

Uma crítica institucionalista ao regime de metas de inflação no Brasil

An institutionalist critique of the inflation-targeting regime in Brazil

Tales Rabelo Freitas¹

Resumo: Desde a implementação do regime de metas de inflação (RMI), em 1999, a política monetária brasileira tem lançado mão recorrentemente de taxas de juros elevadas para conter a inflação sem, contudo, obter o sucesso almejado pela política econômica do governo no que se refere ao alcance da meta. Isso se deve à incapacidade da síntese neoclássica em lidar com as especificidades dos canais de transmissão da política monetária e do processo de precificação dos diversos setores da economia brasileira. A inserção do arcabouço teórico institucionalista no debate é fundamental, visto que esta abordagem parte da existência de múltiplos determinantes para a dinâmica das variáveis econômicas, como a inflação. Assim, este artigo vai no sentido de discutir a importância do rompimento do reducionismo do RMI em prol de uma visão mais ampla para a questão da inflação, concentrada em analisar as especificidades de cada setor da economia, a institucionalidade dos instrumentos da política monetária e a evolução das relações entre os componentes determinantes da inflação.

Palavras-chave: Brasil; Instituições; Política Monetária; RMI; Taxas de Juros.

Abstract: Since the implementation of the inflation-targeting regime (RMI), in 1999, Brazilian monetary policy has repeatedly resorted to high interest rates to contain inflation without, however, achieving the success desired by the government's economic policy in terms of achieving goal. This is due to the inability of the neoclassical synthesis to deal with the specificities of the transmission channels of monetary policy and the pricing process of the various sectors of the Brazilian economy. The insertion of the institutionalist theoretical framework in the debate is fundamental because this approach starts from the existence of multiple determinants for the dynamics of economic variables, such as inflation. Thus, this article aims to discuss the importance of breaking RMI's reductionism in favor of a broader vision for the inflation issue, focused on analyzing the specificities of each sector of the economy, the institutionality of monetary policy instruments and the evolution of the relations between the determinant components of inflation.

Keyword: Brazil; Institutions; Monetary Policy; RMI; Inflation Rates.

¹ Doutor em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).
E-mail: tales.rabelo@hotmail.com

Introdução

Desde a implementação do regime de metas de inflação (RMI), em 1999, a política monetária brasileira tem lançado mão recorrentemente de taxas de juros elevadas para conter a inflação sem, contudo, obter o sucesso almejado pela política econômica do governo no que se refere ao alcance da meta. Os dados do Banco Central (BC) evidenciam o cumprimento do regime na maioria dos anos, porém utilizando a margem superior na maioria das vezes (1999 a 2000 e 2004 a 2013), sendo que em 2011 o atingiu exatamente o limite. Apesar do IPCA vir se mantendo dentro da banda superior, apenas em 2000, 2006, 2007 e 2009 foi abaixo do centro da meta estabelecida. No triênio 2001/2003 e no ano de 2015 o índice superou o teto.

Apesar do relativo sucesso do país no controle inflacionário neste início de século, quando comparado com a própria história brasileira, é importante analisar o papel das políticas monetárias e não-monetárias com o intuito de mitigar mitos que podem estar contribuindo para a resistência à queda da inflação frente à uma taxa de juros frequentemente elevada. Essa necessidade ocorre na medida que a *performance* brasileira se opõe à abordagem convencional sobre o regime de metas. Sobre isso, em primeiro lugar, verificou-se movimentos frequentes na taxa SELIC que a fizeram cair de 25% no início de 1999 para 7,25% em meados de 2012 sem resultar em um descontrole inflacionário no período. Em segundo, por mais considerável que tenha sido a queda da taxa de juros, ainda assim é difícil compreender a resistência à convergência da inflação para a meta uma vez que os juros permaneceram elevados, em todos os anos quando comparados com outros países. Isso tudo representa uma “anomalia” pelos manuais tradicionais de economia, os quais pregam a taxa de juros como o único instrumento necessário para o controle inflacionário (ARESTIS & SAWYER, 2008).

Neste contexto, diversas críticas ao RMI têm sido realizadas com base, principalmente, no arcabouço teórico pós-keynesiano. Além disso, uma importante literatura empírica vem surgindo nos últimos anos, com o intuito de verificar os efeitos da política monetária na inflação. Entretanto, considera-se que alguns pontos essenciais do debate estão sendo negligenciados, como as especificidades do processo de formação dos preços nos diferentes setores da economia. Neste caso, a inserção do arcabouço teórico institucionalista no debate pode promover avanços interessantes.

Diante desta problemática, este artigo tem o objetivo de inserir o arcabouço teórico institucionalista, a partir das abordagens de Veblen e Hodgson, no debate, envolvendo a ineficiência do RMI para o controle inflacionário brasileiro. Para isso, o trabalho se divide em quatro partes, além desta introdução e das considerações finais. Na primeira seção será feito uma breve apresentação do arcabouço tradicional de política monetária, ou seja, a síntese neoclássica. Na segunda aborda-se,

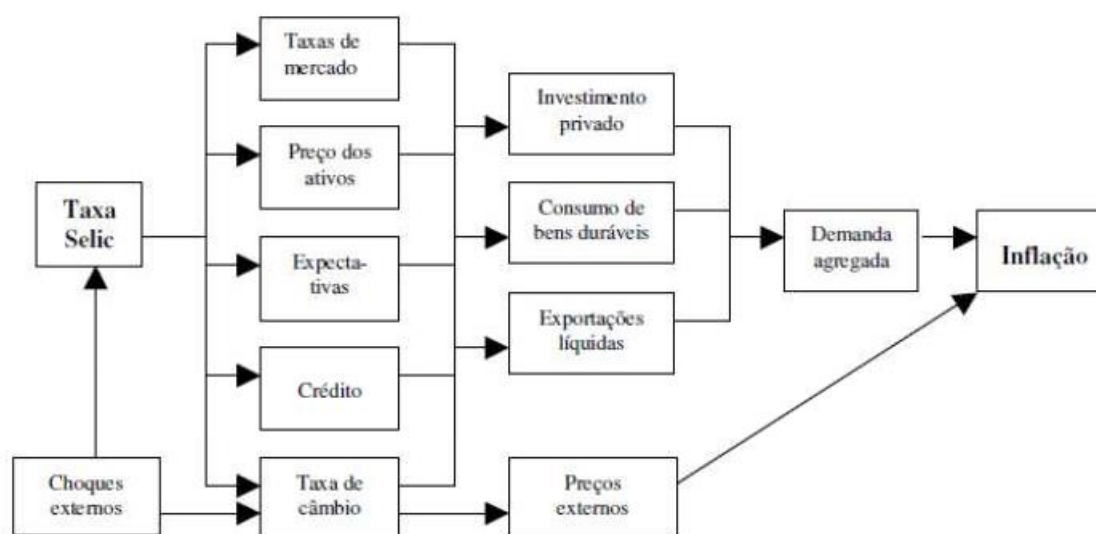
também de forma introdutória, os aspectos gerais da teoria institucionalista. Na terceira analisa-se alguns casos específicos para o Brasil que envolvem problemas nos canais de transmissão da política monetária. Na última seção será avaliado a importância do contexto institucional e estrutural no processo de formação de preços e, portanto, sua consideração como componente essencial nas políticas monetária e não-monetária de controle inflacionário.

1. A teoria convencional de política monetária: a síntese neoclássica

Os *policemakers* parecem ter chegado a um consenso no que diz respeito ao arcabouço teórico que deve sustentar a política monetária: a síntese neoclássica. A ideia central desta abordagem é a neutralidade da moeda. Variações na quantidade de moeda em uma economia tem a capacidade de afetar apenas o nível de preços. Além disso, mesmo havendo margem para considerar que alterações da demanda possam provocar desvios do produto no curto prazo, no longo prazo o nível de produto convergirá para o de equilíbrio com pleno emprego (MOLLO, 2004; CARVALHO, 2005; MOREIRA, 2009). Assim, diante da hipótese da neutralidade da moeda no longo prazo, a política monetária deve se comprometer apenas com a estabilidade dos preços (KING, 1996; BALL 1997).

Há também consenso na literatura ortodoxa a definição dos mecanismos de transmissão da política monetária, considerados básicos para a operação desta. São eles: i) taxa de juros; ii) taxa de câmbio; iii) preço dos ativos; iv) crédito; v) expectativas. O elemento principal é a taxa de juros, pois é a partir dela que o BC irá afetar os demais mecanismos de transmissão monetária que, conseqüentemente, impactarão nos preços (figura 1) (MENDONÇA, 2001).

Figura 1 - Principais mecanismos de transmissão monetária



Fonte: Banco Central do Brasil (2011).

Tendo em mente este esquema, grande importância é dada ao estabelecimento de uma regra que oriente a política monetária. Isso se torna necessário na medida em que ganha força o argumento da necessidade de independência do BC. Tal independência facilitaria o ganho de credibilidade desta instituição e, conseqüentemente, maior facilidade de controle do canal de transmissão das expectativas. O argumento é que, com maior controle deste canal, o BC conseguirá melhores resultados em termos de inflação a partir de menor esforço em termos de taxas de juros. No Brasil é utilizado o RMI que, em termos gerais, estabelece o objetivo principal da política monetária como o de convergir a inflação para uma meta estipulada, agindo como uma âncora nominal. Logo, o sucesso desse regime dependerá da capacidade do Banco Central – dado a sua credibilidade – de influenciar as expectativas de inflação dos agentes. A operacionalização do regime consiste em: i) adoção e divulgação de uma meta para a inflação, assim como um intervalo de variação como um mecanismo de flexibilidade; ii) adoção de um procedimento operacional que ancore as expectativas de inflação iii) o compromisso e a transparência do Banco Central com o alcance da meta estipulada (BRESSER-PEREIRA & GOMES, 2009; MOREIRA, 2009).

Em suma, este arcabouço teórico e sua implicação política se alicerça basicamente em uma relação causal fixa ao longo do tempo entre taxa de juros e inflação. Ou seja, partindo-se do pressuposto dos manuais tradicionais de microeconomia de que os preços são definidos a partir do equilíbrio entre oferta e demanda, é esperado que um aumento dos juros impacte a demanda via canais de transmissão e, conseqüentemente, os mecanismos de mercado levarão à uma queda do nível de preços. Para que a aplicação de política a partir deste esquema funcione, é condição essencial que os mecanismos de mercado e de transmissão monetária se comportem conforme a teoria pressupõe.

Porém, compreende-se que tais pressupostos não representam de forma adequada a natureza do sistema econômico e, portanto, propostas de política podem implicar em resultados insatisfatórios. Nesse sentido, o arcabouço institucionalista de Veblen e Hodgson evidencia bem os problemas das correntes ortodoxas e estabelece uma abordagem evolucionária do sistema como uma alternativa essencial para o seu tratamento.

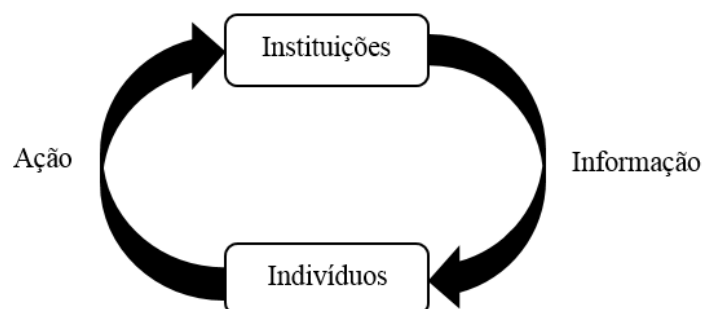
2. Aspectos básicos da abordagem institucionalista

Thorstein Veblen é comumente conhecido como o expoente principal do institucionalismo norte-americano, também chamado de velho institucionalismo e institucionalismo original. O princípio fundamental desta escola enfatiza a necessidade das Ciências Econômicas aderirem à uma teoria de processo, ou seja, incorporar elementos que sejam capazes de explicar as relações de causa e efeito dos fenômenos como uma sequência de eventos que se desdobra. É, portanto, a aplicação dos princípios presentes na teoria de seleção natural de Darwin na análise da mudança institucional a contribuição mais marcante da abordagem *vebleniana* nas Ciências Econômicas.

Dentro de um arcabouço evolucionário, argumenta-se que a ortodoxia não é capaz de fornecer implicações de política que sejam coerentes com uma realidade em constante mudança. Para Veblen (1898) o caráter evolutivo dos fenômenos é indispensável para o processo de investigação. Argumenta-se que qualquer explicação dos fenômenos sociais deveria partir da consideração das instituições que interferem no comportamento dos agentes.

Nesta abordagem, as instituições são consideradas hábitos mentais enraizados socialmente, sendo determinados de forma mútua com os indivíduos (HODGSON, 1998). Conforme demonstrado na figura abaixo, as ações dos agentes geram experiências que fornecem hábitos de pensamento, os quais funcionam como mecanismos mentais de reação frente às circunstâncias do ambiente. Na medida em que os hábitos vão se tornando bem-sucedidos como mecanismos de realização de objetivos, estes vão sendo selecionados e, uma vez enraizados, se tornam instituições. Por outro lado, as instituições agem como transmissoras de informação contida dos hábitos passados para os demais membros da sociedade.

Figura 2 – Circuito instituições-indivíduos



Fonte: traduzido de Hodgson (1998, p. 176).

O motivo de não ser possível fragmentar este ciclo e analisar suas partes separadamente – como fazem os neoclássicos ao abordar a racionalidade do indivíduo como um componente autônomo – é que os hábitos mentais têm função importante dos dois lados deste sistema, fazendo com que racionalidade e ação não possam ser identificadas independentemente. De um lado, os hábitos desempenham o papel de direcionar a ação frente ao ambiente de modo a cumprir com os objetivos estabelecidos na outra faixa do ciclo. De outro, os mesmos hábitos fornecem o aparato cognitivo com o qual os agentes deliberam sobre as circunstâncias. Neste caso, a racionalidade também é afetada pelo resultado das ações dos indivíduos. Os componentes não apresentam propriedades intrínsecas, mas sim as que dependam da forma como a ordem se estabelece no sistema.

No geral, as ideias centrais do institucionalismo referem-se às instituições, hábitos, regras e sua evolução. Para compreender a sociedade é preciso entender as instituições e também seus processos de mudança. O comportamento dos agentes (e do sistema como um todo) é reforçado sempre que os resultados estejam em conformidade com os objetivos. Entretanto, na presença de frustrações surge a necessidade de transformações adaptativas. A mudança institucional é um processo complexo, que envolve ideias, interesses e o próprio contexto institucional. A mudança envolve interações multidirecionais, atrelada à visão de mundo da sociedade como um todo e em consonância com as instituições formais e informais presentes no ambiente institucional (GRAZZIOTIN; AVILA; HERRLEIN, 2015). É a partir desse caráter evolucionário que se faz necessário pensar as instituições.

Diante dessa natureza mutável do sistema como um todo, os institucionalistas não tentam construir um modelo único e geral. Ao contrário, essas ideias estimulam abordagens específicas e historicamente identificadas de análise (HODGSON, 1998). Sobre o problema da política monetária, ao considerar sua atuação em um sistema complexo e dinâmico, em que os seus componentes, incluindo as instituições, se modificam no decorrer do tempo, é razoável esperar que os efeitos da taxa de juros nos mecanismos de transmissão monetária e nos preços não permaneçam constantes, além de apresentar elementos específicos que se desenvolveram historicamente e que não estão incorporados na abordagem *mainstream*. Logo, levando em conta estas ideias, se torna incoerente o uso de uma regra fixa como base para a implementação de política.

Uma vez considerado que o RMI no Brasil foi pouco sucedido – já que as evidências mostram a manutenção da Selic em níveis excessivamente elevados e uma inflação resistente à queda – uma brecha se abre para a possibilidade de um novo tratamento para a inflação e para a conduta da política monetária. Sobre isso, a ideia principal passa a ser, a princípio, o rompimento com a necessidade de utilização de uma regra fixa que norteia a política. A próxima sessão apresentará alguns problemas, identificados por diversos autores, que impedem a implementação do RMI de forma eficaz no Brasil.

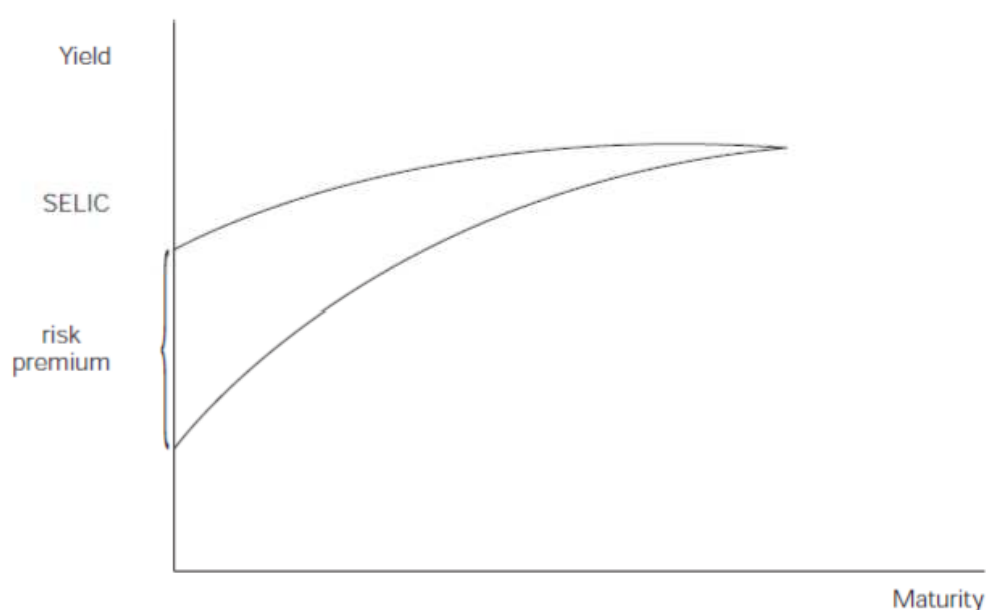
3. Alguns problemas específicos do RMI no Brasil

Conforme demonstrado por Modenesi (2012), diversos autores analisaram nos últimos anos os resultados do RMI no Brasil, os quais mormente concluíram que os mecanismos de transmissão da política monetária não apresentaram comportamento semelhante ao proposto pela literatura *mainstream*. A seguir será pontuado alguns pontos que evidenciam essa tese.

O primeiro problema presente nos mecanismos de transmissão monetária é de que a taxa SELIC indexa a maior parte da dívida pública. Isso faz com que haja um atrelamento entre os mercados monetário e de dívida, de modo que a taxa de juros do BC atue sobre ambos. Consequentemente, surge a possibilidade de descoordenação entre as decisões do BC e do Tesouro Nacional. Enquanto o primeiro usa a Selic para controlar a inflação, o segundo a utiliza para se financiar (BARBOSA, 2006; MODENESI, 2012).

Desse modo, a taxa de juros do BC incorpora um prêmio de risco que impede a formação de uma curva *yield*, ou seja, quando as decisões de política relacionadas às taxas de juros de curto prazo são transmitidas às taxas de juros de longo prazo que, segundo Keynes (1930) em seu *Treatise on Money*, efetivamente influenciam o comportamento dos agentes privados (BRESSER-PEREIRA & GOMES, 2009). Neste caso, a taxa Selic define diretamente a taxa de juros de longo prazo, conforme mostrado na figura 3.

Figura 3 - Curva *Yield* no Brasil



Fonte: Barbosa (2006, p. 232).

Portanto, a taxa de juros do BC no Brasil é usada como ferramenta para solucionar outros problemas que vão além da inflação: i) atrair capital estrangeiro; ii) reduzir o déficit em conta corrente; iii) aumentar a poupança pública (BRESSER-PEREIRA & GOMES DA SILVA, 2009).

O segundo ponto a ser destacado é a imperfeição do crédito como canal de transmissão. Segundo Nakano (2005), a literatura convencional mostra que uma elevação da taxa de juros reduz a liquidez e causa a contração da demanda agregada (consumo e investimentos) em linha com a queda do volume do crédito e da riqueza financeira. Porém, no Brasil, há a possibilidade de um efeito inverso, ou seja, um aumento dos juros pode elevar a riqueza financeira:

Mais do que 50% da dívida pública mobiliária federal, em poder do público, além das operações de financiamento do Banco Central, são pós-fixados e sofrem correção diária pela taxa diária Selic. Como o valor destas dívidas é dado pela capitalização da taxa diária de juros, qualquer elevação desta provoca imediatamente aumento no valor do estoque da dívida. Como parte significativa desta dívida é do Banco Central (*overnight*), no mercado aberto, pode-se concluir que o aumento de juros eleva a massa de recursos com liquidez imediata no sistema. A oferta de crédito pode crescer se os bancos não racionarem a quantidade em função da elevação da taxa e do risco (NAKANO, 2005, p. 11).

Logo, essa situação representa uma anomalia quando comparada ao receituário ortodoxo. Aqui, aumentos de taxas de juros tem a capacidade de ampliar a liquidez do sistema², uma vez pressuposto que os títulos públicos têm a liquidez assegurada pelo BC.

O terceiro fator que contribui para a insensibilidade da inflação à política monetária é a elevada participação dos preços administrados no IPCA, o qual tem representado cerca de 30% (BRAGA, 2011; MODENESI, 2012). “A quase insensibilidade desses preços aos juros requer que os preços livres sejam excessivamente represados, para compensar a forte pressão (direta e indireta) exercida pelos administrados sobre o IPCA, como ocorrido entre 1999 e 2006” (MODENESI, 2012, p. 396).

Um quarto ponto seria uma crítica a ausência de independência política formal do Banco Central. Neste caso, o argumento é que isso compromete o funcionamento do canal das expectativas na transmissão da política monetária. “*A law granting independence to the central bank will not guarantee low inflation and stable growth, but would go along way toward raising the chances that the inflation success of the past three years will not be waisted*” (FAVERO & GIAVAZZI, 2002, p. 16). Consequentemente, uma instituição de menor credibilidade implica em maior temor pelos agentes econômicos da possibilidade de haver alterações inesperadas na direção da política econômica (HOLLAND, 2006, p. 40).

² Para Nakano (2005), caso o Banco Central queira contrair a demanda será necessária a elevação da Selic à níveis exorbitantes, pois só assim será possível acionar o racionamento de crédito, via efeitos dos fenômenos de risco moral e seleção adversa.

Os outros pontos que contribuem para explicar a ineficiência da política monetária brasileira no controle inflacionário se referem a questões de como os preços são formados na economia. Nesse sentido, compreende-se que uma discussão com base na teoria institucionalista se faz necessária.

4. Instituições e preços

Na teoria neoclássica os preços são explicados a partir dos conceitos de oferta, demanda e utilidade marginal. Em contrapartida, os institucionalistas se opõem a qualquer teoria geral de preços. Isto porque no institucionalismo os preços são considerados convenções sociais reforçadas por hábitos e inseridas em instituições específicas (HODGSON, 1998). Aqui o processo de precificação varia entre diferentes tipos de produtos, que pertencem aos processos de produção e comercialização que apresentam certas especificidades que são incorporadas na dinâmica dos preços. Logo, qualquer teoria de preço que negligencie as instituições, as quais influenciam na formação das diferentes lógicas de mercado, seria necessariamente bem limitada em suas propriedades explanatórias.

Se os preços são convenções que são influenciadas por hábitos enraizados socialmente, então é preciso explicar estes para que se possa compreender a dinâmica dos primeiros. Considerando que os preços são formados a partir da permuta envolvendo consumidores e produtores, o ponto crucial da análise passa então a ser o mercado. Para Zysman (1994, p. 244), “*markets do not exist or operate apart from the rules and institutions that establish them and that structure how buying selling and the very organization of production take place*”. O autor procura demonstrar o modo como os mercados incorporam as instituições enraizadas socialmente. Cada economia consiste de uma estrutura institucional específica que, quando combinada com uma estrutura industrial, cria um padrão distinto de restrições e incentivos. A lógica de mercado resultando desta combinação conduz a um determinado comportamento corporativo que molda as estratégias, o desenvolvimento de produtos e os processos de produção em um sistema econômico nacional. É, portanto, neste ambiente que a dinâmica de preços é definida.

Em suma, quando se busca explicar o processo de precificação a partir das instituições, a implicação teórica essencial é a rejeição das teorias gerais de preços. Assim sendo, o institucionalismo se preocupa com um conjunto de diretrizes de abordagens para problemas específicos. Esse tipo de abordagem direciona a análise para estudos históricos e institucionalmente específicos, que são (provavelmente) de maior valor operacional que qualquer teoria geral abrangente (HODGSON, 1998).

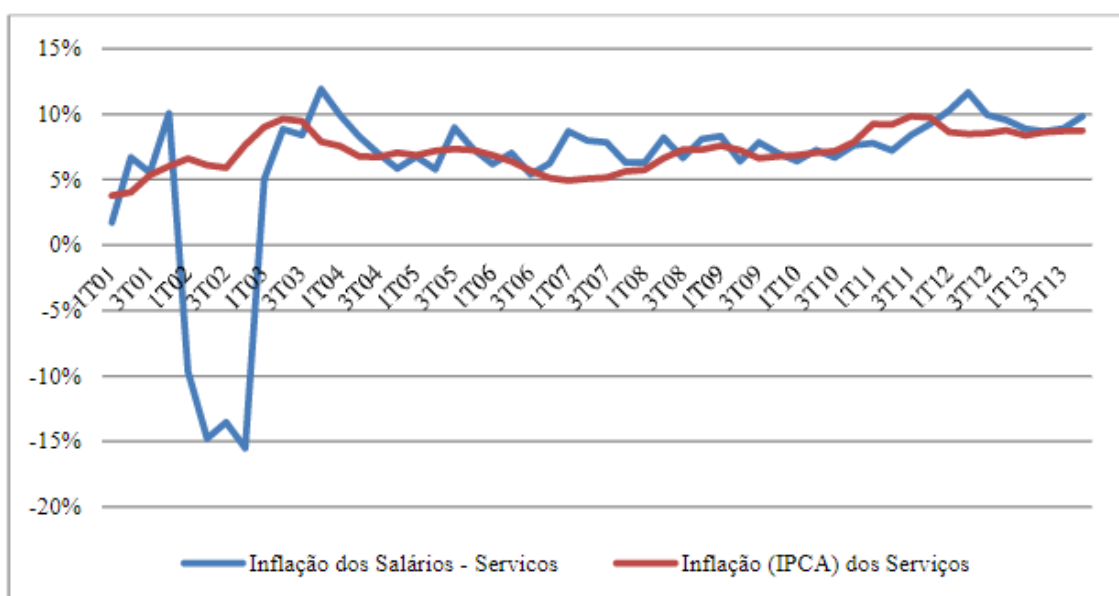
Um dos problemas que envolvem a análise institucionalista é a complexidade da natureza do sistema econômico, o que as vezes leva à dificuldade de mapeamento de todas as instituições que estão envolvidas no processo. Portanto, certo nível de abstração e simplificação é aceitável e necessário para lidar com toda essa complexidade desde que se considere certas especificidades. Pode-se creditar a esse tipo de abordagem alguns trabalhos sobre preços em oligopólio que resultaram em teorias de “*mark-up*”, “preços administrados” ou “custo integral”, além também de uma estreita afinidade com a teoria da firma (HODGSON, 1998).

Alguns trabalhos empíricos aplicados para a economia brasileira dão apoio à uma abordagem institucionalista da inflação que considera os pontos citados até o momento. Ferreira & Jayme Júnior (2005) encontraram evidências que mostram a existência de um canal de custo da política monetária. Ou seja, um aumento na taxa de juros provoca uma elevação nos custos de produção, via custo do capital de empréstimo, que são repassados aos preços. Além disso, a alta sensibilidade da inflação frente às variações cambiais reforça a ideia da forte presença de uma inflação de custos. Combinando isso com a baixa significância encontrada na correlação da inflação com as mudanças no nível de utilização da capacidade instalada é possível explicar o motivo da falha de uma política monetária que visa restringir a demanda para controlar a variação dos preços.

Outros dois exames empíricos que chegam às mesmas conclusões foram feitos por Braga (2011) e Martinez & Cerqueira (2013). Partindo de uma interpretação pós-keynesiana, a inflação de demanda apenas acontece quando existe um excesso de demanda frente à capacidade produtiva, aos estoques acumulados e/ou à disponibilidade de mão de obra. No caso dos testes realizados, nenhum dos indicadores de excesso de demanda se mostrou estatisticamente significativo na equação de inflação ao consumidor. Do mesmo modo que Ferreira & Jayme Júnior (2005), nestes trabalhos foram encontradas a presença do canal de custos. Braga (2011) avança e adiciona na análise o efeito de variações nos preços das *commodities* nos custos. Portanto, o impacto da variação cambial e da inflação de *commodities* no índice de preços apresentaram forte significância estatística.

Ademais, o mesmo teste é feito para os componentes desagregados do IPCA (gráfico 1). Neste caso, o efeito do câmbio e das *commodities* não apresentou significância estatística na equação dos serviços não monitorados pelo governo. Neste setor é a variação salarial o elemento de maior significância na explicação dos preços.

Gráfico 1 – Inflação dos salários do setor de serviços e inflação dos serviços



Fonte: Martinez (2015, p. 21).

Já no componente de preços administrados³, houve mudança de comportamento a partir de 2004 com a presença do marco regulatório da energia elétrica. No caso dos combustíveis, a regra de reajuste da Petrobras (ao menos até 2015) era de não repassar oscilações de curto prazo aos preços dos combustíveis.

Para Braga (2011) e Martinez & Cerqueira (2013) a estabilidade alcançada a partir das medidas adotadas pelo governo, que alteraram as regras do jogo e, conseqüentemente, influenciaram um forte crescimento da produtividade nos setores em que houve essa mudança, sugere maior eficácia do uso de políticas não monetárias para combate ao aumento dos preços. Adiciona-se também a isso a importância do aumento da produtividade nos outros setores como meio de mitigar os efeitos dos ajustes salariais acima da inflação a partir de 2005. Neste caso, dado que os ganhos de produtividade surgem a partir de estratégias microeconômicas adequadas, poderia esperar que políticas industriais específicas e investimentos em infraestrutura garantissem maior sucesso em controlar o aumento dos preços do que uma política monetária restritiva.

³ Os preços administrados incluem os impostos e as taxas – Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA), Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU) e taxas de água e esgoto – e as tarifas dos serviços de utilidade pública (telefonia, energia elétrica, planos de saúde e pedágios). Além disso, incluem também itens sujeitos a acompanhamento por parte de órgãos do Estado, como medicamentos, passagens aéreas e derivados de petróleo. Representam cerca de 30% do IPCA. A lista completa dos itens no IPCA é a seguinte: IPTU, taxa de água e esgoto, gás de bujão, gás encanado, energia elétrica residencial, ônibus urbano, ônibus intermunicipal, ônibus interestadual, *ferry-boat*, avião, metrô, navio, barco, táxi, trem, emplacamento e licença, pedágio, gasolina, álcool, óleo, óleo diesel, plano de saúde, cartório, jogos lotéricos, correios, telefone fixo, telefone público e telefone celular.

Em termos gerais, estes trabalhos evidenciam a inaplicabilidade de políticas derivadas de um arcabouço teórico que não se atenta para as especificidades de cada setor. Ou seja, uma política que se apoia apenas na teoria neoclássica de preços dificilmente irá obter resultados satisfatórios em um sistema representado por um conjunto de setores com ampla diversidade e especificidade estrutural e institucional. O tipo de abordagem tratado aqui procura mostrar que os preços não expressam apenas uma relação entre quantidade de moeda e quantidade de produtos, como é colocado pelos monetaristas, ou oferta e demanda, como exposto pelos neoclássicos. É também um reflexo da estrutura do mercado. No caso brasileiro, somam-se as imperfeições nos canais de transmissão de política monetária, abordados na seção anterior, como fatores que impedem que o resultado da política de RMI do país convirja em direção ao previsto pela teoria.

Diante disso, a análise aqui realizada tem como proposta o rompimento com o uso de regras rígidas para a orientação da política monetária. As pesquisas que realizaram a decomposição do IPCA, os quais mostram diferenças significativas no comportamento de diferentes agrupamentos de preços, estabelecem a importância dos estudos desagregados do índice. Associado a isso está a necessidade de compreender as especificidades da dinâmica de preços nos diferentes setores da economia. Isso pois, uma vez determinado a origem da pressão inflacionária, somente as medidas adequadas para a estabilização dos preços no referido segmento é que devem ser implementadas. Além disso, conforme visto na seção anterior, é necessário também ter pleno conhecimento dos impactos dos instrumentos de política monetária nos canais de transmissão e, portanto, nos diferentes ramos da atividade econômica e seus respectivos preços.

Por fim, considerando que os canais de transmissão da política monetária e o processo de formação de preços apresentam elementos estruturais e institucionais específicos de extrema importância, os quais são negligenciados pela síntese neoclássica, se torna essencial estabelecer uma agenda de pesquisa que incorpore estes fatores. Tal agenda não deve perseguir a criação de regras fixas de política, mas sim em meios alternativos para o controle inflacionário que incorporem um ambiente econômico dinâmico, mutável e que leve em conta a presença das especificidades de cada caso. Em linha com Hodgson (1998, p. 169), *“if institutionalism had a general theory, it would be a general theory indicating how to develop specific and varied analyses of specific phenomena”*.

Considerações finais

Este artigo buscou inserir o arcabouço teórico institucionalista, a partir das abordagens de Veblen e Hodgson, no debate sobre a ineficiência do RMI para o controle inflacionário brasileiro. Ao longo do trabalho esclareceu que o comportamento de alguns dos canais de transmissão da política monetária não era condizente com os pressupostos da síntese neoclássica. Além disso, mostrou-se que a teoria neoclássica de preços se torna insuficiente a partir do momento em que as especificidades de cada setor da economia são relevantes no processo de precificação. Logo, isso contribui para compreender o motivo da recente história da inflação brasileira ser considerada uma anomalia em relação ao que é estabelecido nos manuais convencionais de Ciências Econômicas.

O simples aumento da taxa de juros, com o intuito de restringir a demanda, é incapaz de exercer impacto considerável nos preços, pois: i) há problemas nos canais de transmissão; ii) os preços não são formados apenas por mera confrontação das curvas de oferta e demanda, mas sim em um contexto cuja a lógica de mercado incorpora instituições enraizadas socialmente e que não podem ser negligenciadas.

Referências

ARESTIS, P.; SAWYER, M. *The New Consensus Macroeconomics: an unreliable guide for policy*. **Revista Análise Econômica**, ano 26, n. 50, pp. 275-297, setembro de 2008.

BALL, L. *Efficient rules for monetary policy*. **International Finance**, v. 2, n. 1, pp. 63-83, April 1999.

BARBOSA, F. H. *The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience*. **Revista de Economia Política**, v. 26, n. 2, pp. 231-238, abril-junho 2006.

BRAGA, J. M. A inflação brasileira na década de 2000 e a importância de políticas não monetárias de controle. Rio de Janeiro: IPEA, TD 1672, outubro de 2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GOMES, C. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. **In:** Oreiro, José Luís, Luiz Fernando de Paula e Rogério Sobreira (Orgs.). *Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação*, Rio de Janeiro: Editora FGV, pp. 21-51, 2009.

CARVALHO, F. J. C. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 4, pp. 323-336, 2005.

FAVERO, C. A.; GIAVAZZI, F. *Why are Brazil's interest rates so high? Working Papers 224, IGER (Innocenzo Gasparini Institute for Economic Research), Bocconi University, 2002.*

FERREIRA, A. B.; JAYME JR., F. G. Metas de inflação e vulnerabilidade externa no Brasil. **Encontro Nacional De Economia Da Anpec**, Anais do XXXIII Encontro Nacional de economia da ANPEC, 2005.

HODGSON, G. *The Approach of Institucional Economics*. **Journal of Economic Literature**, v. 36, issue 1, March 1998.

HOLLAND, M. Por que as taxas de juros de curto prazo são tão elevadas no Brasil? **Economia & Tecnologia**, v. 4, pp. 27-42, 2006.

KEYNES, J. M. *A treatise on money*. New York: Harcourt, Brace and company, 1930.

KING, M. *How should central banks reduce inflation? Conceptual issues*. **FED of Kansas City, Economic Review**, pp. 25-42, fourth quarter 1996.

MARTINEZ, T. S.; CERQUEIRA, V. S. **Estrutura da inflação brasileira**: determinante e desagregação do IPCA. Rio de Janeiro: IPEA, TD 1634, julho de 2013.

MARTINEZ, T. S. **Compatibilização de mudanças em classificações desagregadas do IPCA (1999-2014)**. Rio de Janeiro: IPEA, TD 2056, março de 2015.

MENDONÇA, H. D. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. **Economia e Sociedade**, 16, pp. 65-81, jun. 2001.

MODENESI, A. D. M., & MODENESI, R. L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, v. 32, n. 3 (128), pp. 389-411, julho-setembro 2012.

MOLLO, M. L. R. Ortodoxia e heterodoxia monetárias: a questão da neutralidade da moeda. **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 3 (95), pp. 323-345, julho-setembro/2004.

MOREIRA, R. R. **Uma perspectiva heterodoxa para o regime de metas de inflação**: a hipótese da endogenia do produto potencial pelo lado da demanda. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

NAKANO, Y. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. **Conjuntura Econômica**, pp. 10-12, nov. 2005.

VEBLEN, T. *Why is economics not an evolutionary science?* **The Quarterly Journal of Economics**, v. 12, n. 4, pp. 373-97, July 1898.

ZYSMAN, J. *How Institutions Create Historically Rooted Trajectories of Growth*. **Industrial and Corporate Change**, 3(1), pp. 243-283, 1994.

Artigo recebido em 08/06/2020

Artigo aceito em 26/07/2020