivos e a melhora no perfil de distribuição de renda que é excessivamente desigual. Pois, como afirmou Keynes, “Os dois principais defeitos da sociedade econômica em que vivemos são a sua incapacidade para proporcionar o pleno emprego e a sua arbitrária e desigual distribuição da riqueza e das rendas.” (KEYNES, 1936, pg. 284).

É importante destacar que as desigualdades na distribuição de renda podem ser oriundas de dois caminhos. Por um lado, estas podem ser explicadas pela diferença nas capacidades individuais, na disposição para trabalhar ou aceitar riscos, e na preferência entre consumo e acumulação de riqueza. Por outro, a riqueza herdada de outras gerações também pode ser a causa de tais desigualdades. Segundo Keynes, a primeira causa seria inevitável e até mesmo saudável. Todavia, não existe justificativa para a segunda causa das desigualdades, pois nesse caminho não se estaria premiando a diferença entre as habilidades individuais

(CARVALHO, 1992, pg. 206). Ou seja, para Keynes e para os pós-keynesianos, algum nível de desigualdade na distribuição de renda seria desejável, como forma de recompensar aquelas pessoas que aceitaram um maior risco, que fizeram escolhas acertadas ou que possuem maiores habilidades. Porém, uma excessiva desigualdade na distribuição de renda seria injustificável e disfuncional para o sistema econômico<sup>18</sup>. Injustificável porque diferentes recompensas são devidas a diferentes esforços, e disfuncional porque a renda concentrada na mão de poucas pessoas, tende a diminuir a propensão marginal a consumir e afastar ainda mais a economia do nível de pleno emprego dos fatores produtivos.

Para corrigir o problema da excessiva desigualdade na distribuição de renda, Keynes afirma que o sistema tributário deveria se tornar mais progressivo, incidindo de forma mais ampla sobre a população de alta renda.

Com relação ao segundo ponto, que é a incapacidade de sustentação da economia no nível de pleno emprego dos fatores produtivos, o problema se torna bem mais complexo.

Em uma economia monetária de produção, a decisão de alocação de riqueza está rodeada por um alto nível de incerteza com relação aos resultados futuros. Logo, como forma de se defender contra esse futuro incerto, os agentes demandam por liquidez (moeda), que oferece uma maior flexibilidade frente a mudanças imprevistas na conjuntura econômica. Quando os agentes demandam por moeda, eles deixam de demandar por ativos reprodutíveis, como os bens de capital, o que leva necessariamente a uma queda do nível de investimento e de emprego na economia. Portanto, existe uma contradição entre a racionalidade individual e social, pois “para o indivíduo a moeda é um objeto válido de escolha racional, apesar dos danos que possa causar para a sociedade com um todo” (CARVALHO, 1999, pg. 266). Existindo o ambiente incerto e essa contradição na demanda por moeda, não se pode esperar que a economia caminhe naturalmente para o nível de pleno emprego dos fatores produtivos. Isso cria necessariamente a necessidade de intervenção de algum fator exógeno, ou seja, a ausência de mecanismos endógenos capazes de corrigir tal situação cria a necessidade de intervenção estatal.

A política macroeconômica na perspectiva pós-keynesiana viria justamente para reduzir as incertezas que cercam as decisões de investimento e, assim, estimular os agentes a alocar a sua riqueza em ativos mais ilíquidos que envolvem um maior grau de risco, como os bens de capital. Preenchendo, portanto, a lacuna que foi formada pela insuficiência da

---

<sup>18</sup> “Do meu ponto de vista, creio haver justificativa social e psicológica para grandes disparidades nas rendas e na riqueza, embora não para as grandes disparidades existentes na atualidade” (KEYNES, 1936, pg. 285).

demanda efetiva e aproximando a economia do nível de pleno emprego dos fatores produtivos. Segundo Carvalho,

O Estado poderia buscar atingir todo o conjunto de investimentos privados, criando um ambiente econômico seguro no qual os agentes privados possam ser estimulados a fazer escolhas mais arriscadas e não somente a acumular ativos líquidos. (...) A política econômica ideal proposta por Keynes inflaria a demanda agregada como um balão, e deixando a cargo dos agentes privados a decisão de como os recursos disponíveis seriam empregados (CARVALHO, 1999, pg. 268 – 269).

A intervenção do Estado não deve, de forma alguma, substituir os investidores privados na decisão de alocação de recursos. O Estado, portanto, não deveria implementar projetos que competissem com os investimentos privados, ele deveria fazer aquelas coisas que deixam de ser feitas pelos empresários. Ou seja, o governo não deve tentar se sobrepor aos investimentos privados, mas sim através de investimentos e do estímulo à demanda agregada, influenciar na decisão privada no sentido de uma maior alocação em bens reprodutíveis.

É importante destacar que a intervenção estatal, na perspectiva de Keynes e dos pós-keynesianos, não vai contra a intenção de se preservar a decisão privada, ou seja, não busca eliminar esse tipo de decisão da economia. Quando se propõe intervenção estatal, “a questão era permitir à livre empresa funcionar, não exterminá-la.” (CARVALHO, 1999, pg. 268). Isto é, o modelo de intervenção estatal proposto por Keynes é em parte conservador e em parte revolucionário. Conservador porque procura conservar o sistema de propriedade privada e as decisões privadas do mercado. E revolucionário porque propõe que um elemento exógeno (o Estado) deve interferir no mercado para colocar a economia mais próxima do nível de pleno emprego (CARVALHO, 1992, pg. 206). Nas palavras de Keynes,

não se vê nenhuma razão evidente que justifique um Socialismo do Estado abrangendo a maior parte da vida econômica da nação. Não é a propriedade dos meios de produção que convém ao Estado assumir. Se o Estado for capaz de determinar o montante agregado dos recursos destinados a esses meios e a taxa básica de remuneração aos seus detentores, terá realizado o que lhe compete. (KEYNES, 1936, pg. 288).

Portanto, uma agenda econômica pós-keynesiana não busca a quebra de contratos ou interferência no sistema de propriedade privada, através da estatização de empresas. A política macroeconômica pós-keynesiana tem como objetivo unicamente a criação de um ambiente seguro para os agentes alocarem sua riqueza em ativos reprodutíveis, através da redução das incertezas relativas à demanda futura.

A visão pós-keynesiana de política macroeconômica não deve ser reduzida a um “fiscalismo keynesiano” em períodos de depressão. A política macroeconômica deve ser

abrangente e constante, visando combater os diferentes focos de incerteza na economia e manter a economia em um estado permanente de semi-boom.

Para combater os diferentes focos de incerteza e estimular o investimento em ativos ilíquidos, é necessária uma “combinação ótima” entre as políticas fiscal, monetária e cambial. Ou seja, a coordenação entre as diferentes políticas é essencial para garantir a eficiência do instrumental macroeconômico. Uma taxa de juros baixa para desestimular o investimento em ativos no mercado financeiro, deve ser combinada com uma política fiscal que promova o estímulo à demanda agregada, pois não basta uma redução da taxa de juros para que os empresários invistam, é preciso também que os empresários tenham expectativas positivas relacionadas aos rendimentos futuros dos investimentos em capital fixo. Essas duas políticas também devem estar coordenadas com uma política de câmbio administrado com algum tipo de regulamentação sobre os fluxos de capitais, pois, caso a taxa de câmbio apresente uma grande volatilidade, as políticas fiscal e monetária podem perder parte dos seus possíveis efeitos sobre o nível de atividade econômica, visto que a excessiva volatilidade da taxa de câmbio pode representar uma fonte de incerteza para os investimentos voltados para as exportações.

### 5.2.2 Política fiscal

Na perspectiva pós-keynesiana, a política fiscal é uma forte alavanca para empurrar a demanda agregada, pois atinge de forma direta a renda privada, ao contrário da política monetária que somente afeta de forma indireta os agentes, estimulando-os a agir em uma determinada direção (CARVALHO, 1999). No Brasil, o governo poderia operar a política fiscal através da implementação de um programa de investimentos, em particular nos setores de infra-estrutura, uma vez que estes podem representar possíveis “gargalos” para um crescimento econômico sustentado da economia brasileira (PAULA, 2008). Os investimentos em tais setores teriam, via efeito multiplicador, um impacto positivo sobre a demanda agregada e conseqüentemente sobre o nível de investimentos na economia brasileira<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> O governo Lula vem tomando algumas iniciativas nessa direção, a maior delas é o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Como ressalta João Sicsú, “De fato, os montantes indicados no PAC para o investimento público não são absolutamente notáveis. Contudo, são muito superiores àqueles realizados nos últimos anos: poderão saltar de aproximadamente 0,5% para 1% do PIB.” (SÍCSÚ, 2007, pg.13).



Além disso, a política fiscal também é um instrumento essencial para promover uma mudança no perfil de distribuição de renda que é excessivamente desigual no nosso país. A mudança pode ser promovida por uma tributação mais progressiva, mas também por um aumento de gastos para os serviços públicos que atingem a população de mais baixa renda. (CARVALHO, 1992, cap. 12).

Uma condição importante para a utilização da política fiscal da forma como está se propondo, é a sustentabilidade da dívida pública. A combinação de uma taxa de juros elevada com um baixo crescimento do PIB resulta em uma pressão para o aumento da relação dívida pública / PIB. Assim, a manutenção de tal relação, segundo a ortodoxia, só é possível via obtenção de um elevado superávit primário, que durante o governo Lula se manteve durante um bom tempo em 4,25% do PIB. A necessidade de elevado superávit primário retirou a possibilidade de uma política fiscal mais ativa durante os dois mandatos de Lula.

Para a administração pública ganhar maior liberdade para operar a política fiscal, ou melhor, para a política fiscal funcionar como um poderoso instrumento de estímulo à demanda agregada, os pós-keynesianos propõem uma nova combinação entre superávit primário/ taxa real de juros/ crescimento econômico, através de uma redução da taxa de juros e do superávit primário, o que resultaria em um maior crescimento econômico. Para isso, seria necessária uma alteração da estratégia ortodoxa, que procura estabilizar o endividamento através da manutenção de um elevado superávit primário sem uma alteração significativa da taxa de juros (OREIRO, 2003).

Segundo Keynes, para ter uma política fiscal ativa, o governo deveria preparar dois orçamentos fiscais, um para as funções ordinárias da administração pública e outro para os gastos discricionários do governo. O primeiro sempre deveria estar equilibrado. O orçamento discricionário, por sua vez, seria o instrumento que o governo possui para estimular a economia. Este, ao contrário do orçamento ordinário, poderia ser superavitário ou deficitário dependendo da fase do ciclo econômico em que a economia se encontra. Apesar de não ser necessário o equilíbrio no orçamento discricionário, o déficit não é um instrumento em si. “Em princípio é o gasto, e não o déficit, o que realmente importa” (CARVALHO, 1999, pg. 274). Portanto, na perspectiva pós-keynesiana, o déficit seria apenas um último recurso, uma vez que um orçamento equilibrado seria importante para o Estado ter condições de continuar praticando uma política discricionária de gastos.

Porém, ao contrário da teoria econômica tradicional, que procura manter o orçamento equilibrado e eliminar o déficit público através do corte de gastos correntes e do investimento na economia, os pós-keynesianos tratam o orçamento equilibrado como sintoma de uma

economia vigorosa que possui reduzido desemprego. Isto é, os pós-keynesianos, ao contrário da ortodoxia, acreditam que a tentativa de equilibrar o orçamento via corte de gastos não surtiria um grande efeito e mesmo se surtisse estaria limitando consideravelmente a possibilidade de utilização da política fiscal de forma mais discricionária. Dessa forma, na perspectiva pós-keynesiana, o equilíbrio orçamentário seria alcançado pelo estímulo a atividade econômica, que através de um maior crescimento econômico aumentaria consideravelmente o montante arrecadado pelo governo e resolveria o desequilíbrio nas contas públicas.

Enfim, para os pós-keynesianos, o governo deveria adotar uma política fiscal “ativa” que não tenha como única preocupação o equilíbrio orçamentário, apesar de este ser, como foi destacado anteriormente, uma variável importante para o governo continuar praticando uma política discricionária de gastos. Uma condição essencial para o governo conseguir praticar uma política fiscal mais ativa no Brasil, é a alteração dos instrumentos utilizados para manter a sustentabilidade da dívida pública. Atualmente, a estabilização da dívida pública é feita através da modificação (aumento) do superávit primário, o que restringe bastante a possibilidade de utilização da política fiscal de forma mais ativa. Os pós-keynesianos propõem como alternativa, a alteração na combinação entre superávit primário/ taxa real de juros/ crescimento econômico. Essa alternativa pós-keynesiana, poderia resultar em uma maior liberdade para o governo realizar uma política fiscal mais ativa e, dessa forma, alavancar a demanda agregada, o que resultaria em um maior estímulo para o investimento em capital fixo e melhores resultados na taxa de crescimento da economia.

### *5.2.3 Política monetária*

A proposição de uma política monetária pós-keynesiana já foi feita no capítulo 4. Neste capítulo foi argumentado que, segundo Keynes e os pós-keynesianos, a moeda não é neutra nem no curto nem no longo período. Dessa forma, a política monetária não deveria ser utilizada tendo como único fim a estabilidade de preços, mas também levando em consideração o crescimento econômico e o nível de investimentos na economia. A estabilidade de preços não deixaria de ser um ponto importante nessa nova concepção de política monetária, mas seria alcançada através de políticas específicas que atacassem diretamente o foco inflacionário.

A política monetária tendo como objetivos também o nível de produto e de investimento deveria reduzir as incertezas que cercam às decisões de investimento, estimulando, dessa forma, a retenção de ativos que envolvem um maior grau de risco, como os bens de capital. Ou seja, a autoridade monetária, através de um aumento no estoque de moeda e da alteração nos preços relativos dos diversos ativos, deveria estimular uma alteração na composição do portfólio dos agentes no sentido de uma maior retenção de bens reprodutíveis.

Segundo os pós-keynesianos, para a política monetária conseguir englobar também os objetivos do crescimento econômico e da geração de empregos, o governo não deveria utilizar o regime de metas de inflação como base de operação da política monetária ou, pelo menos, flexibilizar alguns aspectos institucionais deste. Através da alteração na lógica de funcionamento da política monetária, as autoridades poderiam promover uma considerável redução da taxa de juros, o que representaria um forte estímulo para o aumento do nível de investimentos e, conseqüentemente, um importante passo para a obtenção de uma estabilidade macroeconômica em um sentido mais amplo. Segundo Sicsú, nessa concepção pós-keynesiana de política monetária, “a taxa de juros deveria ser pensada como um instrumento capaz de punir aqueles que não querem gastar, ou seja, como um instrumento que pune o gerador de desemprego. Portanto, a taxa de juros deveria ser sempre baixa, muito baixa” (SICSÚ, 2008, pg.149).

A redução da taxa de juros e a manutenção desta em um nível permanentemente baixo, gerariam também impactos sobre a política fiscal e sobre outras políticas importantes para um desenvolvimento de longo prazo da economia brasileira. Pois, como foi destacado na seção anterior, uma diminuição do custo da rolagem da dívida pública seria essencial para uma maior discricionariedade da política fiscal e uma maior margem para realizar gastos poderia se reverter também em um aumento de gastos na área social ou em maior estímulo para uma industrialização com um mais alto conteúdo tecnológico.

Entretanto, uma redução expressiva da taxa de juros, compatível também com os objetivos de crescimento econômico e geração de empregos, necessitaria de uma alteração na política cambial e na regulamentação sobre o fluxo de capitais. Porque, caso esse tipo de política seja praticada em uma economia com câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais, poderia ocasionar uma forte saída de capitais do país, seguida de uma grande desvalorização da taxa de câmbio com um reflexo sobre o nível de preços doméstico. Comprometendo, dessa forma, a manutenção da estabilidade de preços da economia brasileira (PAULA, 2003).

### 5.2.3 Política cambial

A política cambial usualmente defendida para os países emergentes é o regime de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais. Pois, segundo o modelo Mundell-Fleming, essa seria a única política cambial compatível com algum grau de autonomia da política monetária. Porém, tal modelo não leva em consideração uma série características dos países emergentes, que geram o a impossibilidade da “trindade possível”.

Devido ao pequeno tamanho dos mercados de capitais dos países em desenvolvimento e a não-conversibilidade da sua moeda, uma disparidade entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional resulta em um influxo de capitais em busca de um diferencial de valorização e em uma forte apreciação da taxa de câmbio. Esta, normalmente é seguida por um forte movimento de desvalorização cambial, impulsionada por uma expectativa de desvalorização da taxa de câmbio ou por uma queda nas taxas de juros internacionais. Ou seja, a entrada de capitais e apreciação cambial teria como consequência uma deterioração do saldo da balança comercial e assim uma dificuldade no ajuste do balanço de pagamentos, isso levaria a uma expectativa de desvalorização cambial, que impulsionaria uma saída de capitais e concretizaria a desvalorização da taxa de câmbio. O movimento de desvalorização poderia ser reforçado ou impulsionado também por um aumento nas taxas de juros internacionais, que ocorrem em determinadas situações por causa da necessidade de atração de capitais das economias centrais. Portanto, as economias em desenvolvimento, como a brasileira, estão sujeitas a uma forte volatilidade da taxa de câmbio se fizerem uso de uma política cambial flexível com livre mobilidade de capitais (FERRARI, 2003).

A volatilidade da taxa de câmbio tem um efeito negativo para a estabilidade de preços na economia brasileira. Como foi ressaltado no capítulo anterior, um dos principais tipos de inflação presentes na economia brasileira é a inflação importada, causada justamente por esses movimentos altistas da taxa de câmbio. Além disso, a volatilidade cambial tem um efeito deletério sobre o nível de investimentos voltados para as exportações, pois prejudica o cálculo empresarial dos possíveis rendimentos futuros.

Para refrear esse mecanismo, que é prejudicial para a manutenção da estabilidade macroeconômica, os pós-keynesianos sugerem a adoção de um câmbio flutuante administrado (sistema *à la crawling-peg*). Neste, preserva-se a flexibilidade da taxa de câmbio diante de choques externos e, ao mesmo tempo, se abre à possibilidade de orientação *ex-ante* da trajetória da taxa de câmbio (FERRARI, 2008). A adoção de um regime de câmbio flutuante

administrado, segundo a literatura pós-keynesiana, eliminaria a grande volatilidade da taxa de câmbio e permitiria a manutenção da taxa real de câmbio em um patamar consistente com a obtenção de grandes superávits comerciais (FERRARI, 2003). Porém, para o funcionamento adequado deste se deve adotar também algum tipo de regulamentação sobre os fluxos de capitais<sup>20</sup>.

Além de contribuir para estabilizar a taxa de câmbio, os controles de capitais seriam úteis, segundo o pensamento pós-keynesiano, para solucionar mais dois problemas relacionados à gestão macroeconômica no Brasil, a saber: a perda de autonomia da política macroeconômica, mais especificamente, da política monetária; e a vulnerabilidade externa da economia brasileira às diversas crises financeiras internacionais (OREIRO, 2006).

O controle de capitais concederia uma maior autonomia para a condução da política monetária, de forma que o banco central poderia manipular a taxa de juros com vistas ao atendimento de objetivos domésticos, como a geração de empregos e o crescimento econômico, e não mais como uma política de atração de capital externo em complemento da política cambial. Pois, sem esse tipo de regulamentação sobre os fluxos de capitais, a fixação da taxa de juros em um nível compatível com os objetivos internos, poderia levar a uma fuga de capitais e a uma forte desvalorização da taxa de câmbio, o que geraria pressões inflacionárias. É importante destacar que, ao contrário da teoria econômica convencional que afirma que a perda de autonomia da política monetária somente ocorreria em um regime de câmbio fixo, os pós-keynesianos ressaltam que a perda de autonomia poderia ocorrer também sob um regime de câmbio flutuante. Porque a volatilidade cambial gerada por este tipo de regime acompanhado de uma livre mobilidade de capitais, levaria o governo a uma manutenção da taxa de juros em um patamar permanentemente elevado para impedir os efeitos da desvalorização cambial sobre o nível de preços doméstico (OREIRO, 2006).

Além disso, o controle de capitais isolaria a economia de choques externos que são transmitidos via alterações brutas na taxa câmbio, motivados por uma mudança nas expectativas dos investidores internacionais. O contágio da economia brasileira frente a choques externos ocorreu diversas vezes nos últimos anos: em 1995, o ponto de partida foi a crise do México; em 1997, o ponto de partida foi a crise asiática; e em 1998-1999, foi a crise

---

<sup>20</sup> “Duas ordens de argumentos na verdade contraditórias entre si, normalmente são levantadas contra a utilização de controles de capital. A primeira apóia-se na idéia de que os ganhos da liberalização dos movimentos de capital são da mesma natureza que os ganhos da liberalização comercial. Por essa linha de pensamento, criar obstáculos à livre movimentação de capitais distorce a alocação de recursos, fazendo com que os capitais, especialmente em economias em desenvolvimento, onde são mais escassos, sejam mal utilizados. (...) A segunda ordem de argumentos não questiona diretamente a sua desejabilidade, mas sua eficácia. Alega-se que controles de capitais são, no mais das vezes, inúteis, implicando desperdício de energias e de recursos em atividades fadadas ao fracasso” (SICSÚ, 2007, pg. 124)

Russa. Dessa forma, os pós-keynesianos propõem a regulamentação sobre os fluxos de capitais também como uma forma de “blindar” a economia brasileira frente às mudanças abruptas no humor dos mercados financeiros internacionais (SICSÚ, 2005).

Em suma, a vertente pós-keynesiana propõe um regime de câmbio flutuante administrado com controle de capitais, em primeiro lugar, porque, tais políticas poderiam gerar uma diminuição da grande volatilidade cambial, que é prejudicial ao controle da inflação e tem fortes impactos sobre o nível de investimento. Além disso, o controle de capitais poderia aumentar a autonomia para a condução da política monetária e refrear a vulnerabilidade externa da economia brasileira.

### *5.2.5 Outras políticas da agenda pós-keynesiana*

Uma política industrial também seria importante na agenda de política econômica pós-keynesiana, pois, a baixa elasticidade-renda das exportações brasileiras, faz com que breves períodos de crescimento econômico sejam abortados devido à falta de exportações, ou melhor, devido à formação de déficits estruturais no balanço de pagamentos. Ou seja, quando o país passa por um período de crescimento econômico, o aumento das importações é maior do que o das exportações, devido a maior elasticidade-renda dos produtos importados, tendo como resultado uma restrição ao crescimento econômico via déficits no balanço de pagamentos. Essa condição estrutural da economia brasileira deixa o seu crescimento econômico dependente do aumento de liquidez internacional, ou melhor, de elevados fluxos de capitais internacionais para fechar o seu balanço de pagamentos (JAIME JR., 2005; BRESSER-PEREIRA, 2002). Assim, uma política industrial voltada para exportações de mais alto conteúdo tecnológico (produtos de alta elasticidade-renda) e para a modificação da elasticidade-renda das importações seria essencial para garantir a possibilidade de um crescimento econômico sustentável no longo prazo<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> “A necessidade de incluir, cada vez mais, produtos exportados de alta elasticidade-renda é explicada na literatura a partir do que ficou conhecido como a “Lei de Thirwall”, que estabelece uma relação entre a taxa de crescimento dos países e a razão entre as elasticidades-rendas de suas importações e exportações. A baixa elasticidade-renda dos produtos de menor valor agregado exportado por países em desenvolvimento, comparada com a maior elasticidade-renda das importações produzidas pelos países desenvolvidos, gera déficits de caráter estrutural no balanço de pagamentos dos primeiros, o que acaba resultando numa restrição ao crescimento econômico dos países em desenvolvimento. Deste modo, em uma economia aberta, o maior constrangimento ao crescimento da demanda (e, portanto, do desempenho econômico) é, normalmente, o seu balanço de pagamentos.” (PAULA, 2002, pg. 16).

Além disso, uma política industrial poderia contribuir para o controle da inflação, pois, como foi visto no capítulo anterior, a inflação importada poderia ser combatida também via políticas industriais voltadas para o aumento de exportações e para a substituição de importações. Visto que, essa política permitiria uma maior acumulação de reservas internacionais e, conseqüentemente, diminuiria as pressões altistas sobre o preço do dólar. (SICSÚ, 2003).

Por último, uma política comercial “ativa” também seria importante para atenuar a restrição externa ao crescimento da economia brasileira e para garantir uma maior estabilidade cambial. Seguindo essa linha de pensamento, o governo poderia adotar uma política comercial que apóie um tratamento especial para os países em desenvolvimento e também fortalecer as suas relações comerciais com o Mercosul, visando o aumento de poder de barganha frente aos outros países (FERRARI, 2003).

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O regime de metas de inflação conquistou uma hegemonia entre os teóricos e formuladores de política no Brasil e no mundo. Sem um grande questionamento sobre o realismo das suas principais premissas teóricas, sua força decorre predominantemente de sua recomendação pragmática para o controle da inflação.

Entre os seus seguidores, a maior discordância que existe em torno de tal política é se deveria assumir um caráter mais rígido ou mais flexível. Ou seja, o debate fica restrito a questões pontuais, como: o período de convergência da inflação para a meta; o valor numérico da meta de inflação - fixação de um valor pontual ou de um intervalo de tolerância; o tipo de índice de preços que deveria ser utilizado, incluindo ou não cláusulas de escape; e a necessidade de se adotar instrumentos complementares para controlar a inflação.

O mesmo ocorre com o debate em torno da proposta da independência do banco central. A maioria dos economistas concorda que a determinação da política monetária deveria ser feita por *experts* e não por políticos, pois estes, motivados por interesses eleitorais, trocariam facilmente a estabilidade de longo prazo por um maior nível de empregos e produto no curto prazo. Dessa forma, o debate fica restrito a duas posições não muito divergentes: por um lado, alguns economistas defendem que o banco central deveria ter independência tanto de metas como de instrumentos, enquanto outros argumentam que a independência de metas criaria uma estrutura não-democrática, assim o banco central deveria ter unicamente uma autonomia no que diz respeito à escolha dos instrumentos utilizados para atingir uma meta fixada pelo governo.

O presente trabalho procurou caminhar exatamente no sentido contrário do debate atual e investigar os princípios teóricos do regime de metas de inflação. Não unicamente por uma curiosidade de cunho intelectual, mas por uma insatisfação com os resultados concretos obtidos pela política macroeconômica adotada pelo governo Lula.

Em primeiro lugar, procuramos identificar, no capítulo 3, a lógica de funcionamento do sistema de metas, pois somente a partir daí poderíamos formular uma crítica consistente a esta política. Assim, se fazia necessário uma incursão mais profunda na economia novo-clássica e nos seus pressupostos fundamentais.

A partir desta proposição, constatou-se que a economia novo-clássica coloca a moeda unicamente como um “lubrificante das trocas”, ou seja, a moeda não exerce um efeito duradouro sobre o lado real da economia. Dessa forma, a política monetária é ineficaz para



afetar as variáveis reais de forma permanente, exercendo, quando muito, um efeito temporário relacionado sempre a um erro de expectativas por parte dos agentes. Seguindo essa lógica, a política monetária deveria ter como objetivo “unicamente” a estabilidade de preços, relegando a outras políticas a função de cuidar do lado real da economia.

Além disso, a forma convencional de operação da política monetária coloca a taxa de juros como único instrumento de controle da inflação, o que deixa implícito a proposição de que a inflação é predominantemente um fenômeno oriundo do lado da demanda. Ou seja, a inflação é diagnosticada como uma conseqüência de um superaquecimento da economia, proveniente de um excesso de gastos por parte da administração pública, que deve ser combatida via elevação da taxa de juros e desaquecimento geral da economia.

Com relação à implementação do regime de metas de inflação na economia brasileira, observou-se um relativo sucesso na obtenção da estabilidade de preços. O governo Lula conseguiu reduzir substancialmente a taxa de inflação e cumpriu a meta de inflação estabelecida em boa parte dos anos. Contudo, este tipo de política teve como resultado a manutenção da taxa de juros em um patamar muito elevado, o que tem fortes implicações em termos de crescimento econômico e nível de investimentos. Constatamos, porém, que a explicação para a elevada taxa de juros não está unicamente relacionada à lógica do regime de metas de inflação, mas também aos problemas de operacionalização deste regime e a utilização da taxa de juros como um regulador da entrada e saída de capitais da economia brasileira.

A partir da observação tanto dos principais aspectos teóricos relacionados a este regime como de sua implementação na economia brasileira, pôde-se formular, no capítulo 4, uma crítica teórica mais abrangente a forma tradicional de operação da política monetária. Esta foi fundamentada em uma visão alternativa à ortodoxa, ou melhor, teve como base o referencial pós-keynesiano.

O argumento central de tal crítica está relacionado ao papel exercido pela moeda na dinâmica da economia moderna. Procuramos defender que, devido aos complexos mecanismos de funcionamento de uma economia empresarial, a moeda não tem influência duradoura unicamente sobre o lado nominal da economia, mas também sobre o lado real. A ortodoxia tende a desconsiderar tal movimento, porque o seu modelo básico de análise simplifica demasiadamente uma economia com um alto grau de complexidade. Dessa forma, os autores ortodoxos não conseguem reconhecer as múltiplas funções exercidas pela moeda em uma economia capitalista e, conseqüentemente, desconsideram os seus efeitos duradouros sobre a atividade econômica.

Com base nesse argumento inicial, propusemos que, ao contrário do que recomendam os autores novo-clássicos, a política monetária deve ter objetivos mais amplos, tendo como preocupação também o nível de empregos e de investimento. A política monetária deve ter como função reduzir a incerteza que ronda as decisões de investimento e, através deste mecanismo, estimular uma maior demanda por bens de capital em detrimento dos ativos ofertados no circuito financeiro. Ou seja, uma política monetária que tenha objetivos mais amplos do que meramente a estabilidade de preços, deve promover, via diminuição da taxa de juros, uma recomposição do portfólio dos agentes em favor dos bens de capital e, conseqüentemente, uma viagem da moeda do circuito financeiro para o circuito industrial.

Além da crítica feita aos objetivos restritos da política monetária recomendada pela teoria econômica tradicional, outro argumento contrário ao regime de metas é que este tem a taxa de juros como único instrumento de controle do nível de preços, assim, independentemente das pressões inflacionárias serem oriundas do lado da demanda ou não, as autoridades monetárias utilizam a elevação da taxa de juros e o desaquecimento da economia como mecanismos de controle da inflação. Tal estratégia deixa a economia em um estado permanente de *stop-and-go* e se transforma na principal barreira para um crescimento econômico sustentado da economia brasileira. Como alternativa a estratégia convencional, os pós-keynesianos sugerem a utilização de uma política específica para cada tipo de inflação, liberando, dessa forma, a taxa de juros para servir como um instrumento de estímulo ao investimento e ao nível de empregos.

Ainda no quarto capítulo, procurou-se apresentar um diagnóstico alternativo das causas de inflação na economia brasileira. Em contraste com o diagnóstico ortodoxo, temos boas razões para afirmar que as pressões inflacionárias na nossa economia são provenientes de múltiplas causas, que não estão totalmente vinculadas ao lado da demanda. Em termos mais específicos, a inflação no Brasil é predominantemente uma inflação de custos, explicada pela excessiva volatilidade cambial e pela indexação dos contratos de preços administrados. Portanto, a estratégia mais adequada de controle da inflação não seria a manipulação da taxa de juros, mas sim a adoção de políticas que atacassem diretamente o foco inflacionário.

Também foram formuladas breves críticas sobre a proposta de independência do banco central, que está intimamente relacionada ao regime de metas, tendo como argumento central o fato de as decisões do banco central serem inevitavelmente políticas, uma vez que estas envolvem um *trade-off* entre inflação e desemprego. Assim, não é condizente com a realidade transformar o banco central em um órgão puramente técnico, que tenha como único objetivo achar a melhor forma de se alcançar a estabilidade de preços. Além disso, a

independência do banco central pode gerar problemas de coordenação entre as políticas macroeconômicas, o que reduziria a eficácia das políticas adotadas.

A crítica formulada ao longo deste trabalho perderia parte de sua validade caso não viesse seguida da apresentação de uma alternativa. Portanto, no quinto capítulo, apresentamos algumas propostas de políticas macroeconômicas pós-keynesianas, que denominamos de “agenda alternativa pós-keynesiana”. Apesar de a crítica ter como “alvo” central a forma de operação da política monetária, somente a alteração desta não teria efeitos significativos sobre o lado real da economia e poderia culminar em alguns desequilíbrios no setor externo da economia brasileira, assim a proposição deste trabalho é que se pense em alternativas de forma mais ampla e não unicamente focado na política monetária ou na política fiscal.

Infelizmente, pela limitação de tempo e espaço, não tivemos oportunidade de tratar mais detalhadamente da política cambial e da política fiscal, que são os outros tripés do modelo macroeconômico adotado pelo governo Lula. Consideramos em especial a política cambial outro ponto que merece uma discussão de cunho teórica mais aprofundada. Pois, por um lado, existe um consenso também em torno da proposta de um regime de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais, que não é necessariamente sustentado pelas evidências empíricas e, por outro lado, é uma política essencial para uma conciliação entre a estabilidade de preços e um crescimento econômico sustentado no longo prazo. Então, fica como recomendação para trabalhos futuros uma investigação mais profunda do debate teórico que está por trás da recomendação de tais políticas.

Enfim, apesar dos formuladores da política macroeconômica do governo Lula afirmarem que somente existe uma forma responsável e cientificamente sustentada de operar a política macroeconômica, tentamos defender com este trabalho, de que efetivamente existem alternativas. Diante dos resultados obtidos pelo modelo macroeconômico adotado, se torna necessário entre os acadêmicos e formuladores de política uma maior reflexão sobre estas alternativas.

## REFERÊNCIAS

AMADO, A. M. Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não neutralidade da moeda. **Ensaio FEE**, vol. 21, n.1, p.44-81, 2000.

AMARAL, R. Q. Armadilha do regime monetário brasileiro: a existência de equilíbrios múltiplos. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R (orgs.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009, p. 187-208.

ARESTIS, P. New Consensus Macroeconomics: a Critical Appraisal. **Economic Working Paper Archive**, Levy Economic Institute, 2009. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/e/par43.html>>. Acesso em: 15 mar. 2010.

\_\_\_\_\_; FERRARI, F. Assessing the Economic Policies of the President Lula da Silva in Brazil: Has Fear defeated Hope? 2007. Disponível em: <[http://www.sep.org.br/pt/artigo\\_list.php?id=2&ar\\_nome=&page=2](http://www.sep.org.br/pt/artigo_list.php?id=2&ar_nome=&page=2)>. Acesso em: 5 mar. 2010.

\_\_\_\_\_; PAULA, L. F.; FERRARI, F. Inflation targeting in emerging countries: the case of Brazil. **Anais do Encontro Nacional de Economia**, 2006a. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/e/par43.html>>. Acesso em: 10 mar. 2010.

\_\_\_\_\_; SAWYER, M. A critical reconsideration of the foundations of the monetary policy in the new consensus macroeconomics framework. **Cambridge Journal of Economics**, Oxford University Press, v. 32, n. 5, set. 2008b. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/e/par43.html>>. Acesso em: 15 mar. 2010.

\_\_\_\_\_; SAWYER, M. Can monetary policy affect the real economy? **Macroeconomics**, 2002. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/e/par43.html>>. Acesso em: 15 mar. 2010.

\_\_\_\_\_; SAWYER, M. New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian Critique. **Economia e Sociedade**, v. 17, Número Especial, p. 631-655, dez. 2008a. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/e/par43.html>>. Acesso em: 15 mar. 2010.

\_\_\_\_\_; SAWYER, M. The nature of the role of monetary policy when money is endogenous. **Cambridge Journal of Economics**, Oxford University Press, v. 30, n. 6, nov. 2006b. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/e/par43.html>>. Acesso em: 15 mar. 2010.

BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. G. **Depois da queda: economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 4 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Macroeconomia Pós - Plano real: as relações básicas. In: SICSÚ, J; PAULA, L. F; MICHEL, R. (orgs). **Novo-desenvolvimentismo: Um projeto nacional de crescimento com equidade social**. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2005a, p. 3-47.

\_\_\_\_\_. Proposta de Desenvolvimento para o Brasil. In: SICSÚ, J; PAULA, L. F; MICHEL, R. (orgs). **Novo-desenvolvimentismo: Um projeto nacional de crescimento com equidade social**. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2005b, p. 133- 144.

\_\_\_\_\_; GALA, P. Poupança externa, insuficiência de demanda e baixo crescimento. In: SICSÚ, J; VIDOTTO, C. (orgs.). **Economia do desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 79-97.

\_\_\_\_\_; NAKANO, Y. Crescimento Econômico com poupança externa? **Revista de Economia Política**, vol. 23, n. 2, p. 3-27, abr./jun. 2003.

\_\_\_\_\_; NAKANO, Y. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. **Revista de Economia Política**, vol. 22, n.3, p. 146-180, jul./set. 2002.

\_\_\_\_\_; SILVA, C. G. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. In: OREIRO, J. L; PAULA, L, F; SOBREIRA, R (orgs.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009, p. 21-52.

CARVALHO, F. C. A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações céticas. **Revista de Economia Política**, vol. 15, n. 4, p.134-141, out./dez. 1995.

\_\_\_\_\_. Fundamentos da escola Pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária. In: AMADEO, E. (org.). **Ensaio sobre Economia Moderna: teoria e história do pensamento econômico**. São Paulo: Ed. Marco Zero, 1989, p. 179-194.

\_\_\_\_\_. **Mr. Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy**. Edward Elgar: Aldershot, 1992.

\_\_\_\_\_. O retorno de Keynes. **Novos Estudos**, p. 91-101, mar. 2009.

\_\_\_\_\_. Os equívocos do governo Lula. **Ciência Hoje**, v. 34, n. 199, nov. 2003.

\_\_\_\_\_. Políticas econômicas para economias monetárias. In: LIMA, L. T.; SICSÚ, J; PAULA, L. F. (orgs.). **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999a, p. 258-283.

\_\_\_\_\_. Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana. **Ensaio FEE**, vol. 17, n.2, p.44-77, 1996.

\_\_\_\_\_. Temas de política monetária keynesiana. **Ensaio FEE**, v. 15, n. 1, p. 33-61, 1994.

\_\_\_\_\_. Teoria e políticas monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil. **Econômica**, vol. 6, n.2, p. 315-334, dez. 2004a.

\_\_\_\_\_. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 25, n.4, p.323-336, out./dez. 1999b.

\_\_\_\_\_; FERRARI, F. El presidente Lula da Silva en el primer tercio de su mandato. **Investigación económica**, jul. / set. 2004b. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/index.html>. Acesso em: 25 abr. 2010.

\_\_\_\_\_; LOPEZ, J.G. Are full employment policy obsolete? **International Journal of political economy**, 2007, vol. 36, issue 3, p. 5-23, 2007.

CARVALHO, F. C. et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 1. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CINTRA, M. A. M; PRATES, D. M. Keynes e a hierarquia das moedas: possíveis lições para o Brasil. In: SICSÚ, J; VIDOTTO, C. (orgs.). **Economia do desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 175-200.

CURADO, M. L.; DEZORDI, L. L. Regime de metas de inflação para a condução da política monetária brasileira: uma aplicação do modelo VAR. In: OREIRO, J. L; PAULA, L. F; SOBREIRA, R (orgs.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009, p. 121-150.

DAVIDSON, P. Colocando as evidências em ordem: macroeconomia de Keynes versus velho e novo keynesianismo. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J; PAULA, L. F. (orgs.). **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999, p. 35-64.  
\_\_\_\_\_. Post World War II politics and Keynes's aborted revolutionary economic theory. **Economia e Sociedade**, v. 17, Número especial dez, p. 549-568, 2008.

\_\_\_\_\_. Resgatando a revolução keynesiana. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J. (orgs.) **Macroeconomia do Emprego e da Renda**. Barueri, SP: Manoele, 2003, p.3-28.

DEQUECH, D. Incerteza num sentido forte: significado e fontes. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J; PAULA, L. F. (orgs.). **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999, p. 88-132.

FEIJÓ, C. A. Decisões empresariais em uma economia monetária de produção. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J; PAULA, L. F. (orgs.) **Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 1999, p. 88-108.

\_\_\_\_\_. O investimento industrial no Brasil – 1999 – 2005: uma interpretação à luz da teoria de investimento Keynes – Minsky. In: SICSÚ, J; VIDOTTO, C. (orgs.). **Economia do desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 200-217.

\_\_\_\_\_; MONTES, G. C. Metas de inflação e política monetária: uma abordagem considerando o processo de formação de preços em economias monetárias. In: OREIRO, J. L; PAULA, L. F; SOBREIRA, R (orgs.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009, p. 71-98.

FERRARI, F. A economia de Keynes e as proposições keynesianas de política econômica. In: FERRARI-FILHO, F. (org.). **Teoria Geral setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e a teoria pós-keynesiana**. Porto Alegre: Editora UFRGS, 2006<sup>a</sup>, p. 15-43.

\_\_\_\_\_. A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível? **Nova Economia**, vol. 11, n.1, p. 99-122, jul. 2001.

\_\_\_\_\_. A ortodoxia econômica do governo Lula da Silva e a busca da esperança perdida a partir de uma proposição de política econômica alternativa. **Indicadores econômicos FEE**, v. 33, n.1, p. 125-134, jun. 2005.

\_\_\_\_\_. Câmbio administrado e controle de capitais para países emergentes: uma análise a partir de Keynes. In: SICSÚ, J; VIDOTTO, C. (orgs.). **Economia do desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 106-118.

\_\_\_\_\_. “Keynesianos”, Monetaristas, Novos-clássicos e Novos-keynesianos: uma leitura pós-keynesiana. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J. (orgs.). **Macroeconomia do Emprego e da Renda**. Barueri, SP: Manoele, 2003a, p. 273-298.

\_\_\_\_\_. Proposta de regime cambial para a economia brasileira. In: SICSÚ, J; OREIRO, J. L; PAULA, L. F. (orgs.) **Agenda Brasil**: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2003b, p. 153-200.

\_\_\_\_\_; PAULA, L. F. Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China. In: SICSÚ, J; FERRARI, F. (orgs.). **Câmbio e controle de capitais**: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. 1.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006b, p. 184-221.

FILGUEIRAS, L.; PINTO, E.C. Governo Lula: contradições e impasses da política econômica. Disponível em: < <http://www.ie.ufu.br>>. Acesso em: 25 fev. 2010.

FRANCO, G. A inserção externa e o desenvolvimento. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/insercao.pdf>>. Acesso em: 10 jan. 2010.

GONÇALVES, R.; FILGUEIRAS, L. **A economia política do governo lula**. Rio de Janeiro: Contraponto, 2007.

HERMANN, J. Crescimento, restrição externa e fluxos de capital: uma análise da experiência brasileira nos anos 1990-2000. In: SICSÚ, J; FERRARI, F. (orgs.). **Câmbio e controle de capitais**: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. 1.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p. 157-183.

JAIME, F. G; CROCCO, M. Vulnerabilidade Externa e Saldos comerciais no Brasil. In: SICSÚ, J; PAULA, L. F; MICHEL, R. (orgs). **Novo-desenvolvimentismo**: Um projeto nacional de crescimento com equidade social. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2005, p. 145-161.

KEYNES, J.M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 1.ed. São Paulo: Atlas, 2007.

\_\_\_\_\_. A teoria alternativa da taxa de juros. **Clássicos da Literatura Econômica**. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1988.

\_\_\_\_\_. A teoria ex ante da taxa de juros. In: SZMRECSANYI, Tamas (org.) **Coleção Grandes Cientistas**. São Paulo: Ática, 1984a.



\_\_\_\_\_. A teoria geral do emprego. In: SZMRECSANYI, Tamas (org.) **Coleção Grandes Cientistas**. São Paulo: Ática, 1984b.

\_\_\_\_\_. A teoria da taxa de juros. In: SZMRECSANYI, Tamas (org.) **Coleção Grandes Cientistas**. São Paulo: Ática, 1984c.

MEARMAN, A. **Teaching heterodox economics concepts**. University of the West of England: The Economist network, Jun. 2007.

MENDONÇA, H. F. Aspectos teóricos e empíricos sobre bancos centrais independentes: implicações para o caso brasileiro. **Economia Aplicada**, v.2, n.1, p. 83-111, jan./mar. 1998.

\_\_\_\_\_. A Teoria de Independência do Banco Central: Uma Interpretação Crítica. **Estatística Econômica**, v. 30, n.1, p. 101-127, jan./mar. 2000.

\_\_\_\_\_. Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas: Vantagens e Desvantagens de Duas Estruturas para Estabilização. **Revista de Economia Política**, v. 23, n. 1, jan./mar. 2003.

\_\_\_\_\_. Metas de inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro. **Economia Aplicada**, v. 5, n. 1, p. 129-158, jan./mar. 2001.

MICHEL, R; SILVA, J. C. F. A Macroeconomia da Concentração de Renda e da Estagnação. In: SICSÚ, J; PAULA, L. F; MICHEL, R. (orgs). **Novo-desenvolvimentismo: Um projeto nacional de crescimento com equidade social**. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2005, p. 165-188.

MOLLO, M. L. R. Por uma Dinâmica Monetária e Financeira menos Excludente. In: SICSÚ, J; PAULA, L. F; MICHEL, R. (orgs). **Novo-desenvolvimentismo: Um projeto nacional de crescimento com equidade social**. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2005, p. 401-423.

NETTO, A. D. BC e o produto potencial. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 10 mar. 2010.

OREIRO, J. L. Economia pós-keynesiana: Origem, Programa de Pesquisa, Questões Resolvidas e Desenvolvimentos Futuros. **Anais do Encontro Nacional de Economia da ANPEC**, 2008.

\_\_\_\_\_. Autonomia, fragilidade e equilíbrio: a teoria dos controles de capitais. In: SICSÚ, J; FERRARI, F. (orgs.). **Câmbio e controle de capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos**. 1.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p. 29-56.

\_\_\_\_\_; CURADO, M. Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. **Ensaio FEE**, v. 33, n.2, p. 127-146, set. 2005

\_\_\_\_\_; PAULA, L, F. Novo-Desenvolvimentismo e a Agenda de Reformas Macroeconômicas para o Crescimento Sustentado com Estabilidade de Preços e Equidade Social. 19 out. 2009. Disponível em: <[www.ppge.ufrgs.br/akb/clipping.asp](http://www.ppge.ufrgs.br/akb/clipping.asp)>. Acesso em: 15 abr. 2010.

\_\_\_\_\_; PAULA, L. F.; SQUEFF, G. C. Flexibilização do regime de metas de inflação em países emergentes: uma abordagem pós-keynesiana. In: OREIRO, J. L; PAULA, L, F; SOBREIRA, R (orgs.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009a, p. 319-348.

\_\_\_\_\_; SICSÚ, J; PAULA, L, F. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para o crescimento sustentado da economia brasileira. In: SICSÚ, J; OREIRO, J. L; PAULA, L. F. (orgs.) **Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2003, p. 117-152.

OREIRO, J. L. et al. Metas de inflação, independência do Banco Central e governança da política monetária no Brasil: análise e proposta de mudança. In: OREIRO, J. L; PAULA, L, F; SOBREIRA, R (orgs.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009b, p. 291-318.

PAULA, L. F. Autonomia do Banco Central: estabilidade de preços ou estabilidade macroeconômica? In: OREIRO, J. L; PAULA, L, F; SOBREIRA, R (orgs.). **Política monetária, bancos centrais e metas de inflação**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009, p. 365-382.

\_\_\_\_\_. Política econômica para o crescimento e estabilidade macroeconômica: uma abordagem keynesiana com referência ao Brasil. In: SICSÚ, J; VIDOTTO, C. (orgs.). **Economia do desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 217-238.

\_\_\_\_\_. Uma alternativa de política econômica para o Brasil. **Cadernos Adanauer**, n.2, pg. 59-92, 2002.

\_\_\_\_\_; OREIRO, J. L.; SILVA, G. J. C. Fluxo e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: SICSÚ, J; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. (orgs.) **Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2003, p. 65-115.

PAULANI, L. **Brasil delivery**. 1. ed. São Paulo: Boitempo, 2008.

PRATES, D, M. A inserção externa da economia brasileira no governo Lula. **Política Econômica em Foco**, n.7, p. 119-151, nov. 2005/abr. 2006.

RESENDE, M. F. C. O circuito finance – investimento – poupança – funding em economias abertas. **Revista de Economia Política**, vol. 28, n.1, p. 136-154, jan./mar. 2008.

SABÓIA, J. Mercado de Trabalho no Brasil: Fatos e Alternativas. In: SICSÚ, J; PAULA, L. F; MICHEL, R. (orgs). **Novo-desenvolvimentismo: Um projeto nacional de crescimento com equidade social**. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2005, p. 217-237.

SALM, C. Estagnação Econômica, Desemprego e Exclusão Social. In: SICSÚ, J; PAULA, L. F; MICHEL, R. (orgs). **Novo-desenvolvimentismo: Um projeto nacional de crescimento com equidade social**. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2005, p. 189-216.

SICSÚ, J. A Alternativa do Regime de Metas não é a sua Flexibilização: uma contribuição aos críticos de política econômica do governo Lula. 2004a. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda/index.html>>. Acesso: 20 abr. 2010.

\_\_\_\_\_. A tese de independência do banco Central e a estabilidade de preços: uma aplicação do método - Cukierman à história do Fed. **Estudos Econômicos**, v. 26, n.1, 1996a. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda/sicsu/>>. Acesso em: 20 mar. 2010.

\_\_\_\_\_. Blindando a Economia Brasileira: existe alternativa aos programas do FMI? In: SICSÚ, J; PAULA, L. F; MICHEL, R. (orgs). **Novo-desenvolvimentismo: Um projeto nacional de crescimento com equidade social**. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2005, p. 97-116.

\_\_\_\_\_. Credible monetary policy: a Post Keynesian Approach. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 23, n. 4, 2001. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda/sicsu/>>. Acesso em: 13 mar. 2010.

\_\_\_\_\_. **Emprego, Juros e Câmbio**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007a.

\_\_\_\_\_. Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro. **Revista Economia Aplicada**, v. 6, n. 4, 2002a. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda/sicsu/>>. Acesso em: 20 mar. 2010.

\_\_\_\_\_. Flutuação Cambial e Taxa de Juros no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 3, 2002b. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda/sicsu/>>. Acesso em: 20 mar. 2010.

\_\_\_\_\_. O que a Proposta de Autonomia para o BCB Esconde? **Análise Econômica**, v. 21, n. 2, 2003a. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda/sicsu/>>. Acesso em: 15 mar. 2010.

\_\_\_\_\_. PAC: quatro anos depois o governo tenta mudar o rumo. In: SICSÚ, J. (org.). **Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)**. Boitempo, 2007b.

\_\_\_\_\_. Planejamento estratégico do desenvolvimento e as políticas macroeconômicas. In: SICSÚ, J; VIDOTTO, C. (orgs.). **Economia do desenvolvimento: Teoria e Políticas Keynesianas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 137-160. .

\_\_\_\_\_. Regime de metas: controlando a inflação com desemprego e falências. **Foco: Economia e Negócios**, abr. 2004b. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda/index.html>> . Acesso em: 20 mar. 2010.

\_\_\_\_\_. Reputação das Autoridades Monetárias e Credibilidade das suas políticas: uma abordagem pós-keynesiana. **Estatística Econômica**, v.27, n. 1, jan./abr. 1997. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda/sicsu/>>. Acesso em: 5 mar. 2010.

\_\_\_\_\_. Uma crítica à tese de independência do Banco Central. **Nova Economia**, v. 6, n. 2, 1996b. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda/sicsu/>>. Acesso em: 20 mar. 2010.

\_\_\_\_\_; OLIVEIRA, S. C. Taxa de juros e controle da inflação no Brasil. In: SICSÚ, J; OREIRO, J. L; PAULA, L. F. (orgs.) **Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. 1. ed. Barueri, SP: Monoele e Konrad Adenauer, 2003b, p. 29-63.

VALENTE, F. S. P. F. A relação entre investimento, poupança e taxa de juros: um panorama do debate sobre financiamento de longo prazo. **Leituras de Economia Política**, n. 12, pg. 83-99, jan. 2006/ dez. 2007.

**ANEXOS**

Tabela 11 – Composição dos fluxos de capitais que entraram no país entre 2003 e 2009 (bilhões)

Anos	Investimento Estrangeiro Direto	Investimento Estrangeiro em Carteira
2003	10,14	5,12
2004	18,14	-3,99
2005	15,06	6,65
2006	18,82	9,07
2007	34,58	48,10
2008	45,05	-0,76
2009	25,94	46,158

Fonte: Banco Central do Brasil