

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

DANIELA JAMARDO AGOSTINI

**A INFLAÇÃO BRASILEIRA:
DEBATES TEÓRICOS E EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS (1995-2015)**

Porto Alegre

2016

DANIELA JAMARDO AGOSTINI

**A INFLAÇÃO BRASILEIRA:
DEBATES TEÓRICOS E EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS (1995-2015)**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre

2016

DANIELA JAMARDO AGOSTINI

**A INFLAÇÃO BRASILEIRA:
DEBATES TEÓRICOS E EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS (1995-2015)**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, 29 de novembro de 2016.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Octávio Conceição
UFRGS

Prof. Dr. Edson Talamini
UFRGS

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu Deus, primeiramente, pois sem Ele eu não seria nada. Finalizar essa graduação só foi possível pela graça e misericórdia de Jesus, que me sustentou e me deu capacidade durante esses 5 anos e que tem sido fiel ao longo de toda a minha trajetória. Toda a glória dessa conquista é devida a Ele.

Agradeço à minha família, em especialmente meus pais, Paulo e Denise, que me deram apoio, amor e amparo em todas as fases da minha vida, e me incentivaram durante todos os 5 anos de graduação, principalmente na etapa final de conclusão do curso, sendo compreensivos e se esforçando para me proporcionar um bom ambiente de estudo.

Agradeço ao meu melhor amigo e namorado, Nikolai, por ter sido meu fiel escudeiro, meu braço direito e maior encorajador nesses dois anos juntos. Por me aguentar nos momentos de estresse e desespero, por me escutar, me animar, me divertir, por toda a ajuda técnica na elaboração desta monografia e por estar sempre presente demonstrando amor e carinho.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Marcelo Milan, por me aceitar como orientanda, pela disponibilidade demonstrada, por toda dedicação, interesse, paciência, ajuda, apoio, correções e orientações. Sua orientação foi realmente essencial na realização desta monografia.

Agradeço aos meus companheiros de curso, que ao longo desses anos me ajudaram das mais diversas maneiras nos estudos e também por deixarem minha experiência na faculdade mais agradável e divertida.

Agradeço às minhas amigas de longa data por entenderem minha ausência recente e por sempre me incentivarem e apoiarem nessa etapa.

Por fim, agradeço à universidade por me receber durante os últimos 5 anos, aos professores da graduação por terem se dedicado a passar conhecimento e formar não apenas bons profissionais, mas também bons cidadãos.

Muito obrigada!

RESUMO

A inflação é um fenômeno econômico cuja origem causa divergências profundas entre os economistas. A escola de pensamento ortodoxo entende a causa da inflação como um fenômeno monetário, e sendo a moeda neutra na economia, a inflação não causaria impactos no lado real da economia. Por outro lado, a escola de pensamento heterodoxo acredita que a moeda não é neutra, portanto as causas da inflação são também relacionadas a variáveis reais. Este trabalho busca entender como é composta a inflação brasileira, bem como quais variáveis são determinantes da inflação durante o período pós-Plano Real, de 1995 até 2015. Para isso são feitas correlações entre as variáveis de maneira a observar quais apresentam maior intensidade e se sua relação é direta ou indireta. Os resultados apontam para uma importância significativa do câmbio na determinação da inflação brasileira, via repasse cambial. Há um destaque no papel do *mark up* na composição da inflação, o que indica um poder de monopólio ou oligopólio das empresas no Brasil. Não é possível afirmar qual teoria é mais relevante, pois ambas são importantes para o debate desse problema que, de maneira geral, ainda não foi solucionado.

Palavras-chave: Inflação. Taxa de câmbio. Ortodoxia. Heterodoxia. Brasil.

ABSTRACT

Inflation is an economic phenomenon whose origins cause profound divergences between economists. The orthodox school sees the inflation as a monetary phenomenon, and since money is neutral in the economy, inflation would not cause impacts on the real side of economics. On the other hand, the heterodox school believes that money is not neutral, thus the causes of inflation would also be related to real variables. This paper seeks to understand how Brazilian inflation is composed, and what variables are its determinant, during the post Plano Real period, from 1995 to 2015. Correlations between variables are made with the aim to observe which ones have greater intensity to inflation and if its relation is direct or indirect. Results show a significant importance of exchange rate on the determination of Brazilian inflation, via exchange-rate pass-through. It is also worth noticing the role of the “mark up” on the composition of inflation, which indicates a monopolized power or an “oligopoly” of Brazilian companies. It is not possible to state what theory is more relevant though, since both are important to the debate of this problem that, in general, is still not solved.

Key words: inflation, exchange rate, orthodoxy, heterodoxy, Brazil

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Determinação da taxa de juros e a desigualdade entre poupança e investimento...	26
Figura 2 – Resumo dos preços administrados no Brasil.....	38
Figura 3 – IPCA: Preços Administrados X Preços Livres (1996-2015).....	39
Figura 4 – IPCA e Preços administrados selecionados (variação %).....	39
Figura 5 – Decomposição histórica do IPCA – Variação em 12 meses (%).....	48
Figura 6 – Inflação, acumulada em 12 meses, dos serviços e dos subitens aluguéis e empregados domésticos do Brasil.....	49

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Variação acumulada do IPCA (1995-2015).....	36
Gráfico 2 – Variação dos Itens que compõem o IPCA (1998-2015).....	37
Gráfico 3 – Correlação entre a variação do PIB (estoques) com a inflação (1995-2014).....	51
Gráfico 4 – Correlação entre o agregado monetário (M1) e a inflação (1996-2015).....	52
Gráfico 5 – Correlação entre a variação do resultado primário e a inflação (1999-2014).....	52
Gráfico 6 – Correlação entre a taxa real de juros (Selic) e a inflação (1996-2015).....	53
Gráfico 7 - Correlação entre a variação das operações de crédito (R\$) e a variação da inflação (1995-2014).....	54
Gráfico 8 - Correlação entre a variação dos preços das commodities e a inflação (2007-2015).....	55
Gráfico 9 - Correlação entre a variação da carga tributária bruta e a inflação (1995-2015).....	56
Gráfico 10 - Correlação entre a variação do salário mínimo real e a inflação (1995-2015).....	58
Gráfico 11 - Correlação entre o salário mínimo real e a inflação (1995-2015).....	59
Gráfico 12 - Correlação entre a variação do número de empregados (CLT) e a inflação (2001-2014).....	59
Gráfico 13 - Correlação entre o número de empregados (CLT) e a inflação (2000-2014).....	60
Gráfico 14 - Correlação entre a variação utilização da capacidade instalada e a inflação (1995-2014).....	61
Gráfico 15 - Correlação entre a utilização da capacidade (%) e a inflação.....	62
Gráfico 16 - Correlação entre a variação da taxa de câmbio e a inflação (1995-2015).....	62
Gráfico 17 – Correlação entre a variação do consumo e a inflação (1996-2015).....	64
Gráfico 18 - Correlação entre a variação nas vendas e a inflação (2001-2015).....	65

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Determinantes da inflação (1999-2015).....	47
Tabela 2 – Quadro resumo das variáveis apresentadas no Capítulo 4.....	50

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	12
2. INTERPRETAÇÕES TEÓRICAS E ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE A INFLAÇÃO NO BRASIL.....	14
2.1 ORTODOXIA.....	14
2.1.1 Fundamentos.....	14
2.1.2 A inflação na teoria ortodoxa.....	19
2.1.3 O Regime de Metas de Inflação.....	22
2.2 HETERODOXIA.....	23
2.2.1 Fundamentos.....	23
2.2.2 A inflação na teoria heterodoxa.....	27
2.2.3 Inflação inercial: A contribuição da periferia ao debate da inflação.....	30
2.2.4 Estudos empíricos sobre a inflação: o papel das commodities.....	33
2.3 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.....	33
3. A EVOLUÇÃO DA INFLAÇÃO NO BRASIL (1995-2015).....	35
3.1 ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DO IPCA.....	35
3.1.1 Análise desagregada do IPCA: A evolução dos principais itens.....	36
3.1.2 Análise desagregada do IPCA: A evolução dos preços administrados.....	37
3.2 ANÁLISE DOS DETERMINANTES DA INFLAÇÃO NO BRASIL PELO BANCO CENTRAL.....	40
3.3 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.....	49
4. ANÁLISE DOS PRINCIPAIS DETERMINANTES DA INFLAÇÃO (1995-2015).....	50
4.1 DETERMINANTES DA INFLAÇÃO PELO LADO DA DEMANDA.....	51
4.1.1 Variação do Estoque.....	51
4.1.2 Resultado Primário do Governo Federal.....	52
4.1.3 Taxa Real de Juros (SELIC).....	53
4.1.4 Operações de Crédito.....	54
4.2 DETERMINANTES DA INFLAÇÃO PELO LADO DA OFERTA.....	55
4.2.1 Commodities.....	55

4.2.2 Carga Tributária Bruta.....	56
4.2.3 Salário Mínimo.....	58
4.2.4 Utilização dos recursos: Trabalho.....	59
4.2.5 Utilização dos recursos: Meios de Produção.....	61
4.2.6 Câmbio.....	62
4.2.7 Consumo, Vendas e Mark up.....	63
4.3 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.....	65
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	66
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	69

1. INTRODUÇÃO

A inflação é um dos principais problemas econômicos do mundo contemporâneo. Ela se caracteriza por ser um aumento generalizado de preços, tendo por consequência a diminuição do poder de compra do dinheiro. Nesse sentido, os índices de preços foram criados para medir e, dessa forma, identificar e controlar o ritmo de inflação. No Brasil temos, entre outros, o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), IGP (Índice Geral de Preços) e INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor). De acordo com a literatura econômica, o fenômeno inflacionário pode ser classificado como tendo quatro causas principais: de demanda, de oferta, inercial e estrutural.

A inflação de demanda agregada ocorre quando o dispêndio agregado ultrapassa a produção disponível, ou seja, a produção não consegue satisfazer as necessidades da sociedade, causando a valorização dos produtos e o aumento dos preços. No caso da inflação de oferta agregada, o aumento dos custos de produção dos bens e serviços, tais como aqueles ocasionados por elevação de salários, preços das matérias primas, equipamentos e máquinas, leva ao aumento dos preços dos bens e serviços. A inflação inercial, por sua vez, baseia-se na inflação passada e se perpetua pelo mecanismo da indexação. Por fim, a inflação estrutural está ligada a fatores estruturais das economias em desenvolvimento, como o aumento de custos devido à atividade agrícola e sua situação específica nesses países, além do papel com o comércio internacional e com as estruturas de mercados. Por exemplo, há autores, como Ferrari-Filho, que defendem que o preço das commodities apresentam-se como um fator de relevância cada vez maior nos últimos anos para a inflação no Brasil.

Este trabalho se propõe a investigar a inflação brasileira das últimas décadas, suas causas e efeitos, bem como, de maneira específica, a discussão teórica sobre a inflação e como essas teorias se aplicam (ou não) na economia do Brasil a partir da classificação acima. Dificilmente vê-se situações na economia onde as soluções são claras e estão cem por cento de acordo com apenas uma teoria. O que normalmente identifica-se são casos em que cada teoria explica uma parte do problema e contribui para a formulação de uma solução. Após analisar as teorias inflacionárias, o trabalho se propõe a descobrir como essas teorias explicam os fatores determinantes da inflação brasileira e qual a relevância destes fatores para a economia do ponto de vista empíricos, utilizando dados sobre a inflação no Brasil. Para tanto, como metodologia, são revisados diferentes modelos teóricos, desenvolvidos por economistas brasileiros e estrangeiros, para analisar como a inflação evoluiu a partir do Plano Real. Cabe notar que diversos autores entendem a inflação de maneiras distintas: o debate teórico entre ortodoxos e heterodoxos sobre as causas da inflação e a maneira mais eficiente de combatê-la têm sido pauta

em diversos artigos acadêmicos, periódicos, livros e reportagens. Baer (2009) ressalta a diferenciação entre as correntes ortodoxas e heterodoxas (estruturalistas) para guiá-lo na sua análise da inflação. Conforme o autor, embora ambas teorias tenham evoluído em suas especificidades, ainda há uma lógica por trás de cada teoria tradicional, no que tange à interpretação do fenômeno inflacionário (BAER, 2009) Considerando isto, este trabalho segue a mesma linha de diferenciação analítica de Baer.

A justificativa e a motivação para o estudo é que há uma aceleração inflacionária recente no Brasil (MODENESI & FERRARI, 2011) e esta pode vir a influenciar e modificar as expectativas dos agentes. Portanto, estuda-se como esse fenômeno vem sendo tratado para entender a conjuntura macroeconômica atual no Brasil.

O trabalho está organizado da seguinte forma. Há três capítulos além da introdução e da conclusão. No capítulo 2 são abordadas as diferenças básicas entre as duas maiores linhas de pensamento econômico, a ortodoxia e a heterodoxia, e como cada uma identifica as causas do processo inflacionário e as respectivas medidas para solucioná-lo. É analisado brevemente o Regime de Metas de Inflação, estabelecido como política de contenção da inflação em 1999. Além disso, apresenta-se na seção heterodoxa o caso da inflação inercial da década de 80 no Brasil como ilustração, e os argumentos e métodos de autores que analisam a inflação, enfatizando o papel do preço das commodities num cenário inflacionário, e seus efeitos através dos métodos empíricos e econométricos empregados pelos autores. No capítulo 3 é feita uma breve explicação dos principais índices da inflação e, em seguida, uma decomposição da série histórica da inflação brasileira, analisada por meio do IPCA. No capítulo 4, então, são analisados as principais variáveis determinantes da inflação e suas relações com a inflação. Busca-se trazer ao debate a explicação teórica sobre a parte empírica, relacionando os resultados empíricos obtidos com as correntes teóricas tradicionais. A conclusão tratará de sintetizar os pontos principais em que as diversas teorias foram aplicadas na economia brasileira durante o período de 1994 até 2015.

2. INTERPRETAÇÕES TEÓRICAS E ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE A INFLAÇÃO NO BRASIL

A economia é uma ciência social na qual, diferentemente das ciências exatas, nem sempre existem respostas absolutas para as principais questões. Diante de um mesmo problema existem diversas interpretações e, possivelmente, mais de uma solução válida diante da ciência, de acordo com a linha de pensamento adotada. Embora existam muitas maneiras de interpretar os fenômenos, há uma divisão principal entre a linha de pensamento ortodoxa e a heterodoxa no meio científico, nas quais a maioria das ideias e dos autores se encaixa.

São apresentadas nas seções e subseções abaixo as ideias centrais de cada linha teórica, bem como suas proposições sobre as causas e soluções para o fenômeno inflacionário. Na seção 2.1 é abordada a interpretação da teoria ortodoxa. Desta forma, na subseção 2.1.1 são discutidos os fundamentos da teoria ortodoxa e na seção 2.1.2 apresenta-se como a ortodoxia interpreta a inflação e suas principais soluções. A seção 2.2 aborda as interpretações da teoria heterodoxa. Assim, na subseção 2.2.1 apresentam-se os aspectos fundamentais heterodoxos, bem como seus pontos de divergência da teoria ortodoxa. Na subseção 2.2.2 são discutidas as interpretações heterodoxas da inflação, bem como uma breve abordagem sobre a inflação inercial na subseção 2.2.3 e uma perspectiva empírica abordando o papel das commodities na subseção 2.2.4.

2.1 ORTODOXIA

2.1.1 Fundamentos

A ortodoxia é comumente chamada de “*mainstream*”, ou seja, é a teoria que se considera na fronteira do conhecimento, a mais “popular” no meio econômico. Majoritariamente, consideram-se ortodoxos os adeptos da Escola Neoclássica. Desde os pensadores mercantilistas, as ideias de individualismo econômico eram expostas nas obras de autores como Malynes, Petty, North, Law e Child. Dudley North foi um dos primeiros porta-vozes da ética individualista que viria a ser a base do liberalismo clássico. Conforme Hunt (2013), North acreditava que os homens eram motivados primordialmente pelo interesse próprio e que deveriam ter a liberdade de competir por si sós num mercado livre, para que o bem público fosse maximizado. Com Adam Smith veio o conceito de *laissez-faire*, que é o conceito base do liberalismo econômico. Smith acreditava que o capitalismo só atingiria seu ponto máximo quando evoluísse para um estado em que as forças da concorrência e o livre jogo de oferta e demanda regulassem a economia, que ficaria quase que completamente livre das intervenções do governo. As postulações de Adam Smith serviram de base para alguns aspectos da teoria neoclássica, como a ideia de uma “mão invisível” que regularia o mercado sem a interferência

do Estado. Essa característica é central na teoria neoclássica, que se baseia em uma doutrina econômica liberal, na qual o mercado é soberano e se autorregula.

Ricardo, um dos principais economistas clássicos, postulou a teoria das vantagens comparativas, que segue o mesmo princípio da “mão invisível” de Smith, ao afirmar que as relações comerciais internacionais poderiam ser benéficas a todos os envolvidos, desde que os países se especializassem num produto em que são comparativamente mais produtivos do que os outros países. Posteriormente aos economistas clássicos vieram as ideias de utilitarismo, isto é, o valor do bem se dá pela utilidade que ele traz para o indivíduo. O primeiro autor dessa corrente foi Jeremy Bentham, que no livro *An Introduction to the Principles of Morals and Legislation* introduziu o princípio da utilidade. Nas palavras de Bentham (1781, p.14 e 15, tradução do Hunt, 2013):

Utilidade quer dizer a propriedade de qualquer objeto que tenda a produzir algum benefício, vantagem, prazer, bem ou felicidade ou a impedir danos, dor, mal ou infelicidade à parte cujo interesse esteja sendo considerado[...].¹

Desta forma, os indivíduos seriam movidos pelo ímpeto de aumentar ao máximo sua utilidade em cada decisão, inclusive as decisões econômicas, ou seja, um indivíduo estará disposto a pagar mais por bens que lhe proporcionem maior grau de utilidade e não será tão propenso a pagar por bens que não lhe apresentam utilidade. Conforme Hunt (2013), o desenvolvimento das ideias de Bentham foi o prenúncio de uma importante cisão na abordagem ortodoxa baseada na utilidade.

O economista John Baptiste Say (1821, apud HUNT, 2013, p.203) também foi um dos precursores da teoria do valor-utilidade e afirmou:

[...] o valor dos produtos não se baseia no valor do agente de produção (quer dizer, não se baseia no lucro e nos salários), como alguns autores erroneamente afirmaram... visto que o desejo de ter um objeto e, conseqüentemente, seu uso se origina de sua utilidade, é a capacidade de criar utilidade... que confere utilidade a um agente de produção, valor este que é proporcional à sua importância de sua cooperação na produção.²

Essa noção de que cada pessoa recebia da sociedade uma quantia determinada referente à sua contribuição para o bem-estar da sociedade, é também uma noção básica na economia neoclássica. Segundo Hunt (2013), uma das finalidades do *Tratado de Say* era mostrar que o resultado natural de uma economia capitalista era a harmonia social e não os conflitos de classe.

¹ Do original em inglês.

² Jean-Baptiste SAY. Um Tratado de Economia Política. Filadélfia: Lippincott; 1863; p. 293. Tradução da quarta edição francesa, publicada em 1821.

Além disso, Say também postulou sobre o comportamento dos mercados, teoria que ficou conhecida como *Lei de Say*. Esta afirma que “uma oferta cria uma demanda de mesma magnitude”, ou seja, oferta e demanda sempre estarão em equilíbrio, eliminando a possibilidade de superprodução ou desemprego involuntário. Desse ponto de vista, faz-se dispensável a intervenção do estado como regulador da atividade econômica, por acreditar-se que a concorrência é perfeita e, portanto, deve ser mantida livre, sem restrições.

Stuart Mill foi um economista autodeclarado discípulo de Bentham que também foi um dos precursores da escola neoclássica marshalliana. Ele acreditava na teoria do utilitarismo, porém de maneira mais moderada do que seus contemporâneos e antecessores, como Bastiat e Senior, respectivamente. Ou seja, apesar de defender reformas liberais, também defendia a intervenção do estado em alguns casos (HUNT, 2013). Conforme Hunt, Jevons, Menger e Walras formularam a versão da teoria do valor-utilidade que permanece como o cerne da ortodoxia neoclássica até hoje. Essa teoria ficou conhecida como “marginalismo”, que é a noção de utilidade marginal, que, por sua vez, explicava por meio de modelos matemáticos complexos como a utilidade de Bentham, Say e Senior determinava o valor dos bens. Walras também contribuiu para a escola ortodoxa significativamente com a sua teoria de equilíbrio geral dos mercados, esta que segue o princípio da “mão invisível” de Smith.

A teoria neoclássica propriamente dita foi desenvolvida por alguns economistas de destaque, tais como Marshall, Clark e Böhm-Bawerk, que se basearam nos princípios desenvolvidos pelos economistas clássicos e utilitaristas supracitados. O ponto de partida é o foco em dois agentes econômicos distintos, porém semelhantes: a família e a firma. Tem-se dois fluxos econômicos simultâneos, o “fluxo real” e o “fluxo de negócios”. O primeiro refere-se às atividades econômicas das famílias e o segundo às atividades econômicas das firmas, sendo ambas teorias simétricas, ou seja, têm o mesmo objetivo e operam com a mesma lógica: a maximização da utilidade quer seja da família (consumo), quer seja da firma (lucros). Marshall, conforme Hunt (2013), foi o fundador de um grupo dentro da tradição da economia neoclássica do século XX que combina a defesa do capitalismo *laissez-faire* com uma grande flexibilidade, admitindo pequenas reformas e visando ao funcionamento menos severo do sistema econômico. Ele conseguiu aprimorar logicamente a teoria da utilidade marginal e desenvolver a teoria da curva de demanda decrescente.

Com a teoria da firma, Marshall desenvolveu a curva de oferta baseada na igualdade entre preço de mercado e custo marginal do bem. Isto é, a firma maximiza seus lucros quando o preço de mercado do seu produto é igual ao custo marginal de produzir cada unidade. Assim, conforme Hunt (2013), a curva de custo marginal mostra as quantidades que uma firma que

maximize seus lucros e em concorrência oferecerá a vários preços e é a curva de oferta dessa firma. Unindo a curva de demanda agregada (que é a soma das curvas de demanda dos consumidores individuais) com a curva de oferta agregada (que é a soma das curvas de oferta agregada das empresas) chegaremos a um ponto de equilíbrio de curto prazo. Em relação ao longo prazo, Marshall acredita que todos os fatores são variáveis, bem como os custos e as rendas, além de reforçar a teoria da “mão invisível” de Smith, na qual no longo prazo não haverá imperfeições de curto prazo e chegar-se-á ao equilíbrio de todos os mercados.

A teoria neoclássica, base da ortodoxia, vê o processo econômico como uma série de trocas nas quais se trocam bens equivalentes. Todos se beneficiam porque, embora cada um consiga exatamente o valor equivalente àquilo de que abre mão, obtém mais utilidade com o que fica do que com o que dá em troca. Portanto, o mercado harmoniza o interesse de todos e maximiza a utilidade de todos, não havendo interesses antagonistas nem conflitos de classe necessários (HUNT, 2013). Essa teoria tem uma visão individualista dos fenômenos econômicos, na qual as decisões dos agentes são completamente individuais e buscam maximizar o seu próprio bem-estar. Pressupõe-se que os agentes são racionais e tomam suas decisões de maneira mais eficiente possível, de acordo com suas preferências. Isso explica como o mercado torna-se o mais eficaz regulador da atividade econômica, pois através de cada decisão individual em busca do seu bem-estar, atinge-se o bem-estar de todos.

Para Hunt (2013, p. 531), a “teoria microeconômica ortodoxa contemporânea, tal como ensinada na maioria das escolas e universidades, é a economia neoclássica. Além do mais, o próprio cerne da teoria microeconômica ortodoxa e o principal fim para o qual ela se orienta quase inevitavelmente é a economia neoclássica do bem-estar”. Um conceito básico da economia de bem-estar é o de *Ótimo de Pareto*. Este afirma que a situação econômica é ótima quando nenhuma mudança pode melhorar a situação de um indivíduo sem piorar a de outro, ou seja, conclui-se que o livre mercado e a concorrência alocam recursos e distribuem renda da melhor maneira possível, pois se houver alguma maneira melhor é porque a economia ainda não está no ponto *ótimo* de Pareto. Este é um dos fundamentos da teoria ortodoxa de bem-estar, pois sustenta a teoria dos mercados autorregulados. Desta forma, tem-se que a teoria econômica neoclássica descende diretamente das ideias de Smith e de Ricardo, dominadas pela perspectiva da utilidade ou da troca, tal como desenvolvida e elaborada nos trabalhos de Malthus, Say, Senior, Bastiat, Jevons, Menger, Walras, Marshall e Clark (HUNT, 2013).

Para finalizar, é necessário um breve comentário sobre a teoria neoclássica contemporânea e sua bifurcação pós-crise de 29 e pós-Keynes. Existem duas alas dentro da ortodoxia: conservadores ortodoxos e liberais ortodoxos. Os conservadores, representados

principalmente por Milton Friedman, acreditam na supremacia do mercado e no *laissez-faire* para regular as relações econômicas. Enquanto, os liberais, representados principalmente por Paul Samuelson, reconheciam falhas no sistema capitalista de livre mercado e propunham regulações antitrustes, por exemplo, a fim de regular e corrigir algumas externalidades negativas.

2.1.2 A Inflação na teoria ortodoxa

Uma das questões centrais do debate entre as diversas correntes econômicas é a questão da neutralidade da moeda. A ideia central da Lei de Say é a de um equilíbrio de mercado, ou seja, o mesmo processo de produção que cria a oferta gera também rendas, ao pagar salário, lucros, juros, rendas fundiárias e alugueis, rendas essas que serão responsáveis pela demanda (MOLLO, 2004). Esse funcionamento harmônico da economia pressupõe uma moeda neutra, ou seja, segundo Mollo (2004), é necessário que ela seja vista como algo não desejável por si mesma, para que não haja vazamentos no fluxo circular da renda, e assim garanta a satisfação da Lei de Say de igualdade entre oferta e demanda.

A moeda é considerada neutra nessa abordagem pois não possui efeitos na economia real. Para os ortodoxos, variáveis monetárias apenas afetam o lado monetário da economia no longo prazo, como mostra a Teoria Quantitativa da Moeda. Esta baseia-se na seguinte equação de trocas: $MV = Py$, onde M = quantidade de moeda; V = velocidade da moeda; P = nível geral dos preços e y = nível real do produto de longo prazo. V é considerada estável e y é uma variável real e no nível de pleno emprego, então qualquer aumento de M leva a um aumento proporcional em P . Assim, a inflação é provocada por um aumento na quantidade de moeda circulando na economia (MOLLO, 2004).

Aqueles que aceitam a Lei de Say e a Teoria Quantitativa da Moeda são chamados de ortodoxia econômica, e são os neoclássicos, novos-clássicos e novos-keynesianos. Os novos-keynesianos e os neoclássicos monetaristas, como Friedman, aceitam a neutralidade da moeda apenas a longo prazo, enquanto os novos-clássicos, em particular a versão dos ciclos reais de negócios, aceitam a curto prazo também. Os novos-keynesianos se diferenciam dos novos-clássicos porque acreditam que existam imperfeições de mercado, isto é, no curto prazo o poder regulador do mercado é comprometido pela rigidez dos preços. Assim, uma variação na oferta de moeda pode acarretar efeitos transitórios na economia real e as dificuldades de ajustes levam à neutralidade apenas no longo prazo (Mollo, 2004).

Os novos-clássicos adeptos à teoria dos ciclos reais de negócios assumem um ajuste mais rápido do mercado e portanto uma neutralidade maior da moeda, visto que se os preços são flexíveis a curto prazo, não há dificuldade de ajuste e as variações na oferta de moeda são

rapidamente refletidos no nível de preços. Apenas a curtíssimo prazo, devido à informação imperfeita, poderia haver alguma confusão por parte dos agentes entre uma variação geral dos preços e uma variação dos preços relativos. Assim, para os novos-clássicos, o crescimento do produto é afetado apenas por mudanças reais, como a tecnologia ou fatores temporários, como mudanças setoriais, que podem levar a uma mudança na preferência pelos bens de um setor (MANKIW, 1990).

Os novos-clássicos surgiram na década de 1970, com os precursores Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace, num momento de crítica à teoria Keynesiana, principalmente ao intervencionismo macroeconômico e à teoria de como os agentes formam suas expectativas. Ao criticarem o conceito de expectativas adaptativas, os novos-clássicos propuseram o conceito de expectativas racionais, incorporando elementos fundamentais do monetarismo como a hipótese de uma taxa natural de desemprego e a concepção da inflação como um fenômeno monetário que ocorre sempre pelo lado da demanda (Carrara e Correa, 2012).

Desta forma, através da Teoria Quantitativa da Moeda, entende-se que, para a ortodoxia, a inflação é sempre um fenômeno monetário que tem origem no aumento da quantidade de moeda ofertada. A criação de moeda é uma variável controlada somente pelo Banco Central, portanto, a inflação é responsabilidade do Banco Central. Para os ortodoxos, a disciplina monetária deveria se sobrepôr à discricionariedade da política (MOLLO, 2004). Conforme Mollo (2004), na concepção ortodoxa, eliminar a discricionariedade corresponde a retirar os poderes do governo e dos políticos em geral no que tange à moeda, deixando a cargo do mercado a regulação monetária. Isto leva a considerar que, quanto mais favorável à discricionariedade política for a medida ou a ideia, menos ortodoxa ela é.

É importante destacar que entender a inflação como um fenômeno totalmente monetário e aceitar a Teoria Quantitativa da Moeda implica considerar a inflação como um fenômeno que afeta a demanda mas não a oferta por meio da ampliação da capacidade produtiva, pois não pode afetar variáveis reais (MOLLO, 2004). Ao aumentar a oferta de moeda, também se amplia a renda monetária disponível, causando um aumento na demanda, que implica em um aumento dos gastos que pressiona os preços para cima (KATO, 2014)

Recentemente, no *mainstream*, alguns autores, como Neumayer, têm explorado os efeitos reais dos choques monetários. Segundo Neumayer (1998), as flutuações dos preços nominais são socialmente custosas, pois contaminam os pagamentos reais de contratos financeiros nominais, que reduz sua habilidade de se proteger de choques monetários. Ou seja, as variações nominais afetam primeiro o nível geral dos preços, Isso quer dizer que são neutras em um primeiro momento, e somente após a ascensão no nível geral as expectativas dos agentes

e a economia real são afetados. O que se nega nesse tipo de argumento é apenas a superneutralidade da moeda (MOLLO,2004).

Há outro enfoque que podemos relacionar aos efeitos dos choques monetários na economia real: o efeito da inflação na taxa de emprego. Em 1958, William Arthur Phillips descobriu uma forte correlação negativa entre a taxa de variação salarial e a taxa de desemprego, analisando dados do período de 1861 a 1957 para o Reino Unido. A correlação entre desemprego e inflação foi batizada posteriormente por Samuelson e Solow de Curva de Phillips. Esta correlação aponta um *trade-off* enfrentado pelos formuladores de política monetária. Eles poderiam escolher um nível baixo de desemprego e ter que conviver com um alto nível de inflação, ou teriam um baixo nível de inflação mas um nível alto de desemprego (recessão). Essa relação, entretanto, quando analisada por Friedman (1977), não apresentou bons resultados empíricos para os dados pós Segunda Guerra Mundial. Buscava-se o pleno emprego, porém o comportamento da inflação não foi como previa a curva de Phillips. A inflação variou de diversas maneiras entre os países e observou-se o fenômeno da estagflação, onde a economia opera simultaneamente com altos níveis de inflação e desemprego.

Friedman também discute a hipótese de uma taxa natural de desemprego, que seria uma taxa de desemprego para a qual o mercado de trabalho convergiria com qualquer nível de inflação. Essa hipótese concorda com a Teoria Quantitativa da Moeda, na medida em que ela aponta para a seguinte situação: um aumento em M causa um aumento de preços, que levam os empresários a acreditar que realmente houve um aumento de demanda pelo seu produto e a contratarem mais, que, conseqüentemente, leva a uma diminuição da taxa de desemprego. Entretanto, a situação seria temporária, e logo todos os preços relativos voltariam a se equiparar e o efeito anterior teria sido ilusório, portanto voltar-se-ia à taxa anterior do emprego mesmo com o nível geral de preços mais alto. Em suma, uma variação em M parecia ter causado uma variação numa variável real, o emprego, porém, foi um efeito de curto prazo. No longo prazo, o emprego volta à sua taxa natural, apoiando a ideia de neutralidade da moeda, conforme Friedman.

Os ortodoxos acreditam que a inflação é um fenômeno monetário e que é sempre ocasionada pelo lado da demanda. Como afirma Kato (2014) os impulsos monetários na economia causam pressões de demanda sem afetar a capacidade de produção, pois a moeda é sempre neutra. Essa pressão de demanda é o que causa a inflação. Assim, somente através do controle da demanda, por meio de instrumentos macroeconômicos e de políticas monetárias e fiscais contracionistas, que implicam redução nos meios de pagamento, acesso restrito ao crédito e a redução nos gastos do governo e aumento de tributos é que pode-se controlar a

inflação. Estas medidas se justificam pelo próprio argumento da moeda neutra, pois se a moeda é neutra ela também não pode afetar negativamente a economia real no longo prazo.

2.1.3 O Regime de Metas de Inflação

Uma outra visão ortodoxa da inflação, diferente da teoria quantitativa da moeda, embasa a proposta de política monetária de metas inflacionárias. Durante a década de 1990, diversos países que buscavam estabilidade inflacionária e maior credibilidade de suas políticas monetárias, passaram a adotar o Regime de Metas de Inflação (RMI), e em 1999, após uma grave crise cambial o Brasil se juntou a eles. Este regime de política monetária, originou-se no trabalho de Wicksell sobre a taxa de juros, entretanto é pautado no arcabouço teórico da escola de pensamento econômico novo-clássica, que, como já vimos, aceita as hipóteses de equilíbrio de mercados, expectativas racionais e defende a independência do Banco Central como autoridade monetária (Carrara e Correa, 2012).

Conforme Carrara e Correa (2012) o regime consiste em publicações periódicas de metas numéricas para a inflação, buscando estar no centro da meta em um determinado período de tempo. Desta forma, visam o conhecimento por parte do público das metas de inflação. A transparência das ações dos formuladores de política econômica contribui para que possuam mais credibilidade através do cumprimento da meta e do comprometimento com a estabilidade.

Segundo Carrara e Correa (2012), dois pensamentos fundamentais da escola novo-clássica foram a base do desenvolvimento do RMI. São estas: a ineficácia real da política monetária, sua inconsistência intertemporal e o viés inflacionário. A primeira constrói-se a partir da ideia de taxa natural de desemprego e apresenta a ideia de que os agentes são racionais e incorporam alterações das políticas monetárias em suas expectativas. Assim, numa situação em que a taxa de desemprego é igual à sua taxa natural, o anúncio de um aumento na oferta de moeda por parte das autoridades monetárias apenas levaria a um aumento no nível geral de preços e não a uma alteração no nível do emprego. Isto mostra que a política monetária adotada para alterar variáveis reais não é muito eficiente, restando apenas o elemento surpresa para as autoridades poderem impactar a economia através da política econômica.

O segundo fundamento refere-se a um tipo de comportamento que as autoridades monetárias podem apresentar como influenciadores das expectativas dos agentes privados. Ao comunicarem um crescimento do estoque monetário (por exemplo, emissão de moeda pelo banco central), as autoridades monetárias sinalizam para os agentes privados formarem suas expectativas que, por serem racionais, levarão em conta o que foi informado pelas autoridades. Após expectativas formadas, resta às autoridades manterem o que foi anunciado ou não manterem. Ao agir discricionariamente, que é quando as autoridades traem as expectativas dos

agentes, gera-se um viés inflacionário e perde-se credibilidade das políticas monetárias. Por este motivo, uma das bases do RMI é a importância de regras de política monetária para que não haja perda de credibilidade e nem de eficiência das políticas monetárias. Conforme Kydland e Prescott (1977, apud CARRARA e CORREA, 2014, p. 444): “As implicações para nossa análise é que os *policymakers* devem seguir regras definidas ao invés de atuarem discricionariamente”.³

Os elementos acima deram origem à tese da Independência do Banco Central (IBC) e posteriormente do Regime de Metas de Inflação. Kydland e Prescott, em 1977, já vinham apresentando a ideia de criar tecnologias de comprometimento com base em arranjos institucionais para limitar a discricionariedade das autoridades monetárias. Segundo Carrara e Correa (2014), a tese base da IBC era o trinômio credibilidade-reputação-transparência e sua motivação inicial era solucionar o problema da inconsistência temporal da política econômica. A partir disso, o Regime de Metas de Inflação foi formulado. Consiste em “uma estratégia de condução de política monetária baseada no anúncio de uma meta para a inflação no início de determinado período que é estabelecida pelo governo e/ou parlamento e deve ser perseguida pelo Banco Central” (CARRARA E CORREA, 2014). Os objetivos podem ser resumidos em uma maior transparência da política monetária, melhor comunicação entre os agentes privados e públicos e monitoramento das políticas monetárias, além de reduzir a inflação e mantê-la dentro da meta e, para que todo esse arcabouço teórico seja possível, se supõe a neutralidade da moeda como premissa teórica.

2.2 HETERODOXIA

2.2.1 Fundamentos

Conforme discutido na seção anterior, o pensamento ortodoxo é o pensamento dominante na ciência econômica e os seus adeptos são majoritariamente da escola neoclássica e, mais recentemente, os economistas novos-clássicos e novos-keynesianos. Os pensadores que divergem das ideias centrais do pensamento ortodoxo são considerados heterodoxos. Nesta seção é estudada brevemente a evolução do pensamento heterodoxo e seus principais representantes, no caso, Karl Marx e John Maynard Keynes e suas principais contribuições para a teoria heterodoxa da economia.

Desde a transição do feudalismo para o capitalismo, no surgimento do capitalismo liberal, já havia alguns pensadores que estavam começando a desenvolver teorias com um viés

³ KYDLAND, F.; PRESCOTT, E.C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.

heterodoxo. Na França revolucionária, surgiu um dos primeiros grupos de pensadores econômicos, os fisiocratas. Estes, embora compartilhassem ideias muito semelhantes aos economistas clássicos, divergiam em pontos fundamentais da teoria econômica. Eles eram discípulos de Quesnay, e quase todas as suas ideias eram originadas do *Tableau Economique* desenvolvido por Quesnay (HUNT, 2013). A principal contribuição de Quesnay para a heterodoxia é a de ideia de que a moeda não é neutra, isto é, para ele o entesouramento da moeda poderia afetar a economia. Conforme Hunt, os fisiocratas anteciparam a Marx e Keynes, além de diversos outros pensadores, na questão do papel da moeda na economia, e como é estudado na próxima seção deste trabalho, esta constitui a principal divergência entre as correntes econômicas na interpretação da inflação, bem como suas causas e soluções.

Karl Marx foi um pensador muito influente na história do pensamento econômico. Juntamente com Smith e Ricardo, ele se constitui em um dos principais economistas clássicos e idealizadores da teoria do valor-trabalho. Esta começou com Smith e foi a base da teoria marxista de exploração capitalista, apresentada no livro *O Capital*. Segundo Hunt, Marx criticava os economistas utilitaristas, bem como os clássicos, com exceção de Mill, por não terem percebido que o capitalismo era um processo histórico no qual o trabalhador trabalhava para privilegiar apenas a classe burguesa, detentora dos meios de produção. Ele não considerava a propriedade privada dos meios de produção um direito sagrado, antes ele acreditava que a propriedade originalmente era a propriedade comum. Além disso, Marx criticava a afirmação de Bastiat (economista contemporâneo a Mill, porém mais radical na defesa do utilitarismo): “Economia Política é troca”, que, na visão de Marx, reduzia o todos os fenômenos capitalistas a atos de troca e vendas no mercado. Para Marx, o capitalismo parecia igualitário apenas na superfície, ou seja, no mercado. Na esfera da produção, entretanto, o que Marx chama de “o fetiche da mercadoria” é revelado. Hunt (2013, p.306) explica que

[...] a produção de mercadorias não é a forma mais característica de produção social até que os trabalhadores não produzam mais os produtos para a sua própria subsistência e passem a comprá-los dos capitalistas. É esta a fonte de poder dos capitalistas sobre os trabalhadores em uma sociedade produtora de mercadoria.

Marx entende que a circulação de mercadorias no sistema capitalista buscava apenas o constante aumento do valor por parte dos capitalistas. Este valor excedente gerado era o que Marx nomeou como mais-valia. Conforme Hunt (2013), Marx concluiu que “a circulação de mercadorias não produz valor algum”, e logo ele focou sua análise na esfera da produção, de onde provém a mais-valia. Para Marx, a origem da mais-valia deve-se ao fato de que os capitalistas compravam um conjunto de mercadorias e vendiam um conjunto inteiramente

diferente. Esta diferença era proveniente da força de trabalho que era comprada pelos salários dos funcionários, que produziam um valor maior que este salário. O valor a mais que era produzido somente se concretizava na esfera da circulação e tornava-se o lucro do capitalista. Essa mercadoria chamada força de trabalho era o diferencial do capitalismo para todos os outros modos de produção e era o modo que se dava a exploração do operário pelo capitalista. Hunt (2013, p.325) explica:

A fim de entender a teoria do valor-trabalho de Marx, é preciso ter em mente que ele pertencia a uma escola de pensamento que vê uma distinção entre a aparência imediata, manifestada empiricamente, de um fenômeno social e a substância ou essência profunda, menos visível, porém mais importante, que está por trás dessa aparência. Dentro dessa tradição, a explicação científica consiste em identificar a essência do fenômeno e então mostrar como essa essência se manifesta na aparência do fenômeno.

Claramente, percebe-se que, diferentemente da ideia de harmonia social e troca entre iguais, Marx afirma haver um conflito de classes, onde há uma classe detentora dos meios de produção e do capital, fruto de uma acumulação anterior ao capitalismo, a burguesia, e uma classe que somente possui a sua força de trabalho e precisa vendê-la à outra classe para sobreviver, o proletariado. Para Marx, o livre mercado não levaria a um sistema socialmente harmônico e ao equilíbrio. Ele rejeitava a ideia de equilíbrio e postulou em suas conclusões teóricas que a disparidade entre salários e lucros poderia levar a uma crise de superprodução. Além disso, ele acreditava que a principal consequência do livre mercado seria justamente o oposto da concorrência ortodoxa, o livre mercado levaria basicamente a situações de monopólios e oligopólios, causando perda de bem-estar social (HUNT, 2013)

Outro economista que teve grande influência no pensamento econômico foi Keynes. Em meio à Grande Depressão de 29, que se prolongou durante os anos 30, Keynes procurou entender o sistema econômico capitalista, em especial, as depressões e suas causas (HUNT, 2013). Para alguns, a Grande Depressão de 29 foi a prova de que o liberalismo econômico não funcionava na prática e levava a grandes desastres. Neste contexto de repúdio às ideias liberais, Keynes propôs um novo modelo para restaurar a economia ao pleno emprego, baseado principalmente no papel da intervenção do estado para regular mecanismos que o *laissez-faire* não regulava.

Segundo Hunt, Keynes discordava da ideia de que o mercado regularia oferta e demanda automaticamente. Seus dois principais pontos de divergências eram: mesmo aceitando a noção de que a taxa de juros influenciava a poupança, ele acreditava que o nível de renda agregada era mais influente no volume de poupança do que a taxa de juros e; acreditava que a interação

entre poupança e investimento não determinava a taxa de juros, pois esta era determinada pela oferta e demanda de moeda. Hunt (2013, p. 569) complementa, afirmando que estes pontos de divergência “destruíam não só a teoria neoclássica da automaticidade do mercado, como também os dois pilares da ideologia neoclássica: a teoria da distribuição baseada na produtividade marginal e a teoria de que um mercado livre e concorrencial resultaria em uma alocação ótima de recursos”. Assim, o abandono da teoria da poupança dos ortodoxos se deu pelo que Keynes chamou de “função consumo”. Nesta, Keynes afirmava que tanto o consumo quanto a poupança eram funções majoritariamente do nível de renda e que a taxa de juros exercia pouca influência nessas variáveis. Keynes (1936, apud HUNT, 2013, p.570) explica: “Para um homem, seu padrão de vida habitual tem prioridade sobre sua renda, e ele, provavelmente, poupará a diferença entre sua renda real e as despesas que tem com a manutenção de seu padrão de vida habitual”⁴. Assim, a poupança tenderia a crescer conforme cresce a renda, a partir de um nível de renda que cubra o padrão de vida habitual. Esta relação foi chamada de “propensão marginal a poupar”, e a relação existente entre a variação da renda e do consumo é a “propensão marginal a consumir”.

A segunda grande diferença de Keynes para a teoria ortodoxa é sobre o mercado não ser plenamente eficiente na determinação da taxa de juros. Para Keynes (1936, apud HUNT, 2013 p.571), “a mera definição de taxa de juros nos diz, claramente, que a taxa de juros é a recompensa pela desistência da liquidez durante certo tempo”⁵, isto é, a taxa de juros reflete a quantidade do dinheiro que os agentes econômicos preferem ter em moeda (preferência pela liquidez) e, por isso, é determinada pela oferta e demanda de moeda. A oferta de moeda é determinada pelo Banco Central e a demanda de moeda, para Keynes, podia ser gerada por três motivos: transação, precaução e especulação. O motivo da especulação é o que está relacionado com a taxa de juros, por isso parte da demanda de moeda dependia das expectativas referentes à taxa de juros futura. Esta teoria considera que a moeda não é neutra, pois não serve apenas para transação, ela pode ser entesourada. Contempla-se na próxima seção, mais detalhadamente, o papel da não neutralidade da moeda na teoria keynesiana.

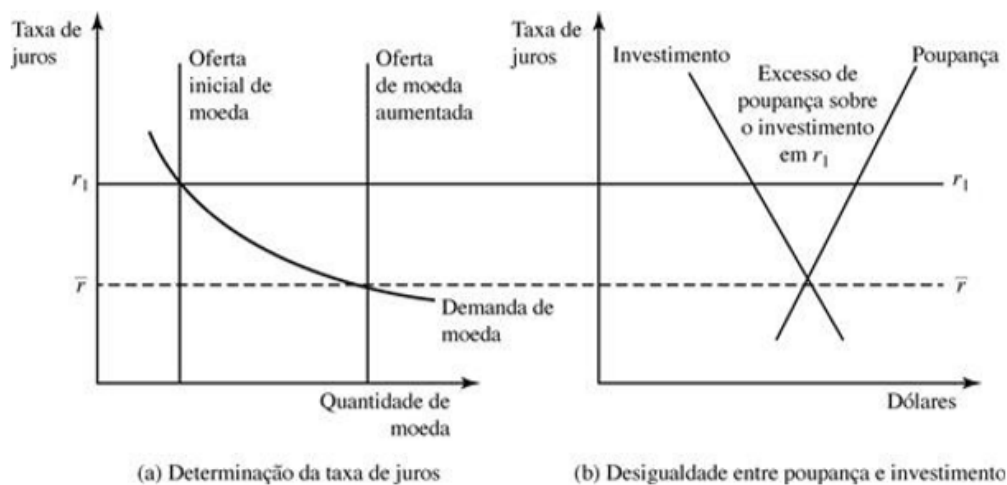
A política monetária poderia remediar alguns desequilíbrios que o mercado por si só não conseguia ajustar. A Figura 1 ilustra a teoria da taxa de juros de Keynes e a sua relação com a poupança e o investimento. Na parte (a) a demanda por moeda diminui com o aumento da taxa de juros, pois reflete, em parte, a demanda por especulação. A taxa de juros inicial,

⁴ KEYNES, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Nova York: Harcourt, Brace and World; 1936; p. 97

⁵ KEYNES. *General Theory* p. 168

determinada pelas autoridades monetárias, era r_1 , que igualava a oferta e demanda por moeda. Porém, nessa taxa de juros, há um excesso de poupança sobre o investimento (b). Isto leva a um excesso de oferta agregada, que por sua vez, leva a cortes na produção das empresas, gerando desemprego e um nível do produto agregado menor. Este problema pode ser resolvido se as autoridades monetárias aumentarem a oferta de moeda, diminuindo a taxa de juros (r) e igualando a poupança com o investimento e a oferta com a demanda.

Figura 1: Determinação da taxa de juros e a desigualdade entre poupança e investimento



Fonte: HUNT, 2013, p.573.

Em diversos casos, Keynes acreditava que a política monetária não fosse ser suficiente para conseguir resolver alguns problemas econômicos. Conforme Hunt (2013, p.575-576):

O governo poderia interferir quando a poupança superasse o investimento, tomar emprestado o excesso de poupança e gastar o dinheiro em projetos socialmente úteis, que não aumentassem a capacidade produtiva da economia nem diminuíssem as oportunidades de investimento no futuro. Esses gastos do governo aumentariam as injeções de recursos na corrente de gastos e criariam o equilíbrio a pleno emprego.

Assim, pode-se entender os dois principais instrumentos de intervenção estatal na teoria keynesiana: política monetária e política fiscal (gastos do governo). Deve-se sempre lembrar que esta teoria surgiu em uma profunda crise e, por isso, visava a superação da recessão, utilizando, para isso, instrumentos para estimular a demanda agregada a crescer novamente, gerando emprego e renda. Por demanda agregada entende-se todos os gastos de todos os agentes econômicos tais como famílias, empresas, governo e a balança comercial e de serviços. Ao longo do seu capítulo sobre Keynes, Hunt expõe algumas consequências que as políticas keynesianas trouxeram para a economia americana, tais como o aumento do endividamento fiscal, pois, a princípio, as despesas do governo seriam justificáveis para estimular a demanda.

Entretanto, o próprio Keynes tinha consciência de que os déficits públicos, ainda que necessários numa recessão, deveriam ser eliminados no longo prazo.

Embora existam diversos autores considerados heterodoxos, este trabalho restringe-se à análise apenas de Marx e Keynes, por serem dois dos principais influenciadores heterodoxos. Conclui-se que o marxismo rejeita completamente a teoria neoclássica, pois diverge em pontos fundamentais como a questão da propriedade privada, da liberdade dos agentes, e do equilíbrio automático. Pontos que levam à teoria da luta de classes, base da teoria marxista e completamente divergente da teoria da harmonia social endossada pelos ortodoxos. Keynes, embora concordasse com diversas premissas neoclássicas, percebeu que o mercado precisava de alguns instrumentos auxiliares para ser eficiente devido ao papel crucial da incerteza na análise de Keynes, e, portanto, defendia um nível considerável de intervenção governamental e uma economia não tão liberal.

2.2.2 A inflação na teoria heterodoxa

A visão heterodoxa rejeita a hipótese da neutralidade da moeda por atribuírem um papel diferente, e crucial, para a moeda, o crédito e o entesouramento. Para os heterodoxos, a moeda é fundamental na coordenação da economia e o crédito rompe a restrição orçamentaria e tem um papel ativo, potencializando a produção (MOLLO, 2004). Esta ideia de moeda, crédito e do, posteriormente analisado, entesouramento, é o que impede as duas correntes heterodoxas analisadas neste trabalho de aceitar que a moeda é neutra, e portanto, a inflação seria causada basicamente por um aumento da oferta de moeda.

A primeira corrente analisada dentro da heterodoxia é a corrente que provém das ideias de Marx. Para Marx, a moeda é reflexo da divisão social do trabalho e resultado da inserção social das classes através da compra e venda da força de trabalho e da realização do lucro monetário. Além disso, o crédito seria um potencializador da acumulação capitalista, pois permite o aumento nas escalas de produção e a redução de custos de produção ao antecipar receitas que, em um processo de produção de mercadorias normal, o capitalista teria que esperar para se realizarem e então poder reinvestir o lucro auferido (Mollo, 2004). Conforme Mollo (1992), a moeda surge em contradição entre o trabalho privado e o trabalho social, uma vez que a produção é privada e necessita ser validada socialmente para transformar-se em dinheiro. Desta forma, a moeda realiza a divisão social do trabalho e passa a ser um bem desejado para o entesouramento, por conferir “poder” aos que a possuem.

Como analisado previamente, na teoria de Marx, o capitalista precisa comprar força de trabalho para produzir mercadorias que contêm mais-valia e precisa vender estas mercadorias no mercado para tornar a mais-valia em lucro monetário. Desta forma, tem-se que, para ter

lucro, há que ter moeda. Da mesma forma, os trabalhadores precisam da moeda para sobreviver e conseguir os bens de que necessitam, tornando a moeda um item universalmente desejado, e logo, conferindo-lhe um poder social distinto. Em tempos de crise, a moeda pode prover algum tipo de segurança social e econômica, e assim, não pode ser considerada neutra, como na Teoria Quantitativa da Moeda.

Para os marxistas, uma das principais razões para que ocorra inflação é o conflito distributivo. O conflito distributivo pode levar à inflação se alguns capitalistas ou sindicatos possuem poder de monopólio, determinando preços de maneira independente da demanda (MOLLO E SAAD FILHO, 2001). Conforme Mollo (1993), há dois conflitos básicos no capitalismo, segundo os marxistas: o conflito fundamental e o conflito entre capitalistas. O primeiro refere-se ao conflito entre lucros e salários. Na teoria marxista, o lucro do capitalista é manifestação da mais-valia gerada pelo trabalhador na esfera da produção. Esta mais-valia está inserida no preço de produção das mercadorias, bem como o custo da força de trabalho e dos insumos. Como o capitalista possui a necessidade de acumular cada vez em maior escala, considerando a produtividade constante, ele tende a buscar a diminuição dos salários para que haja um aumento da mais-valia, isto é, na parcela de trabalho não paga aos trabalhadores. Cada vez que o preço da mercadoria sobe, o poder de compra dos trabalhadores cai, e eles então reivindicam maiores salários, ocasionam um novo aumento de preços, para que não haja diminuição dos lucros.

O segundo conflito é o que ocorre em meio à concorrência imperfeita dos capitalistas, que resulta em uma “seleção natural” das empresas que conseguirem se manter ativas no mercado. As que estiverem em baixa no mercado serão eliminadas, resultando na concentração do poder de monopólio na mão de poucas empresas. Este monopólio facilita o aumento dos preços de mercado e a inflação. Para Mollo e Saad Filho (2001), as economias com arranjos institucionais que possibilitam a indexação de preços e aumentam o conflito distributivo tendem a ter inflações mais elevadas. A teoria marxista admite que podem haver inflação por aumento na oferta de moeda, caso o Y da Teoria Quantitativa da Moeda seja constante e inalterado pela variação na quantidade de moeda. Contudo, caso o produto agregado (Y) aumente junto com o aumento na quantidade de moeda ofertada (e talvez, por causa do aumento da quantidade de moeda ofertada) então não haverá aumento proporcional no nível de preços, invalidando a TQM e o pressuposto de neutralidade da moeda.

Na abordagem marxista, pode-se apontar três razões pela qual a Teoria Quantitativa da Moeda é rejeitada. A primeira refere-se à endogeneidade da moeda, isto é, por causa do entesouramento, a oferta de moeda é afetada por todos os agentes econômicos, não apenas o

Banco Central. A segunda refere-se à não neutralidade da moeda, pois esta pode afetar os preços relativos que, por sua vez, afetam variáveis reais como o produto agregado. E a terceira razão refere-se ao fato de que os impactos da criação de moeda não podem ser antecipados (MOLLO e SAAD FILHO, 2001; MOLLO, 2004).

Consideramos Keynes como heterodoxo na seção anterior. Entretanto, dos seus seguidores os pós-keynesianos são os mais heterodoxos, e por isso são analisados nesta seção. Na corrente de pensamento pós-keynesiana, a incerteza referente aos eventos futuros da economia exerce um efeito nos agentes econômicos, que os faz buscar segurança e proteção. Dentro desta ótica, faz-se lógico o entesouramento (e a preferência por liquidez), ou seja, os agentes podem preferir reter moeda para fins de proteção contra a incerteza do que receber lucros (PELICIONE e RESENDE, 2009). Essa possibilidade de entesouramento, resultante da preferência pela liquidez dos agentes, pode afetar a velocidade de circulação da moeda (V), que alteraria uma das condições para que a relação entre a quantidade de moeda ofertada (M) e os preços (P) seja direta, invalidando a Teoria Quantitativa da Moeda.

Conforme Sicsú (2003), a teoria pós-keynesiana reconhece que não há mecanismo monetário capaz de conter a inflação, uma vez ela já se faz presente. Portanto, o método da teoria keynesiana de combate a inflação é a busca por causas para que estas sejam combatidas com políticas econômicas específicas, de maneira a não afetar outros seguimentos da economia. Estas causas podem ser: i) Inflação de salários: Um aumento nos salários nominais causará inflação, que poderá ser absorvida pelo aumento do produto agregado, caso haja um hiato de emprego. Caso não haja hiato de emprego, é provável que esta inflação seja repassada aos preços das mercadorias, causando aumento do nível geral de preços; ii) Inflação de monopólio: um monopólio facilita o aumento de preços, pois a empresa deixa de ser *price taker* e vira *price maker*; iii) Inflação de retornos decrescentes: Ocorre quando o hiato de emprego é muito baixo e o trabalhador é menos eficiente que o capital. Isso aumenta o custo unitário do trabalho, que será repassado para os preços; iv) Inflação importada: depende do grau de abertura ao comércio. Quando um bem importado possui um preço acima do preço interno, haverá uma elevação no preço interno; v) Inflação de Choques de Oferta: ocorre quando algo não previsto afeta negativamente a oferta, diminuindo-a e gerando inflação de custos; vi) Inflação de impostos: alteração da alíquota de impostos também poderá causar uma inflação nos custos de um produto; vii) Inflação de demanda: Caso o salário nominal seja maior do que o aumento da quantidade de moeda, haverá inflação de demanda de moeda.

Modenesi resume a abordagem (2005, p.203):

A tradição keynesiana, em oposição ao monetarismo, propõe que inflações com causas diferenciadas devem ser combatidas com políticas diferentes. Isso significa que a estabilidade de preços não deve ser obtida somente por meio da política monetária, mas por uma combinação dos diferentes instrumentos de política econômica, como as políticas fiscal, tarifária e comercial, etc. Isto é, não cabe exclusivamente ao Banco Central a tarefa da manutenção da estabilidade dos preços.

Uma crítica aos sistemas ortodoxos de combate à inflação é que o enfoque monetarista limita as alternativas de combate à inflação, pois sempre utiliza a política monetária. Dependendo da origem da causa da inflação, sistemas ortodoxos como o Regime de Metas de Inflação podem elevar o desemprego a níveis desnecessários e reduzir a renda agregada, comprometendo o desempenho econômico de curto prazo. Estes sistemas só seriam eficientes no combate à inflação de demanda, que é apenas uma das possíveis causas da inflação, sendo então limitado e ineficiente no combate às outras causas da inflação (MODENESI, 2005).

2.2.3 Inflação Inercial: A contribuição da periferia ao debate da inflação

Foi no início da década de 60 que os primeiros indícios da indexação apareceram no Brasil. Esta indexação tomou proporções cada vez maiores, resultando em uma aceleração desenfreada na inflação (FRANCO, 2004). Neste contexto, surgiram estudiosos que diagnosticaram as causas desta inflação crônica, vivenciada desde a década de 70 até meados da década de 90. Essa teorização se constituiu na contribuição dos países periféricos à questão da inflação.

Desde a década de 40, a Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL) já apresentava suas interpretações e teorias sobre a inflação latino-americana. A teoria original proposta era basicamente estruturalista e evidenciava a rigidez da oferta agrícola e a insuficiência da capacidade para importar. Esse diagnóstico se modificou ao longo do tempo. Edmar Bacha (2003, p.144), afirma que:

Ao longo do tempo, a visão original cepalina ganhou formatação analítica através da teoria inercialista da inflação, segundo a qual os preços se formam pela aplicação de um *mark-up* sobre os custos primários - câmbio e salários. Estes, por sua vez, reajustam-se em função dos preços passados e de choques de oferta - traduções mais atualizadas dos mecanismos de propagação e das rigidezes estruturais do esquema cepalino original. Tanto na interpretação cepalina, como na versão inercialista, a oferta de moeda é endógena, mas os mecanismos dessa endogenia pelo menos no Brasil só se tornaram explícitos com a paulatina introdução da moeda indexada, ou seja, dos depósitos à vista remunerados pela inflação, com base monetária evoluindo de acordo com a demanda através do redesconto automático. Numa economia onde a inflação é puramente inercial, a chave do sucesso de um programa de estabilização reside em desindexar a economia.

Ainda na década de 60, o economista brasileiro ortodoxo Mário Henrique Simonsen já havia formulado um modelo de realimentação, que seria a base para a teoria da inflação inercial, que surgiria anos depois. Este modelo de realimentação, explica a inflação através de três componentes: uma componente autônoma (parcela independente determinada por fatores exógenos ou institucionais), uma componente de realimentação (parcela de inflação resultante da inflação do período anterior) e uma componente de regulação pela demanda (parcela provocada pelo excesso de demanda ante a capacidade produtiva e depende das políticas monetária e fiscal), de acordo com Cabello (2014). A segunda componente (parcela de inflação resultante da inflação do período anterior) indicaria o grau de automatismo da inflação, ou seja, o impacto da inflação anterior no período presente.

Como observado por Cabello (2014), referente ao modelo supracitado:

[...] o modelo de realimentação assume a existência da inércia inflacionária sem, no entanto, explicar sua origem, algo observado por Barbosa (1997). A inércia é vista como mecanismo de propagação, e as causas da inflação são de demanda ou de custos.

Assim, a autora supõe duas origens possíveis para a inflação, a partir de críticas por parte da escola ortodoxa das expectativas racionais. Estas origens seriam "as taxas esperadas de expansão monetária autorregressivas; e contratos baseados em expectativas inflacionárias passadas." (CABELLO, 2014).

As principais críticas heterodoxas à ortodoxia dizem respeito ao gradualismo e sua falta de eficácia. E também aos custos para a população, o sacrifício do crescimento e a possibilidade de uma recessão, fatores estes envolvidos num plano de estabilização que, naturalmente, propunha resultados a longo prazo. Sendo assim, os autores heterodoxos são mais inclinados a buscar outras causas para a inflação, a fim de combatê-las sem passar pelo sacrifício da recessão e do desemprego.

Porém, Simonsen (1970) não descartava a eficácia do gradualismo, antes, a afirmava, como mostra Cabello (2014):

[...] deve-se perceber, no entanto, que, ao afirmar que a taxa de inflação tem uma componente de realimentação, Simonsen (1970) fez o argumento de que o gradualismo não é necessariamente menos eficaz que o tratamento de choque no combate à inflação (como acreditavam algumas agências internacionais) - a diferença entre as duas abordagens é o tempo de ajuste.

Na concepção de Bresser-Pereira (2010), ele mesmo é o autor da teoria da inflação inercial. Em 1981, ele escreveu:

As elevações de custos e preços não ocorrem todas ao mesmo tempo em todas as empresas. Elas ocorrem alternadamente, em uma e outra empresa. Este fato é decisivo. Suponhamos três empresas, A, B e C, no sistema. Se estas três empresas aplicam rigorosa e alternadamente a política de margem fixa sobre o custo, a taxa de inflação, uma vez iniciada, torna-se permanente. A combinação de margem fixa sobre o custo

com alterações alternadas de preços não leva necessariamente a um aumento da taxa de inflação, mas à manutenção dos níveis de inflação em um determinado patamar.

E explica a manutenção desta inflação inercial:

"A manutenção do patamar de inflação decorre do fato de que os agentes econômicos, em seu esforço para manter sua participação na renda, indexam informalmente seus preços, aumentando-os defasadamente; fazem-no porque não têm alternativa senão repassar aumentos de custos para preços, repetir no presente a inflação passada, indexar informalmente seus preços; fazem-no defasada ao invés de simultaneamente, porque grandes aumentos de preços quase simultâneos só ocorrem quando o problema deixa de ser o da alta inflação e passa a ser o da hiperinflação."

Após o diagnóstico da teoria da inflação inercial e os efeitos negativos causados pelas altas taxas de inflação vivenciados pela população, a concentração de esforços era para buscar a solução deste problema, também chamado de inflação autônoma. O principal fator mantenedor da inflação, como visto acima, era a indexação formal e informal da economia, o que acabava tornando esta inflação com uma característica autônoma, dado que esta seria no mínimo um reflexo da inflação passada, acrescida das expectativas dos agentes.

Diante disto, Bresser-Pereira (2010) afirma sobre as soluções encontradas:

"Víamos apenas duas possibilidades: ou montava-se um sistema de prefixação gradual, baseado na previsão de uma inflação futura declinante, e se estabeleciam guias (*guidelines*) para os agentes econômicos aumentarem seus preços a taxas decrescentes, ou se estabelecia um congelamento geral e rápido de todos os preços e salários acompanhado de uma tabela de correção dos contratos de compra e venda em curso."

Outros autores, como Francisco Lopes, acreditavam que o choque heterodoxo, como o congelamento de preços, era a melhor solução para o problema crônico da inflação. Havia, entretanto, uma alternativa a essa solução proposta: a moeda indexada. Ideia de Pêrsio Arida (1983) e André Lara Resende (1984), a moeda indexada era uma proposta elegante de engenharia econômica, que propunha

a introdução de uma nova moeda que circularia paralelamente ao cruzeiro. Tal moeda estaria defendida do imposto inflacionário pela sua cotação estável em relação à ORTN e, ao menos numa primeira fase, também em relação ao dólar. A circulação paralela é fundamental para que se imponha a credibilidade da nova moeda. (RESENDE, 1985).

Assim, para Resende (1985) e os economistas heterodoxos supracitados a proposta da nova moeda seria um programa de reforma monetária vantajoso, pois, ao contrário do gradualismo ortodoxo, essa não reduziria a liquidez da economia, não seria necessário aumentar a taxa de juros, não se inviabilizaria o investimento público e não seria necessário "asfixiar" o setor privado com aumento de impostos na tentativa de gerar superávit fiscal. Ao contrário, essa solução possibilitaria concomitantemente com o estancamento da inflação, um aumento da liquidez, e a abertura para o financiamento do setor privado, além de possibilitar

um crescimento do produto e do emprego após a estabilização da moeda, conforme indicam as experiências históricas.

2.2.4 Estudos empíricos sobre a inflação: o papel das commodities

O empirismo econômico baseia-se na observação e análise da realidade para auferir conclusão teórica, e assim, procura explicar a realidade através de uma teoria econômica fundamentada. Utilizando uma abordagem econométrica e não apenas teórica, pode-se estudar o comportamento da variável inflação em relação a fatores causadores como oferta, demanda e outros.

O estudo nesta seção se propõe a analisar quais são os fatores de maior peso por trás do processo inflacionário em países emergentes. Segundo Mohanty e Klau (2001), os resultados empíricos revelam que os determinantes convencionais da inflação, como a inflação de demanda, possuem influência significativa na inflação. Entretanto, a importância deles não pode ser a mesma em todos os países. Fatores do lado da oferta afetam a inflação em um grande número de países. Choques de preços dos alimentos são vistos como o fator determinante mais comum em quase todas as economias subdesenvolvidas, seguido da taxa de câmbio. Em contraste, a inflação e os choques de petróleo são fracamente associados. O sistema fiscal, a taxa de câmbio, os preços relativos, os preços administrados e a inflação de salários (indexação), são os principais determinantes da inflação apontados no estudo de Mohanty e Klau (2001).

Mohanty e Klau (2001) concluem que dois grandes fatos são evidentes em sua análise: i) boa parte dos componentes dos preços nas economias emergentes são movidos por fatores do lado da oferta, incluindo grandes mudanças no câmbio e no preço de importação e choques da agricultura; ii) a fraca performance da tradicional variação de demanda na equação da inflação suscita um novo desafio para se conduzir a política monetária *forward looking*. Em alguns casos, contudo, isto pode não indicar que os fatores de demanda são menos relevantes na determinação da inflação, mas são pontos difíceis de serem mensurados.

2.3 Considerações Preliminares

Este capítulo apresentou alguns pontos conceituais entre as duas maiores correntes do pensamento econômico. Na primeira parte foi estudada a visão ortodoxa da economia geral, com um breve histórico do pensamento ortodoxo e seus principais autores. Além disso, apresentou-se a visão ortodoxa sobre as causas da inflação, com a Teoria Quantitativa da Moeda e seus efeitos na economia. A segunda parte tratou sobre os heterodoxos, a visão geral, os principais autores e seus principais pontos de divergência em relação aos ortodoxos, dando maior ênfase aos pontos de divergência relacionados com a inflação. Destacam-se as

observações conclusivas de Mohanty e Klau no tocante aos fatores relevantes empiricamente para determinar a inflação, como o papel das *commodities*, bem como outras variáveis de oferta, e do câmbio. Além disso, é interessante analisar as descobertas sobre a inflação inercial de autores brasileiros durante a década de 80. Conclui-se que a inflação inercial é fruto da indexação de preços e, para este caso, a solução foi uma moeda hiperindexada a fim de desindexá-la.

3. A EVOLUÇÃO DA INFLAÇÃO NO BRASIL (1995-2015)

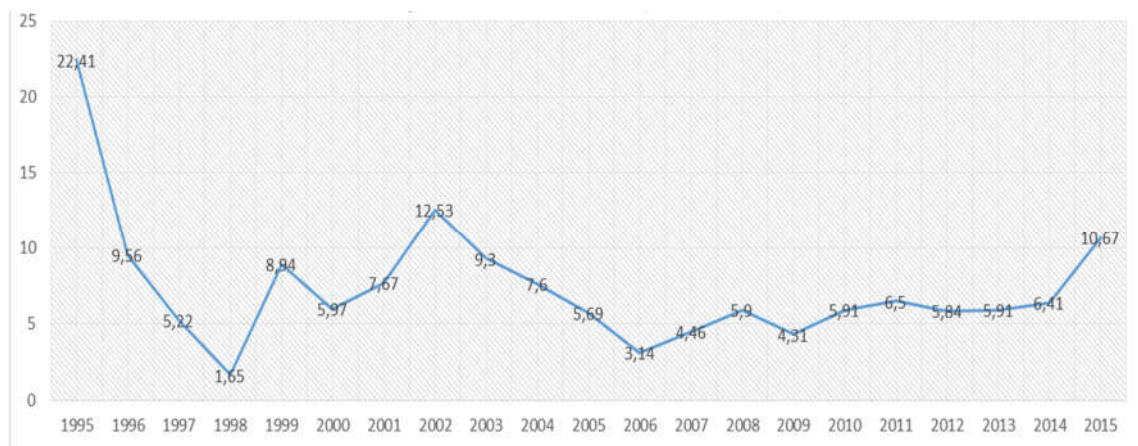
Este capítulo analisa o comportamento da inflação no período de 1995 até 2015. É utilizado o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) como base das análises. Na primeira parte do capítulo é feita uma análise da série histórica do IPCA. A discussão é tanto agregada como desagregada, enfatizando a evolução de componentes dos preços, como os preços administrados. Além disso, são analisados os impactos da variação dos preços de alguns itens importantes dentro do índice global (como, por exemplo, alimentos, habitação, transporte, entre outros). Na segunda parte do capítulo, o foco da análise são os determinantes da inflação, tanto do lado da demanda como do lado da oferta, como produtividade, câmbio, custos unitários do trabalho, entre outros. Todas as análises supracitadas são feitas através de gráficos expositivos que retratam o comportamento histórico de cada determinante. Por fim, é apresentada uma tabela-síntese que resume os principais determinantes da inflação de cada ano estudado, com base nos relatórios de inflação divulgados pelo Banco Central do Brasil.

3.1 Análise da Evolução do IPCA

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) é atualmente o índice mais relevante para medir a inflação no Brasil. Ele foi escolhido pelo Conselho Monetário Nacional como referência para o Sistema de Metas de Inflação implementado em 1999 (Bacen, 2016). O índice é calculado tendo por base os orçamentos das famílias que ganham de 1 a 40 salários mínimos, e os dados são coletados nas regiões metropolitanas de Porto Alegre, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Recife, São Paulo, Belém, Fortaleza, Salvador, Curitiba, Goiânia e no Distrito Federal. Conforme Carrara e Correa (2012), “O IPCA é um tipo um índice de Laspeyres que calcula a mudança dos preços de bens e serviços entre dois períodos, ponderando a participação das despesas com cada bem no consumo total”. Os itens que fazem parte da estrutura do IPCA são: alimentação, habitação, vestuário, transporte, despesas pessoais, saúde e cuidados pessoais, educação, comunicação e artigos de residência (Carrara e Correa, 2012).

No Gráfico 1, vê-se a evolução da variação do IPCA acumulado em 12 meses, de Janeiro a Dezembro de cada ano, para o período considerado nesse trabalho (1995-2015). A inflação atingiu 22,41% em 1995, um valor baixo comparado com os valores anteriores ao Plano Real (1994), porém é o valor mais alto de toda a série. Há uma queda abrupta de mais de 50% da inflação chegando a 9,56% em 1996 e 1,65% em 1998, sendo esse o valor mais baixo até o final da série.

Gráfico 1: Variação acumulada do IPCA (1995-2015)



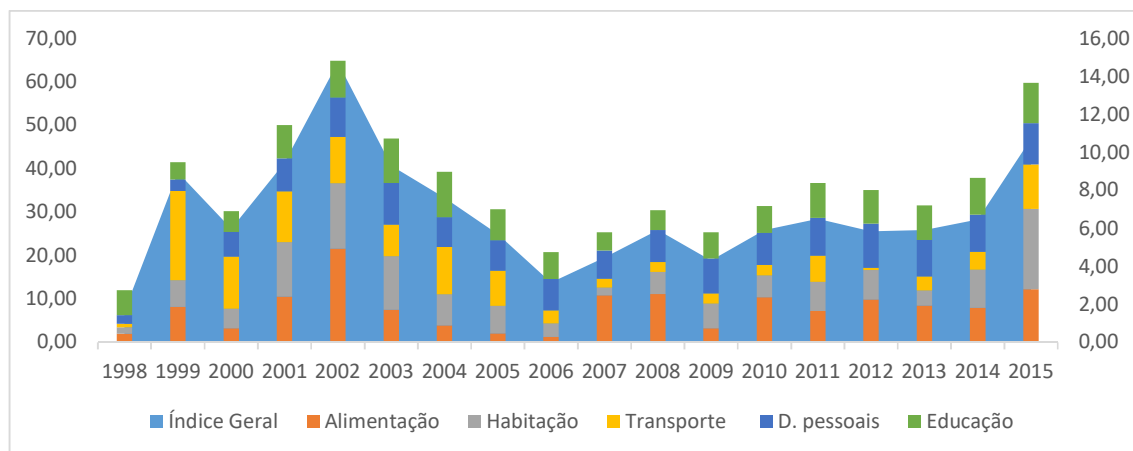
Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Em 1999, houve um aumento significativo na taxa de inflação, chegando a 8,94%, mas ela ainda se manteve abaixo de 10%. Apresentou pequena queda em 2000 para 5,97% e logo voltou a subir, atingindo 12,53% em 2002, o segundo maior valor da inflação no período analisado. Até o ano de 2006 a inflação caiu significativamente, atingindo 3,14%, quando subiu novamente até 5,9% em 2008. No ano de 2009, baixou para 4,31% e logo retomou os 5,9% em 2010. De 2010 até 2014 houve pouca variação, com tendência de alta, chegando a taxa a 6,41% em 2014. Após um período relativamente estável, a inflação subiu novamente para 10,67% em 2015. Avaliando a evolução em geral, houve dois ciclos de queda prolongada, do ano de 1995 até 1998 e do ano de 2002 até 2006, um ciclo de alta de 1998 a 2002, e um ciclo de relativa estabilidade no período de 2008 até 2014. Contudo, o comportamento do índice agregado não foi o mesmo para os componentes, como mostra a discussão a seguir.

3.1.1 Análise Desagregada do IPCA: A Evolução dos Principais Itens

Como explicado anteriormente, alguns itens importantes no orçamento familiar compõem o Índice de Preços ao Consumidor Amplo. Nesta seção são analisados os itens mais relevantes dentro do IPCA, para o período 1998-2015.

Gráfico 2: Variação dos Itens que compõem o IPCA (1998-2015)



Fonte: Indicadores IBGE: sistema nacional de índices de preços ao consumidor: INPC-IPCA (2016)

Os preços dos alimentos têm grande importância na variação do IPCA em quase todos os anos, principalmente em 2002. Entretanto, é interessante notar que no período de 2003 até 2006, a diminuição dos preços dos alimentos foi parcialmente responsável pela diminuição da inflação, pois nota-se que este item destacou-se dos demais itens na proporção da sua redução. O custo do transporte esteve relativamente alto no final da década de 90, principalmente em 1999 e início dos anos 2000. Após 2006, ele se manteve baixo e só foi aumentar em 2015. Os preços da habitação, durante todo o período, também foram influentes em relação aos preços gerais.

A partir de 2001, as despesas pessoais variaram pouco, porém mantiveram uma participação significativa. Os gastos com educação variaram mais que os gastos com despesas pessoais, nota-se uma diminuição considerável destes na formação do IPCA, de 2006 até 2009. É interessante constatar que, em 1998, com a taxa de inflação mais baixa do período, o item mais representativo foram as despesas com educação.

3.1.2 Análise Desagregada do IPCA: A Evolução dos Preços Administrados

No Brasil, os preços administrados e monitorados são aqueles que estabelecidos por órgão público e, por isso, não variam conforme a demanda e oferta dos bens, como os preços livres. O Banco Central explica que os preços administrados são divididos em dois grupos: aqueles que são determinados pelo governo federal ou pelas agências federais reguladoras, e aqueles que são determinados pelos governos municipais e estaduais. O primeiro grupo inclui os preços do serviço telefônico, gasolina, gás, eletricidade e planos de saúde, enquanto que os preços da taxa de água e esgoto, IPVA e transporte público urbano, como ônibus e trem, são controlados por governos estaduais e municipais. O preço dos produtos derivados de petróleo

(gasolina e gás de cozinha) são determinados pela Petrobras, enquanto o preço de energia elétrica e dos serviços telefônicos são regulados por contratos de concessão preestabelecido pelo governo federal e as empresas provedoras dos serviços. A Figura 2 a seguir mostra um resumo sobre os preços administrados no Brasil.

Figura 2: Resumo dos preços administrados no Brasil

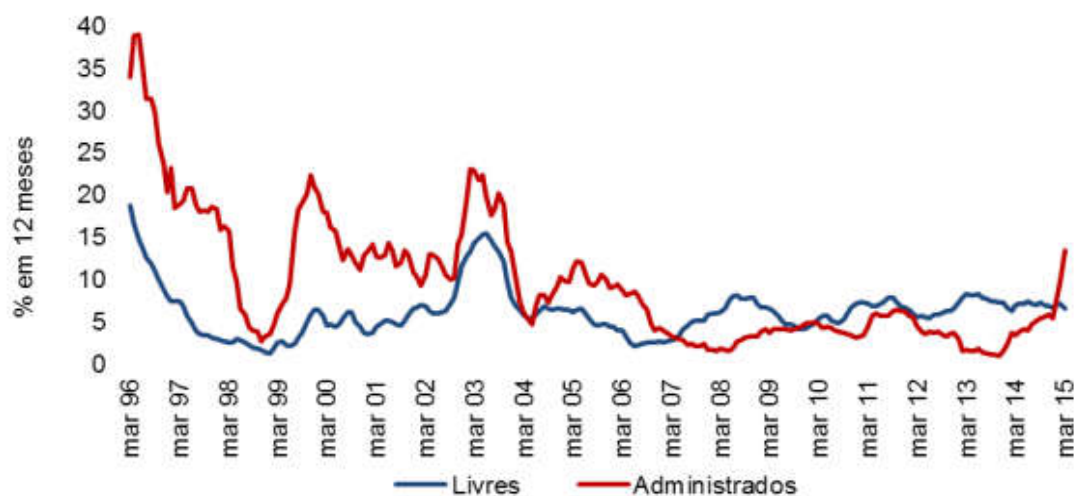
	Peso no IPCA (%) (mar/15)	Peso nos Preços Administrados (%) (mar/15)
Regulados a Nível Federal		
Produtos Derivados de Petróleo	5,23	22,43
Gasolina	3,99	17,11
Gás de botijão	1,09	4,67
Óleo Diesel	0,15	0,65
Energia Elétrica Residencial	3,21	13,76
Serviços Telefônicos	1,24	5,33
Telefone Fixo	1,14	4,89
Telefone Público	0,10	0,45
Plano de Saúde	3,24	13,91
Produtos Farmacêuticos	3,27	14,02
Jogos Lotéricos	0,37	1,57
Metrô	0,07	0,30
Ônibus Interestadual	0,25	1,07
Correio	0,01	0,05
Barco	0,01	0,04
Gás Veicular	0,11	0,46
Regulados a Nível Estadual e Municipal		
Transporte	3,44	14,75
Ônibus Urbano	2,64	11,34
Ônibus Intermunicipal	0,74	3,16
Trem	0,06	0,25
Taxa de Água e Esgoto	1,39	5,96
Multa	0,03	0,14
Táxi	0,37	1,60
Emplacamento e licença	0,89	3,82
Gás Encanado (RJ e SP)	0,07	0,31
Pedágio	0,11	0,48
Total	23,31	100,00

Fonte: IBGE (2015) e Banco Central do Brasil/Serie de Perguntas Mais Frequentes – Preços Administrados (2015)

Conforme a Figura 2 acima, os preços administrados representam 23,31% do IPCA. Um fator fundamental para determinar os reajustes dos preços administrados é a inflação passada. Na Figura 3 a seguir mostra-se o IPCA, no acumulado de 12 meses, decomposto em preços administrados e preços livres. Nota-se que os preços administrados estiveram acima dos preços livres de 1996 até 2007. O Banco Central considera que, em 1999, com a adoção do câmbio flutuante, diversos itens que possuíam componentes atrelados ao câmbio apresentaram significativa alta em função da forte depreciação da moeda, revertida no final do próprio ano.

Observa-se que, de 2008 até 2015, os preços livres estiveram mais altos, como mostra a Figura 4, com crescimento de 59,2%, enquanto os preços administrados cresceram 42,4% no mesmo período (e o IPCA, 54,3%).

Figura 3: IPCA: Preços Administrados X Preços Livres (1996-2015)



Fonte: IBGE (2015) e Banco Central do Brasil/Série de Perguntas Mais Frequentes – Preços Administrados (2015)

Figura 4: IPCA e Preços administrados selecionados (variação %)

	1995-98	jan/95-mar/15	jan/99-mar/15	jan/08-mar/15
IPCA	43,5	314,7	189,1	54,3
Administrados	88,2	573,7	257,9	42,4
Água e Esgoto	84,5	557,4	256,4	43,6
Gás de Bujão	121,2	1.042,1	416,2	44,8
Energia Elétrica	89,6	669,9	306,1	57,1
Ônibus Urbano	97,8	678,4	293,5	55,0
Gasolina	51,5	513,6	305,0	32,6
Plano de Saúde	126,6	714,2	259,3	70,4
Telefone Fixo	309,7	712,7	98,4	-8,1
Livres	37,0	271,3	171,0	59,2

Fonte: IBGE (2015) e Banco Central do Brasil/Série de Perguntas Mais Frequentes – Preços Administrados (2015)

Os preços administrativos possuem bastante influência no IPCA, portanto sobre a política monetária, e por sua vez são influenciados significativamente pela inércia inflacionária, isto é, pela inflação passada. Por não serem definidos pelo mercado, os preços administrados possuem pouca elasticidade em relação os efeitos da política monetária. De acordo com um relatório da Série de Perguntas Mais Frequentes, referente aos preços administrados com informações até Março de 2015, do Banco Central (2015, p.7), “na formulação e na

implementação da política monetária, o Copom leva em consideração explicitamente o comportamento e os efeitos inerciais dos preços administrados, reagindo do mesmo modo que com outros choques de oferta”. Ou seja, o Banco Central procura considerar os choques de preços administrados ao formular as políticas monetárias.

3.2 Análise dos Determinantes da Inflação no Brasil pelo Banco Central

Nesta seção é apresentada a evolução de alguns dos determinantes da inflação brasileira segundo o Banco Central, para o período a partir da adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI). A tabela ao final da seção resume quais fatores foram decisivos e influentes na determinação da inflação do ano em questão na leitura da autoridade monetária. Essas análises baseiam-se no sumário executivo dos relatórios trimestrais de inflação publicados pelo Banco Central do Brasil.

O ano de 1999 foi o ano da adoção do Regime de Metas de Inflação. Com a crise Russa no ano anterior, a instabilidade financeira internacional causou uma grave crise cambial devido à saída de investimentos dos países emergente, como o Brasil. Isto levou a uma desvalorização do Real e posteriormente ao abandono do regime de câmbio administrado (âncora cambial). Além disso, naquele ano, a inflação brasileira esteve alta devido a choques não antecipados, como a entressafra de carne, o preço do álcool combustível e o reajuste do preço dos automóveis.

No ano 2000, o recuo da taxa de inflação foi acompanhado pela recuperação do crescimento da economia. Uma expansão de 3,8% do Produto Interno Bruto foi liderada pela indústria de bens duráveis e bens de capital. Entretanto, o alto preço do petróleo, classificado como choque externo, afetou os preços administrados e causou parte da inflação do período, que foi inferior à inflação de 1999. O realinhamento das tarifas de eletricidade e comunicações também foi responsável pelo aumento nos preços administrados.

Em 2001, houve uma diminuição do prêmio de risco do Brasil, o que levou a uma apreciação cambial pela atração de investimentos externos. Essa apreciação foi importante para manter a inflação em um nível razoável, assim como os menores reajustes das tarifas de energia elétrica, liberação do mercado de derivados de petróleo e das mudanças de tributação no setor, que implicaram uma redução de preços. Além disso, o bom desempenho das *commodities* garantiu um resultado favorável e contribuiu para um saldo superior a US\$ 2 bilhões na balança comercial em 2001. De acordo com o sumário executivo do Relatório de Inflação do Banco Central (2001, p.8), “a evolução dos índices de preços dos últimos meses refletiu,

principalmente, o desempenho dos preços livres, influenciado pelo repasse cambial e pela recomposição de margens”.

Em 2002, a aceleração inflacionária teve como causas principais os efeitos da depreciação cambial, que ocorria desde abril daquele ano, e o agravamento dos impactos da entressafra agrícola. Notou-se no movimento dos preços dos serviços que havia uma participação menor da inércia inflacionária.

Uma política monetária macroeconômica consistente foi fundamental para a diminuição da inflação em 2003 segundo o Banco Central. A existência de uma capacidade ociosa na economia, de um cenário externo favorável e de expectativas inflacionárias sob controle, possibilitaram o cumprimento da meta de inflação e da recuperação da atividade econômica. O bom desempenho das exportações pelo terceiro ano seguido consolidou o papel do setor externo como principal fator dinâmico da atividade econômica. Naquele ano houve um movimento de expansão da atividade, a partir da superação do risco inflacionário e da flexibilização da política econômica, impulsionada com maior intensidade pela produção de bens de consumo duráveis.

Em 2004, embora tenha havido crescimento econômico, as taxas de inflação mantiveram-se fora da meta. Essas pressões inflacionárias foram, em grande parte, reflexo da rigidez das expectativas de inflação dos agentes privados, ou seja, reflexo da inércia inflacionária na interpretação do Banco Central. A relação dívida/PIB atingiu o valor mais baixo desde 2001, causando uma apreciação cambial, que favoreceu a trajetória da inflação, bem como os preços de alimentos *in natura*, que registraram acentuada redução.

No final do ano de 2005, observou-se uma queda no ritmo de crescimento econômico e uma elevação na inflação. Isso foi devido, em grande parte, ao esgotamento do processo de declínio dos preços agrícolas e ao reajuste dos preços de combustível, que já estavam previstos. Embora tenha havido uma subida nos preços administrados, resultado da forte presença da inércia inflacionária, a inflação acumulada de 12 meses em 2005 reduziu-se em 2 pontos percentuais em relação a 2004. Esse ano também foi o segundo ano consecutivo do cumprimento da meta. A apreciação cambial resultou novamente em efeitos positivos sobre a inflação, que diminuiu mesmo com o aumento dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, resultando em um bom desempenho da balança comercial, porém com efeitos negativos na inflação interna.

Em 2006, a expectativa do Banco Central era otimista. De acordo com o Relatório do Banco Central (2016, p.8):

“Em 2006, a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) deverá apresentar recuo pelo quarto ano consecutivo. Além disso, a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) deverá ser alcançada pelo terceiro ano seguido, o mais longo período de cumprimento desde que o regime foi implantado. Pela primeira vez também desde 1999, a inflação anual deverá ficar abaixo do valor central para a meta.”

Este cenário esperado favorável para 2006, seria reflexo em grande medida dos efeitos das políticas monetárias adotadas nos últimos anos. Com relação ao desempenho da inflação na prática, um fator que contribuiu para a desaceleração efetiva da inflação em 2006 foi o crescimento econômico, que pode ser explicado pelo aumento nas operações de crédito do sistema financeiro, um saldo positivo na balança comercial e um superávit fiscal primário. Esses fatores influenciam o bom comportamento da inflação de maneira indireta.

Em 2007, houve uma diminuição no crescimento econômico e um aumento na inflação a partir de setembro. O cenário continuava favorável, como em 2006, reforçado pela consistente trajetória do investimento e pelo consumo das famílias. Embora o preço internacional das *commodities* estivesse alto, isso estimulou os produtores, que gerou crescimento da oferta e da economia. Além disso, a indústria e os serviços também tiveram bons resultados. Ao contrário do que ocorria nos anos anteriores, os preços livres subiram mais que os preços administrados. Dentro dos preços livres, tinha-se a inflação dos bens não-comercializáveis, que situava-se acima dos bens comercializáveis, e que vinham subindo, não obstante tenha havido uma apreciação cambial em 2007, influenciando positivamente a inflação.

A crise de 2008 causou impactos indiretos no crescimento econômico doméstico e na inflação brasileira, principalmente ao diminuir os investimentos externos. Ao final de 2007 a inflação acumulada em 12 meses estava em 4,19%, enquanto ao final de 2008 ela estava em 6,39%. Nota-se que houve uma aceleração nos preços dos bens comercializáveis e dos não-comercializáveis, devido ao descompasso entre o ritmo de expansão da oferta e da demanda agregada.

No ano seguinte, 2009, houve políticas fiscais e monetárias expansionistas para retomar o crescimento econômico ao redor do mundo. Isto afetou indiretamente a inflação brasileira ao mitigar os impactos da crise internacional, pois as economias mundiais saudáveis causam efeitos positivos na economia brasileira, como investimentos e comercialização de *commodities*. Além disso, o indicador de risco do Brasil havia atingido um patamar alto, de 688 pontos. Porém, graças aos superávits na conta financeira, o risco voltou ao patamar de antes da

crise: 212 pontos, quando a taxa de câmbio reverteu o processo de depreciação iniciado no segundo semestre de 2008.

Em 2010, a economia brasileira experimentou ampla expansão graças ao mercado de crédito, que contribuía para a expansão do consumo e do investimento. A inflação acelerou-se no final do ano devido a fatores sazonais internos, relacionados à oferta de alimentos, e externos, relacionados ao aumento do preço internacional das *commodities*. Além disso, havia desequilíbrios entre as taxas de expansão da oferta e da demanda por bens.

O cenário econômico mundial havia mudado em 2011, quando os principais blocos econômicos continuaram a sofrer reduções generalizadas em suas taxas de crescimento. No Brasil, a atividade econômica, mesmo impulsionada pela demanda interna e pela expansão do crédito, manteve-se mais moderada no final do ano. A evolução das operações de crédito e dos agregados macroeconômicos mostraram-se consistentes com as políticas monetárias implementadas desde o final de 2010 até início de 2011. A inflação havia aumentado no início do ano, porém recuou no segundo semestre, se encaminhando para a meta em 2012. A balança comercial favorável, o aumento de reservas internacionais e um desempenho favorável da arrecadação contribuíram para que a inflação não continuasse aumentando. A crise causou alguns impactos negativos em relação ao fluxo de capitais internacionais, porém os investimentos estrangeiros diretos no Brasil continuaram significativos.

No ano de 2012, mesmo com perspectivas de baixo crescimento, as *commodities* apresentaram dinâmicas de preços favoráveis no mercado internacional. O *déficit* em Transações Correntes atingiu 2,3% do Produto Interno Bruto (PIB) e refletiu a retração das despesas líquidas com lucros e dividendos e no *superavit* comercial. Em novembro a inflação chegou a 5,53%, 1,11 ponto percentual abaixo da inflação em novembro de 2011. Os preços administrados tiveram uma variação de 2,27 pontos percentuais mais baixa que no ano anterior, enquanto os preços livres variaram + 6,23% em 12 meses, 0,56 ponto percentual a menos que novembro de 2011. Mesmo com a tendência decrescente da inflação, destacam-se pressões localizadas no segmento de alimentos e bebidas, devido a fatores climáticos, externos e internos, que determinaram uma alta de 10,8% da inflação no acumulado de 12 meses.

A inflação cresceu 0,24 ponto percentual em 2013 em relação ao ano de 2012. Os preços administrados tiveram sua menor taxa de variação desde o início da série, chegando a 0,95%, 2,55 pontos percentuais abaixo da variação em 2012. Os preços livres tiveram uma variação de 7,31% em 12 meses, 1,08 ponto percentual acima da variação em 2012. Houve uma variação menor nos preços de alimentos e bebidas em relação ao ano anterior, porém a variação anual

de 8,63% ainda é considerável. O setor de serviços apresentou variação de 8,55%, permanecendo acima da variação dos preços livres.

No ano de 2014, as variações dos preços das *commodities* ficaram mais moderadas e observou-se certa recuperação da atividade econômica. Sob a ótica da oferta, os setores que apresentaram variação positiva foram os setores industrial (1,7%) e de serviços (0,5%), enquanto o setor agropecuário teve uma variação negativa de 1,9%. Do lado da demanda houve contração no consumo das famílias (0,3%) e aumento dos investimentos (1,3%). A inflação subiu 0,79 ponto percentual, variação, em grande parte, devida à aceleração dos preços administrados.

Finalmente, em 2015 a inflação medida pelo IPCA alcançou 10,48% em novembro, 3,92 pontos percentuais acima da inflação de novembro de 2014. Os preços livres variaram 8,28% e os preços administrados 17,95%. Segundo o Banco Central, o *déficit* em transações correntes apresentava uma perspectiva de melhora e isto seria consistente com a depreciação cambial e com a desaceleração da demanda interna. Conforme o Sumário Executivo do Relatório de Inflação do Banco Central (2015, p.9), “a continuidade do processo de ajuste macroeconômico em curso deverá seguir favorecendo, em 2016, a trajetória de fortalecimento da conta de transações correntes”.

Nesse sentido, Pimentel, Luporini e Modenesi (2016) estudaram a assimetria do repasse cambial para a inflação brasileira no período da liberalização do câmbio (não mais controlado pelo Banco Central) e da implantação do regime de metas de inflação, durante o período de 1999 até 2013. A conclusão do trabalho é que há assimetria no repasse cambial, isto é, os efeitos de uma apreciação cambial são distintos dos efeitos de uma depreciação. Neste período houve um repasse cambial, numa média simples, de 7,61%, sendo um repasse médio de 11% em casos de depreciação e 2,84% em casos de apreciação. Isto significa que a apreciação cambial, que causaria um efeito deflacionário, é menos significativa e eficiente do que uma depreciação cambial de mesma magnitude para a variação da inflação. Neste caso, o efeito líquido seria um aumento na inflação.

Um estudo empírico, conduzido por Ricardo Moreira (2012), utilizando-se de técnicas econométricas e da análise pelo vetor auto-regressivo, propôs-se a investigar a natureza da taxa de inflação do consumidor brasileiro, em um período mais recente (2005-2011). Os resultados mostraram que os choques de *commodities* têm efeitos persistentes na taxa de inflação do consumidor. Em outras palavras: como o Banco Central do Brasil segue uma política de metas de inflação, os preços das *commodities* podem influenciar decisivamente a política monetária do país. Neste caso, pode haver custo social potencial como consequência das respostas da

política monetária ao desvio da inflação do consumidor. Basicamente, porque o último é principalmente determinado através de choques de oferta ou pelas flutuações nos preços de *commodities*.

Moreira (2012) afirma que a política de meta de inflação estabiliza a taxa ao redor da meta. Isto permite que o Banco Central procure ajustar a taxa básica de juros (Taxa Selic) para que a inflação seja mantida dentro da meta e a demanda por moeda dos consumidores seja freada. Por outro lado, as flutuações nos preços das *commodities* são causadas pelo mercado internacional e estão além da política monetária interna.

A conclusão de seus testes empíricos foi que a dinâmica da inflação brasileira é determinada principalmente pelo choque de oferta, como as mudanças nos preços das *commodities* e que, por sua vez, são possivelmente, não correlacionadas com a diferença clássica entre demanda e oferta. Isto significa, na visão de Moreira (2012), que a política monetária brasileira em sua trajetória, talvez crie um custo social significativo, pois a inflação e as variáveis reais dinâmicas não se movem na mesma direção. Ou seja, haverá custos sociais para se obter a estabilização.

Para Modenesi e Ferrari Filho (2011), a inflação brasileira recente pode ser explicada por dois componentes. O primeiro possui caráter conjuntural e refere-se aos choques internacionais de oferta de *commodities*. Observa-se um grande impacto negativo da alta de preços das *commodities* internacionais no IPCA, principalmente os itens como petróleo e derivados (42,15%); frutas, grãos e oleaginosas (41,86%); minerais (19,35%); matérias-primas (13,62%) e carnes (12,08%). Nos últimos anos, criou-se um mercado caracterizado pela especulação de *commodities*, levando a uma distorção dos mecanismos de oferta e demanda, devido ao processo de globalização financeira em que estão inseridos, os quais se tornam ativos financeiros negociados em bolsa e através de contratos futuros.

Neste caso, a solução para a questão inflacionária não está em aumentar as taxas de juros como a política monetária vem operando: está em neutralizar a inflação importada, ou seja, atuar diretamente na raiz do problema. Ao fazer política monetária com taxas de juros, os efeitos não saem como desejados. O impacto na inflação é relativamente pequeno comparado à inibição da atividade econômica subsequente e à valorização do Real devido à entrada de dólares. Para atuar na origem do problema os autores propõem que seja adotada uma política tributária anticíclica, a fim de reduzir os efeitos das altas nos preços das *commodities*, e, posteriormente, uma política agrícola que estabilizasse os preços dos alimentos, com definição de pisos e tetos aos que produzem itens estratégicos.


O segundo componente responsável pela aceleração inflacionária é a indexação. Esta possui caráter estrutural e possibilita o fenômeno da inflação inercial. Sendo vista como herança da época da inflação crônica e não totalmente eliminada pelo Plano Real, a indexação está presente de maneira formal e informal no sistema econômico brasileiro. Formalmente, a indexação é vista nos próprios títulos oferecidos pelo Tesouro Nacional, os quais restauraram a demanda por títulos do mercado financeiro. Embora a indexação permita uma convivência pacífica com a inflação, ela torna o processo de eliminação da inflação mais difícil e custoso. Isto se deve à característica inercial do processo, o qual não necessitava de uma contrapartida na economia real, mas possibilitava reprodução autônoma da inflação, ou seja, uma reprodução independente da demanda e oferta. Este processo foi interrompido pelo Plano Real, através do superindexador Unidade Real de Valor (URV) com referência do dólar, recuperando em parte a eficácia da política monetária que havia se perdido devido à economia plenamente indexada.

Em suma, Modenesi e Ferrari Filho (2011) afirmam que a inflação brasileira não é um fenômeno de demanda, mas sim depende principalmente de duas variáveis, uma conjuntural e outra estrutural. Neste caso, a política monetária não resolve os problemas no seu âmago, apenas retalia os efeitos, isto porque a política monetária clássica, bem como seus instrumentos (taxa de juros) serve justamente para lidar com causas inflacionárias clássica, como a demanda. No caso de inflação por estas outras causas, os autores propõem algumas soluções interessantes que, embora sejam difíceis de executar, trariam resultados satisfatórios. São elas: i) uma política tributária contracíclica que neutralize o choque de preços das *commodities*; ii) uma política agrícola que, baseada em estoques reguladores, reduza a volatilidade dos preços dos alimentos; e iii) uma nova rodada de desindexação - tanto dos preços quanto dos ativos financeiros - promovida pelo Governo. (MODENESI e FERRARI FILHO, 2011).

A Tabela 1 resume os principais determinantes da inflação ao longo dos anos na leitura do Banco Central e corrobora com os resultados dos estudos supracitados. A variável com maior frequência foi a taxa de câmbio, seguida dos preços administrados e da balança comercial. O repasse cambial mede o efeito da variação cambial sobre a variação da inflação dos preços internos. Ou seja, quanto mais dependente de produtos importados, tanto nos produtos diretamente consumidos pelos consumidores, quanto pelos insumos indiretamente consumidos nos processos produtivos, maior será o impacto inflacionário da variação percentual cambial.

Tabela 1: Determinantes da Inflação (1999-2015)

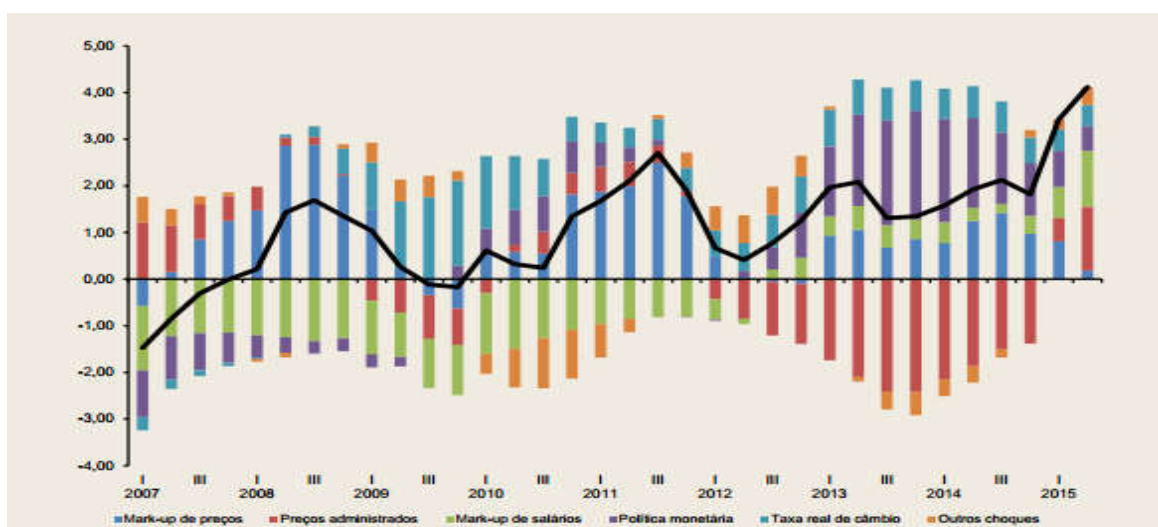
DETERMINANTES DA INFLAÇÃO (1999-2015)										
	Choques Externos	Preços Administrados	Alimentos	Câmbio	Indústria	Balança Comercial	Política Monetária	Serviços	Choques agrícolas	Inércia
1999	X			X					X	
2000	X	X			X					X
2001		X		X		X			X	
2002				X					X	
2003					X		X			
2004			X	X						X
2005		X		X		X				X
2006						X	X			
2007				X	X	X				
2008	X				X					
2009	X			X			X			
2010			X						X	
2011	X					X	X			
2012		X	X						X	
2013		X	X					X		
2014		X								
2015		X		X			X			

 Efeitos Benéficos
 Efeitos Prejudiciais

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Uma forma alternativa de desagregar o IPCA é por meio da decomposição histórica baseada nos choques estruturais. A Figura 5, retirada de relatório Revisão do Modelo Estrutural de Médio Porte – Samba (2015), do Banco Central do Brasil, apresenta os principais choques que determinaram o comportamento da inflação acumulada em 12 meses entre o primeiro trimestre de 2007 e o segundo trimestre de 2015. Nota-se o papel de destaque do *mark-up* de salários sobre a inflação, relação fundamental à discussão entre ortodoxos e heterodoxos, como será observado mais a diante. O Banco Central destaca dois fenômenos importantes para a evolução da inflação a partir de 2012: o efeito acumulado da política monetária, que leva em conta a taxa de juros de 7,25% a.a. no início de 2013; e o comportamento dos preços administrados.

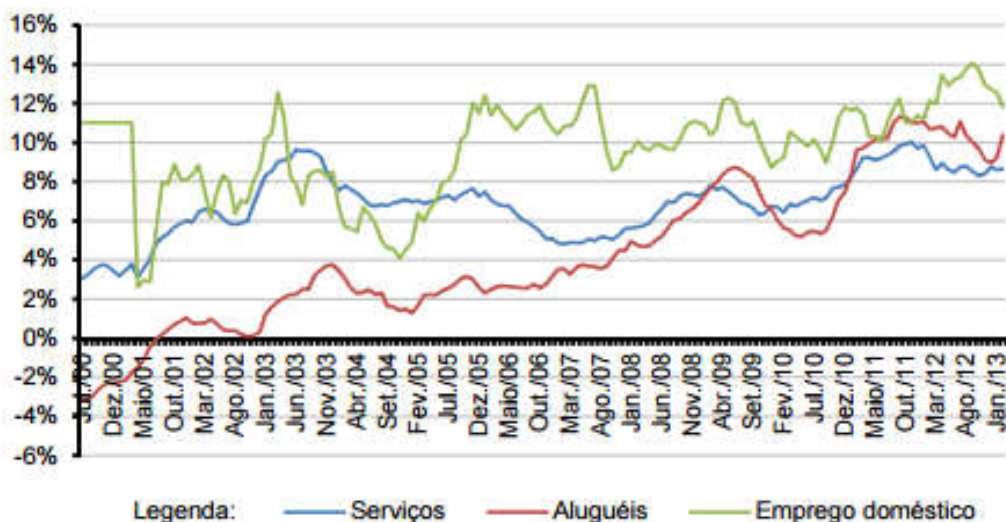
Figura 5: Decomposição histórica do IPCA – Variação em 12 meses (%)



Fonte: Relatório da Inflação, Banco Central do Brasil. Setembro/2015

Outra metodologia interessante é observar a desagregação da participação dos serviços no índice agregado de inflação. A Figura 6 traz a evolução da inflação dos serviços, desagregada em termos dos subitens aluguéis e serviços de empregados domésticos entre os anos de 2000 e 2013. Observa-se uma tendência acentuada de alta nos preços dos aluguéis durante todo o período. Os preços dos empregados domésticos flutuavam fortemente até 2005, quando atingiu o patamar de 12% e passou a flutuar menos, em torno de 10% a 12%. Os preços de serviços seguem uma linha de tendência levemente acentuada, com picos em 2003 e em 2011.

Figura 6 – Inflação, acumulada em 12 meses, dos serviços e dos subitens alugueis e empregados domésticos do Brasil



Fonte: BRAGA e SUMMA (2016).

3.3 Considerações preliminares

Este capítulo apresentou análises de dados e informações da variação da inflação durante o período entre 1995 e 2015. Para isso, analisou-se o IPCA e sua evolução. Observou-se a desagregação da inflação e o papel dos principais itens que compõem o IPCA. Além disso, busca-se dados para explicar a inflação através de seus determinantes macroeconômicos. A questão do repasse cambial mostrou-se influente na questão cambial. Foram abordadas outras análises alternativas, desagregando a inflação em outros itens e abordando a questão da inflação dos preços dos serviços.

Ressalta-se o caráter multidimensional da determinação da inflação. Conforme a Tabela 1, observa-se que em um mesmo ano diversos são os determinantes da inflação, indicando que este é um fenômeno complexo e não pode ser explicado por apenas uma variável. A teoria heterodoxa compreende esse característica do fenômeno inflacionário e busca diversas variáveis para determinar a inflação, enquanto a teoria ortodoxa (monetarista) entende a inflação com sendo determinada por uma variável e passível de ser explicada bidimensionalmente. O Capítulo 4 a seguir procura entender como os dados analisados neste capítulo explicam a inflação e podem ser conectados às correntes teóricas discutidas no capítulo 2.

4. ANÁLISE DOS PRINCIPAIS DETERMINANTES DA INFLAÇÃO (1995-2015)

Este capítulo apresenta uma análise entre diversas variáveis macroeconômicas e a inflação. Na primeira seção são apresentadas as variáveis relacionadas à teoria ortodoxa, que explica a inflação sobretudo pelo lado da demanda. Na segunda seção são apresentadas variáveis que buscam explicar a inflação também pelo lado da oferta e se relacionam, embora de forma não exclusiva, com a teoria heterodoxa. Além dessas, ainda são apresentadas as relações da inflação com outros fatores que não se enquadram nem como oriundos da oferta e nem da demanda. Cabe notar que essa abordagem difere dos estudos da inflação feitos pelo Banco Central e discutidos no capítulo anterior. Nesta parte do trabalho é feita a relação dos dados empíricos observados no Capítulo 3, mas complementando-os, com as teorias econômicas apresentadas no Capítulo 2, buscando verificar qual teoria melhor explica a inflação brasileira no período avaliado.

Como metodologia, são utilizados gráficos de dispersão para medir a correlação entre a variação da inflação (eixo vertical) e as demais variáveis (eixo horizontal). Busca-se usar variáveis reais, porém, em alguns casos, por falta de dados, não foi possível encontrar a variável real, apenas a nominal. Cada gráfico apresenta o coeficiente de determinação R-quadrado (R^2), que mede a força da relação, isto é, a correlação perfeita é medida pelo R-quadrado igual a 1. Quanto mais perto de 1 for o R-quadrado, maior será a correlação. Uma alta correlação significa que a variável em questão explica melhor a variação da inflação no período analisado. Cabe notar que se trata de um exercício quantitativo preliminar, com análises bivariadas, e que estudos econométricos mais completos são necessários para iluminar a questão de forma mais profunda. A inflação utilizada como base de comparação nos gráficos abaixo é medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, explicado no Capítulo 3 desta monografia.

Tabela 2: Quadro resumo das variáveis apresentadas no Capítulo 4.

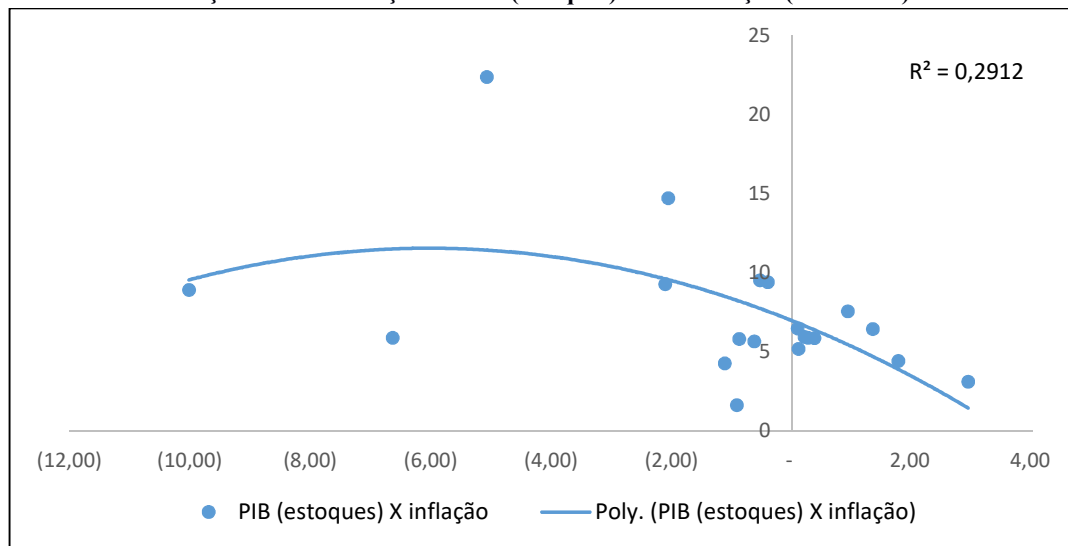
Demanda	Oferta
Varição dos Estoques (PIB)	Varição dos preços das <i>commodities</i>
Varição do agregado monetário (M1)	Varição da carga tributária bruta
Varição do Resultado Primário do Governo Federal	Salário Mínimo real (variação e valores correntes)
Taxa real de juros (SELIC)	Número de empregados (variação e saldo)
Varição das operações de crédito	Utilização da capacidade (variação e valores correntes)
	Varição da taxa de câmbio
	Varição no consumo
	Varição nas vendas

Fonte: Elaboração própria (2016).

4.1 Determinantes da Inflação pelo lado da demanda

4.1.1 Variação dos Estoques

Gráfico 3: Correlação entre a variação do PIB (estoques) com a inflação (1995-2014)



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em dados do IBGE (2015).

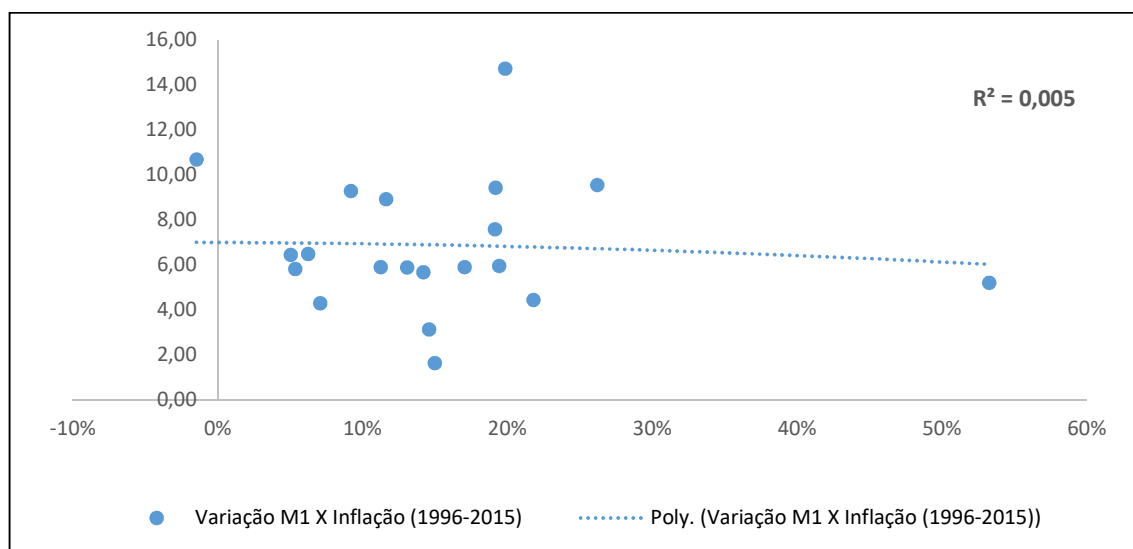
O gráfico 3 traz a correlação entre a variação nominal dos estoques não vendidos de produtos, estimado por uma média dos valores anuais, e a inflação. A variação de estoques mede a diferença entre os valores correntes dos estoques de mercadorias anuais, de produtos semimanufaturados, bens em processo de fabricação e matérias-primas dos setores produtivos no início e no fim do ano, avaliados a preços médios correntes do período. No momento em que os estoques estão baixos, há pressão de demanda nos preços, causando inflação. Por outro lado, quando os estoques estão altos a demanda é satisfeita, não há pressão de consumo e os preços podem recuar. Ao analisar o gráfico, nota-se, primeiramente, uma relação inversa entre as variáveis e, então, um R-quadrado relativamente expressivo de 0,2912. Isso significa que há uma correlação razoável entre as variáveis e, portanto, a demanda pode desempenhar um papel na determinação da inflação.

A teoria ortodoxa, através da Teoria Quantitativa da Moeda, postula que a inflação é sempre um fenômeno monetário e, portanto, não relacionada com variáveis reais. Para essa teoria, o aumento no nível de preços ocorre devido a um aumento na demanda por moeda, ocasionado por pressão de demanda, por isso os ortodoxos acreditam que as variáveis do lado da demanda explicam a inflação melhor.

Essa explicação ortodoxa, entretanto, nem sempre reflete a realidade. No gráfico 4, por exemplo, verifica-se que a relação direta entre o agregado monetário, neste caso representado pela moeda em poder do público mais os depósitos à vista (M1), e a inflação não acontece da

maneira prevista pela teoria ortodoxa no período analisado. Há um R-quadrado pouco significativo, o que indica baixa correlação entre as variáveis. Além disso, há de uma curva de tendência levemente inclinada negativamente, indicando uma relação inversa entre as variáveis, isto é, quando a quantidade de moeda em circulação aumenta, a inflação cai. Contradizendo a Teoria Quantitativa da Moeda, relação fundamental da ortodoxia.

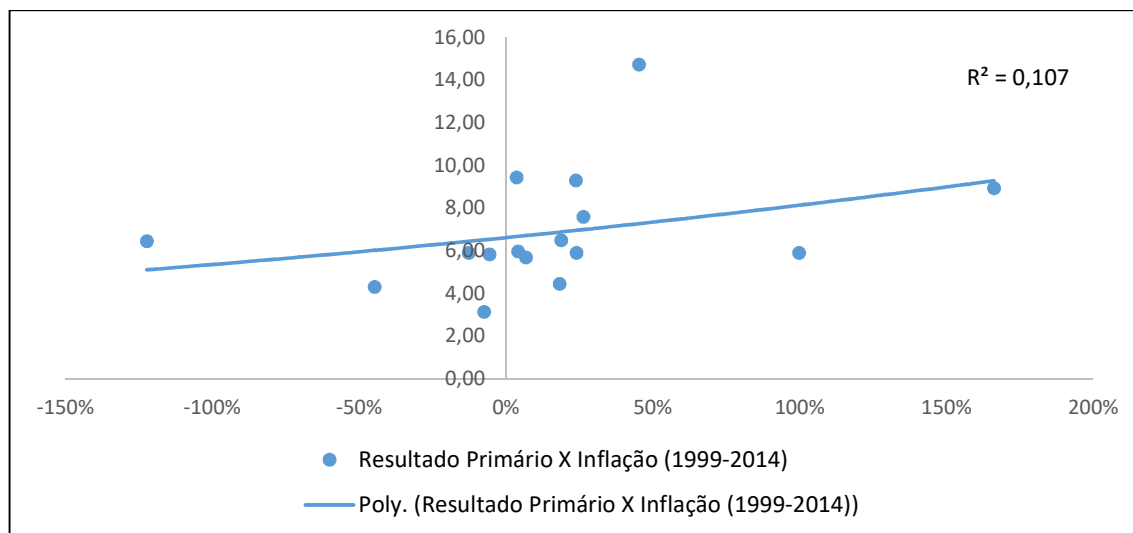
Gráfico 4: Correlação entre a variação do agregado monetário (M1) e a inflação (1996-2015)



Fonte: IPEADATA (2016) e Banco Central do Brasil (2016)

4.1.2 Resultado Primário do Governo Federal

Gráfico 5: Correlação entre a variação do resultado primário e a inflação (1999-2014)



Fonte: Elaborado pelo autor baseado nos dados do IBGE (2016) e do Banco Central do Brasil (2016).

O gráfico 5 apresenta a relação entre a variação do resultado primário do governo federal ao longo dos anos e a inflação. O resultado primário consiste no resultado obtido das contas

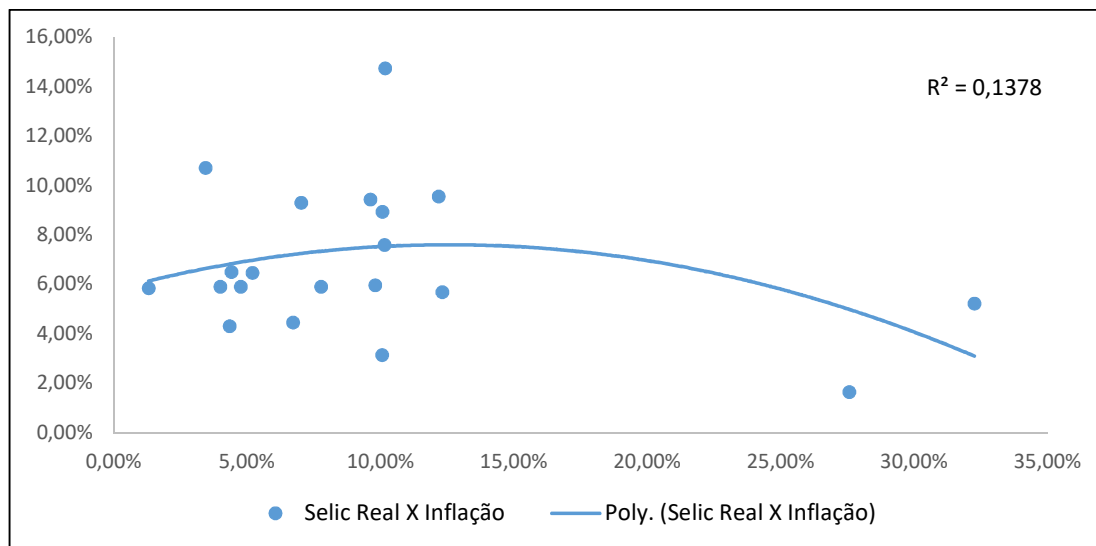
públicas, ou seja, a diferença entre as arrecadações do Estado e os dispêndios do Estado, exceto as operações financeiras. Quando o resultado é positivo, chama-se superávit e quando é negativo chama-se déficit. Os valores do resultado primário foram obtidos através do Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central. Utilizou-se uma média dos resultados mensais para cada ano, em R\$ milhões, para calcular a variação do resultado dentro do período de 1999 até 2014, período para o qual há dados.

Ao analisar o gráfico 5, nota-se um R-quadrado pouco expressivo, denotando pouco impacto da variável “variação do resultado primário” na determinação da variável “inflação”. Aplicou-se uma linha de tendência polinomial de segundo grau. Isso indica que não há uma correlação linear significativa. Além disso, observa-se que as variáveis têm correlação direta, ou seja, quando o resultado primário cresce, a inflação também cresce.

Este resultado contraria a teoria ortodoxa, pois uma melhora nas contas públicas significa que o governo gastou menos do que arrecadou, isto é, está diminuindo o déficit ou está gerando superávit. Nestes casos espera-se que a inflação diminua pois não está sendo impulsionada pelos gastos excessivos do governo, como seria caso o governo gastasse mais do que arrecada, gerando déficit.

4.1.3 Taxa Real de Juros (Selic)

Gráfico 6: Correlação entre a taxa real de juros (Selic) e a inflação (1996-2015)



Fonte: Elaborado pelo autor baseado nos dados do IBGE (2016) e do Banco Central do Brasil (2016).

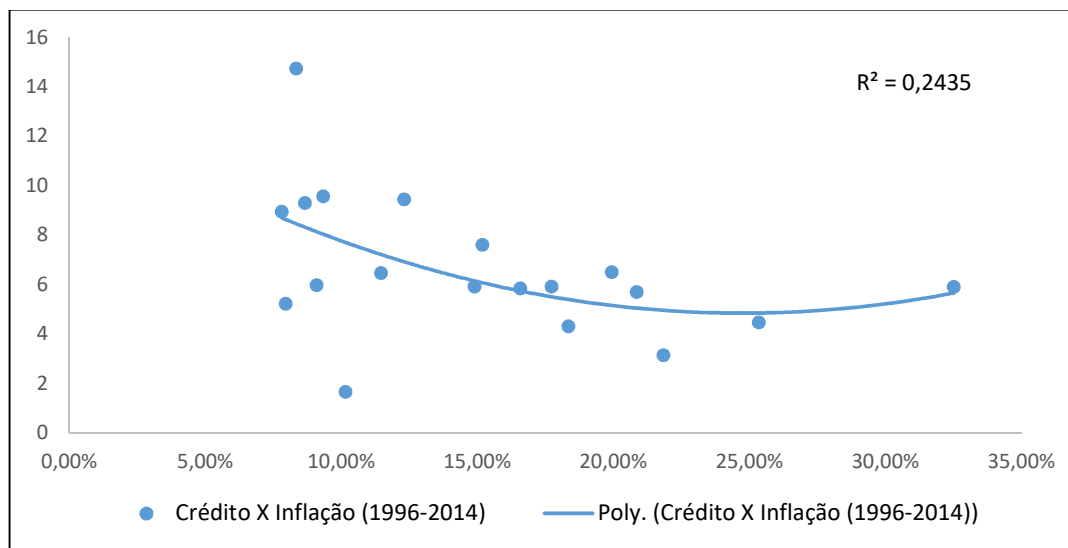
O gráfico 6 apresenta a relação entre a taxa de juros real, que é a taxa de juros medida pela Taxa Selic sem o valor da inflação, e a taxa de inflação. Conforme o Banco Central (2016), a Taxa Selic é a taxa de juros média ajustada dos financiamentos diários para títulos federais.

Conforme o capítulo 3 deste trabalho, a taxa de juros é o instrumento oficial utilizado pelas autoridades monetárias para controlar a inflação através do Regime de Metas de Inflação. Esse sistema utiliza a taxa de juros porque tem como base a teoria ortodoxa, ao buscar controlar a inflação controlando a demanda, por meio da taxa de juros. Espera-se, portanto, que o aumento da taxa de juros refreie o gasto agregado, que por sua vez, cause uma redução na inflação. Ou seja, espera-se uma relação inversa entre taxa de juros e taxa de inflação. O R-quadrado é baixo, porém mais significativo que os R-quadrados dos gráficos anteriores, indicando uma correlação relativamente mais forte. A linha de tendência é polinomial de segundo grau, que indica que a correlação linear é menos significativa, ou seja, a relação é não linear.

Considerando que a partir de 1999 começou o Regime de Metas no Brasil, no qual o instrumento principal de controle da inflação é a taxa de juros, espera-se que a taxa de juros tenha um grau de influência, medido pela correlação, que seja significativo. Conforme observado, a taxa de juros pouco explica a inflação no período considerado. Isto pode evidenciar a baixa eficiência do Regime de Metas para controlar a inflação brasileira pela taxa de juros, conforme defendem os heterodoxos.

4.1.4 Operações de Crédito

Gráfico 7: Correlação entre a variação das operações de crédito (R\$) e a inflação (1995-2014).



Fonte: Elaborado pelo autor baseado nos dados do IBGE (2016), do Banco Central do Brasil (2016) e do IPEADATA (2016).

O gráfico 7 apresenta a correlação entre a variação nominal das operações de crédito direcionadas ao setor privado, em R\$ milhões, e a inflação. Entende-se por “operações de crédito” o saldo por atividade econômica do crédito do sistema financeiro. Para os valores anuais das operações de crédito foi utilizada uma média dos valores mensais e depois calculado

a variação destes valores médios. Utilizou-se também uma linha de tendência polinomial, indicando que as variáveis têm uma correlação mais intensa quando relacionadas por uma equação polinomial de segundo grau, isto é, não linear. O R-quadrado é pouco expressivo, porém, em comparação com as outras variáveis do lado da demanda, este valor indica uma correlação mais intensa que as outras variáveis até o momento.

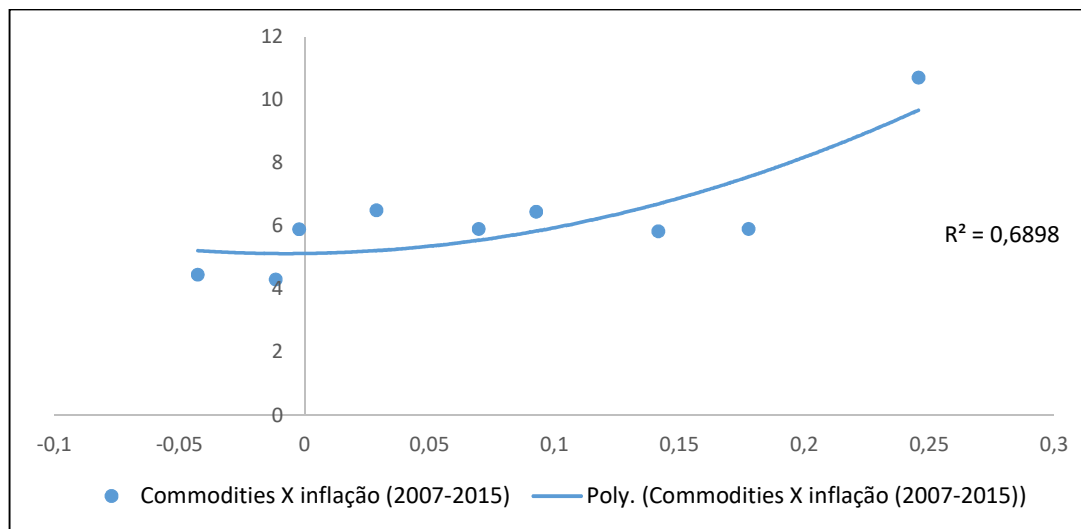
Aplicando o que foi apresentado no capítulo 2 sobre a teoria ortodoxa, espera-se que um aumento nas operações de crédito fosse consequência de um aumento na demanda por moeda e, conseqüentemente, isto geraria mais inflação para uma dada oferta e velocidade de circulação da moeda. Porém, semelhantemente ao gráfico 5, a inflação não parece ser influenciada por esta variável até um certo nível. Neste caso, a variável crescimento das operações de crédito só passou a determinar a inflação da maneira esperada a partir de um nível de variação nominal de 25% nas operações de crédito.

A teoria que busca explicar a inflação pelo lado da demanda espera que *ceteris paribus* com o aumento do crédito, aumente-se a inflação, porém os dados empíricos registrados após o Plano Real retratam uma relação diferente da esperada pela teoria ortodoxa.

4.2 Determinantes da Inflação pelo lado da oferta

4.2.1 Commodities

Gráfico 8: Correlação entre a variação dos preços das commodities e a inflação (2007-2015).



Fonte: Elaborado pelo autor baseado nos dados do IBGE (2016), Banco Central do Brasil (2016) e Commodity Research Bureau (2016).

O gráfico 8 retrata a correlação entre a variação dos preços das commodities e a inflação brasileira. Para esta correlação, utiliza-se um índice de preços de *commodities*, baseado no mercado à vista, que reflete o movimento dos preços de produtos básicos mais sensíveis à

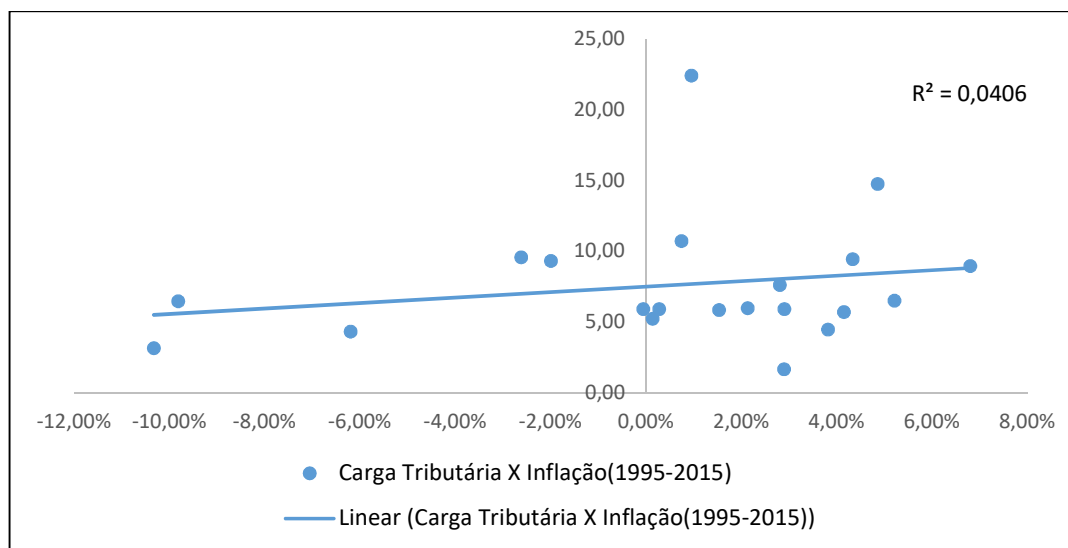
mudanças nas condições econômicas, calculado pelo *Commodity Research Bureau*. Apenas obteve-se dados para o período de 2007 até 2015.

Observa-se um R-quadrado relativamente expressivo de quase 0,7, indicando uma forte correlação entre as variáveis, isto é, a inflação é fortemente determinada pelos preços das *commodities* para o curto período de tempo considerado. Um aumento nos preços internacionais das *commodities* causa aumento na inflação brasileira. Isto pode ser explicado pela teoria que acredita que a inflação provém de fatores relacionados à oferta. As *commodities* são bens primários, que servem de insumo para a produção de muitos outros bens e para a prestação de alguns serviços. Logo, o seu preço entra como custo de insumo ou de matéria prima na produção de diversos itens no mercado. Desta forma, caso haja um aumento nos preços internacionais das *commodities*, haverá um aumento no custo da produção de outros bens, levando a um aumento de preços de bens finais. Este raciocínio é o que explica a inflação ser determinada por fatores relacionados ao lado da oferta da economia.

Conforme mostra o gráfico 8, observa-se que há uma correlação direta, ainda que polinomial, entre as variáveis, condizendo com a teoria heterodoxa que discorda dos ortodoxos no fato de a inflação não ser sempre um fenômeno de demanda, podendo ocorrer devido a fatores relacionados à oferta, como neste caso. Ou seja, os preços das *commodities* são influentes na determinação da inflação brasileira, como observado econometricamente por Modenesi e Ferrari Filho (2011), citados no Capítulo 2.

4.2.2 Carga Tributária Bruta

Gráfico 9: Correlação entre a variação da carga tributária bruta e a inflação (1995-2015).



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em dados da Receita Federal Brasileira (2016) e do IBGE (2016).

O gráfico 9 apresenta a correlação entre a variação da carga tributária bruta e a inflação, buscando analisar, pela ótica da oferta, se a carga tributária é um fator determinante para a inflação no Brasil no período considerado. Conforme a Receita Federal, em sua página na internet:

O conceito de carga tributária utilizado é bastante amplo e inclui contribuições sociais, de intervenção no domínio econômico e de interesse de categorias profissionais e econômicas, além dos impostos, taxas e contribuições de melhoria abrangidos pelo conceito de tributo nos termos do art. 145 da Constituição Federal. Também incluiu-se no cálculo da carga tributária as contribuições para o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

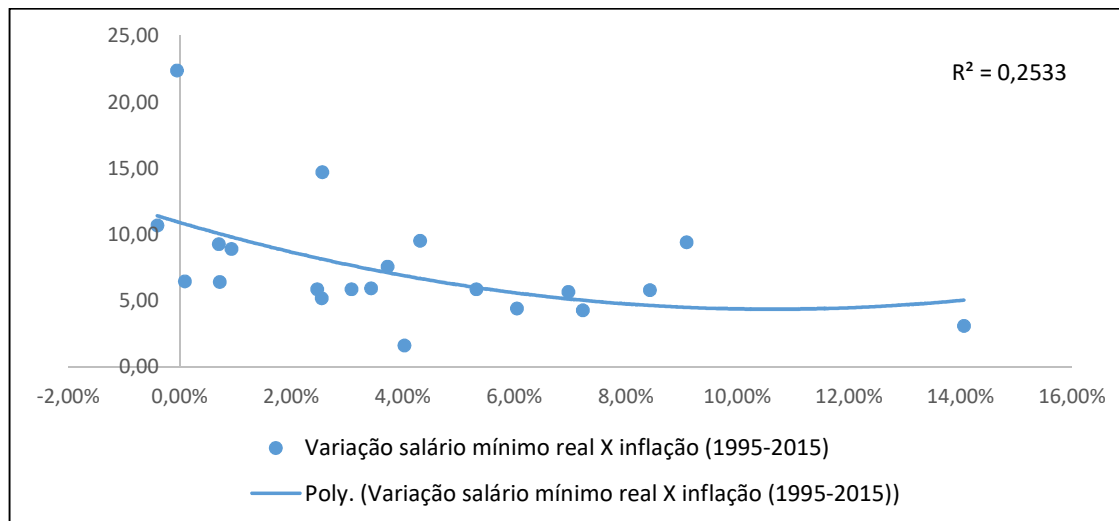
Utilizou-se na análise o percentual de carga tributária bruta divulgado pela Receita Federal para calcular a variação da carga tributária. Embora haja uma linha de tendência linear, que expressa uma correlação linear, o R-quadrado é pouco expressivo. Isto significa que a variável “carga tributária bruta” é pouco correlacionada com a variação da inflação no Brasil no período considerado.

Segundo a ótica da inflação determinada pela oferta, um aumento na carga tributária elevaria os custos de produção e causaria um aumento dos preços e, conseqüentemente, levaria a uma variação positiva da inflação, apresentando uma relação direta entre as variáveis. A ótica da demanda entende que pode existir uma relação diferente entre a variação da carga tributária e a inflação. Segundo essa ótica, um aumento na carga tributária causaria uma diminuição nos recursos destinados para o consumo e refrearia a inflação, apresentando uma relação inversa entre as variáveis.

Ao observar o gráfico 9, percebe-se uma fraca relação direta entre a carga tributária e a inflação, isto é, a carga tributária é pouco determinante da inflação brasileira. Esse caráter dúbio da carga tributária, que pode tanto frear o consumo quando aumentar os custos, pode ser um dos motivos dessa correlação ser baixa. Porém, conforme o gráfico, o impacto nos custos é relativamente maior que o impacto no consumo, causando uma relação direta com a inflação.

4.2.3 Salário Mínimo

Gráfico 10: Correlação entre a variação do salário mínimo real e a inflação (1995-2015)

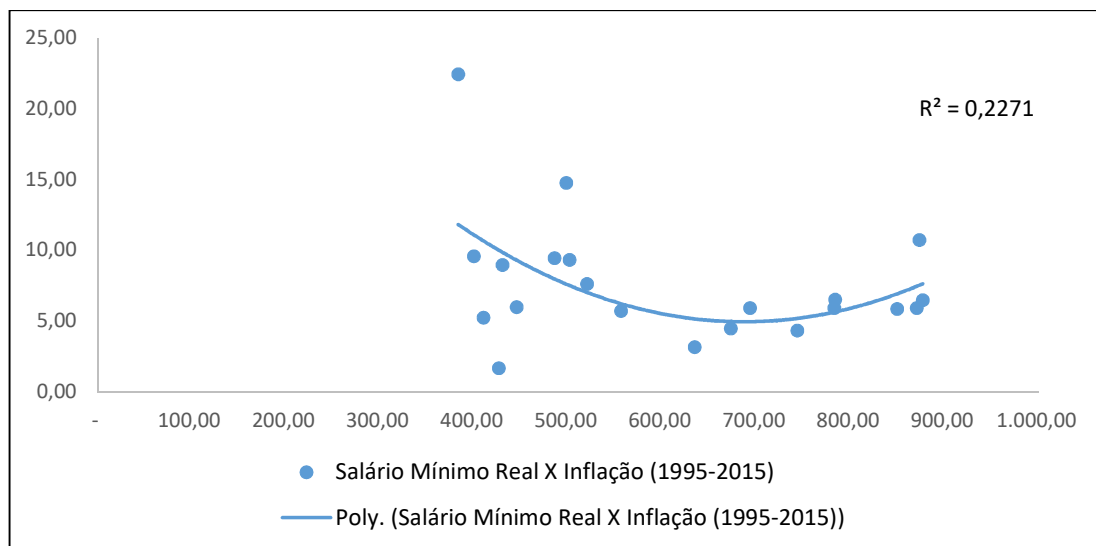


Fonte: Elaborado pelo autor baseado em dados do Banco Central do Brasil (2016) e IBGE (2016).

A variação do salário mínimo real apresenta significativa relação direta com a inflação, conforme correlação apresentada no gráfico 10. O R-quadrado é relativamente expressivo e a relação ocorre por meio de uma equação polinomial de segundo grau, traduzida na linha de tendência não linear. Utilizaram-se dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) para acessar a série do valor dos salários mínimos mensais ao longo dos quase 20 anos estudados. Os valores dos salários anuais utilizados foram calculados através de uma média dos salários mínimos mensais, e então achou-se a variação destes valores anuais.

Conforme a teoria heterodoxa, que entende que a inflação é majoritariamente um fenômeno ocasionado por fatores de oferta, uma variação no salário mínimo causaria uma variação dos custos das empresas com a folha de pagamento, levando a uma possível variação dos preços. Essa relação direta não é observada no gráfico, antes, tem-se uma relação indireta. Nesta o aumento dos salários mínimos tem um efeito redutor da inflação e uma redução dos salários mínimos apresenta um efeito potencializador da inflação. Não se tem ao certo a real causa desse comportamento, é interessante notar, entretanto, que nenhuma das teorias explica essa situação, evidenciando novas contradições econômicas que requerirão novas soluções.

Gráfico 11: Correlação entre o salário mínimo real e a inflação (1995-2015)

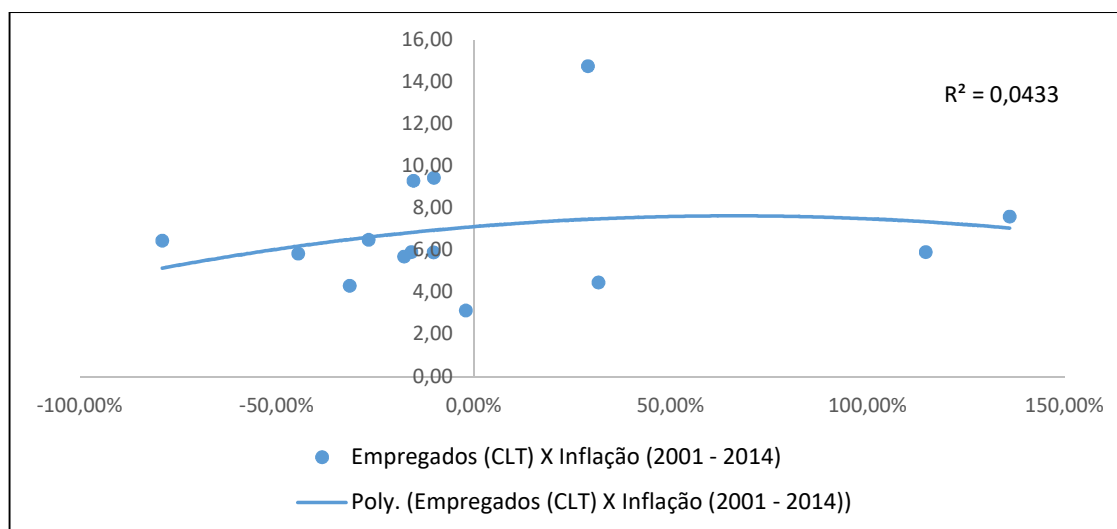


Fonte: Banco Central do Brasil (2016)

O gráfico 11 apresenta a correlação da inflação com a variável salário mínimo nominal em reais (valores correntes), não em variação como no gráfico 10. Neste, o R-quadrado é mais expressivo e indica uma correlação mais significativa entre as variáveis. Sinalizando a relação direta do valor nominal do salário mínimo e a inflação de preços. Isto mostra, que a relação explicativa inversa entre salários e inflação continua e se intensifica até certo ponto. A partir de certo nível de salário mínimo nota-se uma correlação positiva com a inflação.

4.2.4 Utilização dos recursos: Trabalho

Gráfico 12: Correlação entre a variação do número de empregados (CLT) e a inflação (2001-2014)



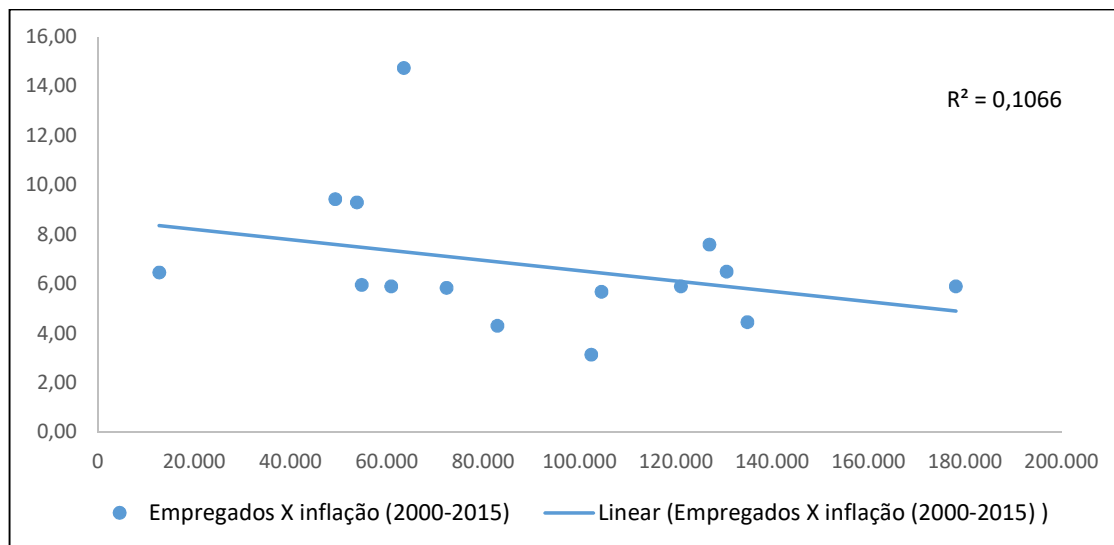
Fonte: Elaborado pelo autor baseado em dados do IBGE (2016), IPEADATA (2016) e Ministério do Trabalho e Emprego (2016).

O gráfico 12 exibe a correlação entre as variações do número de empregados com vínculos de empregos regidos pelo Código de Leis Trabalhistas (CLT) e inflação. O dado do número de empregados é um saldo mensal que reflete a diferença entre o número de admissões e demissões. Usou-se uma média anual para calcular a variação de ano para ano. Estes dados são disponibilizados pelo Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada (IPEA) baseado em dados da CAGED do Ministério do Trabalho e Emprego.

Conforme a teoria da inflação por fatores da oferta, o aumento do número de pessoas trabalhando levaria a um cenário de maior utilização da capacidade de mão de obra e, caso não haja um aumento na produtividade, a oferta tenderia a se estabilizar. Isto é, a teoria prevê que quando os fatores produtivos estão todos alocados, a produção e oferta de bens não consegue ser expandida a não ser por um aumento de produtividade. Desta forma, quanto mais perto da máxima utilização da capacidade, menor será a possibilidade de um aumento na oferta. Quando a oferta não consegue se expandir é possível que ela também não consiga acompanhar a demanda, viabilizando um aumento nos preços decorrente da escassez dos itens ofertados.

Neste caso, o R-quadrado é pouco expressivo e a linha de tendência é polinomial. Ou seja, embora haja essa correlação direta entre as variáveis, que corrobora a teoria supracitada, essa correlação é muito fraca e pouco determinante.

Gráfico 13: Correlação entre o número de empregados (CLT) e a inflação (2000-2014)



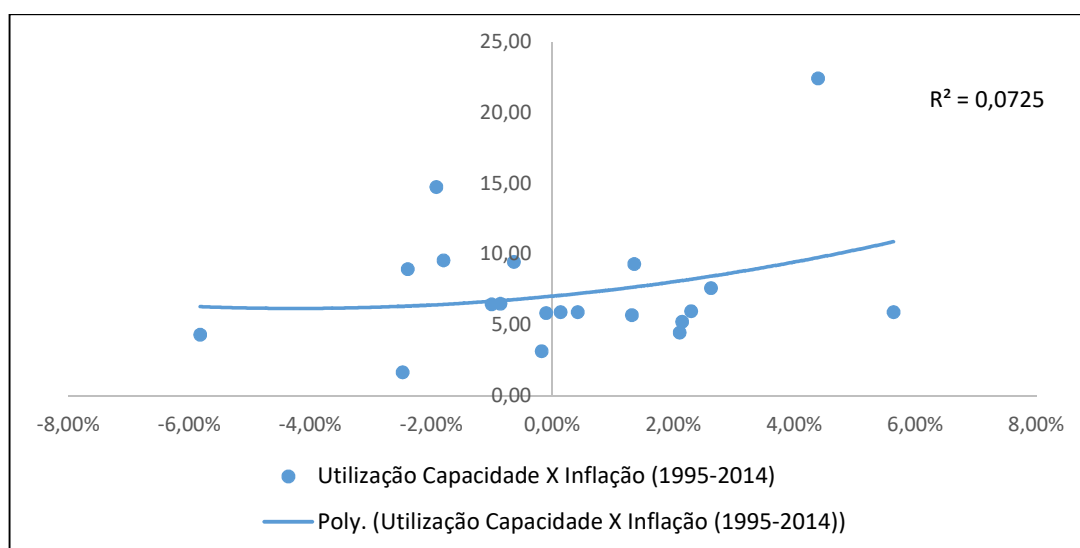
Fonte: Elaborado pelo autor baseado em dados do IBGE (2016), IPEADATA (2016) e Ministério do Trabalho e Emprego (2016).

No gráfico 13, apresenta-se a correlação entre o saldo de empregados e a inflação. Verifica-se uma relação inversa entre as variáveis e um R-quadrado mais expressivo que o do gráfico 12. Essa correlação indireta indica que um aumento de número de empregados causou

uma redução na inflação, ou seja, houve um efeito inverso de correlação. Este resultado distingui-se do resultado da correlação do gráfico 12, no qual se analisa a correlação da variação do saldo de trabalhadores empregados pela Código de Leis Trabalhistas e a inflação. Tem-se uma contradição entre os gráficos, ao passo que estas são as mesmas informações, apenas apresentadas de maneiras distintas. Ressalta-se a importância da comparabilidade entre as variáveis, para que tenha-se uma ilustração da realidade mais precisa é necessário verificar se as variáveis em questão são comparáveis.

4.2.5 Utilização dos recursos: Meios de Produção

Gráfico 14: Correlação entre a variação utilização da capacidade instalada e a inflação (1995-2014)



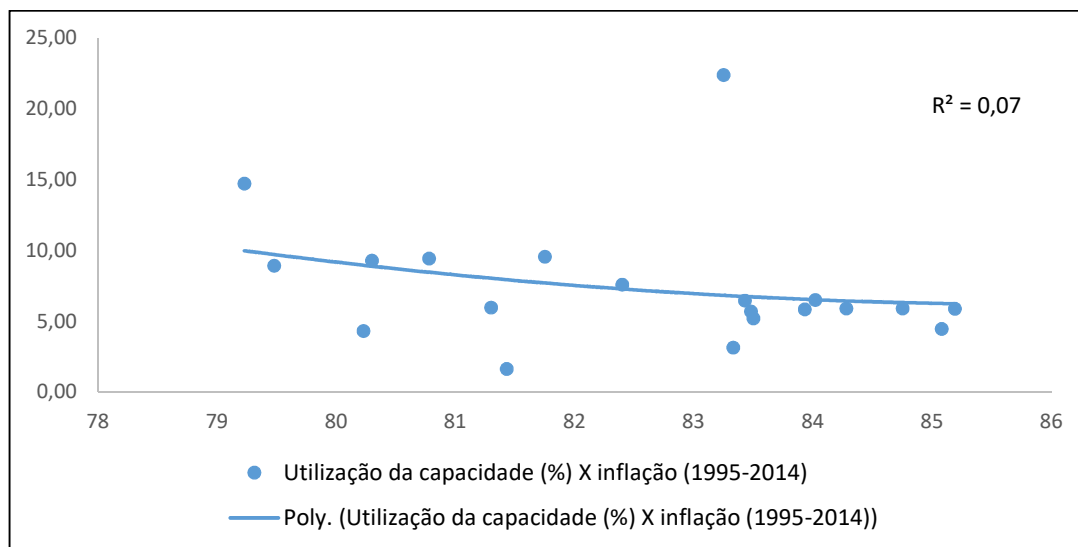
Fonte: Elaborado pelo autor baseado em dados do IBGE (2016), IPEADATA (2016) e FGV (2016).

Semelhante ao gráfico 12, o gráfico 14 apresenta a correlação entre a variação na utilização da capacidade produtiva com a inflação. Porém, neste caso, trata-se de capacidade produtiva da indústria (estoque de capital). Utilizaram-se dados anuais disponibilizados pelo Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada, medidos em percentual da utilização da capacidade instalada na indústria. O raciocínio é similar ao que foi feito para analisar o gráfico 12: quanto mais perto do máximo a utilização da capacidade produtiva chegar, mais difícil será expandir a oferta e isto poderá levar a um aumento de preços devido à escassez da oferta, caso a demanda seja expandida. O gráfico mostra que essa relação é observada para os dados no período de 1995 até 2014, porém, conforme pode-se analisar pelo R-quadrado, que é baixo, a correlação não é muito expressiva e pouco explicativa.

O gráfico 15, por outro lado, traz a correlação entre a variável que mede a utilização da capacidade produtiva em termos percentuais e a inflação. Essa relação, conforme o gráfico, é pouco significativa, com um R-quadrado 0,07, porém é interessante notar que a linha de

tendência indica uma correlação inversa entre as variáveis, que se traduz para a economia na medida que um aumento da capacidade produtiva, causa uma possível queda na inflação, contradizendo a teoria heterodoxa pelo mesmo motivo que o gráfico 13. A princípio, não é possível identificar o motivo desse comportamento das variáveis absolutas, isto é, que não são variações dos números absolutos.

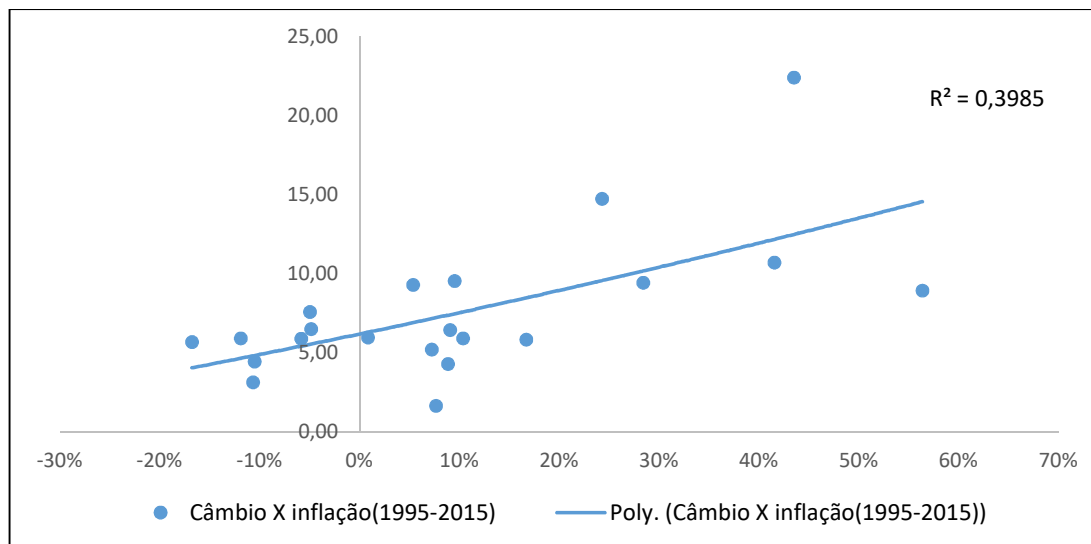
Gráfico 15 : Correlação entre a utilização da capacidade (%) e a inflação



Fonte: IPEADATA (2016) e Fundação Getúlio Vargas (2016)

4.2.6 Câmbio

Gráfico 16: Correlação entre a variação da taxa de câmbio e a inflação (1995-2015)



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em dados do IBGE (2016), IPEADATA (2016) e Banco Central do Brasil (2016).

O gráfico 16 demonstra a correlação da variação da taxa de câmbio e da inflação durante os anos de 1995 até 2015. Utilizam-se dados do Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada (IPEA) baseados em dados fornecidos pelo Banco Central. Emprega-se a taxa de câmbio comercial para venda, r , e utilizou-se a média anual. O R-quadrado é relativamente alto e denota uma correlação significativa, embora essa correlação esteja sendo expressa por uma equação polinomial de segundo grau.

Analisando a inflação por aspectos de oferta, entende-se que um aumento na taxa de câmbio, reduz o valor da moeda local, logo encarece os produtos e insumos importados, gerando um aumento nos custos e nos passivos em dólares das empresas. Esses aumentos podem ser repassados aos preços dos bens produzidos ou serviços prestados, gerando inflação. Este efeito é chamado de repasse cambial. Há diversos autores na literatura que estudam o papel do câmbio na determinação da inflação. Conforme Araujo, Modenesi e Vianna:

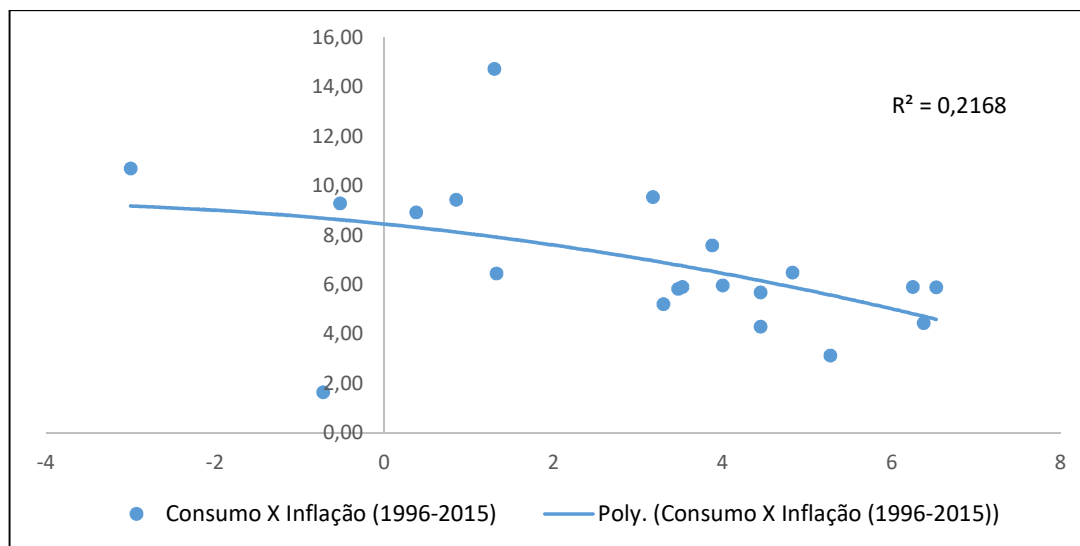
“É importante destacar que, dentre os três coeficientes de repasse analisados neste trabalho, o CRTC (*coeficiente de repasse da taxa de câmbio*) se mostra o mais intenso para o IPCA. Trata-se de mais uma evidência favorável a um dos mais marcantes fatos estilizados da economia brasileira desde o Plano Real: a elevada influência da taxa de câmbio sobre a inflação (Oreiro et al., 2008; Ferrari Filho, Paula e Arestis, 2009; Modenesi, 2005).”

O repasse cambial nem sempre é proporcional. Por exemplo, considere um aumento na taxa de câmbio, se houver repasse cambial, a inflação será afetada por essa alteração no câmbio, no caso, um aumento na taxa de câmbio causa um aumento na inflação. Da mesma forma, caso haja uma queda na taxa de câmbio, devido ao repasse cambial, a inflação também seria afetada por essa variação, e neste caso o efeito seria de queda. Espera-se que tanto o efeito da apreciação quando da depreciação cambial sejam de mesma magnitude, entretanto, há estudos sobre a desproporcionalidade dos efeitos cambiais sobre a inflação. Conforme Pimentel, Luporini e Modenesi (2016), o repasse cambial de uma depreciação possuem uma magnitude maior que o repasse de uma apreciação, conforme visto no capítulo 3 deste trabalho.

4.2.7 Consumo, Vendas e Markup

O gráfico 17 apresenta uma correlação entre a variação do consumo das famílias, disponibilizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e a inflação. A variável do consumo é medida em volume e engloba todas as despesas reais com bens e serviços realizados pelas famílias. Utilizaram-se dados trimestrais para chegar à média anual e à variação do consumo. Neste gráfico, observa-se um R-quadrado relativamente expressivo, o qual reflete uma correlação significativa entre as variáveis.

Gráfico 17: Correlação entre a variação do consumo e a inflação (1996-2015)



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em dados do IBGE (2016).

De acordo com as teorias ortodoxas, a variação do consumo, ou seja, da demanda, seria um fator com correlação direta e determinante para a inflação. Ou seja, com o aumento do consumo haveria um possível aumento de demanda e uma inflação de demanda no curto prazo. Porém, o que é observado no gráfico 17 é uma relação inversa entre as variáveis. Desta forma, para um aumento no consumo há uma diminuição da inflação e para uma redução do consumo há um aumento da inflação. Embora essa relação não seja consistente com a teoria ortodoxa, há uma possível explicação: *mark up*. O *mark up* pode ser explicado, conforme Lima (1985), como a adição de uma porcentagem sobre os custos diretos de produção das firmas, ou seja, uma margem de ganho acima dos custos que ficava à mercê dos empresários. Conforme observado por Luque e Vasconcello, 2002,

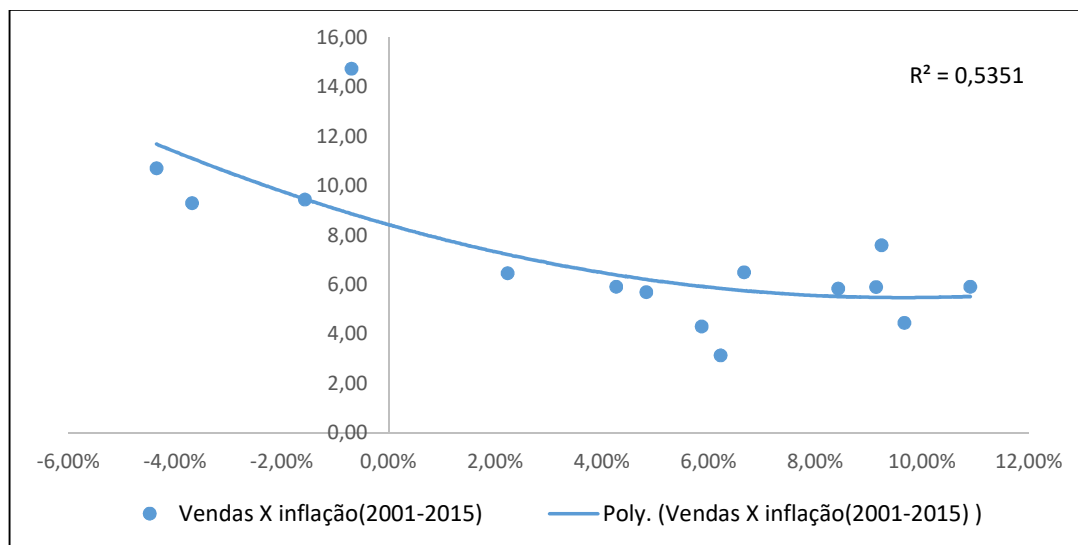
Os países subdesenvolvidos apresentam uma estrutura de mercado oligopolizada, com grande presença de multinacionais, que têm o poder de administrar seus preços. Para manter suas margens de lucros e de *mark-up*, as elevações de custos, como por exemplo salários, são imediatamente repassadas aos consumidores finais.

Quando o consumo cai, as vendas (gráfico 18) também caem, reduzindo a receita das empresas. Estas, para manter a lucratividade, aumentam seu *mark up*, causando um aumento de preços mesmo com uma redução de consumo. O raciocínio inverso também se aplica, caso haja um aumento no consumo, as empresas podem optar por reduzir seu *mark up*, para reduzir o preço e atender melhor à demanda.

Pode-se observar que a relação inversa entre variação das vendas e inflação é apresentada um dos R-quadrados mais expressivos dentre as variáveis analisadas neste capítulo. Portanto,

deve-se considerar o papel determinante do *mark up* na variação da inflação dos últimos 20 anos (1995-2015).

Gráfico 18: Correlação entre a variação nas vendas e a inflação (2001-2015)



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em dados do IBGE (2016).

4.3 Considerações preliminares

Este capítulo discorreu sobre as correlações entre diversas variáveis macroeconômicas e a inflação, a fim de observar quais seriam as variáveis que, individualmente, mais exerciam influência na inflação do período de 1995 até 2015. Tratou-se de contrapor as teorias econômicas brevemente exploradas no capítulo um com os dados empíricos da desagregação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo, analisados no capítulo dois.

Na primeira parte observou-se as correlações das variáveis que causariam variações na inflação oriundas de fatores da demanda. Estas foram contrapostas com a teoria ortodoxa que acredita que a inflação é sempre um fenômeno monetário e, portanto, de demanda. Na segunda parte, analisa-se as variáveis que representavam fatores que causam inflação pelo lado da oferta e comparamos com a teoria heterodoxa. Dentre estes, cabe destacar o papel das variáveis *commodities*, taxa de câmbio e *mark up*. É importante ressaltar o desempenho das variáveis determinantes da inflação do lado da oferta, corroborando com a teoria heterodoxa de inflação de custos.

5. Considerações Finais

No período pós-Plano Real, que compreende os anos de 1994 até 2015, a inflação brasileira apresentou influência de fatores que podem ser explicados por economistas ortodoxos e heterodoxos. Este trabalho procurou investigar quais foram os principais determinantes da inflação e qual das teorias econômicas, se alguma, melhor explica as diferentes causas deste fenômeno no Brasil no período acima.

A teoria ortodoxa, conforme visto no Capítulo 2, entende a inflação como sendo um fenômeno monetário produzido pela demanda. Nessa concepção, a moeda é neutra, ou seja, não possui efeitos reais na economia e, portanto, a inflação seria sempre uma situação que afetaria apenas o lado monetário da economia. A Ley de Say e a Teoria Quantitativa da Moeda são as bases teóricas que explicam a inflação e propõem soluções para controlá-la. Para os seguidores dessa corrente econômica, a inflação de preços ocorreria devido a um aumento na demanda, ocasionados por impulsos monetários excessivos, ou seja, emissão descontrolada de moeda. Esta não afeta variáveis reais como a produção, contudo, resulta em uma demanda maior e em uma diminuição do valor do dinheiro, ocasionando inflação.

No Brasil, após 1999, instaurou-se o Regime de Metas de Inflação (RMI), que serviria para controlar a inflação e mantê-la dentro da meta anual estipulada pelos formadores de políticas econômicas. Este sistema tem uma base teórica ortodoxa e, portanto, enfatiza a questão da influência da demanda sobre a inflação e utiliza a taxa de juros como principal instrumento para controlar a demanda. Conforme observado no Capítulo 3, a inflação manteve-se com resultados relativamente baixos quando comparados com os vividos na década de 1980 e início de 1990, o que demonstra certo nível de eficiência das políticas monetárias de manutenção da baixa inflação ligadas ao RMI. Contudo, ao analisar os determinantes do lado da demanda no Capítulo 4, observam-se baixas correlações entre estes fatores e a inflação. Isto indica que a inflação no Brasil, no período considerado, não foi necessariamente um fenômeno de demanda e por isso seria interessante tratá-la e combatê-la com políticas que levem em conta os fatores de oferta causadores da inflação em consideração.

A teoria heterodoxa, por sua vez, enfatiza os demais aspectos que poderiam causar a inflação, isto é, os fatores de oferta internos e externos, além de elementos de demanda. Para os seguidores dessa corrente econômica, a moeda não é neutra e pode afetar variáveis reais da economia, pois em um mundo de incerteza, a moeda é uma segurança, uma reserva de valor, e não somente um meio de troca. Um dos principais autores heterodoxos, Keynes, ressaltava o fato de a moeda ter alta liquidez e, em tempos de incerteza, os agentes econômicos preferirem

entesourar moeda por questões de segurança do que investir ou gastar. Esse entesouramento rejeitava, *a priori*, a Lei de Say e concedia à moeda a característica de não ser neutra. Os heterodoxos consideram que a inflação pode ser ocasionada por fatores reais que afetam a oferta de bens e serviços.

Ao analisar a desagregação da inflação brasileira, representada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), verifica-se que o cálculo da inflação abrange diversos itens, tais como alimentação, educação, transporte, despesas pessoais, saúde, habitação, entre outros. Dentre estes, destaca-se os gastos com alimentação, despesas pessoais e habitação, tendo em vista sua relevância na formação da inflação anual desagregada. Isto é, são despesas que representaram consideráveis variações de preços e impactaram diretamente a inflação do período em análise. Verificou-se também a participação dos preços administrados na inflação e do peso de alguns serviços. Destaca-se que os preços administrados dispõem de grande participação no IPCA e estes, por sua vez, são fortemente influenciados pela inflação passada. Percebe-se, então, que a inércia inflacionária ainda se faz presente na economia brasileira, porém não de maneira tão intensa quanto na década de 1980, conforme visto no Capítulo 2.

Por fim, para entender quais variáveis determinam a inflação de maneira empírica, construíram-se diversos gráficos de dispersão apresentando as correlações, isto é, o quanto a inflação pode ser parcialmente associada à cada variável separadamente. As variáveis que explicam pelo lado da oferta endossaram a teoria heterodoxa da inflação dos custos de produção. Salienta-se a variação dos preços das *commodities*, do câmbio e do *mark up* na formação da inflação brasileira do período em questão. A questão cambial havia se destacado já no Capítulo 3, ao observar-se a tabela de determinantes construída com base das informações dos Sumários Executivos do Banco Central dos respectivos anos. O Capítulo 4 reforçou esse resultado. Convém lembrar que Mohanty e Klau (2001) haviam chegado a conclusões semelhantes no estudo apresentando na Capítulo 2 deste trabalho, bem como Moreira (2012) e Modenesi e Ferrari Filho (2011) que enfatizavam o papel das *commodities* na determinação da inflação.

É relevante constatar os fatores determinantes da inflação para poder determinar as políticas econômicas mais eficazes a serem utilizadas no combate à inflação. O Regime de Metas de Inflação utiliza a taxa de juros como principal instrumento de controle da inflação, *a priori*, porém a taxa de câmbio poderia ser mais efetiva, conforme observado nos dados analisados. O Banco Central, por outro lado, utiliza a taxa de juros menos como um instrumento de controle da inflação e mais como um instrumento de controle do câmbio, ao passo que a taxa de juros é um fator significativo em relação à entrada de capitais estrangeiros no país. Desta

forma, embora não esteja dentro do escopo desta monografia analisar a efetividade dos efeitos da taxa de juros em relação a taxa de câmbio, pode-se ponderar que ao utilizar a taxa de juros como instrumento de controle do câmbio, é possível influenciar a inflação de maneira indireta, por meio dos efeitos do repasse cambial à inflação, pois a relação deste foi investigada e considerada relevante neste trabalho.

A variação do *mark up* apresentou ter uma correlação muito intensa com a inflação. O *mark up* é uma margem sobre os custos e a inflação de *mark up* consiste em uma maneira de compensar a queda nas vendas (e no consumo). Assim, o lucro das empresas é garantido embora as vendas estejam diminuindo. Esse tipo de inflação pode agravar o conflito distributivo em países em desenvolvimento, como o Brasil, pois implicam que em épocas de queda no consumo, resultante de uma provável queda no produto e no emprego, haveria inflação dos preços e manutenção das margens de lucro. Neste caso, é importante livrar-se de organizações oligopolistas e incentivar a criação de ambientes externos favoráveis à manutenção e propagação da concorrência saudável entre as empresas.

Em suma, a inflação brasileira é um fenômeno oriundo tanto da demanda quanto da oferta. As políticas econômicas utilizam-se de instrumentos propostos tanto pela teoria ortodoxa quanto pela heterodoxa para combatê-la e mantê-la sob controle das autoridades monetárias. A discussão dos determinantes da inflação é importante e deve ser revista ao analisarmos períodos curtos e longos, pois cada um enfatizará um aspecto complementar de um todo que é a economia brasileira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRITA, Mateus Boldrine; ARAÚJO, Eliane Cristina de. **Análise Empírica dos Determinantes do IPCA no Período de 2000 até 2011**: Uma abordagem com base no modelo SVAR. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/sul/2013/submissao/files_I/i6-bebb40f117549b432d46d7a0b92d499b.pdf>. Acesso em: 10 set. 2016.

ARAÚJO, Eliane Cristina de; MODENESI, André de Melo; VIANNA, Salvador Werneck. **Uma Investigação sobre os Determinantes Macroeconômicos do IPCA (1999-2008)**. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/Araujo_Modenesi_Vianna.pdf>. Acesso em: 04 set. 2016.

ARAUJO, E. & MODENESI, A. A importância do Setor Externo na Evolução do IPCA (1999-2010): uma análise com base em um modelo SVAR. **XXXVIII Encontro Nacional de Economia**. Salvador, dezembro, 2010.

BACHA, Edmar Lisboa (1991) "Reflexões Pós-Cepalinas sobre Inflação e Crise Externa". **Revista Economia Política**, 3(91), Julho-setembro 2003.

BAER, Werner. **A Economia Brasileira**. São Paulo: Nobel, 2009. 541 p.

Banco Central do Brasil. **Histórico da Taxa de Juros**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>>. Acesso em: 30 out. 2016.

BENTHAM, Jeremy. **An Introduction to the Principles of Morals and Legislation**. Kitchener: Batoche Books, 1781.

BRAGA, Julia de Medeiros; SUMMA, Ricardo. Estimção de um modelo desagregado de inflação de custo para o Brasil. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 37, n. 2, p.399-430, set. 2016.

BRASIL. MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO ORÇAMENTO E GESTÃO. **Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística**. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/>>. Acesso em: 06 set. 2016.

BRASIL. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Biblioteca. **Indicadores IBGE: Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor: INPC-IPCA. 1998-2015.** Disponível em: <<http://biblioteca.ibge.gov.br/index.php/biblioteca-catalogo?view=detalhes&id=7236>>. Acesso em: 15 set. 2016.

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. . **Relatório de Inflação: Decomposição da inflação de 2014.** Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2015/03/ri201503b7p.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2016.

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. . **Relatório de Inflação: Decomposição da inflação de 2015.** Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2016/03/ri201603b6p.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2016.

BRASIL. INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. . **Series Histórias e Estatísticas.** Disponível em: <<http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/>>. Acesso em: 17 set. 2016.

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. . **Serie Perguntas mais Frequentes: Preços Administrados.** Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq_5-precos-administrados.pdf>. Acesso em: 27 set. 2016.

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. . **Série Perguntas Mais Frequentes: Índices de Preços no Brasil.** Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ_2-Índices-de-Preços-no-Brasil.pdf>. Acesso em: 27 set. 2016.

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. . **Relatório de Inflação: Revisão do Modelo Estrutural de Médio Porte - Samba. 2015.** Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2015/09/ri201509b8p.pdf>>. Acesso em: 28 set. 2016.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria da Receita Federal. **Texto para discussão: Carga Tributária no Brasil. 1998-2015.** Disponível em: <<http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/carga-tributaria-no-brasil>>. Acesso em: 02 out. 2016.

BRASIL. MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO ORÇAMENTO E GESTÃO. . **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: 10 out. 2016.

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. . **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 14 out. 2016.

BRESSER PEREIRA, L. C. & Y. NAKANO (1983) "Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação" **Anais do X Encontro Nacional de Economia**, Belém, ANPEC, dezembro 1983. Reproduzido em *Inflação e Recessão*. 1984.

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos (1996) A inflação decifrada. **Revista de Economia Política**, 4(64), outubro-dezembro 1996.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A Descoberta da Inflação Inercial. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p.167-192, abr. 2010.

CABELLO, Andre Felipe. Mário Henrique Simonsen e a construção do conceito de inflação inercial. **Revista de Economia Política**, Brasília, v. 34, n. 2, p.317-326, jun. 2014.

CARRARA, Anieli Fagundes; CORREA, André Luiz. O Regime de Metas de Inflação: Uma Análise Empírica do IPCA. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p.441-462, dez. 2012.

FRANCO, Gustavo H. B. **ASPECTS OF THE ECONOMICS OF HYPERINFLATIONS: Theoretical Issues and Historical Studies of Four European Hyperinflations of the 1920s**. Maio de 1986. Tese de Doutorado, Departamento de Economia, Universidade de Harvard.

FRANCO, Gustavo H. B. **Auge e declínio do inflacionismo no Brasil**. Texto para Discussão, n. 487, Departamento de Economia, PUC-Rio, Setembro 2004.

FRIEDMAN, Milton. Noble Lecture: Inflation and Unemployment. **The Journal Of Political Economy**, Chicago, v. 85, n. 3, p.451-472, jun. 1977. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1830192>>. Acesso em: 31 ago. 2016.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Instituto Brasileiro de Economia**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/>>. Acesso em: 28 out. 2016.

FURLONG, F., R. INGENITO (1996), **Commodity Prices and Inflation**, Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, 27-47.

HUNT, E. K.; LAUTZENHEISER, Mark. **História do Pensamento Econômico: Uma perspectiva crítica**. 3. ed. [s.l.]: Elsevier - Campus, 2013. 512 p. Tradução de: André Arruda Villela.

KATO, Guilherme Nogueira. **Inflação e crescimento sob as óticas ortodoxas e heterodoxas: o caso brasileiro**. 2014. 71 f. TCC (Graduação) - Curso de Ciências Econômicas, Universidade de Brasília, Brasília, 2014.

KYDLAND, F. E. & PRESCOT, E. C. Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **Journal of Political Economy**, vol. 85, nº 3, Jun. 1977.

LARA RESENDE, André (1984) A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. **Gazeta Mercantil**, setembro 26,27,28, 1984.

LOPES, Francisco L. (1984) Inflação inercial, hiperinflação e desinflação. **Revista da ANPEC**, nº 7, dezembro 1984.

MALLICK, S. K., SOUZA, R. M (2012). Commodity Prices, Inflationary Pressures, and Monetary Policy: Evidence from BRICS Economies. **Open Economies Review** 24: 677-694.

MANKIW, N. G. A Quick Refresher Course in Macroeconomics. **Journal of Economic Literature**, vol. XXVIII, dez. 1990.

MELO, A. C. de. **Análise do Impacto de Choques nos Preços Internacionais das Commodities sobre a Inflação Brasileira**. Mestrado Profissional em Economia do Setor Público. Universidade de Brasília (UNB). Agosto, 2010.

MODENESI, André de Melo; FERRARI FILHO, Fernando. Choque de oferta, indexação e política monetária: breves considerações sobre a aceleração inflacionária recente. **Economia & Tecnologia**, Ano 07, vol.26 - Julho/Setembro de 2011.

MODENESI, A. M. **Regimes monetários: teoria e experiência do Real**. Rio de Janeiro: Manole, 2005.

MOHANTY, M. S. & KLAU, Marc. **What determines inflation in emerging market economies?** BIS Papers No 8. 2001.

MOLLO, M. L. R. Ricardo e Marx sobre o valor e a moeda. In: SILVA, M. L. F., org. **Moeda e produção: teorias comparadas**. Brasília: UNB, p.67-82, 1992.

MOLLO, M.L.R. **Inflação**: notas introdutórias sobre diferentes interpretações. Brasília, novembro de 1993.

MOLLO, M. L. R. E SAAD FILHO, A. Reconhecimento Social da Moeda: Observações sobre a Inflação e a Estabilização de Preços no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 21, nº 2, abr/ jun. 2001.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda. **Revista de Economia Política**, Brasília, v. 24, n. 3, p.323-343, set. 2004.

MOREIRA, Ricardo R. (2012) Commodities prices index as a variable determining the consumer inflation rate and the monetary policy: Recent evidences for the Brazilian economy through a VAR analysis. **Economics and Finance Review** Vol. 2(2) pp. 01 - 09, April, 2012.

NEVES, André Lúcio; OREIRO, José Luís. O Regime de Metas de Inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p.101-132, dez. 2007.

ONO, G. S., **Análise do Impacto dos Preços das Commodities sobre a Inflação no Brasil**. Escola de Economia de São Paulo. Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2014.

PELICIONI L.A.; RESENDE M.F.C. Metas de inflação, política monetária e investimento: um estudo para dezessete países. **Revista de Economia Política**, vol.29, n° 3 (115), pp.71-92, set. 2009.

PIMENTEL, Débora Mesquita; LUPORINI, Viviane; MODENESI, André de Melo. Assimetrias no repasse cambial para a inflação: Uma análise empírica para o Brasil (1999 a 2013). **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 46, n. 2, p.343-372, jun. 2016.

RANGEL, Ignácio (1963) **A inflação brasileira**. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro.

SICSÚ, J. Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana. **Análise Econômica**, v. 21, n° 39. 2003.

WALSH, James P. **Reconsidering the Role of Food Prices in Inflation** (IMF WP, 11/71). 2011.