



As convenções subjacentes ao regime de metas para inflação no Brasil

Lilian Nogueira Rolim

Universidade Estadual de Campinas

Resumo

O artigo analisa o regime de metas de inflação no Brasil a partir da abordagem de convenções de desenvolvimento discutida por Erber (2011, 2012), segundo a qual há, no país, uma convenção específica que se beneficia de um regime de altas taxas de juros e câmbio baixo. Isto leva a uma formulação relativamente rígida do regime de metas de inflação no Brasil, determinando seus altos níveis reais de taxa de juros. A experiência do governo Dilma de redução da taxa Selic a o que era no período um mínimo histórico revela o comprometimento desta convenção ao regime de altas taxas de juros, dado que não havia, no período, motivos técnicos contra a redução da taxa de juros.

Palavras chave: Regime de metas de inflação; convenções; taxa de juros, Brasil.

Classificação JEL: E43, E52, P16

Abstract

The paper analyzes the inflation targeting regime in Brazil from the development conventions approach discussed by Erber (2011, 2012), according to which there is in the country a specific convention that benefits from a high interest rate and low exchange rate regime. This leads to a relatively strict formulation of the inflation targeting regime in Brazil, determining its high levels of real interest rate. The experience of the Dilma government of reduction of the Selic rate to what was at the time a historic minimum reveals the commitment of this convention to the high interest rates, as there were no technical reasons against the reduction of the interest rate in the period.

Key words: Inflation-targeting regime; conventions; interest rate; Brazil.

1. INTRODUÇÃO

O objetivo desse texto é discutir o Regime de Metas para Inflação (RMI) no Brasil a partir do enfoque de convenções de desenvolvimento (ERBER, 2011; 2012)⁹. Acredita-se que o RMI beneficia uma convenção partilhada por agentes que se interessam por uma situação de altas taxas de juros e câmbio apreciado. Ainda que essa convenção tenha ganhado força décadas antes – as altas taxas de juros no país remontam ao período de alta inflação (LOPREATO, 2014) –, pode-se dizer que o RMI, instituído no Brasil em 1999, coloca o Banco Central do Brasil como um dos participantes desta convenção de forma institucionalizada.

Dentre os diferentes tipos de framework passíveis de serem adotados por um país que deseja seguir o RMI, o regime adotado no Brasil é considerado relativamente rígido, o que leva o país à situação de taxa real de juros persistentemente entre as mais altas do mundo. Há uma série de críticas pertinentes à institucionalidade e operacionalidade do regime no Brasil, inclusive em termos de sua eficiência para controlar a inflação e garantir o crescimento econômico.

Entretanto, há uma convenção a quem o regime interessa, mesmo que seus pressupostos teóricos e que sua promessa de que uma inflação baixa seria uma condição para o crescimento não se sustentem. Trata-se da convenção institucionalista, a quem interessa uma alta taxa de juros e câmbio valorizado (ERBER, 2011). Um momento específico na história recente da política monetária do Brasil, quando a taxa Selic atingiu um patamar mínimo histórico até então, revela que o comprometimento desta convenção não é com o RMI, mas, sim, com altas taxas de juros.

Assim, fica evidente que a situação particular da política monetária no Brasil resulta, em larga medida, de questões políticas que influenciam qualquer órgão público. Muitas vezes, no debate público, as análises a respeito da política monetária aparecem como questões puramente técnicas, mas é importante revelar os interesses por trás de diagnósticos que se apresentam como neutros.

Esse texto está organizado em quatro seções, incluindo esta introdução. A segunda seção discute o arcabouço teórico do RMI e sua adoção no Brasil, além de

⁹ Uma convenção, na definição Erber (2012), é uma representação coletiva que estrutura comportamentos e expectativas individuais.



elencar críticas a sua institucionalidade no país. A terceira seção apresenta a abordagem de Erber (2011, 2012) a respeito de convenções de desenvolvimento e como estas se relacionam ao RMI. A quarta seção analisa o período de redução da taxa Selic no governo Dilma à luz da abordagem de convenções discutida na seção anterior. Por fim, a quinta seção apresenta as conclusões.

2. Regime de Metas para Inflação

O Regime de Metas para Inflação deriva do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), que surgiu sob forte influência do arcabouço Novo Keynesiano, mas é mais amplo que este último. Essa seção apresenta os pressupostos teóricos por trás do RMI e sua estrutura, seguida de uma análise a respeito da estrutura do regime no Brasil e de possíveis crítica a este.

2.1 Pressupostos teóricos

O NCM apresenta duas suposições principais: o objetivo primeiro da política econômica deve ser a estabilidade de preços e a inflação é um fenômeno monetário, que só poderá ser controlado pela manipulação da taxa de juros pelo banco central (ARESTIS, 2009). Admite-se, assim, que, no longo prazo, as variáveis reais serão determinadas apenas pelo lado da oferta, apesar de a taxa de juros afetá-las no curto prazo. A capacidade da política monetária de afetar variáveis reais deve-se à existência de rigidez de preços no curto prazo, fenômeno explorado pelos novos-keynesianos.

A defesa de um único objetivo para a política monetária parte do diagnóstico de que uma taxa de inflação baixa e estável pode favorecer o crescimento econômico – implicitamente, está presente a ideia de que a política monetária é neutra no longo prazo (NEVES e OREIRO, 2008). Assim, os valores de equilíbrio das variáveis reais serão independentes do estoque de moeda, que não tem nenhuma função no modelo adotado, sendo apenas um resíduo (ARESTIS e SAWYER, 2003). Este ponto revela a aceitação da Lei de Say, pois valores de equilíbrio de longo prazo serão determinados pela oferta (a demanda efetiva não teria papel nessa determinação). Complementarmente, acredita-se que o nível de atividade flutua ao redor da NAIRU, o que elimina o *trade-off* entre inflação e desemprego no longo prazo. Segundo Neves e Oreiro (2008) esses pontos,

juntamente com a ideia de que a inflação é de demanda, caracterizam o arcabouço do NCM como parte do mainstream.

Operacionalmente, a essência do NCM é a adoção de uma âncora nominal para minimizar os problemas decorrentes dos desequilíbrios a que a economia está sujeita. Nesse sentido, os ajustes da taxa de juros nominal visam garantir a trajetória da taxa de inflação para a meta estabelecida previamente, seguindo a ideia de “um instrumento para um objetivo”. A estrutura geral do regime parte das três equações apresentadas a seguir (ARESTIS e SAWYER, 2003):

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + s_1 \quad (1)$$

$$p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + s_2 \quad (2)$$

$$R_t = (1 - c_3) [RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T)] + c_3 R_{t-1} \quad (3)$$

onde $b_2 + b_3 = 1$, Y^g é o hiato do produto, R é a taxa nominal de juros, p e p^T são, respectivamente, a taxa de inflação e a meta de inflação, RR^* é a taxa real de juros de equilíbrio (consistente com um hiato do produto nulo), E_t indica as expectativas no tempo t e s_i representa choques estocásticos. Todos os parâmetros são positivos.

A primeira equação representa a demanda agregada, em que o hiato do produto é determinado pelo hiato do produto passado e sua expectativa futura e pela taxa de juros real. É uma curva semelhante à curva IS, mas as decisões de gastos são vistas como baseadas na otimização intertemporal da função utilidade.

A segunda equação é uma Curva de Phillips, na qual a inflação é determinada pelo hiato do produto corrente e taxas de inflação passada e expectativa futura. Admite-se a rigidez de preços, dado o termo defasado do nível de preços na curva, mas há completa flexibilidade de preços no longo prazo. O termo $E_t(p_{t+1})$ pode indicar a credibilidade do banco central, pois se há credibilidade de que a instituição é comprometida com a busca ou manutenção de uma baixa taxa de inflação, as expectativas de inflação serão baixas, o que auxilia a reduzir os custos em termos de produto.



Por fim, a terceira equação é uma função de reação da política monetária, equivalente a uma regra de Taylor, que substitui a antiga curva LM e implica que “*policy’ becomes a systematic adjustment to economic developments rather than an exogenous process*” (ARESTIS e SAWYER, 2003, p.4). A taxa de juros nominal é determinada pela expectativa de inflação, hiato do produto, desvio da inflação em relação à meta e taxa de juros real de equilíbrio. É importante notar que a equação 3 não contém nenhum erro estocástico, indicando que a política monetária opera sem choques aleatórios.

Arestis (2009) afirma que, pelo fato de a inflação ser tida como um fenômeno monetário, controlável apenas pela política monetária, eleva-se a importância de tal instrumental. Assim, a política fiscal fica reduzida e sua função passa a ser balancear os gastos do governo e os impostos, controlando o déficit público, o que diminui sua importância como instrumento de política econômica. Neste arcabouço, as políticas macroeconômicas, como a política fiscal, são consideradas desestabilizadoras numa economia de mercado (NEVES e OREIRO, 2008). Conforme Lopreato (2013, p. 56), “o uso da política fiscal envolveria problemas de ordem política e incertezas legislativas, custos elevados, aumento da dívida pública e os seus efeitos estarem sujeitos a longos e imprevisíveis atrasos, acirrando, mais do que estabilizando, o ciclo”¹⁰.

Os pressupostos teóricos do RMI são questionados por diferentes autores. Arestis (2009) apresenta alguns questionamentos pertinentes levantados na literatura crítica a respeito do regime, que passam pela ideia de que nem sempre uma baixa e estável inflação leva à estabilidade macroeconômica ou mesmo à estabilidade monetária¹¹; não há evidências suficientes de que a curva de Phillips no longo prazo é vertical; tampouco de que a NAIRU não é afetada pela demanda agregada e pela política econômica; e inexistem evidências que comprovem a ineficiência da política fiscal. Alguns estudos analisados por Arestis evidenciam que países que não usaram o regime de metas para a inflação também tiveram

¹⁰ Como revela o autor, à política fiscal cabe o papel de alternativa em momentos muito particulares, como quando se aproxima da armadilha da liquidez (situação em que a política monetária é impotente) ou quando há uma situação de baixos juros e declínio econômico (o chamado *zero lower bound*). Entretanto, são sempre situações particulares e com duração limitada.

¹¹ Estabilidade monetária é estabilidade de preços, de taxa de juros e de spread bancário. O conceito de estabilidade macroeconômica é mais amplo e abarca não só a estabilidade monetária, mas também a estabilidade de outras variáveis macroeconômicas, como emprego e renda.



sucesso em controlar a inflação e as expectativas de inflação. Ademais, questiona-se a suposição de que a inflação é sempre de demanda (*demand-pull*) e não de custos (*cost-push*) ou de outros tipos. Arestis também coloca questionamentos em relação à ausência de preocupação do modelo com a estabilidade financeira e o papel dos bancos (intermediários fundamentais, dado o canal de transmissão da política monetária via crédito).

Com base no arcabouço novo-clássico, o RMI assume que uma maneira de evitar a inconsistência temporal e o viés inflacionário na condução da política monetária é a instituição de um banco central independente. Assim, a estabilidade dos preços ficaria delegada a um agente independente que deveria colocar em segundo plano outros objetivos. Modenesi (2005) aponta que a tese da independência do banco central “ganhou status de regra universalmente válida e, a partir de meados da década de 1990, ela veio a se tornar uma pedra fundamental da teoria macroeconômica contemporânea” (MODENESI, 2005, p.183).

Segundo Mendonça (2000), a tese da independência do banco central parte de um argumento teórico de existência de viés inflacionário nos responsáveis pela política monetária e de um argumento empírico de correlação negativa entre o grau de independência do banco central e a inflação. Mendonça (2000, p.103) define que independência é

“a capacidade do BC em não ceder diante das forças políticas para monetizar grandes déficits orçamentários, isto é, há a necessidade de independência institucional em relação aos poderes Executivo e Legislativo”.

Para tanto, a instituição deve gozar de independência de instrumento e independência de meta, ou seja, o banco central deve poder manipular seus instrumentos de forma a alcançar seus objetivos sem depender de nenhuma outra autoridade política e deve ter liberdade para definir os objetivos a serem alcançados.

A formulação do regime de metas para a inflação é diferente entre os países que o adotam, mas todos preservam sua essência, que seria garantir a credibilidade do banco central em manter o controle da inflação. A escolha entre os diferentes formatos irá seguir as especificidades do país em questão. Ademais, alguns formatos permitem maior flexibilidade do que outros, o que implica menores custos de emprego e produto, mas são formatos que podem prejudicar a



credibilidade e reputação do banco central. Entretanto, Oliveira (2006) pondera que regimes muito rígidos, que podem dificultar o cumprimento da meta, também podem afetar a credibilidade do banco central. Oliveira (2006) indica como características principais do regime a definição do horizonte temporal para cumprimento da meta (curto ou longo), a existência de cláusulas de escape (explícitas ou implícitas), a definição do índice de inflação (cheio ou núcleo) e a amplitude da meta (nula, elevada ou baixa).

Para Bernanke e Mishkin (1997) o regime é mais bem entendido como um amplo quadro de política, que permite ao banco central discricionariedade restringida, no lugar de uma regra rígida no sentido de Friedman. Inclusive, a maioria dos países adotou o regime com certa flexibilidade para a meta. A maior vantagem do regime seria, portanto, permitir uma política transparente e coerente e permitir maior comunicação entre os *policy makers* e o público.

Em suma, cabe destacar que a lógica do regime de metas para a inflação define que a política monetária deve visar apenas um objetivo, a taxa de inflação, por meio de apenas um instrumento, a taxa de juros. Para garantir o cumprimento desse objetivo, advoga-se em favor da manutenção da credibilidade e reputação do banco central e defende-se a independência do banco central.

2.2 Adoção do Regime de Metas para Inflação no Brasil

O RMI foi introduzido no Brasil, em julho de 1999, após o fim do regime de âncora cambial. A adoção do RMI seguiu uma tendência mundial que se definiu a partir dos anos 1990, quando tal regime, após ser adotado pela Nova Zelândia, foi adotado por uma série de países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Num contexto de fortes desvalorizações do real, que pressionavam a inflação, e cenário externo de elevada aversão aos riscos, o Brasil seguiu a sugestão dada pelo FMI e adotou o RMI como forma de substituir a âncora cambial por uma âncora nominal das expectativas dos agentes (FARHI, 2006).

As opções de aspectos formais adotados pelo regime no Brasil foram:

- i. Índice de inflação cheio, expresso pelo IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), calculado pelo IBGE;
- ii. Meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), composto pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e Presidente do Banco Central, um ano e meio antes;



- iii. Responsabilidade do cumprimento da meta pelo Banco Central do Brasil (BCB), via Comitê de Política Monetária (Copom), que define a taxa básica de juros (taxa Selic);
- iv. Horizonte de um ano-calendário para que a meta seja atingida;
- v. Uso de bandas para a meta;
- vi. Ausência de cláusula de escape (caso a meta não seja atingida, o Presidente do BCB deve enviar uma Carta Aberta ao Ministro da Fazenda explicando o porquê do não cumprimento);
- vii. Transparência: atas do Copom e Relatórios Trimestrais de Inflação.

No caso do Brasil, a função de reação do banco central (Regra de Taylor) também inclui a taxa de câmbio, o que permite que o BCB disponha de um instrumento adicional para perseguir o objetivo de convergência da taxa de inflação à meta.

Como mencionado por Farhi (2004), outra característica do RMI no Brasil é que o Copom utiliza uma pesquisa de opinião (Boletim Focus) para identificar as expectativas dos agentes “racionais”, que são insumo para os modelos que definem a política monetária. As instituições que enviam suas informações ao Focus são, predominantemente, parte do sistema financeiro.

2.3 Críticas ao Regime de Metas para Inflação no Brasil

Este framework institucional escolhido para o RMI no Brasil pode ser considerado relativamente rígido. A partir da análise das opções de formato para o regime (OLIVEIRA, 2006), fica evidente que a opção por um horizonte curto, ausência de cláusula de escape e índice cheio de inflação se deu em oposição a alternativas mais flexíveis.

Nesse sentido, Oliveira (2006) aponta que as críticas ao RMI no Brasil direcionam-se a sua restrita maleabilidade e seus aspectos institucionais. Para Farhi (2006, p. 169), o RMI no Brasil é “extremamente rígido e despido de flexibilidade” e para Arestis, Paula e Ferrari (2009, p. 23) “as Autoridades Monetárias brasileiras aderem religiosamente aos princípios teóricos da estrutura do regime de IT”.

A justificativa para a utilização do índice cheio seria de gerar maior transparência e confiança, uma vez que o núcleo e o índice cheio podem divergir no curto prazo e é o índice cheio que afeta o poder de compra das famílias (BCB, 2012). Entretanto, essa configuração estabelece uma situação que força o BCB a atuar fortemente, via taxa de juros, mesmo quando o aumento da taxa de inflação



não se deve a uma pressão de demanda e, portanto, não é uma pressão que possa ser endereçada pela política monetária¹². Essa configuração faz com que choques de oferta levem a imediatos aumentos na taxa de juros, enquanto o comportamento correto seria acomodar o choque ao permitir uma taxa de inflação mais elevada por um período, conforme Curado e Oreiro (2005).

Essa situação pode ocorrer, por exemplo, em momentos de desvalorização cambial. Nesse sentido, Farhi (2004, 2006) argumenta que a combinação de regime de câmbio flutuante e RMI é inapropriada para o país, uma vez que as alterações na taxa de câmbio passam a constituir um fator determinante na dinâmica da inflação. Pela influência dos ciclos de liquidez internacional na taxa de câmbio, a volatilidade da taxa de inflação em países em desenvolvimento será maior.

A partir disso, há um *pass-through* da taxa de câmbio aos preços. Após uma desvalorização cambial percebida como permanente, pode haver pressão sobre os preços, o que fará com que a taxa de juros seja elevada para lidar com essa pressão inflacionária fruto de um choque externo. Segundo a autora, os preços dos bens comercializáveis e os preços administrados¹³ (que compõem 69% do IPCA), são afetados pelos choques externos. Com isso,

“o Banco Central tem que compensar uma eventual alta dos preços administrados, fazendo com que o segmento livre da economia tenha aumentos bem inferiores. Essa compensação é feita via juros altos, eventual valorização da taxa de câmbio, contenção da demanda e contração da atividade” (FARHI, 2006, p. 171).

Para Arestis, Paula e Ferrari (2009), o efeito *pass-through* das variações cambiais para inflação é maior nas economias da América Latina do que nos países desenvolvidos, devido a um maior grau de abertura econômica, histórico de inflação alta e baixa credibilidade dos bancos centrais.

Os autores concluem, a partir de considerações a respeito de uma série de particularidades do Brasil e países da América Latina, que “o regime [de metas de inflação] pode não funcionar de forma efetiva naqueles países onde os choques de

¹² Por exemplo, Curado e Oreiro (2005) mencionam que, no período por eles analisado, os preços administrados pressionaram o IPCA, ficando acima dos preços livres. Como os preços administrados não são preços que podem ser controlados diretamente pela taxa de juros, segue-se uma situação na qual o Copom precisa elevar a taxa de juros fortemente de modo a compensar o aumento do IPCA via controle de preços livres.

¹³ Preços administrados, por sua natureza, são pouco sensíveis à taxa de juros.



oferta predominam sobre os choques de demanda” (ARESTIS, PAULA e FERRARI, 2009, p. 25).

Outra característica do RMI brasileiro que é passível de críticas é o horizonte de tempo muito curto, restrito ao ano-calendário. Apesar de, para o BCB (2012), o curto horizonte ser importante porque permite uma convergência mais rápida das expectativas, de forma a neutralizar os efeitos inflacionários advindos de elevadas expectativas para a inflação futura, Farhi (2006) argumenta que esse curto horizonte exige elevadas taxas de juros para garantir que os preços convirjam à meta.

Farhi (2004) aponta que a antecedência na definição da meta de inflação (18 meses) é problemática porque acaba respondendo apenas ao desejo de promover uma constante queda da taxa de inflação, sem considerar os choques exógenos, que são bastante recorrentes. A autora também critica o nível escolhido para a meta, uma vez que “[m]etas de inflação excessivamente apertadas condicionam uma política monetária excessivamente rígida” (FARHI, 2004, p. 83).

A estrutura de governança também é criticada por diferentes autores, que apontam como problemas a composição do CMN (cujos participantes não são democraticamente eleitos) e o fato de que esses deveriam escolher uma meta para inflação que expressasse os desejos do país (CURADO e OREIRO, 2005). Segundo Erber (2011), há um problema na separação entre principal e agente, pois a fixação da meta (principal) envolve o agente responsável por atingi-la (Presidente do BCB). Ademais, o autor aponta para o fato de que a escolha do centro da meta e banda de variação é uma escolha política e de que há discricionariedade na escolha dos modelos de previsão.

Outro problema apontado é a influência que o BCB sofre das expectativas do mercado financeiro (expressas no Boletim Focus), sem considerar as expectativas dos agentes com efetivo poder de formação de preços. Como as instituições financeiras são as que obtêm ganhos com a alta da taxa de juros, isso pode introduzir um viés altista nas decisões do Copom (CURADO e OREIRO, 2005; FARHI, 2006). Pelo fato de o Copom raramente tomar decisões que contrariem as expectativas contidas no Focus, isso revela, para Farhi (2004), certa promiscuidade entre a autoridade monetária e as instituições financeiras.



Conforme mencionado, o lugar da política fiscal dentro do arcabouço do RMI é fortemente criticado. No Brasil, o regime também cria uma realidade na qual à política fiscal cabe garantir os recursos para o pagamento dos juros da dívida pública (ERBER, 2011). Essa situação, conforme Lopreato (2014), vem sendo construída desde o Plano Real, quando teve início forma explícita a redução do espaço de atuação do Estado, e foi intensificada com a Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000.

A efetividade do RMI é questionada por autores como Sicsú (2002), para quem o fato de os países desenvolvidos que adotaram o RMI na década de 1990 terem mantido a taxa de inflação baixa se deve mais a uma trajetória anterior descendente, o que fica evidente pelo fato de que países que não adotaram o regime de metas também terem mantido baixas taxas de inflação. Os dados do BCB¹⁴ indicam que, desde da adoção do RMI no Brasil em 1999 (ou seja, em 19 anos), a taxa de inflação ultrapassou o limite superior em apenas quatro anos (2001, 2002, 2003 e 2015) e ficou abaixo do limite inferior apenas em 2017, ficando dentro dos limites nos demais anos. Entretanto, seu valor só ficou próximo da meta em três anos (2000, 2007 e 2009), quando a diferença entre a inflação meta e efetiva foi menor do que 0,5 pontos percentuais. Assim, é possível questionar a efetividade de tal regime em manter a taxa de inflação na meta nesses 19 anos. Ainda que desempenho nos anos de 2001 e 2002 possam ser tidos como resultado de choques externos, a taxa de inflação média no Brasil continua ligeiramente elevada, a despeito do país ter tido uma das maiores taxas de juros reais do mundo (ARESTIS, PAULA e FERRARI, 2009).

Em relação ao argumento de que a estabilidade de preços por si só garantiria uma trajetória de crescimento, também não está claro que o RMI tenha criado um cenário que estimulou o crescimento nos anos 1990, pois países que não adotaram o regime tiveram um crescimento semelhante ao de países que adotaram o regime (SICSÚ, 2002). No mesmo sentido, Arestis, Paula e Ferrari (2009) analisam que, dentre os países em desenvolvimento que adotaram ou não o regime, todos tiveram taxas de inflação menores, mas não há evidências de que houve mais crescimento nos países que seguiram o RMI. Farhi (2004) credita o

¹⁴ Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/Pec/metase/TabelaMetaseResultados.pdf>. Acesso em 31 de Maio de 2018.

movimento de stop and go observado na economia brasileira até 2004 à rigidez do RMI brasileiro e a sua incompatibilidade com um regime de taxa de câmbio flutuante e com a realidade brasileira.

De fato, a dinâmica da economia brasileira desde 1999 não indica que há, necessariamente, uma relação positiva entre crescimento e inflação baixa, como defendido pelos adeptos do regime (**Tabela 1**).

Tabela 1- Taxa de variação no ano (%)

ANO	PIB	IPCA
1999	0,47	8.94
2000	4,39	5.97
2001	1,39	7.67
2002	3,05	12.53
2003	1,14	9.30
2004	5,76	7.60
2005	3,20	5.69
2006	3,96	3.14
2007	6,07	4.46
2008	5,09	5.90
2009	-0,13	4.31
2010	7,53	5.91
2011	3,97	6.50
2012	1,92	5.84
2013	3,00	5.91
2014	0,50	6.41
2015	-3,55	10.67
2016	-3,46	6.29
2017	0,99	2.95

Fonte: IBGE e IPEADATA. Elaboração própria.

Arestis, Paula e Ferrari (2009) também avaliam que a rigidez do RMI no país deixou a taxa de juros muito elevada, o que prejudicou o crescimento e trouxe outras consequências, como o aumento na dívida pública.

3. Convenções e o Regime de Metas para Inflação

Erber (2012), sob influência da Escola Francesa da Regulação, explica que uma convenção oferece aos atores sociais e formadores de políticas públicas uma visão a respeito do passado, presente e futuro e uma hierarquia de problemas e



soluções para esses. Assim, uma convenção é formada por um conjunto de regras, de agendas positivas e negativas e uma “teologia” que as sustenta (uma história ou um mito que explique como o presente surgiu pelo passado e como o futuro será se as regras forem seguidas).

A visão que está subjacente a uma convenção de desenvolvimento¹⁵ traduz-se em políticas públicas que irão levar adiante uma mudança estrutural. Entretanto, podem existir diferentes convenções de desenvolvimento, que irão se diferenciar devido à concepção de quais estruturas devem ser modificadas e quais regras devem ser seguidas para tanto.

Modenesi e Modenesi (2015) explicam que diferentes convenções de desenvolvimento se diferenciam por responder diferentemente a dois pontos fundamentais. O primeiro ponto é em relação ao *trade-off* entre crescimento e estabilidade de preços (ou emprego e inflação), tal como expresso na curva de Phillips. Já o segundo ponto diz respeito à eficácia e relevância atribuída à intervenção estatal vis-à-vis o livre mercado.

Erber (2012) explica que uma convenção prevalece em dada sociedade e período devido às condições internacionais e à distribuição de poder econômico e político dentro desta sociedade. Há diferentes formas de uma convenção de desenvolvimento se estender a outras instituições, tais como leis e regulações. Entre estas instituições, está a política macroeconômica, que será o meio para atingir os fins implícitos a essa convenção.

A legitimidade de uma convenção depende justamente de seus resultados. Nesse sentido, Erber menciona que a convenção neoliberal, que foi dominante entre os anos 1980 e 2008 (após o período de dominância da convenção desenvolvimentista, entre a Segunda Guerra Mundial e os anos 1970), perdeu legitimidade quando ficou evidente que o mundo evoluiu de uma maneira bastante distinta do que fora previsto, de modo que ficou latente que “*the story told by the neoliberal convention was no myth, it was simply a fable*” (ERBER, 2012, p. 19, grifo nosso).

¹⁵ O autor define desenvolvimento da seguinte forma: “*development is not equivalent to growth. The former implies structural change, while the latter is simply ‘more of the same’.* In technical parlance, development is a nonergodic process, where agents face ontological uncertainty, which cannot be eliminated by the search for more information.” (ERBER, 2012, p. 3)



Esse movimento nos coloca, na visão do autor, em um período em que não há mais uma convenção de desenvolvimento que seja hegemônica, ainda que haja certa diversidade de ideias a este respeito. Há, no entanto, hegemonia de uma *soundness convention*, que é focada em estabilidade (conservadorismo) e não pode ser considerada como uma convenção de desenvolvimento (por não ter como objetivo mudança estrutural). Assim, no contexto pós-crise de 2008, o imperativo é equilíbrio fiscal, inflação baixa e taxa de câmbio flexível, dada a crença de que inflação baixa é uma condição para crescimento sustentável.

Dado este panorama geral, é mister compreendermos como essa análise de convenções pode ser feita para a realidade brasileira e como pode ser conjugada com a análise a respeito do RMI. Nesse sentido, partiremos da análise de Erber (2011) a respeito das convenções vigentes no governo Lula¹⁶.

Para compreender o contexto brasileiro, é mister ter em mente que “*in complex societies there is always a struggle for hegemony between competing development conventions*” (ERBER, 2012, p.3). Assim, no período do governo Lula, é possível identificar duas convenções que buscavam hegemonia, nomeadas por Erber (2011) de “convenção institucionalista restrita” e “convenção neodesenvolvimentista”, ainda que também tenham existido outras convenções que buscavam espaço no debate nacional.

A convenção neodesenvolvimentista, segundo o autor, parte da teoria keynesiana e se apoia no mito de uma sociedade cooperativa e inclusiva que, via um “pacto social”, tem como prioridade a inclusão social (o aumento da renda familiar dos mais pobres, sob o arcabouço teórico keynesiano, é tido como um fator que irá impulsionar o crescimento). Apoiada em pilares que apresentam forte viés desenvolvimentista, essa convenção aceita um papel de liderança por parte do Estado, de modo que se retoma o protagonismo das empresas estatais e dos bancos públicos. Nos termos de Modenesi e Modenesi (2015), essa convenção prioriza intervenção estatal e crescimento econômico. Entretanto, é interessante observar que, ao menos durante o governo Lula, esta convenção esteve

¹⁶ Em grande medida, essas convenções continuaram presentes no primeiro governo Dilma, ainda que a tida supremacia da convenção institucionalista possa ter sido um pouco mais questionada, como a análise de Singer (2015) sugere. Para o autor, enquanto Lula evitou confrontos, Dilma optou por entrar em debates duros.



subordinada à convenção institucionalista, aceitando-a mesmo que a contragosto¹⁷.

Noutro polo, priorizando estabilidade de preços e o livre mercado, a convenção institucionalista parte da teoria neoclássica, de uma visão de sociedade competitiva e meritocrática. No campo da política nacional, tem como defensores o Ministério da Fazenda e o Banco Central, que defendem medidas em sintonia com as ideias da teoria que lhes sustenta, focando em garantir o bom funcionamento dos mercados¹⁸ como a principal maneira de garantir maior eficiência, na crença de que isto garantirá maior possibilidade de crescimento – tais medidas incluem a abertura internacional, como forma de alavancar o desenvolvimento.

A respeito de sua relação com a convenção neodesenvolvimentista, a convenção institucionalista aceita a focalização nos “pobres”, inclusive por influência de diagnóstico do Banco Mundial de que os gastos sociais no Brasil, apesar de significativos, eram ineficazes porque parte relevante destes era destinada a “não pobres”. O programa Bolsa Família, segundo Erber (2011) concretiza essa política de focalização.

Entretanto, um ponto que é fundamental para a convenção institucionalista é a estabilidade de preços e a expectativa dos agentes de que essa será duradoura. Acredita-se que a inflação afeta as transações correntes e futuras, tendo impacto na poupança e investimento, além de ser uma questão que afeta mais rigorosamente os mais pobres (assim, combater a inflação seria uma medida com viés “pró- equidade”). As crenças sobre como se deve lidar com a inflação estão em linha com os ideais liberais e seguem o arcabouço teórico do próprio regime de metas para inflação.

Assim, do lado da política fiscal, a partir da crença de que o governo tem um viés inflacionário, sugere-se que maior rigor e austeridade nas contas públicas. Já em relação à política monetária, a crença é de que se faz necessário ancorar as expectativas dos agentes privados, o que deve ser feito via metas inflacionárias, flexibilidade da taxa de câmbio e correta adequação da economia às condições internacionais. Segundo Erber (2011, p. 40), “a agenda institucionalista acabou por restringir sua prioridade à estabilização de preços, deixando o Banco Central no

¹⁷ O governo Lula é marcado, portanto, por um período de coexistência dessas duas convenções.

¹⁸ Como Erber (2011) menciona, há importante influência da “Nova Economia Institucional” de Douglas North.



epicentro da política macroeconômica”. Acredita-se que um nível reduzido de inflação é uma condição necessária ao crescimento econômico.

O regime articula-se, ainda, com a política cambial e com a política fiscal. É funcional para o RMI que o Real se valorize e uma taxa de juros mais elevada, via diferencial de juros, atraia capital externo e valoriza a moeda nacional. Erber (2011) menciona que instrumentos de política cambial, como os swaps cambiais reversos foram usados nesse sentido. Por outro lado, é mister para o bom funcionamento do regime, inclusive de modo a garantir credibilidade do mesmo, que a política fiscal seja seguida de modo restritivo, de forma a comprimir gastos e, assim, liberar recursos para o pagamento dos juros da dívida. Para Modenesi e Modenesi (2015), essa configuração faz com que o tripé econômico se torne assimétrico, dado o lugar de destaque ao controle de preços.

De modo complementar, Serrano (2010) aponta que no RMI brasileiro, a taxa de câmbio se tornou o instrumento chave para controle da inflação, de forma distinta do que seria o principal mecanismo de transmissão da política monetária: o efeito da elevação da taxa de juros sobre a demanda agregada. Assim, a elevação de juros opera de forma a valorizar o câmbio, o que tem um impacto positivo sobre os custos em moeda local. Segundo o autor, haveria um regime de juros altos e câmbio baixo.

No que se refere à convenção institucionalista, portanto, fica evidente que o RMI ocupa um lugar de destaque, associando-se ao chamado “tripé macroeconômico”¹⁹. Ainda que se transvista de um regime neutro, pela ideia de que a estabilidade de preços seria um bem público, beneficiando a todos, Erber (2011) aponta que não é isso que acontece na realidade e o regime não é neutro em termos distributivos. Conforme Modenesi e Modenesi (2015) argumentam, a política de estabilização claramente distingue entre ganhadores e perdedores.

Entre os defensores e beneficiários de tal convenção estão o próprio Banco Central²⁰, que acaba por gozar da reputação de ser conservador e avesso à inflação (MODENESI e MODENESI, 2015), e o Ministério da Fazenda; mas há também importantes setores da sociedade que se beneficiam das políticas que são

¹⁹ Regime de metas para inflação, câmbio flexível e superávit primário.

²⁰ Erber (2011) coloca que, necessariamente, o Banco Central deve ser um membro desta coalizão de interesses, uma vez que é a instituição que concebe e executa a política monetária.



defendidas por essas duas instituições. De um lado, as altas taxas de juros são interessantes para o sistema financeiro, fundos de pensão, companhias de seguro, empresas com alta geração de caixa e domicílios mais ricos. Por outro lado, o câmbio valorizado é funcional para os importadores de bens e serviços e os que têm necessidade de remeter recursos para o exterior.

Entre os perdedores, temos o próprio Estado²¹ (prejudicado pelo tamanho da conta de juros) e os tomadores privados de crédito (famílias ou empresas). Essa situação leva a prejuízos importantes em termos macroeconômicos, uma vez que restringe a demanda final por bens de consumo, com impactos na cadeia produtiva e nos investimentos²², e torna o sistema privado de financiamento pouco funcional para as mudanças estruturais demandadas pelo processo de desenvolvimento (esse papel é coberto, no contexto do governo Lula, pelos bancos públicos). Evidentemente, diante de uma opção de aplicação de baixo risco e alto retorno como os títulos públicos, atividades de alto risco como inovações são implicitamente desestimuladas.

Assim, Erber conclui que “existe, pois, uma ampla e poderosa constelação de interesses, estruturada ao longo do tempo em torno à combinação altos juros-câmbio valorizado, que estabeleceu uma convenção de que esses elementos são essenciais para o desenvolvimento do país” (ERBER, 2011, p. 43). Uma vez que o Banco Central assume o papel de atender a esses interesses, torna-se possível relacionar essa constelação de interesses à existência de uma taxa de juros tão elevada no país e de um regime de metas para inflação que apresenta uma estrutura tão rígida, sem considerar as possibilidades alternativas de um regime mais flexível e que não onerem tanto o crescimento. É importante compreender que essa convenção desfruta, inclusive, de importantes instrumentos para consolidar-se: o sistema financeiro, financiamento de campanha, relações com membros do congresso e até as relações com a mídia.

²¹ Erber (2011, p. 42) aprofunda essa análise e mostra que “[dado] que a tributação no Brasil é notoriamente regressiva, resulta uma maciça transferência de renda dos pobres para os ricos”.

²² Os investimentos também são prejudicados pelo viés excessivamente de curto prazo que o setor produtivo apresenta: “[o] curto prazo da política monetária e o poder discricionário do BACEN aumentam a incerteza e o alto rendimento, grande liquidez e baixo risco das aplicações financeiras elevam a taxa mínima de retorno (hurdle rate) dos investimentos produtivos. Assim, o portfólio de investimentos produtivos das empresas tende a se concentrar em projetos de curto prazo e baixo risco” (ERBER, 2011, p. 42).



4. A convenção institucionalista e a redução da taxa de juros no Brasil

Se, a partir do discurso técnico dos defensores do RMI, apresentado na seção 2.1, este regime é tido como neutro e como um requisito para o crescimento econômico, a análise de Erber fornece elementos para questionar os porquês da adoção e do formato do regime no Brasil. Nas palavras do autor, “um viés conservador une ainda mais o Banco Central e os interesses privados – o primeiro quer manter a estabilidade de preços, os segundos o rentável status quo, consolidado ao longo dos anos” (ERBER, 2011, p. 45). Apesar de, a uma primeira vista, o autor considerar essa convenção uma convenção de desenvolvimento, conclui, ao fim de sua análise que esta é, no máximo, uma convenção a favor de um “desenvolvimento restrito”. Entretanto, lembrando sua análise com um enfoque mais geral (ERBER, 2012), parece mais adequado colocar a convenção institucionalista como de mesma natureza da *soundness convention*, uma vez que também não admite mudanças estruturais – no máximo, a convenção institucionalista aceitou desmontes estruturais²³.

A análise de Erber se torna bastante robusta à luz da experiência do governo Dilma de baixar a taxa Selic, decisão tomada pelo BCB e que foi contra as expectativas do mercado. Diferentes análises indicam que, em agosto de 2011, não havia impedimentos para baixar a taxa de juros no Brasil e, portanto, a decisão do BCB de passar a realizar os cortes que levaram, em outubro de 2012, a Selic a seu patamar mínimo histórico até então teria sido uma decisão acertada (MODENESI e MODENESI, 2015; NAKANO, 2011). A redução da taxa Selic a levou de 12,5% a.a. para 7,25% a.a. entre agosto de 2011 e outubro de 2012. Lopreato (2014) afirma que a questão do nível da taxa de juros foi colocada em primeiro plano em função do desejo de elevar o PIB.

Ainda assim, a reação de alguns setores da sociedade foi fortemente contra a decisão do BCB, revelando todo seu comprometimento à tradição de juros altos e de seguir as expectativas do setor financeiro:

²³ Como fica evidente pela análise de Carneiro (2002) a respeito das mudanças estruturais a partir da abertura comercial e financeira. Nesse sentido, inclusive, Baltar (2015) afirma que a liberalização ajudou a reduzir a inflação, mas não trouxe ganhos de competitividade, o que seria uma das consequências a serem obtidas segundo os defensores das mudanças estruturais.



“[o]s membros do comitê, nas justificativas para a decisão, colocam o Banco Central (BC) um tanto arditosamente ao lado da prudência, pois se antecipam não apenas aos analistas que acompanham o desenrolar dos eventos europeus, como à própria crise, deixando a forte impressão de que os senhores do Copom sabem mais do que o mercado” (FRANCO, 2011).

Conforme Modenesi e Modenesi (2015, p. 155), “the strong reaction against the ‘unexpected’ cut in the SELIC – particularly by representatives of the financial market – reveals the role and the power of the stability convention behind (the conservative) monetary policy in Brazil”. No mesmo sentido, Lopreato (2014, p. 242) afirma que “o elevado tom de críticas ao Banco Central mostrou a dificuldade de superar o traço marcante (...) de valorizar a riqueza financeira no curto prazo, sustentada em grande medida nos altos juros pagos pela dívida” – este traço marcante é justamente o que a convenção institucionalista busca manter.

A ata do Copom à época indica que havia uma situação confortável para a redução da taxa Selic basicamente devido a três razões principais: cenário externo deteriorado, maior *gap* do produto e sinais favoráveis para a inflação no Brasil (BCB, 2011). A redução do crédito, pelas medidas macroprudenciais²⁴, e a contenção de despesas do setor público também foram considerados como positivo para o cenário de inflação. Além disso, segundo Modenesi e Modenesi (2015), medidas para controlar a inflação de custos (como *payroll tax cuts* e cortes nos preços de energia) também contribuíram para essa decisão do BCB.

Fica evidente, portanto, que o cenário analisado pelo Copom em agosto de 2011 admitia uma redução da taxa, mesmo sob a institucionalidade do RMI. Assim, o que estava sendo abandonado não era o RMI em si, mas o compromisso com uma convenção que visava manter os juros em patamar elevado. Isso motivou algumas análises que, entusiasmadas com o momento, viam que o BCB havia ficado independente – do sistema financeiro. Entretanto, se isto foi, ou pode ser, perene, é uma outra questão.

De fato, a redução da taxa de juros não foi uma situação longínqua e o BCB passou a elevar a meta Selic a partir de abril de 2013. Uma análise para os

²⁴ A utilização de medidas macroprudenciais no período também foi objeto de debate, uma vez que sua utilização em sintonia com o RMI estabelecia uma relação não prevista pelo regime (utilizar medidas macroprudenciais para conter a inflação não segue o princípio de “um objetivo, um instrumento”) e estava além do papel comumente destinado a essas medidas (garantir a estabilidade financeira). Para uma discussão da utilização de medidas macroprudenciais no Brasil entre 2008 e 2013, ver Oliveira, Rolim e Blikstad (2016).



motivos disto está além do escopo deste artigo, mas é pertinente o questionamento, a partir do discutido nas seções anteriores, de qual a influência da convenção institucionalista na dificuldade da economia brasileira em manter níveis mais baixos de taxas de juros.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proposta deste artigo foi mostrar as contradições próprias do RMI e levantar possíveis respostas à questão de porque o Brasil apresenta elevadas taxas de juros, fruto de um desenho institucional da política monetária excessivamente rígida, sem que isso se mostre inquestionavelmente eficaz para controlar a inflação e garantir o crescimento econômico.

A partir da análise de Erber (2011, 2012) e de Modenesi e Modenesi (2015), fica evidente que esta questão só pode ser endereçada a partir de um arcabouço de economia política. Assim, compreender as altas taxas de juros no Brasil não é possível a partir de uma análise meramente técnica, mas apenas a partir de uma análise da coalizão de interesses que estão subjacentes às decisões de política nacional e que tem interesse em manter uma elevada taxa de juros e o Real supervalorizado.

Pode-se falar, portanto, de um segundo tipo de (in)dependência do BCB, que diz respeito às influências que sofre do sistema financeiro, em especial. Relembrando a definição de Mendonça (2000) do que seria independência do banco central, podemos complementá-la com a ideia de que independência também se refere à capacidade do BC não ceder diante das forças do sistema financeiro para manter uma elevada taxa de juros.

Assim, ainda que o RMI não possa ser considerado como único responsável pelas altas taxas de juros no país, é possível dizer que o regime funciona como um mecanismo que mantém este traço marcante da economia brasileira. A análise deste texto mostra que essa situação se mantém devido a uma convenção que tem características rentistas e está habituada a uma situação em que suas aplicações podem ser destinadas a títulos de alta liquidez, segurança e rentabilidade – do ponto de vista da população que compartilha esta convenção, é interessante que essa situação se mantenha. Em seus discursos, esta convenção afirma que os juros elevados e o câmbio sobrevalorizado, além de uma inflação

baixa, são condições para o crescimento econômico. Entretanto, isto não é, como explicado ao longo do texto, empiricamente verificado. Ademais, a máxima de que o RMI é neutro não encontra sustentação, uma vez que é claro que há distinção entre perdedores e ganhadores.

Assim, só é possível entender a política monetária no Brasil a partir de um arcabouço de economia política. O período de redução das taxas de juros no governo Dilma, em que não havia empecilhos técnicos para isto, revela o comprometimento da convenção institucionalista às altas taxas de juros, a despeito de questões técnicas.

REFERÊNCIAS

ARESTIS, P. New consensus macroeconomics: a critical appraisal. The Levy Economics Institute of Board College, Working Paper No. 564, May, 2009.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F. de; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*. Campinas, v. 18, n. 1 (35), p.1-30, Abr. 2009.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. Inflation targeting: a critical appraisal. The Levy Economics Institute of Board College, Working Paper No. 388, 2003.

BALTAR, C. T. Inflation and economic growth in an open developing country: the case of Brazil. *Cambridge Journal of Economics* 2015, 39, 1263–1280.

BCB – Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 161ª reunião, ago. 2011.

_____. Regime de metas para inflação no Brasil. *Série Perguntas Mais Frequentes*. Jan. 2012.

BERNANKE, B., MISHKIN, F. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? National Bureau of Economic Research, Working Paper 5893, Jan. 1997.

CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em Crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Ed. Unesp, 2002.

CURADO, M., OREIRO, L. J. Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. *Indic. Econ. FEE*, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 127-146, set. 2005.

ERBER, F. S. The evolution of development conventions. *Rev. econ. contemp.* vol.16 no.1, Jan./Apr. 2012

_____. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Revista de Economia Política*, vol. 31, nº1 (121), pp. 31-55, jan/mar 2011

FARHI, M. Metas de inflação e o medo de crescer. *Política econômica em foco*, n. 4, maio/out. 2004.

_____. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. *Política Econômica em Foco*, n. 7, p. 152-183, nov. 2005/ abr. 2006;



FRANCO, G. A crise e o juro: deslocar a curva. Valor Econômico, 14 de Setembro de 2011, A-14.

LOPREATO, F. L. Aspectos da atuação estatal de FHC e Dilma. In: CALIXTRE, A. B.; BIANCARELLI, A. M.; CINTRA, M. A. M. (Ed.). Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro. Brasília: IPEA, 2014.

_____. Caminhos da Política Fiscal no Brasil. São Paulo: Ed. Unesp, 2013.

MENDONÇA, H. F. de. A teoria da independência do banco central: uma interpretação crítica. Est. Econ., São Paulo, v. 30, n. 1, p.101-127, janeiro-março 2000.

MODENESI, A. de M. Regimes monetários: teoria e a experiência do real. Barueri: Manole, 2005.

MODENESI, A. de M.; MODENESI, R. L. Development conventions: theory and the case of Brazil in the latter half of the twentieth century. Journal of Post Keynesian Economics, 31, 1, 131-161, Sep., 2015.

NAKANO, Y. Finalmente a independência do BC. Valor Econômico, 13 de Setembro de 2011, A-15.

NEVES, A. L.; OREIRO, J. L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p.101-132, jun. 2008.

OLIVEIRA, G. C. de. Regime de metas para inflação: algumas lições a partir da experiência internacional. Economia & Tecnologia, ano 2, vol. 5, p. 49-61, abr./jun. 2006.

OLIVEIRA, G. C. de; ROLIM, L.; BLIKSTAD, N. Regime de metas para a inflação e medidas macroprudenciais: uma análise à luz da experiência brasileira recente (2008-2013). Revista Pesquisa & Debate, vol. 27, n. 1, p. 127-155.

SICSÚ, J. Teoria e evidência do regime de metas inflacionárias. Revista de economia política, vol. 22, n.1, p.23-33, jan./mar. 2002.

SERRANO, F. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. Revista de Economia Política, vol. 30, nº 1, jan-mar 2010.

SINGER, A. Cutucando várias onças com vara curta. Novos Estudos, 102, jul. 2015.