

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ERIK MIGUEL CHEE JOHN

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: A TEORIA NA PRÁTICA

CURITIBA

2012

ERIK MIGUEL CHEE JOHN

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: A TEORIA NA PRÁTICA

Artigo apresentado à disciplina de Trabalho de Conclusão de Curso como requisito parcial à conclusão da Pós Graduação em Desenvolvimento Econômico, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Armando Vaz Sampaio

CURITBA

2012

Dedico não apenas este trabalho, mas todas as minhas conquistas da vida acadêmica, à pessoa que eu mais amo na vida: a minha mãe, Sónia Maria Chee.

RESUMO

O Regime de Metas de Inflação foi adotado no Brasil em junho de 1999. Os pressupostos desse regime são de possuir um Banco Central independente e autônomo nas suas decisões de política monetária, uma instituição que tenha comprometimento com o combate a inflação e que tenha transparência nas suas ações tomadas. Feita essa análise teórica, este trabalho apresenta os dados da economia brasileira para fazer uma leitura do sucesso ou não da adoção do regime de metas de inflação para o caso brasileiro.

PALAVRAS-CHAVE: Regime de Metas de Inflação, Banco Central do Brasil.

ABSTRACT

The Inflation Targeting's Regime was adopted in Brazil in June 1999. The assumptions of this regime are the independence of the Central Bank and its autonomy over monetary policy's decisions, an institution with commitment to the inflation's combat and transparency on its made decisions. With this theoretical analysis, this working paper presents the Brazilian economic data due to provide a lecture of the success or not of the adoption of the Inflation Targeting in Brazil.

KEY-WORDS: Inflation Targeting, Central Bank of Brazil .

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| INTRODUÇÃO | 7 |
| REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (RMI)..... | 8 |
| A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL | 11 |
| O PAPEL DAS EXPECTATIVAS | 13 |
| CURVA DE PHILLIPS | 16 |
| O RETRADO DO BRASIL EM NÚMEROS | 19 |
| CONCLUSÃO | 27 |
| REFERÊNCIAS..... | 28 |

INTRODUÇÃO

O Brasil contemporâneo é marcado pela presença de uma inflação crônica, de períodos de grande crescimento (o Milagre Econômico), mas também de períodos de grande estagnação, como a conhecida década perdida dos anos de 1980.

Com a abertura comercial e as privatizações, a nova política industrial fomentou a economia local, gerando maior competitividade e aumentando a concorrência no mercado interno.

No campo monetário, as autoridades brasileiras buscavam especialmente tratar da inflação e da estabilização da moeda. No que tange a política fiscal, buscava-se um equilíbrio nas contas do governo. Essa foi a tarefa realizada pelo governo com a adoção do Plano Real em junho de 1994 e depois, com a adoção do Regime de Metas de Inflação em 1999.

Com a adoção desse regime, o Banco Central do Brasil teve de assumir diversas responsabilidades e manter a postura adequada diante do mercado financeiro nacional e internacional. A política monetária brasileira, então, passou a ter foco especial no combate inflacionário, representar uma instituição transparente, criar a sua credibilidade diante dos agentes econômicos, entre outros fatores.

O presente estudo, portanto, busca analisar a implantação do Regime de Metas de Inflação no Brasil, verificando algumas das principais características teóricas do modelo e os mecanismos de ação adotadas pela autoridade monetária na condução da estabilidade de preços. Serão revisados os números macroeconômicos do Brasil obtidos ao longo dos 13 anos do regime, bem como o sucesso ou fracasso da aplicação da teoria na prática, elencando motivos dos casos de não atingimento dos objetivos almejados.

Para tanto, o artigo iniciará está dividido em quatro seções, incluído esta introdução como a primeira parte. Na segunda seção, será feita a abordagem das principais teorias que norteiam o Regime de Metas de Inflação. Em seguida, a terceira seção elencará os principais dados macroeconômicos do estudo aqui proposto e, por fim, na quarta e última seção, será apresentada algumas considerações finais.

REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (RMI)

Em junho de 1994, foi implementado por Fernando Henrique Cardoso (FHC), o plano que acabaria com o crônico problema da inflação no país: o Plano Real. Várias foram as ações e políticas adotadas pelo governo para conquistar a atual estabilidade de preços no Brasil. Dentre elas, podemos citar a desindexação da economia; a política de abertura comercial e privatizações, que gerou um choque de concorrência no mercado interno; medidas de equilíbrio fiscal; adoção das bandas cambiais com posterior adoção de câmbio flutuante, dentre outras ações.

Após o Real sofrer uma forte pressão especulativa devido as crises ocorridas nos países em desenvolvimento como o Brasil, destaque para a crise mexicana, em 02 de junho de 1999 o Brasil institui, através do Decreto 3.088, o Regime de Metas de Inflação (RMI).

Os primeiros países a adotar esse regime foram Nova Zelândia (1990), Canadá (1991), Reino Unido (1992), Finlândia (1993), Suécia (1993), entre outros. Os países em desenvolvimento que adotaram este regime foram Chile (1991), Colômbia (1999), México (1999).

Esse regime propõe um certo grau de aceitação de crescimento do nível geral de preços para um determinado período. Tal medida é divulgada previamente pelo governo e deve ser seguida pelo Banco Central (BC) cuja política monetária passa a ter um único objetivo: alcançar a meta inflacionária determinada (no ponto, ou uma banda).

De acordo com Carvalho (2000), o objetivo de se atingir essa meta passa por dois pontos de partida: o primeiro, trata-se da impossibilidade de se prever a demanda por moeda de uma economia num contexto de inovações financeiras e mobilidade de capitais. O segundo, diz respeito a incapacidade da política monetária em atingir as variáveis reais da economia (produto e emprego) de forma duradoura.

A adoção do RMI, portanto, tem como essência, possuir uma política monetária voltada a manutenção de uma inflação baixa e estável, de forma permanente. A busca pela manutenção do hiato do produto de forma a se manter próximo de zero, ou seja, que o produto efetivo fique próximo ao produto potencial, deve ser um objetivo secundário, pois a prioridade é a de que a meta do nível de preços não seja violada.

Para alcançar tal propósito, o Banco Central passa a controlar a taxa de juros de curto prazo *a lá* Regra de Taylor¹, que consiste em oscilar os juros de maneira direta ao aumento dos preços. Se a inflação aumenta (diminui) em relação a meta, o BC aumenta (diminui) a taxa de juros. Tal decisão é proferida por um Comitê de Política Monetária – no Brasil é o chamado COPOM, e possui o Ministro da Fazenda e o Presidente do Banco Central do Brasil na sua condução – o qual é operacionalizado pelo BC através da mesa de mercado aberto, onde realiza a negociação de compra e venda de títulos públicos, contraindo ou relaxando a base monetária, que por sua vez, passa a pressionar a taxa de juros.

O canal de transmissão da política monetária - adaptação dos juros às necessidades de acordo com a inflação - sobre o lado real da economia, ocorre tal como caracteriza o Modelo ISLM. Segundo os autores Lopes e Vasconcellos (2009), esse modelo segue uma lógica keynesiana do equilíbrio entre o mercado de bens e de ativos. Desta forma, sempre que houver desequilíbrios no mercado de bens, o ajuste se dará via quantidades, alterando o nível de produto (renda). Ao passo que, desequilíbrios no mercado monetário são corrigidos com variações nas taxas de juros. Quando há um excesso de oferta monetária na economia, a taxa de juros diminui; e quando há excesso de demanda, a taxa de juros se eleva. Em outras palavras e de forma mais didática e detalhada, o aumento da oferta de saldos monetários reais, gera um desequilíbrio no portfólio dos agentes, que tentarão se desfazer da moeda excedente ampliando a demanda por títulos. Assim, para equalizar o mercado financeiro, a rentabilidade dos títulos (juros) devem se reduzir para tornar mais atraente a retenção de moeda. Com essa redução de juros, os ganhos de fluxo de capital se reduzem, estimulando os investimentos na economia e ampliando a demanda agregada. Dessa maneira, as empresas passam a produzir mais para atender o maior nível de liquidez do mercado. Conforme a ampliação da renda acontece, acarreta-se um aumento de demanda por moeda para manter as transações comerciais. Isso força uma nova elevação das taxas de juros para manter o mercado equilibrado.

Adicionalmente, vale a pena citar que a força da política monetária depende diretamente da elasticidade da demanda de moeda em relação a taxa de juros; e da elasticidade do investimento em relação a taxa de juros.

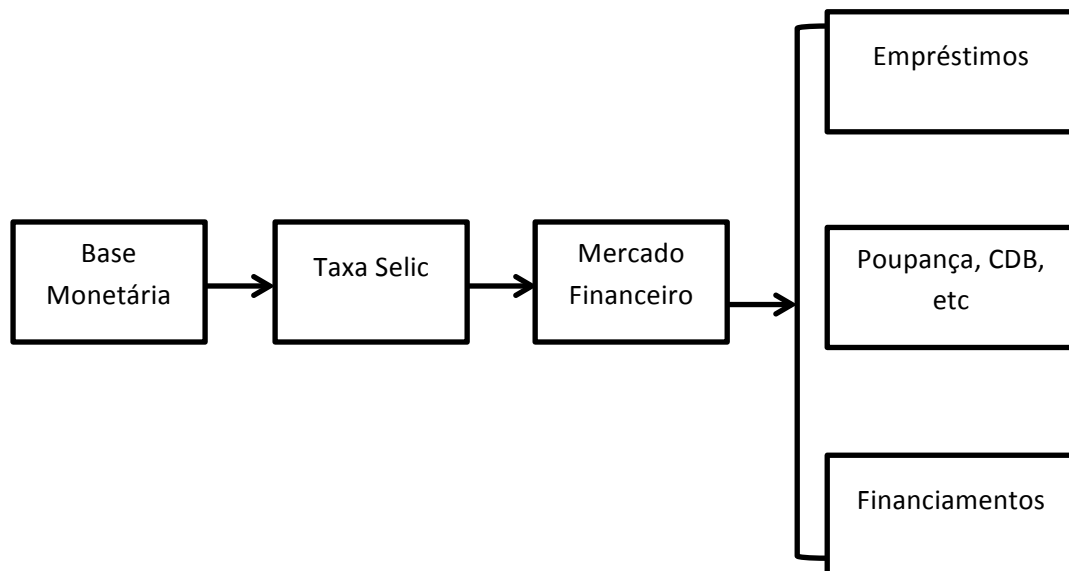
Entretanto, essa dinâmica não possui uma velocidade de atuação bastante rápida. De acordo com Bogdanski, *et. al.* (2000), existem *gaps* temporais entre o curso completo dos efeitos da política monetária e sua atuação efetiva sobre a inflação. No caso brasileiro, este

¹ Para uma melhor discussão sobre a Regra de Taylor, ver CARVALHO (2000).

gap entre a atuação da política monetária, mais especificamente a variação da taxa de juros nominal e seu efeito sobre a produção é de 9 meses. Ademais, a focalização unilateral na estabilidade da inflação pode implicar excesso de volatilidade nas flutuações do produto. Neste sentido, a fixação de uma meta inflacionária muito restrita pode gerar elevações das taxas de juros e, portanto, elevações do *gap* entre o produto efetivo e o produto potencial (hiato do produto) que não sejam positivas do ponto de vista social.

Em resumo, abaixo podemos sintetizar a determinação da taxa de juros na economia da seguinte forma:

FIGURA 1 – Determinação da Taxa de Juros na Economia



FONTE: Banco Central do Brasil (1999), citado por MENDONÇA (2001).

Essa estrutura formada com a adoção Regime de Metas de Inflação para a condução da política monetária brasileira coloca o Banco Central do Brasil como uma importante peça para a gestão dos interesses nacionais, aprimorando a comunicação entre o público e o setor empresarial, por um lado; e por outro, os *policy makers*. Também proporciona disciplina, prestação de contas ao público, transparência. A chamada credibilidade é fundamental na condução da política moentária para evitar problemas relacionados com inconsistencia temporal, ou seja, busca de resultados em termos de produtos em detrimento a manutenção dos níveis de preços. Nesse sentido, a adoção de um Banco

Central independente proporcionaria maior credibilidade junto aos agentes econômicos e sinalizaria um maior comprometimento da autoridade monetária com a baixa inflação (CARVALHO, 2000; p. 140).

Abaixo, segue uma citação de Bogdanski, *et al.* (2000), p. 4-5, o qual resume a passagem acima descrita, quanto as características do RMI:

“(...) In particular, inflation targeting was seen as providing a nominal anchor both for monetary policy and inflation expectations, making this anchor identical to the long-run objective of monetary policy; providing more transparency and accountability to the design and implementation of monetary policy; facilitating its communication, understanding, and assessment; and providing effective policy guidance by focusing policymakers’ attention on the long-run consequences of short-term policy actions.”(BRAZIL, SELECTED ISSUES AND STATISTICAL APPENDIX, INTERNATIONAL MONETARY FUND, JULY 16TH, 1999).

A partir deste ponto, vale a pena ressaltar um pouco sobre a questão da Independencia do Banco Central.

A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

O surto inflacionário ocorrido na década de 70 desencadeou uma série de discussões que convergiam para um ponto central: a defesa da tese da independência dos bancos centrais (doravante IBC). Diversos países realizaram modificações na legislação dos seus bancos centrais a fim de torná-los mais autônomos em relação ao governo, especialmente após o sucesso na manutenção de baixas taxas de inflação, atribuído ao alto grau de independência dos bancos centrais, tais como o *Bundesbank* e o Banco Nacional da Suíça, que culminou para a assinatura do Acordo de Maastricht em dezembro de 1991.

O carro-chefe da vasta literatura “pró IBC” é conduzido por Charles Goodhart e Alex Cukierman, através de um conjunto de trabalhos empíricos que evidenciam elevadas correlações (negativas) entre o grau de independência dos bancos centrais e das taxas de inflação dos países. Nesse sentido, Cukierman, Webb & Neyapti (1992) estabeleceram o argumento central das teses de defesa da IBC: quanto maior o grau de independência do Banco Central, menor tende a ser a taxa de inflação.

Alguns autores, defensores da tese da Independência do Banco Central, reconhecem que são os pilares teóricos monetaristas que sustentam a sua proposição. Goodhart (1994, p. 1427) reconhece que fundamentos teóricos da proposta de independência são as relações fundamentais da curva de Phillips expectacional: a moeda não é capaz de alterar as variáveis

reais da economia de maneira definitiva; assim, a *taxa natural de desemprego* prevalecerá na ausência de erros expectacionais. Cukierman (1994, p. 1437) considera que políticas monetárias discricionárias-ativas podem apenas temporariamente reduzir o índice de desemprego ou diminuir a taxa de juros. Contudo, o custo da melhoria temporária de variáveis reais é a inflação. Segundo Friedman (1968) e seu modelo monetarista, como o equilíbrio da economia é estável e único, o resultado final de qualquer política monetária ativa é sempre nulo: a economia retorna à posição originária de equilíbrio em que vigora a *taxa natural de desemprego*. Em síntese, “(...) o melhor resultado sustentável que as autoridades podem alcançar através da política monetária é a estabilidade de preços” (GOODHART, 1994, p. 1427).

Cukierman, Webb & Neyapti (1992, p. 382) consideram que a independência de um Banco Central além de significar autonomia para realizar políticas monetárias sem a interferência do governo central, significa, prioritariamente, a capacidade de perseguir sua verdadeira meta, que é a estabilidade de preços; mesmo que isso implique lançar mão de outros objetivos que podem ser mais importantes para as autoridades políticas. Os proponentes da tese da IBC argumentam que um Banco Central independente deve assumir a tarefa única de *guardião da estabilidade* do poder de compra da moeda. Goodhart (1994, p. 1427) acredita que se a política monetária possui mais de um objetivo e estes caracterizam um processo de escolha onde surge um *trade-off* (inflação e desemprego, por exemplo), então, a decisão sobre os rumos monetários será certamente uma decisão política, tomada externamente ao BC. Logo, infere-se que, nestes casos, o BC tende a ser mais subserviente e, em contra partida, menos autônomo. Por fim, para Goodhart, “maior autonomia é mais provável que ocorra quando os bancos centrais buscam alcançar um único resultado macro, tal como o padrão-ouro até 1914, ou a estabilidade dos preços hoje” (1994, p. 1427).

Em suma, para os autores defensores da independência do Banco Central, há um significado de autonomia para que as autoridades monetárias, livres das amarras do governo, direcionem sua atenção ao seu objetivo principal, que é a estabilidade de preços, em detrimento de outros objetivos, como alto nível de emprego, crescimento econômico, financiamento do déficit orçamentário, etc.

Portanto, na medida em que o BC anuncia as suas metas de inflação e é efetivamente capaz de mantê-las dentro do período e valor estipulado, automaticamente começa o Banco Central a desfrutar de uma boa credibilidade perante a opinião pública. Desta forma, surge uma tendência para que os agentes econômicos incorporem e utilizem a meta inflacionária declarada pela autoridade monetária como balizadora de reajuste de contratos,

aluguéis e salários. De toda sorte, reduz-se as incertezas em relação à inflação do futuro, o que em última instância proporciona o aumento da eficiência econômica e do bem-estar dos cidadãos.

O PAPEL DAS EXPECTATIVAS

A variável tempo é a variável fundamental, senão básica, para as decisões macroeconômicas (LEITE, 2007). Consumo, investimentos e ações governamentais são executados com foco em determinada previsão da evolução de variáveis econômicas relevantes. Nesse sentido, a teoria econômica procura explicar como se dá a formação de expectativas dos agentes, já que sua incorporação aos modelos é *conditio sine qua non* para o sucesso destes.

Antes de focarmos numa das teorias de formação das expectativas, a Teoria das Expectativas Racionais, relevante para a nossa análise, é importante introduzir o conceito geral de expectativa no âmbito econômico. O termo expectativas designa as perspectivas ou convicções dos agentes econômicos sobre determinadas variáveis econômicas incertas, tais como: os valores futuros dos preços dos bens, da taxa de desemprego ou das taxas de juros. A importância das expectativas para a ciência econômica reside no fato destas influenciarem de forma fundamental nas decisões de consumo e de poupança por parte dos consumidores ou as decisões de investimento por parte das empresas.

As expectativas dizem-se adaptativas no caso de se basearem no comportamento passado das variáveis em causa. Por outro lado, as expectativas dizem-se racionais se não forem sistematicamente errôneas ou enviesadas e se, simultaneamente, utilizarem toda a informação disponível. Como dito anteriormente, esta última teoria será altamente relevante para a análise que se pretende neste artigo e, portanto, será abordada com maior profundidade na sequência.

Expectativas Racionais

Para compreendermos melhor o delineamento teórico por qual perpassa as Expectativas Racionais é necessário que contextualizemos seu advento. Na década de 70, período em que as discussões macroeconômicas se davam entre monetaristas e keynesianos, a Macroeconomia tinha o status de uma disciplina madura, que obtinha êxito em diagnosticar problemas e recomendar soluções econômicas adequadas.

No entanto, os acontecimentos provocaram uma mudança significativa nessa perspectiva. A estagflação surgiu como um novo fenômeno a ser explicado, pois contrariava todas as linhas teóricas sustentadas até então.

O problema principal era que os modelos existentes consideravam apenas parâmetros e relações entre variáveis com base em observações passadas (*backward-looking*). Para Robert Lucas os agentes devem alterar as suas expectativas toda vez que houver uma mudança no sentido das políticas econômicas e nas demais condições da economia. Os adeptos desse novo modo de pensar acreditavam que a informação passada também deveria ser considerada nos modelos, todavia com ponderação inferior à importância das expectativas relacionadas ao futuro (*forward-looking*).

No emergente contexto, os novos clássicos, que “registraram para si a marca expectativas racionais,” recorrem a três hipóteses: 1) os agentes econômicos conhecem um modelo quantitativo que, salvo a ocorrência de perturbações estocásticas, determina o comportamento das variáveis exógenas; 2) todos os agentes econômicos dispõem do mesmo conjunto de informações, formando por isso as mesmas expectativas quanto ao comportamento das variáveis exógenas; e 3) com essas expectativas e com o modelo, os agentes econômicos chegam às suas previsões quanto ao comportamento das variáveis endógenas. (SIMONSEN, 1986).

Nesse sentido, pelas hipóteses das expectativas racionais, cada agente forma uma função probabilidade para o evento que necessita ser previsto. Tal função probabilidade subjetiva baseia-se em todas as informações disponíveis. Como a informação está disponível para todos, significa que todos construirão a mesma função probabilidade. Logo, as expectativas são chamadas de racionais se são construídas a partir desse processo e não se são confirmadas pela realidade, já que nem todas as informações podem estar disponíveis, o que implicaria decepção de expectativas. Um agente racional não comete o mesmo erro sistematicamente (Crítica de Lucas²). Isto implica que qualquer evento repetitivo permite ao agente ajustar a sua função probabilidade subjetiva à função probabilidade real. Assim, mesmo quando uma nova variável é introduzida no modelo real, o que dificultará a confirmação das expectativas, ainda assim as expectativas são consideradas racionais, pois o agente maximizou a utilização da informação sobre as variáveis disponíveis.

É importante salientar que para os teóricos novo-clássicos não importa se, de fato, os agentes conhecem a teoria econômica que, segundo eles, é capaz de explicar os fenômenos

² A Crítica de Lucas impulsionou esse novo pensamento

reais. O que importa é que os agentes agem como se soubessem tal teoria (CARVALHO, 2007). Por exemplo, não é necessário conhecer a teoria quantitativa da moeda para saber que um aumento do estoque de moeda provoca inflação. Basta reagir elevando os preços e os salários todas as vezes que o governo inflar a economia com moeda.

Em outras palavras, na esfera da política monetária, na ausência de erros expectationais, a hipótese de agentes formadores de Expectativas Racionais, dá o resultado de que haverá igualdade entre variação de preços esperada e variação no estoque de moeda esperada. E a variação no estoque de moeda é controlada pelo Banco Central.

Findo isso e, pressupondo concomitantemente a existência da taxa natural de desemprego, qualquer tentativa do governo de promover uma política econômica ativa implicará, no longo prazo, tão somente em efeitos sobre os preços.

Abaixo será demonstrado como o papel das expectativas é incorporado na determinação da previsão da inflação. Para realizar tal tarefa, Bogdanski, *et al* (2000), demonstra o modelo de previsão de inflação utilizado pelo Banco Central do Brasil, conforme as equações abaixo:

1.
$$h_t = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + pr_{t-1} + \varepsilon_t^h$$
2.
$$\pi_t = \frac{(\alpha_1^f + \alpha_1^b)}{2} \pi_{t-1} + \frac{\alpha_2^f}{2} E_t(\pi_{t+1}) + \frac{\alpha_2^b}{2} \pi_{t-2} + \frac{(\alpha_3^f + \alpha_3^b)}{2} h_{t-1} + \frac{(\alpha_4^f + \alpha_4^b)}{2} \Delta(p_t^F + e_1) + e_t^n$$
3.
$$\Delta e_t = \Delta i_t^F + \Delta x_t - \Delta i_t + n_t$$
4.
$$\Delta X_t = \gamma_1 \Delta X_{t-1} + \gamma_2 \Delta PR_{t-3} + \sum_{j=3}^n \gamma_j \Delta Z_{jt-rj}$$

A equação 1 representa o logaritmo do hiato do produto. O autor utiliza as letras minúsculas para representar o log. Essa técnica serve para suavizar as discrepâncias apresentadas. Então, o primeiro termo é uma constante da estimativa. Os dois termos seguintes representam o hiato do produto do tempo passado em dois períodos. Em seguida observamos um parâmetro com o log da taxa real de juros do período anterior. O termo seguinte é o log da necessidade de financiamento do setor público em termos nominais e do tempo anterior. Por último resta um termo de erro.

A equação 2, trata da inflação do presente que é determinada por um parâmetro que atribui um peso de 0,5 tanto para inflação passada quanto do futuro. Então, analisa-se dois períodos passados (*backward looking*) e a expectativa dos agentes para inflação futura (*forward looking*) obtido através do boletim Focus. O termo final é a expectativa de variação de câmbio.

A terceira equação demonstra o diferencial dos juros internos com os juros internacionais, somado ao prêmio de risco do país, além da expectativa de desvalorização do câmbio, dado pelo último termo da equação.

Por fim, a equação 4, trata do risco país como sendo um parâmetro do risco país no período anterior, do grau da necessidade de financiamento do setor público e do risco país ponderado pelo parâmetro.

CURVA DE PHILLIPS

A curva de Phillips trata das relações entre a inflação, nível de emprego no curto prazo. Conforme descrito por LOPES, J.; ROSSETTI, J. P. (2005), o estudo iniciou-se por um inglês chamado A. W. Phillips, o qual percebeu mudanças entre faixa de salário nominal e o nível de desemprego no Reino Unido. O estudo então passou a ser teoricamente chamado de Curvas de Phillips. Nas palavras de Lopes (2000, p. 230), a curva de Phillips expressa:

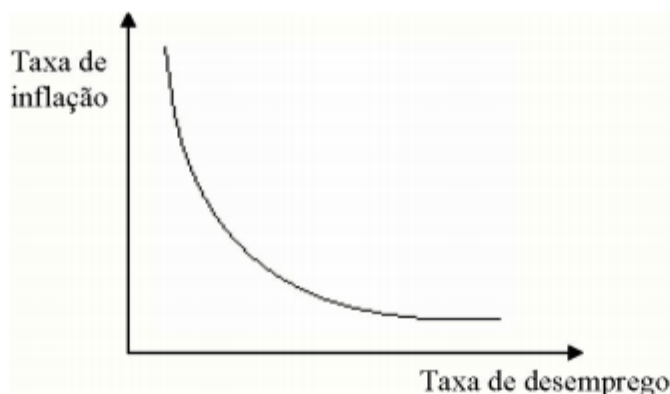
[...] relação inversa entre inflação e desemprego. Se se pretende diminuir o desemprego, disso resultará em mais inflação e vice-versa. Essa curva estabelece o *trade-off* entre essas duas variáveis, e traz uma importante mensagem: o combate a inflação exige ampliação do desemprego, ou seja, [...] impõe-se uma taxa de sacrifício para a sociedade.

No caso brasileiro, a Curva de Phillips é parte do modelo estrutural para a formação da taxa de juros (Selic), onde é mostrado por Bogdanski (2000, p. 08), no trecho assim descrito: “*a Phillips curve expressing the rate of inflation as a function of its own lags and leads, the output gap, and the nominal exchange rate (and imposing the long-term neutrality condition)*”

Outros estudos, além do de Phillips, também evidenciaram movimentos em sentido oposto das taxas de inflação e de desemprego ao longo do tempo, principalmente no período até o final da década de 60. Surgia, então, uma alternativa para as autoridades econômicas, um trade-off entre a eliminação da inflação e a eliminação do desemprego.

O que uma relação entre inflação e desemprego (ver Gráfico 1) indicaria é a necessidade de se chegar a um meio-termo: para obter uma redução do desemprego a um dado nível, seria preciso conviver com a correspondente taxa de inflação. Por outro lado, para se ter uma inflação baixa, seria necessário aceitar um menor nível de emprego. A sociedade deveria decidir qual a combinação aceitável das duas taxas.

GRÁFICO 1 – A Curva de Phillips: taxa de inflação x taxa de desemprego



Fonte: Elaboração própria

Curva de Phillips e a Ação Governamental

Como sabemos, as decisões de investimento são grandemente influenciadas pelas expectativas dos agentes investidores quanto ao futuro, de tal maneira que os gastos de investimento são tidos como um componente exógeno da demanda agregada, pouco influenciado por decisões de política econômica. Ações no sentido de se obter uma diminuição do desemprego dependeriam, assim, de intervenções diretas do governo, ora aumentando seus próprios gastos, ora buscando aumentar os gastos de consumo, pela redução tributária.

Nesse sentido, a determinação do ponto da Curva de Phillips em que uma dada economia se situasse resultaria da atuação do governo, a partir de uma escolha social quanto às alternativas de desemprego e inflação. Em cenários em que o nível de demanda agregada gerasse baixa produção e uma taxa de desemprego considerada inaceitável, o policy maker poderia, através de medidas que contribuíssem para o aumento de gastos, diminuir o percentual de desempregados, aceitando em contrapartida um índice de inflação maior. Ao contrário, numa conjuntura em que a inflação ultrapassasse um nível aceitável, promover-se-ia um corte de gastos, o que causaria deslocamentos para a esquerda nas curvas de demanda,

e, assim, queda nos preços, na produção e, conseqüentemente, no emprego, consolidando o seu “efeito dominó”.

Curva de Phillips: outras interpretações

O aumento dos níveis mundiais de inflação no período da década de 70, seguindo dos choques do petróleo, as relações antes observadas entre inflação e desemprego, a partir da determinação empírica de Curvas de Phillips, em geral deixaram de ser observadas. Para um dado nível de desemprego, constatavam-se, nesse período, taxas de inflação mais elevadas do que as constadas nos anos antecessores a 1970. Aparentemente a Curva de Phillips deslocava-se para cima.

Uma explicação para isso partiria da introdução de um componente antes não considerado nas teorizações sobre a Curva de Phillips: as expectativas quanto à inflação futura (que estariam mais altas, nos anos 70). Economistas, como Friedman, argumentaram que a relação entre inflação e desemprego, considerando os mecanismos de fixação de salários no mercado, dependeria primordialmente das expectativas de inflação.

Essa reconsideração da análise da Curva de Phillips se fez no bojo do surgimento de novas teorias macroeconômicas, fenômeno observado a partir da década de 1970, após um período em que as ideias de Keynes dominaram quase que na totalidade o pensamento econômico. Essas novas formulações representam, em parte, uma volta às concepções dos economistas “clássicos”, tendentes a favorecer, em termos de política econômica, os mecanismos de mercado, em detrimento de intervenções governamentais (centrais no sistema keynesiano). A análise dos “novos clássicos” destaca uma ligação entre a macroeconomia e a microeconomia, procurando estabelecer os fundamentos microeconômicos das análises macro.

De outra parte, o período atual presencia também uma renovação e atualização do pensamento keynesiano: os “neokeynesianos” procuram conciliar a visão geral de Keynes com os desenvolvimentos analíticos recentes.

Por fim, para darmos encerramento a esta seção, em termos gerais, pode-se dizer que os princípios da análise keynesiana são úteis para entender fenômenos importantes do curto prazo, como as oscilações da atividade econômica, e fundamentam políticas anticíclicas freqüentemente adotadas. Por outro lado, a análise clássica (e “novo-clássica”) ilumina tendências de longo prazo da economia, indicando inter-relações fundamentais entre variáveis e esclarecendo a operação dos mecanismos de mercado.

O RETRADO DO BRASIL EM NÚMEROS

Nesta seção serão apresentados alguns dados referente a economia brasileira da atualidade. Os dados aqui apresentados são retirados de fontes oficiais do governo federal.

A primeira tabela a ser apresentada reflete a porcentagem do crescimento de um ano em relação a outro, a produção interna bruta per capita, em termos reais a preços de 2011 e, por último, o produto interno bruto real em termos per capita:

TABELA 1 – PIB a preços de 2011.

| Ano | PIB - variação | PIB preços 2011 | PIB per capita p. 2011 |
|-------------------|----------------|----------------------|------------------------|
| 1999 | - | 2.710.869.696.904,17 | 16.064,07 |
| 2000 | 4,31% | 2.827.604.811.448,38 | 16.508,68 |
| 2001 | 1,31% | 2.864.734.622.093,83 | 16.482,18 |
| 2002 | 2,66% | 2.940.881.963.646,41 | 16.680,75 |
| 2003 | 1,15% | 2.974.602.699.211,31 | 16.641,93 |
| 2004 | 5,71% | 3.144.520.702.414,71 | 17.362,91 |
| 2005 | 3,16% | 3.243.877.293.299,49 | 17.689,06 |
| 2006 | 3,96% | 3.372.238.655.020,19 | 18.172,89 |
| 2007 | 6,09% | 3.577.655.558.562,20 | 19.066,42 |
| 2008 | 5,17% | 3.762.677.504.296,06 | 19.844,00 |
| 2009 | -0,33% | 3.750.270.930.696,62 | 19.585,64 |
| 2010 | 7,53% | 4.032.804.641.371,54 | 20.868,05 |
| 2011 | 2,73% | 4.143.013.338.000,00 | 21.253,56 |
| 2012 ³ | 1,73% | 4.214.687.468.747,40 | 21.621,25 |

Fonte: IPEADATA

Observamos pela tabela exposta que o Brasil vem manteve um consistente crescimento ao longo do período apontado. Com exceção do ano de 2009, ano subsequente a crise do *subprime* que afetou inicialmente o mercado imobiliário dos Estados Unidos e se alastrou para todo o mundo, o Brasil sofre uma pequena recessão, mas logo retoma o crescimento do produto, respondendo fortemente aos efeitos da crise registrando a maior taxa de crescimento do período. Os anos que registraram níveis mais baixos de crescimento do PIB

³ Para os dados de 2012, foi considerada a expectativa apontada no boletim Focus do Banco central do Brasil divulgado em 24/08/2012. Acesso 29/08/2012. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20120824.pdf>>.

foram em 2003 devido a posse do novo presidente da oposição que posteriormente garantiu a manutenção da política do governo anterior; e 2001 devido a uma forte crise ocorrida no maior parceiro nacional do Mercosul, a Argentina.

Os índices constantes na tabela 2 refletem os dados do Brasil em dezembro de cada cada ano apontado e, no caso de 2012, mês a mês de janeiro a julho. No caso da Selic, o valor considerado foi o definido como alvo pelo COPOM. Então, essa é a taxa de referência. Para o IPCA de 2012, a taxa considerada é a anualizada (12 meses).

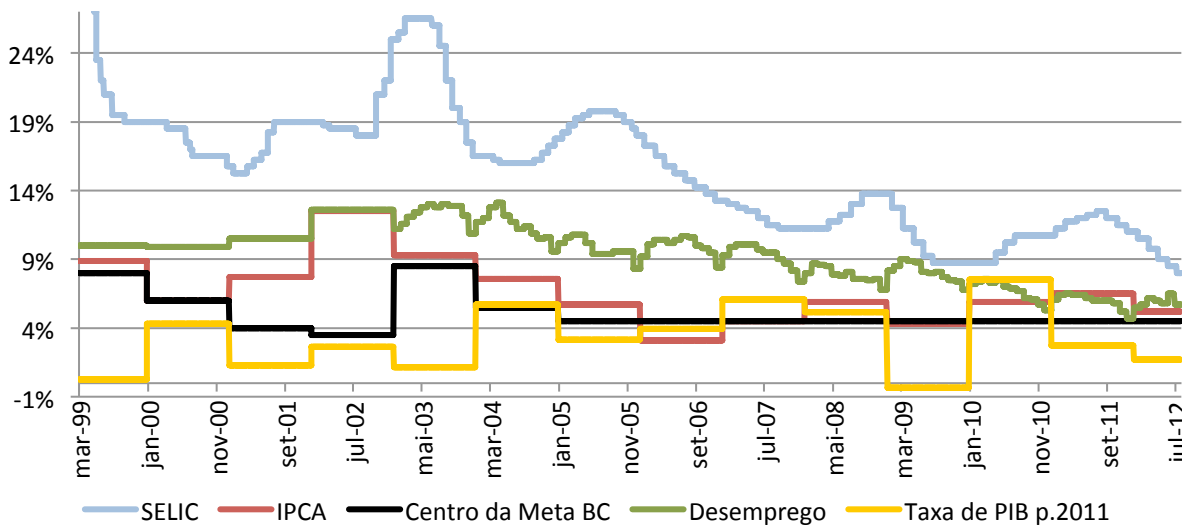
TABELA 2 – Dados da Taxa de Desemprego, Taxa de juros básica (Selic-meta), IPCA e Centro da Meta de inflação e suas bandas.

| Período | Desemprego | SELIC | IPCA | Centro da Meta do Banco Central | Limite Inferior | Limite Superior |
|----------------|-------------------|--------------|-------------|--|------------------------|------------------------|
| 1999dez | 10,00% | 19,00% | 8,90% | 8,00% | 6,00% | 10,00% |
| 2000dez | 9,90% | 16,50% | 6,00% | 6,00% | 4,00% | 8,00% |
| 2001dez | 10,50% | 19,00% | 7,70% | 4,00% | 2,00% | 6,00% |
| 2002dez | 12,60% | 22,00% | 12,50% | 3,50% | 1,50% | 5,50% |
| 2003dez | 10,90% | 17,50% | 9,30% | 8,50% | 6,50% | 10,50% |
| 2004dez | 9,60% | 17,25% | 7,60% | 5,50% | 3,00% | 8,00% |
| 2005dez | 8,30% | 18,50% | 5,70% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2006dez | 8,40% | 13,25% | 3,10% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2007dez | 7,40% | 11,25% | 4,50% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2008dez | 6,80% | 13,75% | 5,90% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2009dez | 6,80% | 8,75% | 4,30% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2010dez | 5,30% | 10,75% | 5,90% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2011dez | 4,70% | 11,00% | 6,50% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2012jan | 5,50% | 11,00% | 5,20% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2012fev | 5,70% | 10,50% | 5,20% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2012mar | 6,20% | 10,50% | 5,20% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2012abr | 6,00% | 9,75% | 5,20% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2012mai | 5,80% | 9,00% | 5,20% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2012jun | 6,50% | 8,50% | 5,20% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |
| 2012jul | 5,70% | 8,50% | 5,20% | 4,50% | 2,50% | 6,50% |

Fonte: BCB, IBGE e IPEADATA

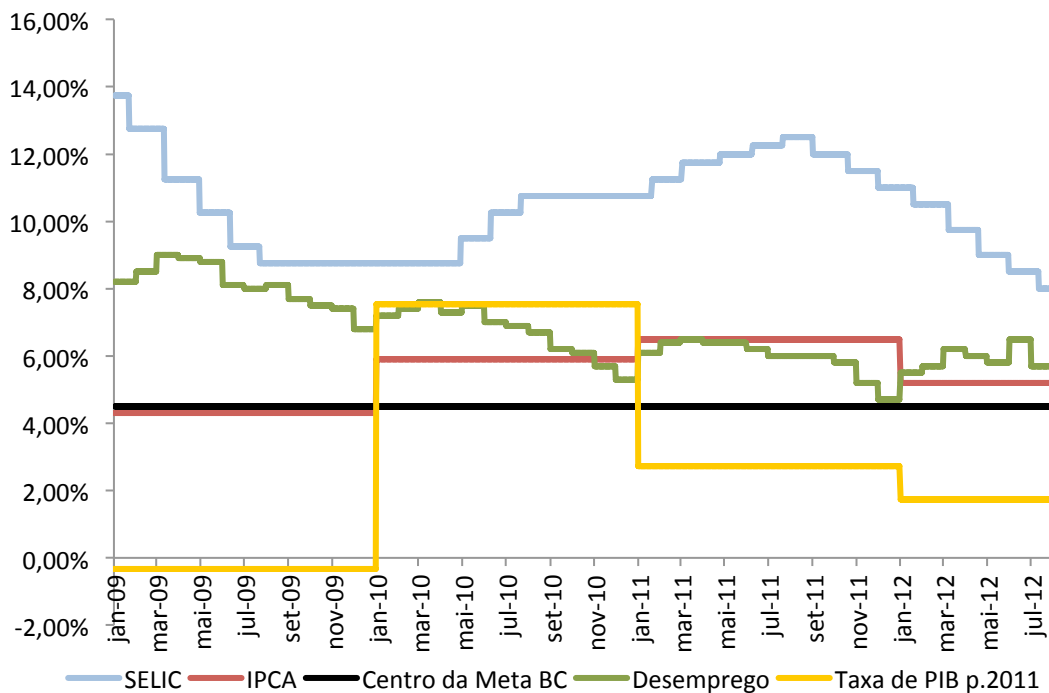
Os gráficos 2 e 3 trazem informações a respeito da evolução da taxa de juros, bem como do nível geral de preços adotado pelo Brasil, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA.

GRÁFICO 2 – Comparativo entre Taxa de Desemprego, Taxa de Juros, Taxa de variação do PIB a preços de 2011, Taxa de Inflação medida pelo IPCA e Meta de Inflação definida pelo BC. Dados do Brasil desde 05 de março de 1999 até 31/07/2012.



Fonte: BCB, IBGE e IPEADATA

GRÁFICO 3 – Versão ampliada do gráfico 1 para o período de 2009 a 2012.



Fonte: IBGE e IPEADATA

Analisando os dados apresentados, notamos que no início da implementação do Regime de Metas de Inflação, o nível geral de preços, medido pelo IPCA, se encontrava no patamar de 10% ao ano e os juros próximos aos exorbitantes 30% ao ano. A inflação ainda era uma forte ameaça ao país e com a mudança do regime cambial de semi fixo conduzido por Gustavo Franco para o de cambio flexível proposto pelo sucessor Armínio Fraga (ambos presidentes do Banco Central do Brasil) a política monetária teve que se adequar a situação conjuntural da época (especialmente pela desvalorização que o Real sofreu), não sendo esses dados apresentados apenas, ou pelo menos com foco no nível de preços. Então, para este início de implementação do RMI, a regra de Taylor se aplica em “menor grau”, em face do viés da conjuntura internacional que exigia algum atrativo de capital externo.

Ainda assim, podemos dizer que o Brasil gozou de uma boa experiência no início do Regime. Em 1999, a medida oficial de inflação ficou acima do centro da meta, porém dentro da banda aceitável (de 2% para cima ou para baixo). Logo no ano seguinte, o IPCA registrou quase 3 pontos percentuais abaixo se comparado ao ano anterior, atingindo o centro da meta e mantendo o nível de emprego da economia. Resultado disso foi redução de inflação, manutenção da atividade econômica com aumento do PIB no ano seguinte com atingimento do centro da meta.

Conforme se observa no gráfico 2, cujo período compreende o eixo x se inicia em 1999, notamos uma queda substancial da taxa Selic graças ao regime adotado e ao bom desempenho da economia. No entanto, logo observamos um queda considerável do produto no ano de 2001, o qual se perdura nos anos seguintes, agravando o cenário ainda mais com alta da taxa de desemprego, alta da inflação, inclusive apresentando a maior diferença apresentada no gráfico entre a meta inflacionária e o nível de preços efetivo, uma diferença de 9%, sendo 7% fora do teto da meta, e por fim, um nova alta dos juros. Se analisarmos esses fatos isolados, podemos imaginar que o RMI começou a apresentar falhas no processo de combate ao crônico problema brasileiro de estagflação. Porém, o que de fato contribuiu para essa conjuntura foi a crise financeira na Argentina que chegou ao seu ápice justamente nesse período, levando a população a um caos no país e ao presidente Fernando De La Rúa decretar estado de sítio. A posse do presidente Lula em 2003, também contribuiu para esse cenário, afetando a expectativa dos agentes quanto a manutenção dos fundamentos econômicos adotados pelo seu antecessor Fernando Henrique Cardoso.

Passado esse período turbulento, analisando os anos seguintes, podemos afirmar que o Banco Central conquistou sua credibilidade no cenário econômico do país, pois obteve êxito no controle inflacionário e manteve-se dentro das metas estabelecidas, reduziu os juros de curto prazo, ainda que com oscilações; a taxa de desemprego apresentou queda ao longo do tempo e, por fim, o produto da economia manteve-se na ordem de 5% para o período observado.

Com a chegada da crise do subprime que afetou o sistema financeiro dos Estados Unidos em 2008 e se alastrou para todo o mundo, trouxe o medo, as incertezas nos mercados e o temor de contágio fez com que os investidores buscassem liquidez, para se precaverem ainda mais num ambiente em que não se sabia o quão profundo e qual o tamanho do real problema da crise que se iniciou no mercado imobiliário norte americano. Ainda que o presidente do Brasil discursasse que o país estava imune a crise, afirmando que “crise é nos Estados Unidos e, se chegar aqui ao Brasil, será marolinha” (Luiz Inácio Lula da Silva, citado por Galhardo, 2008), tinha um papel de tentar guiar as expectativas dos agentes e acalmar os investidores nacionais para que não acontecesse uma maior fuga de capitais.

Como o auge da crise aconteceu no final de 2008 (no mês de setembro), o primeiro semestre conseguiu salvar os resultados do país, obtendo uma pequena baixa na produção interna bruta, encerrando o ano com crescimento em torno de 4%, inflação pouco acima da meta, manutenção dos juros e do emprego.

O ano de 2009, entretanto, não foi nada feliz para os brasileiros. O nosso país entrou em uma pequena recessão, com PIB negativo em quase 1%, fruto do legado da recente crise americana. Os juros então baixaram de dois dígitos para 8,75%, sendo a mais baixa da história do RMI. Este movimento foi adotado pelo BC para tentar estimular a economia e tentar tirá-la da recessão. Nesse período, o nível de preços não preocupou tanto o governo pois a inflação efetiva ficou alinhada com a meta. Surpreendentemente, a taxa de desemprego se manteve estável ao fim do período, ainda que no começo do ano de 2009, pudessemos observar um leve aumento do desemprego com posterior redução.

Conforme observamos, portanto, o regime de metas de inflação conseguiu em grande parte cumprir com seu propósito, ao longo de 12 anos, de dar maior transparência as ações do Banco Central e da política monetária, a autoridade monetária ganhou bastante credibilidade e autonomia no desempenho de suas funções e na condução das expectativas dos agentes econômicos no mercado na medida não se adotou nenhuma ação com efeito “surpresa” no mercado financeiro e também pelos motivos já citados. Podemos assim dizer que o BC cumpriu com seu papel de conquistar a estabilidade econômica no Brasil, criando seu atual legado.

Para os anos de 2010 em diante, é interessante analisar o gráfico 2 ainda que seja apenas reprodução do final do gráfico 1, pois ele foi ampliado. Os anos de 2010, 2011 e 2012 merecem uma especial atenção para o objetivo do estudo aqui proposto e merece uma observação do gráfico como se fosse um período só.

O período de 2010 foi de fato o ano em que o Brasil mais cresceu em termos de produto interno bruto, com crescimento real de aproximadamente 8% a.a. Isto pode se observar em face da redução dos juros que aconteceu devido aos efeitos da crise sofrida no ano anterior, e considerando o *gap* dos juros, ou seja, o tempo necessário para que a política monetária tenha efeitos no produto – que segundo Bogdanski, *et al* (2000), este período é de 5 a 9 meses (conforme já citado na segunda parte deste artigo) – seus efeitos aparecem já no ano seguinte de 2010. Se observarmos a evolução das linhas vermelha (taxa de inflação) e verde (desemprego), observamos claramente o efeito da curva de phillips na economia brasileira. Neste intervalo de tempo, o Brasil aparece inicialmente com nível de aproximadamente 8% de taxa de desemprego, com uma leve acentuação para quase 10%, e vem se reduzindo até atingir o menor nível no início de 2012, com menos de 5% de taxa de desemprego no país. Paralelo a isso, o índice de preços passa a ganhar atenção, especialmente quando estamos tratando de um regime de metas de inflação, pois o IPCA atingiu o teto da meta (6,5%) no encerramento do ano de 2011. Como essa crescente elevação de preços aconteceu desde 2009,

observamos que enquanto não se tornava uma preocupação das autoridades monetárias, os juros se mantiveram estáveis por um certo período – de julho de 2009 a maio de 2010 – para então começar a sua subida para conter o processo inflacionário que já dava sinais de preocupação.

Esse aumento da Selic foi constante até julho de 2011 quando atingiu o valor de 12,75% ao ano, mostrando claramente a preocupação do nível de inflação que encerraria este ano no teto da meta.

Mais uma vez podemos observar o efeito da curva de phillips. Essa alta da inflação de 2011, reduziu a taxa de desemprego para 5,2% no final desse mesmo ano e já demonstrou ascensão em 2012 quando o nível de preços começa a se reduzir em face do nível de preços cair neste último ano.

Chama atenção para o ano de 2012, pois a inflação está um tanto quanto próxima do teto da meta, 5,20% quando o teto é de 6,5%. O Banco Central “derruba” a taxa Selic de 11% em janeiro desse ano para 7,5% de acordo com a última reunião do COPOM em 29 de agosto 2012, a menor taxa da história. Segundo o relatório do Banco Central desta última reunião: “considerando os efeitos cumulativos e defasados das ações de política implementadas até o momento, que em parte se refletem na recuperação em curso da atividade econômica, o Copom entende que, se o cenário prospectivo vier a comportar um ajuste adicional nas condições monetárias, esse movimento deverá ser conduzido com máxima parcimônia”. Segundo ainda o atual presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, afirmou que o governo está dando incentivos na economia que surgirão efeitos no segundo semestre deste ano.

Analisando este posicionamento do Banco Central em incentivar a economia via redução de juros num ambiente que a política fiscal já adotou incentivos, sendo a principal delas atualmente a de redução do imposto sobre produtos industrializados – IPI – dos automóveis, eletrodomésticos da conhecida linha branca e de materiais de construção; somado a expectativa dos agentes ser de encerramento do PIB abaixo de 2%, conforme podemos observar na tabela 1; e observar um nível inflacionário não muito confortável quanto ao atingimento da meta inflacionária, estaríamos diante de um novo posicionamento do Banco Central ? Estaria o Banco Central do Brasil com um novo papel na economia, de estímulo ao crescimento? Quão independente de fato é o Banco Central do Brasil, visto que está claro que a intenção do governo é fortalecer o crescimento em detrimento da contenção de inflação? Isso seria um sinal de abandono do RMI?

Estas questões são bastante pertinentes considerando as ações da autoridade monetária no contexto atual do país. No entanto, essa temática é objeto de para um estudo que foge das propostas aqui apresentadas.

CONCLUSÃO

O presente estudo iniciou a abordagem do Regime de Metas de Inflação (RMI), passando pelas teorias que a sustentam até a sua demonstração empírica. A essência do regime foi exposta, no qual preconiza a aceitação de um nível de inflação baixa e estável, no ponto ou em uma banda.

Foi visto que para atender esse requisito, o Banco Central utiliza-se de uma regra de cunho keynesiano, a regra de Taylor, como determinante da taxa de juros após a sua determinação no comitê de política monetária - COPOM. No entanto, para que o efeito dos juros afetem as variáveis reais da economia, é necessário um tempo de 5 a 9 meses.

Para o desempenho do seu papel, o Banco Central deve gozar de uma certa independência em relação ao governo para que a condução da política monetária com foco no combate à elevação de preços, seja conduzida com bastante autonomia.

Outros requisitos são importantes para essa tarefa. A transparência e o cumprimento das metas operacionais nas suas ações conduzindo a política monetária de modo bastante cauteloso é essencial na criação de uma instituição de boa credibilidade. Esses fatores demonstrados são de suma importância no substrato da formação das expectativas dos agentes econômicos, além de poder contribuir na condução delas.

No Brasil, pudemos observar ao longo dos 13 anos de adoção do regime de metas de inflação que o Banco Central cumpriu muito bem com sua atribuição de manter a inflação baixa, estável e sem grandes desvios da inflação em relação a meta. Observamos também que o país goza de um bem estar maior da população, inclusive com uma renda maior. A taxa de desemprego reduziu-se a ponto de alguns críticos afirmarem que o possivelmente o Brasil esteja em situação de pleno emprego e, principalmente, a autonomia e a credibilidade adquirida pelo BCB pelo seu cumprimento e comprometimento com o combate à inflação. O problema da inflação crônica do passado ficou para a história.

Hoje, o Brasil busca crescimento. Há sinais de que até o Banco Central contribui com isso, conforme últimos depoimentos do seu presidente e ações no mercado financeiro. Portanto, isso se traduz e há uma reafirmação do sucesso da adoção do regime de metas de inflação no Brasil para o controle do nível de preços.

REFERÊNCIAS

- BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.; WERLANG, S. *Implementing Inflation Target in Brazil. Working Paper*. Brasília: **Banco Central do Brasil**, nº1, 2000.
- BRAGA, B. P. M.; PEREIRA, J. I. R. Sistema de metas de inflação no Brasil: uma análise da estrutura. Mestrado em Desenvolvimento Econômico, **UFPR**. 2012.
- CARVALHO, F. C. *et. al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Editora Campus. Rio de Janeiro, 2000.
- CASTRO, S. Taxa de juros do BC como Política Anti-inflacionária. **Apostila de Introdução a Economia**. UnB.
- DADOS HISTÓRICOS E ECONÔMICOS. In: **Banco Central do Brasil**. Disponível em: < www.bcb.gov.br>. Acesso em: 29/08/2012.
- DADOS HISTÓRICOS E ECONÔMICOS. In: **Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística**. Disponível em: < www.ibge.gov.br>. Acesso em: 29/08/2012.
- DADOS HISTÓRICOS E ECONÔMICOS. In: **IPEADATA**. Disponível em: < www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: 29/08/2012.
- GALHARDO, R. “Lula: Crise é Tsunami nos EUA e, se Chegar ao Brasil, Será ‘Marolinha’”. **O Globo**, 4 de outubro, 2008.
- SILVA, R. C. L. A Curva de Phillips e sua Aplicação na Economia Contemporânea. **Programa Especial de Treinamento em Economia**. Curitiba, 2006.
- LOPES, J.; ROSSETTI, J. **Economia Monetária**. 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- LOPES, L.; VASCONCELLOS, M.. **Manual de Macroeconomia: Básico e Intermediário**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2000
- MENDONÇA, H. A Teoria da Independência do Banco Central: uma interpretação crítica. Estudos Econômicos, **FIPE/FEA-USP**. 2000.
- PEARCE, D. *The MIT dictionary of modern economics. MIT Press Edition*. **Cambridge**, Massachusetts: 1994.
- SACHS, J. D.; LARRAIN, F. Macroeconomics in the global economy. **Prentice-Hall Inc.**, 1993.
- SANDRONI, P. **Novíssimo Dicionário de Economia**. 9ª ed. São Paulo: Best Seller, 2002.
- SERRANO, F. **O dilema entre inflação e desemprego**. Revista Ciência Hoje. Vol. 39. Dezembro, 2006. Sinergia Gráfica e Editora Ltda. p. 16-17.

TABELA DE METAS E RESULTADOS. In BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pec/metase/TabelaMetaseResultados.pdf>>. Acesso em: 29/08/2012.