

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

EDSON RAMPON

**INFLAÇÃO, PRODUTO E EMPREGO: UMA AVALIAÇÃO DO REGIME DE METAS
DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999-2014)**

Porto Alegre
2015

EDSON RAMPON

**INFLAÇÃO, PRODUTO E EMPREGO: UMA AVALIAÇÃO DO REGIME DE METAS
DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999-2014)**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre
2015

CIP - Catalogação na Publicação

Rampon, Edson

Inflação, produto e emprego: Uma avaliação do regime de metas de inflação no Brasil (1999-2014) / Edson Rampon. -- 2015.

105 f.

Orientador: Marcelo Milan.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, BR-RS, 2015.

1. Metas de inflação. 2. Regime monetário. 3. Desemprego. 4. Produção. 5. Brasil. I. Milan, Marcelo, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

EDSON RAMPON

**INFLAÇÃO, PRODUTO E EMPREGO: UMA AVALIAÇÃO DO REGIME DE METAS
DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999-2014)**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante.

Aprovado em: Porto Alegre, 28 de outubro de 2015

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Marcelo Milan - Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Henrique Morrone
UFRGS

Prof. Dr. Ricardo Dathein
UFRGS

Prof. Dr. Marcos Aurélio Andrade Rocha
UNILA

Aos meus pais, Avelino e Vitalina (*In Memoriam*).

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, por ter me permitido e dado condições de alcançar esse patamar tão importante em minha vida.

Aos meus pais (*In Memoriam*), que mesmo não estando presentes fisicamente, foram vitais para que buscasse uma evolução na minha vida acadêmica. Talvez hoje, eu os orgulhe por ter chegado tão longe, já que infelizmente eles não puderam ter acesso e condições para muito estudar. Mas, sem dúvida nenhuma, eles foram essenciais para a formação do meu caráter, guiaram-me e incentivaram-me a seguir no caminho do bem, foram exemplos de pessoas.

A minha esposa Patrícia e meus filhos Isabella e Leonardo, que foram compreensivos pela minha ausência, face aos estudos, e sempre me apoiaram para essa conquista e que juntamente aos meus irmãos me deram um grande apoio emocional em momentos em que pensava regredir.

Agradeço a todos que, direta ou indiretamente, me ajudaram a conquistar esse título que muito me enobrece.

E por fim, ao professor e meu orientador Dr. Marcelo Milan por sua especial dedicação em me orientar de forma incondicional que proporcionou-me concluir esse trabalho, bem como os professores integrantes da banca examinadora: Dr. Henrique Morrone, Dr. Ricardo Dathein e Dr. Marcos Aurélio Andrade Rocha.

Os erros remanescentes são de minha inteira responsabilidade.

Dedico esse trabalho aos meus pais.

RESUMO

O objetivo desta dissertação, primeiramente, é analisar empiricamente se a adoção do regime de metas de inflação (RMI) tem se mostrado eficaz ao longo dos anos no controle e manutenção dos índices de preços. Posteriormente é analisado o grau de impacto da condução da política monetária, imposta pelo RMI, sobre a taxa de desemprego e crescimento real do produto. Para alcançar estes objetivos, é feita uma análise comparativa dos períodos que compreendem o antes e o depois da adoção (até o ano de 2014) deste regime monetário, em especial o caso brasileiro. Outros objetivos incluem, com o intuito de melhor compreender a operacionalização do RMI, discutir as principais teorias de inflação e de regimes monetários, enfatizando o RMI por ser objeto central deste estudo. Desta forma, são discutidos os fundamentos teóricos, seus formatos estruturais, bem como as vantagens e desvantagens apontadas pelos críticos deste regime. Por fim, é apresentada a conclusão acerca da eficácia, ou não, deste regime na manutenção de baixos índices de inflação, e se o mesmo sacrificou em algum grau os níveis de emprego e produto, em especial no Brasil.

Palavras-chave: Metas de inflação. Regime monetário. Desemprego. Produção. Brasil.

ABSTRACT

The first aim of this dissertation is to examine empirically whether the adoption of inflation targeting regime (IT) has proven effective over the years for the control and maintenance of low and stable inflation rates. Next, it is analyzed the impact of monetary policy based on the IT on the unemployment rate and real GDP growth. To achieve these goals, a comparative analysis is carried out, following the “before and after” methodology (until the year 2014), focusing especially on the Brazilian case. Other objectives include achieving a better understanding about the operation of the IT, discussing the main theories of inflation and monetary regimes, emphasizing the IT. Thus, the theoretical foundations of the IT are presented, its many structural formats, as well as the advantages and disadvantages cited by critics of this regime. Finally, the work presents the conclusion about the effectiveness, or lack thereof, of this regime in maintaining low inflation rates, and if it has sacrificed employment levels and product, especially in Brazil.

Keywords: Inflation targets. Monetary regime. Unemployment. Production. Brazil.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Formatos do RMI	29
Figura 2- Formato do RMI no Brasil	35
Figura 3- Curva de Phillips versão de Samuelson e Solow.....	76

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Ano de adoção dos países ao RMI.....	28
Gráfico 2 - Taxas médias anuais de inflação (1980 – 2014)	49
Gráfico 3: Taxas médias anuais de inflação (2000 – 2014)	49
Gráfico 4 - Inflação média dos países com o RMI.....	50
Gráfico 5 - África do Sul: Comportamento da taxa de inflação.....	51
Gráfico 6 - Albânia: Comportamento da taxa de inflação	51
Gráfico 7 - Albânia: Comportamento da taxa de inflação – após período de hiperinflação.....	52
Gráfico 8 - Armênia: Comportamento da taxa de inflação.....	52
Gráfico 9 - Armênia: Comportamento da taxa de inflação – após período de hiperinflação.....	52
Gráfico 10 - Austrália: Comportamento da taxa de inflação	53
Gráfico 11 - Brasil: Comportamento da taxa de inflação	53
Gráfico 12 - Brasil: Comportamento da taxa de inflação – após período de hiperinflação.....	53
Gráfico 13 - Canadá: Comportamento da taxa de inflação	54
Gráfico 14 - Chile: Comportamento da taxa de inflação.....	54
Gráfico 15 - Colômbia: Comportamento da taxa de inflação.....	54
Gráfico 16 - República Tcheca: Comportamento da taxa de inflação	55
Gráfico 17 - Gana: Comportamento da taxa de inflação	55
Gráfico 18 - Guatemala: Comportamento da taxa de inflação	55
Gráfico 19 - Hungria: Comportamento da taxa de inflação	56
Gráfico 20 - Islândia: Comportamento da taxa de inflação.....	56
Gráfico 21 - Indonésia: Comportamento da taxa de inflação	56
Gráfico 22 - Israel: Comportamento da taxa de inflação	57
Gráfico 23 - Israel: Comportamento da taxa de inflação - após período de hiperinflação.....	57
Gráfico 24 - República da Coreia: Comportamento da taxa de inflação.....	57
Gráfico 25 - México: Comportamento da taxa de inflação.....	58
Gráfico 26 - México: Comportamento da taxa de inflação - após período de hiperinflação.....	58

Gráfico 27 - Nova Zelândia: Comportamento da taxa de inflação	58
Gráfico 28 - Noruega: Comportamento da taxa de inflação	59
Gráfico 29 - Peru: Comportamento da taxa de inflação	59
Gráfico 30 - Peru: Comportamento da taxa de inflação - após período de hiperinflação	59
Gráfico 31 - Filipinas: Comportamento da taxa de inflação	60
Gráfico 32 - Polônia: Comportamento da taxa de inflação	60
Gráfico 33 - Polônia: Comportamento da taxa de inflação - após período de hiperinflação	60
Gráfico 34 - Romênia: Comportamento da taxa de inflação	61
Gráfico 35 - Romênia: Comportamento da taxa de inflação - após período de hiperinflação	61
Gráfico 36 - Sérvia: Comportamento da taxa de inflação	61
Gráfico 37 - Suécia: Comportamento da taxa de inflação	62
Gráfico 38 - Tailândia: Comportamento da taxa de inflação	62
Gráfico 39 - Turquia: Comportamento da taxa de inflação	62
Gráfico 40 - Reino Unido: Comportamento da taxa de inflação	63
Gráfico 41 - Evolução real da taxa de crescimento do PIB x taxa de inflação na Nova Zelândia (1980 e 2014)	67
Gráfico 42 - Evolução real da taxa de crescimento do PIB x taxa de inflação no Canadá (1980 e 2014)	69
Gráfico 43 - Evolução da inflação no Brasil sob o regime de metas	83
Gráfico 44 - Histórico de inflação (IPCA) na economia brasileira entre 1980 e 1998	85
Gráfico 46 - Evolução anual da variação real do PIB no Brasil	86
Gráfico 46 - Evolução taxa Selic (final de cada ano)	87
Gráfico 47 - IPCA anual e Taxa Selic (final de cada ano) de 1999 a 2014	89
Gráfico 48 - Evolução anual da taxa Selic, IPCA e PIB	90
Gráfico 49 - Evolução taxa real de juros (Selic – IPCA)	91
Gráfico 50 - A trajetória da taxa de desemprego e da inflação de 1999 a 2014(%) ..	95
Gráfico 51 - Evolução anual da taxa de desemprego no Brasil	96
Gráfico 52 - Evolução anual da taxa de inflação no Brasil	96
Gráfico 53 - Inflação x desemprego no Brasil	97

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Países que adotam o regime de metas para inflação	27
Quadro 2 - Países que adotam núcleo de inflação e países que utilizam índice cheio	30
Quadro 3 - Histórico de metas para a inflação no Brasil	82

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução da taxa de inflação nos países com o RMI.....	47
Tabela 2 - Média de inflação antes e depois a utilização do RMI.....	64
Tabela 3 - Médias da taxa de inflação e crescimento real do produto	71
Tabela 4 - Evolução da taxa de crescimento do produto nos países que adotam o RMI.....	73
Tabela 5 - Países que apresentaram aumento x países que apresentaram redução no produto após o RMI.....	74
Tabela 6 - Evolução da taxa de desemprego nos países que adotam o RMI	78
Tabela 7 - A trajetória da taxa de desemprego e da inflação de 1980 a 1998 (%)....	92
Tabela 8 - A trajetória da taxa de desemprego e da inflação de 1999 a 2014(%).....	94

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
2	INFLAÇÃO E REGIMES MONETÁRIOS	17
2.1	OS PRINCIPAIS TIPOS DE INFLAÇÃO: UMA BREVE EXPOSIÇÃO	17
2.1.1	Inflação de demanda	18
2.1.2	Inflação de custos	18
2.1.3	Inflação estrutural.....	19
2.1.4	Inflação Inercial.....	19
2.1.5	Globalização e inflação.....	20
2.2	REGIMES MONETÁRIOS PRÉ-METAS DE INFLAÇÃO.....	21
2.2.1	Regime de metas cambiais	21
2.2.2	Regime de metas monetárias	22
2.3	O REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO - RMI	22
2.3.1	Formato institucional do RMI	28
2.3.1.1	<i>Índice cheio ou núcleo de inflação</i>	<i>29</i>
2.3.1.2	<i>Horizonte de tempo</i>	<i>31</i>
2.3.1.3	<i>A adoção de um ponto ou uma banda para a meta de inflação</i>	<i>32</i>
2.3.1.4	<i>Cláusulas de escape</i>	<i>34</i>
2.3.2	Argumentos a favor do regime de metas para inflação	35
2.3.3	Argumentos contra o regime de metas para inflação	40
3	O RMI: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL.....	46
3.1	NOVA ZELÂNDIA E CANADÁ: OS PIONEIROS NA ADOÇÃO DO RMI.....	65
3.1.1	Nova Zelândia: O Pioneiro na adoção do RMI.....	66
3.1.2	Canadá: A segunda economia na adoção do RMI	68
3.2	RMI E PRODUTO NOS PAÍSES QUE ADOTAM O REGIME: UMA VISÃO AGREGADA	70
3.3	RMI E TAXAS DE DESEMPREGO NOS PAÍSES QUE ADOTAM O REGIME	75

4	REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA	80
4.1	INFLAÇÃO NO BRASIL: EVOLUÇÃO HISTÓRICA ANTES DA ADOÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	84
4.2	RMI E PRODUTO NO BRASIL.....	86
4.3	RMI E DESEMPREGO NO BRASIL	91
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	98
	REFERÊNCIAS	101

1 INTRODUÇÃO

Desde a década de 1990, alguns países passaram a adotar o regime de metas de inflação (RMI) como orientação de seus bancos centrais na condução da política monetária, com o intuito de manter a inflação em níveis previamente definidos em termo de uma meta numérica e em um horizonte determinado de tempo. A proposta envolve tornar pública a taxa de inflação a ser alcançada, bem como os instrumentos de política monetária a serem utilizados, permitindo um melhor embasamento no processo de tomada de decisão. O RMI foi introduzido em países desenvolvidos e em desenvolvimento. O país pioneiro foi a Nova Zelândia (1990), seguida por Canadá e Chile (1991), Reino Unido (1992) e Suécia (1993). Atualmente 28 países dotam esse regime monetário.

Tal regime permite que os agentes econômicos passem a ter uma referência, uma âncora, de inflação futura a ser atingida. Acredita-se que, à medida que esse mecanismo ganhe credibilidade e transparência, mais efetivo seja em ir ao encontro de seu propósito. As regras do RMI colocam a estabilidade de preços como objetivo primordial da autoridade monetária, e seu principal instrumento passa a ser taxa básica de juros (SELIC). A autonomia do Banco Central é um pré-requisito para que o sistema de metas de inflação seja efetivo.

O presente estudo tem por objetivo analisar a eficácia na condução do RMI, em especial no caso brasileiro, a partir de sua implantação até o ano de 2014. Já se passaram 24 anos desde a adoção do RMI por parte da Nova Zelândia. Trata-se de um período de maturidade e de consistência para promover os ajustes necessários para alcançar e manter a estabilidade dos preços. Diante deste tempo decorrido, é importante analisar e interpretar os dados macroeconômicos dos países que o adotam, avaliar suas vantagens e desvantagens e assim verificar se o RMI se traduz como um regime monetário eficaz no controle inflacionário. Ademais, é importante observar se tal regime causa impactos negativos em termos de crescimento do produto e emprego e se comprometeu ou sacrificou outros objetivos da política macroeconômica. Os objetivos específicos incluem, portanto, comparações de indicadores internacionais, apresentações de dados macroeconômicos, discussão das teorias de inflação e das características do RMI.

Para atender ao objetivo proposto, é adotada como metodologia e fonte de pesquisa a revisão bibliográfica de livros, teses e dissertações, artigos científicos nacionais e internacionais e textos para discussão. Além disso, foi realizada a exploração e análise de dados¹ secundários junto a organismos governamentais, tais como o Banco Central do Brasil, IBGE, FMI entre outros. Cabe ressaltar que o trabalho utiliza amplamente as citações para evitar equívocos de interpretação, embora isso torne a leitura menos fluida.

O trabalho conta, além desta introdução e da conclusão, com mais 3 capítulos. O capítulo 2 apresenta as principais teorias de inflação e os regimes monetários conhecidos, porém é tratado de forma abrangente o RMI, a teoria que fundamenta e suas características e mecanismos operacionais. No capítulo 3, são analisados de forma descritiva os dados empíricos dos países que adotaram o RMI, com o intuito de observar a eficiência deste regime no controle e estabilidade da inflação, bem como se houve algum sacrifício em termos de taxa de desemprego e crescimento real do produto. O capítulo 4 analisa de forma específica a experiência brasileira na adoção do RMI, identificando também se houve algum comprometimento de outros agregados macroeconômicos, em especial a taxa de desemprego e o produto. E por fim, no capítulo 5 são apresentadas as considerações finais com o intuito de avaliar se o RMI tem se mostrado eficiente ou não no controle e manutenção da estabilidade da inflação e se houve algum tipo de sacrifício em termos de taxa de desemprego e produto, em especial no caso brasileiro.

¹ Apesar de esta metodologia ter limitações, pois não considera as diferentes inter-relações entre as variáveis econômicas, ela contribui para analisar a eficácia do Regime de Metas de Inflação.

2 INFLAÇÃO E REGIMES MONETÁRIOS

O objetivo deste capítulo é introduzir e conceituar brevemente os principais tipos de inflação, bem como os diferentes regimes monetários observados para combater a inflação. É dada uma ênfase maior ao RMI, que é o objetivo principal deste estudo.

2.1 OS PRINCIPAIS TIPOS DE INFLAÇÃO: UMA BREVE EXPOSIÇÃO

No contexto econômico, a inflação é caracterizada pelo aumento contínuo e generalizado dos preços dos bens e serviços de um país ou região em um determinado intervalo de tempo. Com isso, há uma perda do poder de compra da moeda.

A inflação traz consequências negativas para um país e quem geralmente mais perde com isso são as classes menos favorecidas e de menor poder aquisitivo, pois não conseguem investir suas economias em aplicações que garantam a correção inflacionária. A inflação foi um problema característico da economia brasileira por muito tempo, principalmente entre a segunda metade dos anos 1980 até meados de 1994. Diversos planos de estabilização foram postos em prática com o objetivo de combatê-la. E, segundo Couto et al. (2010, p.85):

Todos fracassaram, exceto o Plano Real, implementado em 1994, que conseguiu debelar o descontrole inflacionário no país. Mas em 1998 a estabilidade conquistada foi ameaçada pelos ataques especulativos contra o Real, devido à desconfiança de investidores estrangeiros em relação aos desequilíbrios externos e a manutenção da taxa de câmbio apreciada como âncora nominal. Tal fato resultou na crise cambial de 1999, e o Banco Central foi obrigado a permitir a flutuação cambial. Neste contexto, para não perder o controle sobre a inflação, adotou-se um novo regime monetário chamado metas de inflação.

Um dos principais objetivos da política monetária exercida pelo Banco Central do Brasil é o controle da estabilidade dos preços, e isso é evidenciado na descrição do papel do Banco Central:

O Banco Central do Brasil - BCB tem como missão institucional a estabilidade do poder de compra da moeda e a solidez do sistema financeiro. As infraestruturas do mercado financeiro desempenham um papel fundamental para o sistema financeiro e a economia de uma forma

geral. Seu funcionamento adequado é essencial para a estabilidade financeira e condição necessária para salvaguardar os canais de transmissão da política monetária. Assim, cumpre ao BCB atuar no sentido de promover sua solidez, normal funcionamento e contínuo aperfeiçoamento. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015, não paginado).

Assim, como mencionam os autores Rocha e Oreiro (2008), acredita-se existir um consenso entre grande parte dos economistas de que uma economia é mais próspera e benéfica à sociedade em um ambiente onde a inflação é considerada baixa e estável.

A literatura econômica tem apresentado diversas teorias que buscam explicar as causas dos processos inflacionários. As mais representativas são definidas a seguir:

2.1.1 Inflação de demanda

É percebida quando a procura por bens e serviços é maior ou que a oferta, ou quando a capacidade produtiva está próxima de seu limite. Para Lopes e Rossetti (2005), uma das principais explicações teóricas da inflação de demanda é que a alta generalizada dos preços resulta basicamente de um excesso de demanda agregada em relação à capacidade de oferta agregada da economia.

Este tipo de inflação ocorre quando a demanda por bens e serviços é superior à oferta agregada. Neste cenário, presume-se que o nível de utilização da capacidade da economia está próximo ao pleno emprego. Suas causas podem ser as mais diversas: aumento dos gastos governamentais; excesso de moeda; excesso de crédito; e choque de demanda (euforia). (Lopes e Rossetti, 2005).

Como se verá a seguir, o RMI assume que a inflação é sobretudo de demanda.

2.1.2 Inflação de custos

Esta inflação ocorre devido à elevação dos custos de produção. Também conhecida como inflação de oferta, sugere que diversos aspectos podem afetar a quantidade de produção e comprometer assim a oferta.

É o tipo de inflação que acontece quando a demanda permanece estável, mas os custos de produção dos empresários se elevam. Essa elevação pode ocorrer ou por uma elevação dos salários, dos preços dos insumos ou, ainda, por um

encarecimento das fontes de energia. Toda elevação de custos implica em uma redução do incentivo aos empresários em produzirem, caso eles não possam repassar integralmente a elevação dos custos aos consumidores. Dessa forma, tende a ocorrer uma redução da oferta da mercadoria. Com a queda na produção, a mercadoria fica mais escassa e chegará ao consumidor final por um preço mais elevado.

2.1.3 Inflação estrutural

Esse tipo de inflação ocorre quando um país oferece precários ou ineficientes serviços de infraestrutura, fazendo que ocorra uma elevação dos custos no processo de produção, distribuição e fornecimento em função desta ineficiência.

Conforme Lopes e Rossetti (2005, p. 330) "[...] há uma rigidez particularmente pronunciada na infraestrutura da economia, a qual, por sua vez, induz uma falta de flexibilidade da produção [...]".

Fatores como inelasticidade na oferta de alimentos, devido a concentração entre grandes ou pequenas propriedades agrícolas (latifúndio e minifúndio), juntamente com o aumento da participação da indústria no produto agregado da economia, causava pressões inflacionárias.

2.1.4 Inflação Inercial

Ocorre quando se acredita que a subida de preços vá ocorrer mesmo que não ocorra necessariamente uma alteração nos níveis de demanda ou oferta. Também é conhecida como inflação psicológica em função da memória inflacionária bastante presente em economia com preços indexados.

No Brasil o processo de indexação ainda é uma realidade, como exemplo cita-se os preços dos combustíveis e *commodities* o que dificulta a redução da inflação, ao mesmo tempo em que o custo em termos de produto e emprego é maior.

Para Lopes e Rossetti (2005), esse tipo de inflação é fruto da indexação dos custos dos produtos ou serviços à determinados indicadores ou índices (mecanismo formal) ou porque simplesmente outros agentes elevaram seus preços (mecanismo informal).

2.1.5 Globalização e inflação

A globalização dos mercados iniciada a partir dos anos 90 tem influenciado direta ou indiretamente o processo inflacionário principalmente nos mercados mais abertos. Tal fato se associa à expansão da liquidez internacional e o aumento da demanda agregada, facilitando a busca por ofertas com preços mais competitivos.

Nesse contexto, os autores Holland e Mori (2006, não paginado) contribuem dizendo:

O aumento na credibilidade das autoridades monetárias não pode ser inteiramente descartado. No entanto, outros fatores podem ter desempenhado um importante papel neste processo, a saber, o aquecimento das economias globais, com forte expansão da liquidez internacional, e, por conseguinte, aumento na demanda agregada devido ao crescimento de mercados que ampliaram sua integração ao mercado global (China e Índia, especialmente) e dos preços internacionais das commodities. Tais fatos associados a uma maior integração comercial e financeira nas diversas economias podem impactar na direção de reduzir a participação da produção nacional (ou da produção potencial, guardadas as dificuldades próprias de seus cálculos) no contexto da inflação doméstica, podendo implicar, potencialmente, em um maior achatamento da curva de Phillips.

De acordo com Iakova (2007), os efeitos globais podem afetar diretamente o comportamento da inflação doméstica. Cita os principais movimentos globais neste sentido: primeiro, devido ao acirramento da competição global por busca de mercados tem ofertado preços mais competitivos. Segundo, com aumento no comércio internacional e nos fluxos de investimentos, os preços dos bens estão bem menos sensíveis à pressão de demanda doméstica. Por fim, o aumento da mobilidade da força de trabalho, que pode buscar locais, aqui entenda-se até mesmo como países e regiões, com custos mais atrativos ao ponto de visto do empregador, e isso contribui sobre os preços.

Outros autores publicaram estudos no sentido de avaliar a relação da globalização sobre o comportamento da inflação, como exemplo a publicação do IMF (2006) e Borrio e Filardo (2007).

Feita a apresentação dos principais tipos de inflação, bem como a relação entre globalização e inflação, apresentam-se a seguir os principais regimes monetários historicamente desenvolvidos para estabilizar a economia.

2.2 REGIMES MONETÁRIOS PRÉ-METAS DE INFLAÇÃO

Os regimes monetários se caracterizam pela adoção de uma regra para a condução da política monetária, ou seja, o emprego de âncoras nominais, que consiste em optar pela fixação do valor de uma variável nominal. As variáveis principais mais escolhidas são a taxa de câmbio, o estoque monetário ou a taxa de inflação, sendo que elas são adotadas como elemento central da condução da política monetária implícita em cada tipo de regime monetário (MODENESI, 2005).

Os três principais regimes monetários, que têm como pressuposto a adoção de uma âncora ou regra, são: regime de metas cambiais, que tem como objetivo perseguir uma taxa de câmbio como meta. Regime de metas monetárias, que busca definir valores para o estoque monetário. E o RMI, que tem como objetivo alcançar uma meta para inflação que fora preestabelecia. Salienta-se, no entanto, visto o objetivo dessa dissertação ser o de analisar os efeitos da utilização do RMI, que é dada uma abordagem mais detalhada a este regime monetário.

2.2.1 Regime de metas cambiais

Conforme Modenesi (2005), pode ser implementado basicamente assumindo três formas.

A primeira através da fixação do valor da moeda doméstica em relação a uma *commodity*, a segunda a fixação do valor da moeda doméstica em relação à moeda de um país com baixa taxa de inflação e a terceira o uso de algum tipo de regra ou estratégia que vincule, em algum grau, a variação do valor da moeda local ao valor de uma moeda estável de outro país como referência. Esta terceira forma de vincular a moeda local a uma moeda estável vem sendo adotada em alguns países desde o final do século XX, que também pode assumir uma forma extrema em que consiste na substituição da moeda doméstica (país com inflação elevada ou hiperinflação) pela moeda de um país com preços estáveis, ou seja, dolarizar a economia em países que utilizam o dólar americano como referência. (MODENESI, 2005, p. 54).

Ainda, Modenesi (2005), menciona que os regimes cambiais podem ser classificados em dez sistemas (em ordem crescente de rigidez da taxa de câmbio nominal): flutuação pura ou limpa, flutuação suja, banda cambial rastejante (*crawling band*), banda cambial deslizante (*sliding band*), banda cambial (*target zone*), minidesvalorizações (*crawling peg*), câmbio fixo ajustável, câmbio fixo, conselho da moeda (*currency board*) e dolarização plena.

2.2.2 Regime de metas monetárias

Para Modenesi (2005), este regime consiste em uma correlação positiva entre o crescimento da base monetária (ou meios de pagamento) e a taxa de crescimento nominal do produto interno bruto (PIB).

Essa estratégia de condução da política monetária resulta da convicção de que a estabilidade de preços pode ser alcançada se, e somente se, o estoque monetário evoluir *pari passu* com o PIB real. Trata-se, portanto, de uma consequência direta da concepção monetarista do processo inflacionário, segundo a qual a inflação é um fenômeno meramente monetário. (MODENESI, 2005, p. 54).

2.3 O REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO - RMI

Freitas (2008) argumenta que o RMI se baseia principalmente no fundamento teórico da Escola Novo-clássica², que surgiu na década de 70 como uma crítica ao monetarismo. Tal escola funda-se em quatro pilares: o primeiro é o equilíbrio contínuo dos mercados, com salários e preços reais flexíveis; o segundo é a neutralidade da moeda, ou seja, que a variação na quantidade de moeda não produz efeito permanente sobre o nível de produção e emprego; já o terceiro pilar diz respeito à hipótese das expectativas racionais, em que os agentes econômicos maximizam as informações disponíveis para formar suas expectativas sobre o valor futuro das variáveis relevantes; e por fim o quarto pilar trata da existência de um viés inflacionários na política monetária, que gera inconsistência temporal associada aos ciclos políticos eleitorais. Freitas (2008) conclui:

Por essa razão, a Escola Novo-clássica defende a tese de que o governo não deve utilizar a política monetária de forma discricionária, mas sim, uma política baseada em regras claras e preestabelecidas, com vistas a manutenção da estabilidade dos preços. De modo a evitar um ambiente de incertezas e desconfianças em relação ao comportamento do governo e a credibilidade da política monetária, o banco central deveria ser independente vis-à-vis o Poder Executivo, para formular e executar a política monetária. (FREITAS, 2008, p. 99).

² Salienta-se que o presente trabalho não faz um esforço de articular organicamente as diferentes visões sobre o RMI, embora os novos Keynesianos também aceitam o regime.

Ainda, de acordo com Walsh (1995), a teoria novo-clássica traz consigo ainda dois elementos de grande relevância discutidas na teoria monetarista: a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego e a ideia de que o aumento generalizado dos preços dentro da economia é um fenômeno essencialmente monetário.

Conforme Canuto (1999), o sistema compreende uma estratégia de política monetária no qual o banco central se compromete a atuar de forma a garantir que a inflação permaneça dentro de uma meta previamente estabelecida. Da mesma forma, Freitas (2008), afirma que o uso de instrumentos monetários, característicos do RMI, estão vinculados a uma regra (meta) que fora previamente estabelecida:

Na condução da política monetária, os bancos centrais podem, em termos teóricos, basear-se em discricção ou em regras. No primeiro caso, os bancos centrais utilizam livremente seus instrumentos levando em consideração a conjuntura econômica e os objetivos da política macroeconômica. No segundo caso, a utilização dos instrumentos está subordinada a uma regra explícita a ser perseguida, sem levar em consideração o ciclo de negócios. A opção pela definição de regras fundamenta-se na crença de que o sistema econômico é autorregulado, é basicamente estável e tende para o equilíbrio. (FREITAS, 2008, p. 98).

Para Teixeira ([2007]) a implementação do RMI envolve quatro elementos básicos que o caracterizam:

O regime de metas para a inflação caracteriza-se geralmente por quatro elementos básicos: i) conhecimento público de metas numéricas de médio-prazo para a inflação; ii) comprometimento institucional com a estabilidade de preços como objetivo primordial da política monetária; iii) estratégia de atuação pautada pela transparência para comunicar claramente o público sobre os planos, objetivos e razões que justificam as decisões de política monetária; e iv) mecanismos para tornar as autoridades monetárias responsáveis pelo cumprimento das metas para a inflação. Portanto, o regime de metas para a inflação envolve mais do que o anúncio público de metas numéricas para a inflação. A transparência e a prestação de contas regulares à sociedade e a seus representantes são elementos essenciais desse regime. (TEIXEIRA, [2007], p.7).

Portanto, este regime baseia-se em regras claras e preestabelecidas, visando a estabilidade dos preços e, pela sua transparência, evitar a criação de um ambiente de incertezas em relação a credibilidade da política monetária, conforme argumentam os autores Biondi e Toneto Júnior (2005):

Neste contexto podemos definir o regime de metas inflacionárias como uma estratégia de política monetária que parte do reconhecimento explícito de

que o objetivo de longo prazo é a estabilidade de preços. Este objetivo é confirmado pelo anúncio oficial de metas quantitativas para a taxa de inflação para um ou mais períodos de tempo. Uma vez estabelecida a meta, o Banco Central tem a flexibilidade para reconhecer a melhor combinação de instrumentos de política monetária para assim atingi-la, com base na maior disponibilidade possível de informações. Estas decisões são anunciadas e explicitadas ao público, com o objetivo de aumentar a transparência da política monetária. (BIONDI; TONETO JÚNIOR, 2005, p. 12).

Ainda, reforça-se a importância da transparência para o sucesso do RMI, “[...] a política monetária deve ser transparente e crível. A falta de transparência e o estabelecimento de metas não alcançáveis são desfavoráveis à construção da credibilidade.” (TEIXEIRA, [2007], p.30).

Corroboram ainda os autores Esteban e Vernengo (2013) que definem transparência como o dever das autoridades monetárias em comunicar ao público suas metas, previsões de inflação, decisões e suas motivações sobre a política monetária, ou seja, devem prestar contas à sociedade.

O agente responsável pela execução da política monetária é o Banco Central, que se pressupõe sua independência operacional. Modenesi (2005, p. 179) assim a define:

A independência do Banco Central consiste na delegação da condução da política monetária a um agente independente, com o objetivo de controlar a inflação, mantendo-se assim, a credibilidade da política monetária e a reputação da autoridade monetária. Constitui-se, portanto, em um arranjo institucional que funciona como tecnologia de comprometimento que elimina (parcial ou integralmente) o viés inflacionário, reduzindo a gravidade do problema da inconsistência temporal.

Assim, a forma de convergência das expectativas à meta de inflação passa necessariamente por uma execução de políticas, por parte da autoridade monetária, transparentes e de provável aferição, aumentando sua confiança com a sociedade e evitando assim, a inflação surpresa, dado que ela é derivada de expectativas e não de inércia autônoma ou outras fontes (isto segue a orientação de Kydland e Prescott).

Para Arestis (2009), o novo RMI está embasado no Novo Consenso Macroeconômico, pois apresenta a separação entre os fatores reais e nominais, portanto na hipótese de que um aumento da oferta moeda não afetaria a economia como um todo, apenas os preços. Ainda segundo o autor existe também, por parte deste novo consenso, a ideia de que a inflação é um fenômeno predominantemente de demanda, desta forma a origem da inflação é exclusivamente do excesso de

gastos sobre o produto da economia. Predomina ainda a consideração de que existe na economia uma taxa natural de juros e que a taxa de juros básica deve ser ajustada no sentido da taxa natural toda vez que a inflação desviar da meta. Os autores Caldentey e Vernengo (2013) argumentam que quando a taxa real de inflação está acima de sua meta, isto implica que as autoridades monetárias devem contrair a demanda agregada, aumentando as taxas de juros. De um modo semelhante, uma taxa de inflação abaixo de sua meta implica que as autoridades monetárias devem expandir a demanda agregada diminuindo as taxas de juros.

This implies that when the actual rate of inflation is above its target, actual output is below its natural level. In other words, within the inflation targeting logic, a rate of inflation above its target implies that the monetary authorities must contract aggregate demand by raising interest rates. In a similar manner, a rate of inflation below its target implies that the monetary authorities must expand aggregate demand by decreasing interest rates.³(CALDENTEY; VERNENGO, 2013, p. 8).

Nesta mesma linha de raciocínio, Curado e Oreiro (2005) enfatizam que para ajustar a inflação de demanda o instrumento utilizado é via taxa de juros:

Neste contexto, para manter a inflação constante ao longo do tempo, o banco central deve manter o nível corrente da taxa de juros real em linha com o valor de equilíbrio da referida taxa; e o instrumento usado para este fim é o controle da taxa de juros nominal (básica). Isto significa que o banco central deve aumentar a taxa nominal de juros toda vez que houver um aumento das expectativas de inflação e que deve reduzir a taxa de juros nominal toda vez que houver uma redução da inflação esperada. (CURADO; OREIRO, 2005, p. 131).

Segundo Carrara e Correa (2012), a melhor definição para o RMI é a de que se trata de uma estratégia de condução de política monetária dividida basicamente em duas etapas: primeira etapa é realizada com o anúncio de uma meta para inflação, e a segunda etapa na perseguição desta meta pelo Banco Central. Ainda segundo os autores, o novo regime busca uma maior transparência na condução da política monetária, com a necessidade de um melhor alcance dos canais de comunicação entre os Banco Centrais dos países e os agentes econômicos. O principal objetivo do regime é determinar a formação das expectativas inflacionárias

³ "Isto implica que, quando a taxa real de inflação está acima de sua meta, a produção real é inferior a seu nível natural. Em outras palavras, dentro da lógica de metas de inflação, a taxa de inflação acima de sua meta implica que as autoridades monetárias devem controlar a demanda agregada, aumentando as taxas de juros. De uma maneira similar, uma taxa de inflação abaixo de sua meta implica que as autoridades monetárias devem expandir a demanda agregada, diminuindo as taxas de juros". (Tradução nossa).

dos agentes econômicos, conquistando desta forma a estabilidade de salários e preços da economia, principalmente atuando como um balizador tanto para o nível de preços vigente na economia, quanto para as expectativas futuras.

Cabe salientar que um ponto fundamental para o sucesso do RMI é a escolha do formato institucional que a autoridade monetária passará a adotar após a definição da utilização do novo regime. Este é um aspecto determinante para o sucesso ou fracasso do regime nos países que o adotam, pois existe um formato institucional adequado e cabe aos formuladores das políticas monetárias dos países escolher o formato que maximizará os resultados positivos obtidos. As principais variações de formato estão:

- a) na escolha de um índice cheio ou núcleo de inflação;
- b) no horizonte de tempo;
- c) na adoção de um ponto ou banda; e
- d) existência de uma cláusula de escape. Ferreira e Petrassi (2002) reforçam que:

O arranjo institucional é de extrema importância para o sucesso de um regime de metas para a inflação. Regimes bem estruturados aumentam a credibilidade, geram incentivos corretos e diminuem a perversidade de choques exógenos que afetam a economia. (FERREIRA; PETRASSI, 2002, p. 26).

Antes de discutir o formato institucional de forma mais detida, uma rápida apresentação da adoção do RMI é necessária. O Brasil adotou o RMI a partir de junho de 1999, por meio do Decreto 3088, baseando sua política no chamado “tripé macroeconômico”: câmbio flutuante, equilíbrio fiscal e metas de inflação. As justificativas são as seguintes:

Alega-se que a primeira peça do tripé é necessária para garantir o ajustamento do balanço de pagamentos, a segunda é necessária ao controle da demanda e para evitar amplas flutuações cambiais além de permitir a liberação da taxa de juros para fins de controle inflacionário e a terceira é utilizada como a âncora (referência) nominal do sistema. (BIONDI; TONETO JÚNIOR, 2005, p. 8).

Como já mencionado, o RMI teve sua primeira experiência na Nova Zelândia, em 1990. Desde então o referido regime vem sendo implementado por outros países ao longo dos últimos anos. Atualmente 28 países adotam o RMI como regime

monetário para controle e manutenção da inflação em suas economias. Os países são apresentados a seguir através do quadro 1:

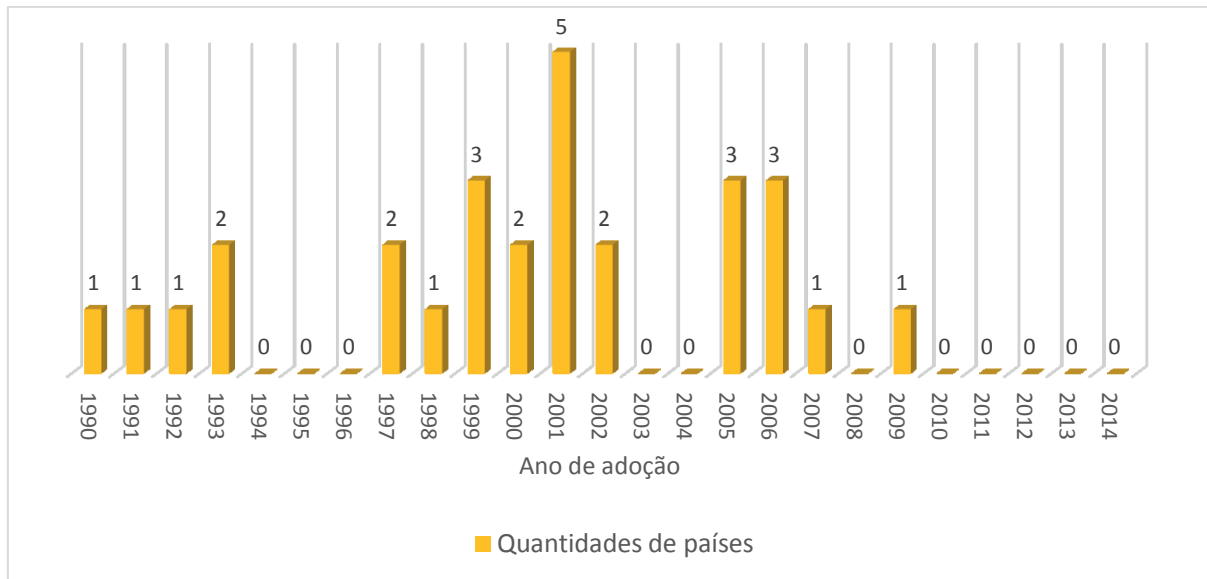
Quadro 1 - Países que adotam o regime de metas para inflação

País	Ano de adoção do Regime de Metas para Inflação
Nova Zelândia	1990
Canadá	1991
Reino Unido	1992
Austrália	1993
Suécia	1993
República Tcheca	1997
Israel	1997
Polônia	1998
Brasil	1999
Chile	1999
Colômbia	1999
África Do Sul	2000
Tailândia	2000
Hungria	2001
México	2001
Islândia	2001
República da Coreia	2001
Noruega	2001
Peru	2002
Filipinas	2002
Guatemala	2005
Indonésia	2005
Romênia	2005
Sérvia	2006
Peru	2006
Armênia	2006
Gana	2007
Albânia	2009

Fonte: Jahan (2011)

O gráfico 1 a seguir mostra os períodos em que se concentra o maior número de aderentes ao regime.

Gráfico 1 - Ano de adoção dos países ao RMI



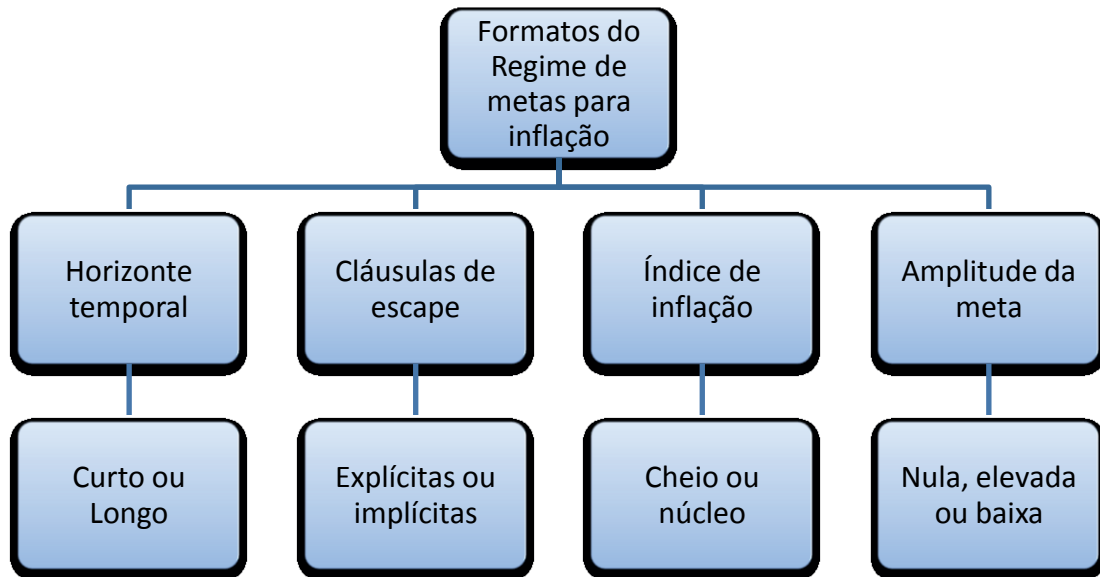
Fonte: Elaborado pelo autor com dados de Jahan (2011).

A partir da década de 90 alguns países emergentes passaram a adotar o RMI fruto da ocorrência de seguidas crises cambiais que desencadearam um movimento em direção ao uso do regime de câmbio flutuante (BIONDI; TONETO JÚNIOR, 2008). Houve uma maior aderência a esse regime monetário entre os anos de 1997 e 2002, quando 15 países passaram a segui-lo como guia para a condução da política monetária.

2.3.1 Formato institucional do RMI

Como apresentado na última seção, o RMI contempla algumas combinações possíveis de sua configuração, incluindo a utilização de índices de inflação cheios ou de núcleos, um horizonte de tempo para apuração da trajetória de preços, a amplitude ou ponto da meta a ser atingida por este regime e por fim o uso ou não de cláusulas de escape contra choques exógenos. A figura 1 apresenta os aspectos destes formatos, discutidos em detalhe a seguir.

Figura 1- Formatos do RMI



Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Mishkin e Schmidt-Hebbel (2001).

2.3.1.1 Índice cheio ou núcleo de inflação

A escolha de um índice cheio ou de um núcleo de inflação para servir como balizador da meta de inflação de uma economia, servindo assim de termômetro para a validação do sucesso do sistema, é de fundamental importância e pode representar uma forma de lidar com as oscilações de mercado, sem prejudicar em demasia a credibilidade do regime (FERREIRA; PETRASSI, 2002).

O Brasil adotou o IPCA cheio, ou seja, sem excluir itens da sua apuração como, por exemplo, os preços administrados pelo governo. O IPCA é calculado pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) e foi escolhido por ter cobertura nacional e maior abrangência, incluindo em sua estatística e apuração domicílios com renda entre 1 e 40 salários mínimos. O período levado em consideração para o cálculo do IPCA é do dia 1 ao 30 do mês de referência. O índice abrange apenas famílias que residam nas regiões metropolitanas de Curitiba, Rio de Janeiro, Salvador, Porto Alegre, Belo Horizonte, Recife, São Paulo, Belém, Fortaleza, Brasília e Goiânia (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, 2014).

A ponderação do IPCA, segundo o IBGE (2014), leva em consideração 9 grupos: alimentação e bebidas, correspondendo a 23,12% do índice, transportes correspondendo a 20,54%, habitação geral 14,62%, saúde e cuidados pessoais

11,09%, despesas pessoais 9,94%, educação e leitura 4,37%, vestuário 6,67%, e comunicação e artigos de residência correspondendo a 4,69%.

No caso brasileiro é considerado o índice cheio como referência, a exemplo da grande maioria dos países que adotam o RMI. No índice cheio são considerados todos os itens no levantamento de preços do IPCA. Há países em que a utilização do índice de inflação é o seu núcleo, excluindo-se os componentes de maior volatilidade. De acordo com o artigo do Banco Central (2015, p. 9): “um exemplo comum de núcleo de inflação é o núcleo por exclusão, calculado retirando-se da inflação o comportamento de preços de determinados itens, como alimentos e derivados de petróleo”.

O quadro 2 apresenta a forma de utilização do índice de referência para a inflação de alguns países, e pode ser observado que a maior parte deles utilizam o índice cheio de preços, sem exclusão de qualquer um de seus itens.

Quadro 2 - Países que adotam núcleo de inflação e países que utilizam índice cheio

Utilizam o índice cheio	Utilizam o núcleo de inflação
Brasil	Canadá
Chile	Tailândia
Colômbia	África do Sul
Islândia	Inglaterra
Israel	
México	
Peru	
Polônia	
Suécia	
Suíça	
Austrália	
Nova Zelândia	
República Tcheca	

Fonte: Elaborado pelo autor com dados de Ferreira e Petrassi (2002).

De acordo com Rocha e Oreiro (2008, p. 276):

A medida de inflação a ser usada é um dos primeiros passos para o desenho do IT. Se o objetivo por parte da autoridade monetária é a busca de máxima transparência, o índice de preços, como sugerem Bernanke et al. (1999), deve ser aquele com que as pessoas já estão familiarizadas e que é amplo e acurado.

Assim, no caso canadense decidiu-se por adotar o núcleo de inflação para validar o sucesso do sistema. Dentro do referido núcleo são considerados o IPC menos impostos indiretos, alimentos e energia. Já na Inglaterra são considerados os índices de preços do atacado menos os juros imobiliários. Deve-se levar em consideração, desta forma, que cada país que utiliza o núcleo de inflação opta por formatos distintos, ponderando as variações de preços que tem maior representatividade dentro de suas economias.

2.3.1.2 Horizonte de tempo

Ao se medir o índice de inflação é necessário definir a periodicidade de apuração, ou seja, o horizonte de tempo. Neste período temporal, é avaliada (comparada) a variação acumulada do índice com a meta previamente estabelecida e apurado se a mesma foi ou não atingida.

Segundo o Banco Central do Brasil (2015, p. 12):

Na adoção de um regime de metas para a inflação, deve-se especificar o período que será utilizado para verificar o cumprimento da meta. No Brasil utiliza-se o ano-calendário, isto é, o cumprimento da meta é avaliado considerando-se os 12 meses de janeiro a dezembro. Alguns países utilizam um sistema conhecido como janela móvel (*rolling window*), no qual o cumprimento da meta é avaliado todo mês, considerando a inflação acumulada em determinado número de meses (normalmente 12). Uma terceira alternativa, tal como ocorre na Austrália, é não fixar horizonte fixo, mas considerar que as metas devem ser alcançadas em média ao longo do tempo.

De acordo com Banco Central (2015, p. 8) “[...] um horizonte de tempo mais longo para a meta de inflação pode ser uma boa alternativa para lidar com os choques econômicos, e ao mesmo tempo preservar a credibilidade do regime.” Ferreira e Petrassi (2002) corroboram:

[...] instituir um horizonte de tempo longo e flexível para o sistema de metas para inflação pode ser uma forma de enfrentar choques adversos e, ao mesmo tempo, preservar a credibilidade do regime. Um horizonte mais longo exige uma resposta menos drástica aos choques, já que a inflação pode flutuar por um período maior. (FERREIRA; PETRASSI, 2002, p. 21).

De acordo ainda com Banco Central (2015, p. 12):

[...] horizontes mais longos permitem respostas mais suaves da política monetária em relação aos choques econômicos, já que a inflação, mesmo apresentando grandes variações, tem certa inércia, requerendo maior tempo para se ajustar. Por outro lado, horizontes mais curtos permitem convergência mais rápida das expectativas, possibilitando neutralizar parte dos efeitos inflacionários decorrentes de expectativas elevadas para a inflação futura. Em economias como a brasileira, nas quais ainda se está buscando convergência para melhores padrões internacionais de taxa de inflação, horizontes mais curtos podem ser mais adequados.

Cabe ainda ressaltar que a determinação do horizonte temporal tende a mostrar se os formuladores das políticas econômicas vão ter um maior intervalo de tempo para responder às ocorrências de choques econômicos.

Destaca Freitas (2008, p. 6):

O horizonte temporal para alcançar a meta de inflação definida é um dos principais parâmetros do regime de meta, pois a extensão desse horizonte condiciona a ação da autoridade monetária. Quanto mais curto o horizonte temporal, menor a flexibilidade do regime de metas de inflação para acomodar as flutuações do produto em decorrência de choques. Dentre as experiências analisadas, chama a atenção o fato de que em apenas dois países – Israel e Indonésia – o horizonte temporal é de um ano, como no Brasil. Nos demais, atualmente, o horizonte temporal varia de médio prazo (Austrália, Canadá, Colômbia, Hungria, Nova Zelândia, Peru e Suécia), a prazo indefinido (África do Sul, Chile, México, Reino Unido, Polônia e Tailândia).

2.3.1.3 A adoção de um ponto ou uma banda para a meta de inflação

O Banco Central tem a autonomia para definir o critério utilizado para comparação da meta com o índice apurado. Esse critério pode ser uma meta pontual ou um intervalo, uma banda com limite superior e inferior à meta. De acordo com Rocha e Oreiro (2008, p. 274):

O Banco Central pode escolher entre definir uma meta pontual ou um intervalo ao redor de um ponto médio. A escolha de um intervalo, obviamente, coloca ao Banco Central um trade-off relacionado à amplitude da banda estabelecida. Uma banda mais estreita comunica ao público maior comprometimento do Banco Central em atingir a meta do que uma banda mais larga; a credibilidade está associada a bandas mais estreitas. O outro lado do trade-off é de que bandas muito estreitas reduzem consideravelmente a habilidade de a autoridade monetária responder a choques exógenos inesperados.

Ainda segundo Rocha e Oreiro (2008), a determinação da banda mais “flexível” ou mais “justa” está diretamente ligada ao motivo que levou o país de

referência a aderir ao RMI. Fica estabelecido desta forma que países que aderiram ao novo sistema para manter os níveis que já eram baixos de inflação, optam por um regime mais flexível. Já países que aderiram ao regime com a clara necessidade de alteração de seus níveis elevados de inflação, tendem a possuir bandas mais “justas”. O principal motivo que leva os países a aderirem a uma banda considerada mais justa é mostrar aos agentes econômicos que o principal objetivo será o controle do nível de preços. Países que necessitam de uma diminuição de suas taxas de inflação têm a obrigação de passar para o mercado a confiança de que o objetivo será alcançado. É recomendável, portanto, uma baixa possibilidade de variação dos níveis de inflação.

Para Rocha e Oreiro (2008, p. 275):

Argumentando contra a hipótese de meta de inflação zero, diz que tal alvo faria com que a economia provavelmente experimentasse episódios de deflação que são potencialmente bastante perigosos, uma vez que promovem instabilidade financeira e podem fazer com que as decisões de política monetárias se tornem mais difíceis, se as taxas de juros de curto prazo baterem um piso zero como resultado. Assim, a lógica contra a meta de inflação zero é de que acertar uma taxa de inflação positiva provê segurança contra episódios deflacionários. Mishkin aponta ainda uma razão adicional para que os Bancos Centrais persigam uma inflação acima de zero: do contrário, eles podem ser percebidos pelo público como obcecados com o controle da inflação a expensas da igualmente necessária estabilidade do produto, perdendo o aval legitimador da sociedade.

Ainda de acordo com Rocha e Oreiro:

A largura das bandas deve ser ampla o suficiente para permitir que as taxas de inflação permaneçam dentro delas na maioria das circunstâncias, mas ao mesmo tempo não devem ser largas demais, evitando-se assim uma conduta ‘frouxa’ da política monetária e, portanto, pouco crível. O aumento das bandas até um limite razoável pode significar o aumento da flexibilidade suficiente para que as metas sejam atingidas com maior constância, derivando assim maior credibilidade à autoridade monetária. O tamanho das bandas deve ser estabelecido de acordo com três fatores: depende do limite determinado pelos modelos de previsão do Banco Central, da frequência e magnitude dos choques aos quais a economia está sujeita, e da duração da defasagem dos efeitos da política monetária. (ROCHA; OREIRO, 2008, p. 288).

Os autores concluem argumentando que o patamar ideal de inflação é aquele baixo o suficiente de modo que os agentes econômicos façam suas escolhas sem considerar o impacto da inflação.

Para Oreiro e Neves (2009), uma meta de inflação mais alta e, conseqüentemente, uma possibilidade de inflação maior, desencadeia um processo

de concentração de renda beneficiando as classes mais favorecidas da população, pois estimula a acumulação do capital e ao mesmo tempo prejudica as funções exercidas pela moeda e seu poder de manutenção de compra ao longo do tempo. Além disso, causaria vários problemas para a economia real, como, por exemplo, baixo crescimento econômico, já que a alta da inflação faz com que as taxas de juros sejam mais altas e tendem a fazer com que o capital seja investido no mercado financeiro ao invés de aplicados em investimentos produtivos, gerando também um alto nível de desemprego.

2.3.1.4 Cláusulas de escape

A adoção de cláusula de escape de forma explícita ou não é uma forma de lidar com choques exógenos, ou seja, externos, permitindo a autoridade monetária uma maior flexibilidade diante de incertezas, já que isto traria menores custos impostos à economia sem desrespeitarem as regras do sistema de metas de inflação (FERREIRA; PETRASSI, 2002).

Conforme Ferreira e Petrassi (2002), a África do Sul adota em seu formato institucional a adoção de cláusulas de escape para melhor lidar com choques na economia:

Com o intuito de evitar distorções causadas pela aplicação muito rigorosa de regras pré-estabelecidas, o Reserve Bank (Sul Africano) instituiu cláusulas que permitiriam acomodar choques de oferta sem maiores custos em termos de produto e emprego. Embora seja impossível prever todos os choques que podem vir a afetar a economia, mencionam-se algumas circunstâncias sob as quais o Banco poderia adotar uma postura mais flexível e permitir o descumprimento das metas, como variações acentuadas nos termos de troca, bruscas interrupções nos fluxos de capitais externos e desastres naturais. (FERREIRA; PETRASSI, 2002, p. 19).

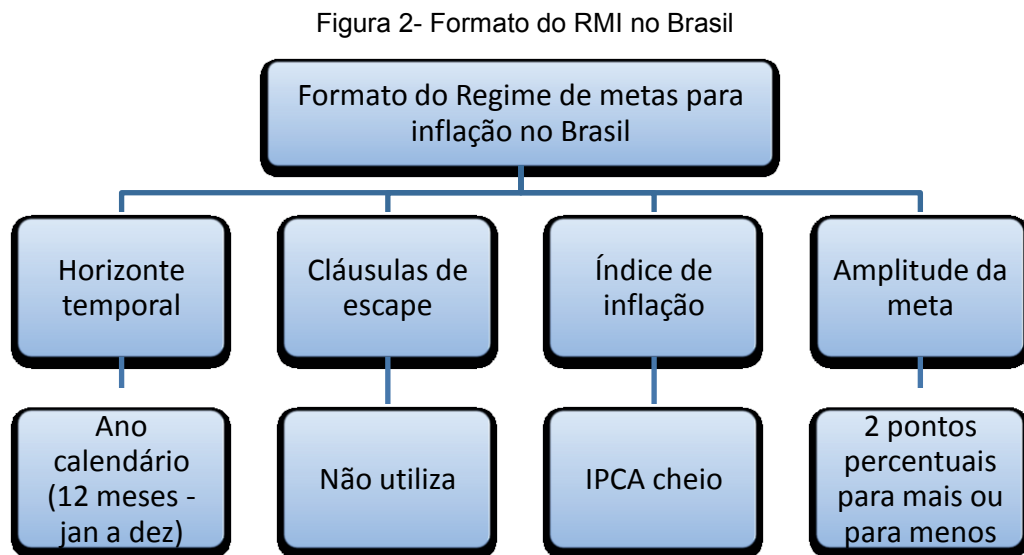
Ainda, a mesma nota cita que a sociedade deve tomar conhecimento na ocorrência de qualquer de um desses acontecimentos, bem como ser informada dos possíveis danos sobre os objetivos e instrumentos da política monetária. Assim, O Banco Central pode direcionar seus movimentos, diante de alguma anormalidade maior, em desencontro às metas para não prejudicar em demasia a economia, sempre justificando suas medidas ao público.

Atualmente o Banco Central brasileiro não utiliza o mecanismo de cláusulas de escape para lidar com situações exógenas. As cláusulas de escape apresentam a mesma ponderação já referida na questão das bandas mais “flexíveis” ou mais

“justa”. Países, como o Brasil, que apresentam um histórico de índice geral de preços da economia elevado, optam por não possuírem cláusula de escape justamente para transmitir ao mercado a confiança de que mesmo na ocorrência de situações adversas, a meta será perseguida e alcançada.

Em países onde a clausula não é utilizada, na ocorrência do não atingimento da meta o banco central deve comunicar, formalmente, as medidas que serão tomadas para que a meta seja atingida. Já para países que se utilizam desta possibilidade, os bancos centrais apresentam apenas os motivos que levaram ao descumprimento de seu objetivo, podendo ainda haver uma revisão nos parâmetros utilizados.

Resumindo o formato institucional que o Brasil atualmente adota, segue abaixo uma ilustração:



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do Banco Central do Brasil (2014)

2.3.2 Argumentos a favor do regime de metas para inflação

De acordo com Gomes e Aidar (2005), o RMI tem em sua clareza de entendimento e simplicidade de aplicação o principal argumento entre seus defensores. Salienta-se ainda que, em o objetivo das autoridades monetárias sendo alcançado, traz consigo a credibilidade para a economia, fator este de suma importância para o sucesso da implantação do regime. Com este objetivo alcançado, o mercado tende a não alterar seus preços mesmo com uma mudança de cenário.

De acordo com Modenesi (2005, p. 194), os proponentes deste regime destacam ainda outras vantagens:

- a) confere maior flexibilidade à política monetária, possibilitando a absorção de choques de oferta ou de demanda;
- b) leva em consideração toda a informação disponível sobre o estado atual da economia;
- c) reduz o papel das metas intermediárias, a exemplo do estoque monetário, e não supõe a existência de uma relação estável entre estas e o objetivo final da política monetária (controle da inflação);
- d) torna a condução da política monetária transparente, facilitando o monitoramento e avaliação da atuação do Banco Central e sua responsabilidade (*accountability*), conferindo uma maior credibilidade na condução da política monetária;
- e) é facilmente compreendido pelo público.

O mesmo autor ainda resume as vantagens do RMI da seguinte maneira:

[...] constitui-se em uma estratégia híbrida, que proporciona à condução da política monetária um alto nível de flexibilidade consideravelmente maior do que observado no regime de metas cambiais e, sobretudo, no regime de metas monetárias. Além disso, a existência de cláusulas de escape possibilita a ocorrência de desvios em relação à meta quando há incidência de choques de oferta na economia, conferindo ainda mais flexibilidade a esse regime. (MODENESI, 2005, p. 195).

Para Neves e Oreiro (2007, p. 121):

O sucesso de um determinado regime monetário depende do nível de confiança que os agentes econômicos possuem nas autoridades monetárias. A credibilidade é, então, apontada como uma condição necessária para que as expectativas dos agentes econômicos estejam de acordo com os objetivos almejados pelo banco central.

Por isso a transparência e a comunicação, que são fatores chaves para o RMI. São estratégias que visam melhorar o planejamento do setor privado, reduzindo as incertezas sobre a política monetária e as taxas de juros e inflação.

Conforme Silva, Hennings e Gutierrez (2010, p.236):

A experiência e a literatura acadêmica têm demonstrado que a eficácia da política monetária também pode ser positivamente influenciada pela maior transparência dos bancos centrais. Essa segunda vertente demonstra que, se a sociedade conhece o objetivo das ações do banco central e confia que a instituição atuará de forma a atingir esse objetivo, a efetividade da política monetária tende a ser maior.

Mesmo que o principal o objetivo do regime seja justamente controlar a inflação, o objetivo da estabilidade dos preços da economia não pode fazer com que questões macroeconômicas de grande relevância sejam deixadas de lado, como crescimento do produto e o nível de emprego, fatores estes que possuem grande influência no nível de bem-estar da sociedade, uma vez que combater a inflação e deixá-la dentro da meta estipulada significa que a taxa de juros básica que fora utilizada está em patamares mais aceitáveis, pois a elevação da taxa de juros eleva o custo dos financiamentos e em alguns casos inibindo novos investimentos a ponto de desacelerar a economia e afetar diretamente o nível de emprego. (TEIXEIRA, [2007]).

Ainda Teixeira ([2007], p.12):

A literatura associa a independência do banco central à menor volatilidade dos preços ou mesmo à necessidade de fortalecimento da credibilidade da autoridade monetária. Estudos indicam ainda que bancos centrais com maiores níveis de independência são mais favoráveis à estabilização e que a política fiscal é mais disciplinada em países onde as autoridades monetárias são mais independentes.

Já Mishkin (2001) salienta que um dos principais argumentos favoráveis à adoção do RMI é que a política monetária é melhor conduzida com o aumento da transparência. E essa comunicação transparente entre a autoridade monetária e o público garante ao sistema uma maior credibilidade e previsibilidade, reduzindo o viés inflacionário.

O artigo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES [1998] elenca algumas vantagens em utilizar o regime de metas, não somente por almejar uma inflação baixa e estável, mas também o fato do Banco Central por ser transparente em sua política, aumentando a credibilidade do sistema e respondendo mais eficientemente aos choques de mercado. A inflação sob controle no longo prazo incentiva o investimento, o aumento da produtividade e traz o crescimento econômico.

Desenvolvimentos teóricos e empíricos recentes apoiam a introdução do regime de metas inflacionárias. Primeiro, elas permitem que a política monetária concentre-se na busca prioritária do objetivo de inflação baixa e estável. No longo prazo, metas inflacionárias mais baixas são preferíveis às mais altas, porque uma inflação mais alta tem custos econômicos e sociais superiores a uma mais baixa e não traz benefícios em termos de aumento do produto. A manutenção da estabilidade dos preços no longo prazo, ou seja, o cumprimento das metas inflacionárias, também reduz a incerteza,

aumenta a eficiência alocativa e incentiva o investimento, o crescimento da produtividade e o crescimento econômico. Segundo, metas inflacionárias incentivam uma resposta eficiente do banco central aos efeitos de choques de curto prazo e contribuem para suavizar a variância da inflação e do produto ao longo dos ciclos econômicos [Fischer (1996) e Taylor (1996)]. Terceiro, a fixação de metas quantitativas para a inflação possibilita uma avaliação do desempenho da política monetária - pela comparação entre a inflação efetiva e a meta inflacionária - e da credibilidade da política - pela comparação entre as expectativas inflacionárias e a meta. Conseqüentemente, metas inflacionárias facilitam a implementação e o monitoramento da política monetária e contribuem para o aumento da credibilidade e da transparência da política. Quarto, regimes de metas inflacionárias podem substituir eficientemente regimes baseados em metas para a taxa de câmbio ou para os agregados monetários. Na prática, metas inflacionárias críveis passam a funcionar como âncoras nominais para a formação das expectativas inflacionárias e a fixação de preços e salários, o que reduz a importância de metas cambiais ou monetárias como alvos intermediários da política monetária. Por último, mas não menos importante, metas inflacionárias têm fundamentos apoiados na literatura de regras e discricão em política monetária (economia normativa). Em particular, elas podem eliminar o viés inflacionário derivado da ausência de credibilidade dos anúncios de política (BNDES, [1998], p.3).

Para Mishkin (2001), o RMI tem várias vantagens:

Inflation targeting has several advantages as a medium-term strategy for monetary policy. In contrast to an exchange rate peg, inflation targeting enables monetary policy to focus on domestic considerations and to respond to shocks to the domestic economy. In contrast to monetary targeting, another possible monetary policy strategy, inflation targeting has the advantage that a stable relationship between money and inflation is not critical to its success: the strategy does not depend on such a relationship, but instead uses all available information to determine the best settings for the instruments of monetary policy. Inflation targeting also has the key advantage that it is easily understood by the public and is thus highly transparent. (MISHKIN, 2001, p. 2).⁴

Fatos concretos brasileiros evidenciam e corroboram em defesa do RMI pela sua própria eficiência. Teixeira ([2007], p. 9) cita:

Com a introdução do regime de câmbio flutuante em 1999 e, num primeiro momento, a desvalorização acentuada do real, a adoção do regime de metas para a inflação em julho do mesmo ano contribuiu para estabilizar a inflação. [...]

⁴ Metas de inflação tem várias vantagens, como uma estratégia de médio prazo para a política monetária. Em contraste com uma paridade cambial, o regime de metas de inflação permite que a política monetária se concentre em responder a choques na economia doméstica. Em contraste com objetivos monetários, outra possível estratégia de política monetária, o IT tem a vantagem de uma relação estável entre moeda e inflação não é fundamental para o seu sucesso: a estratégia não depende de tal relação, mas utiliza todas as informações disponíveis para determinar as melhores definições para os instrumentos de política monetária. IT também tem a vantagem fundamental de ser facilmente compreendido pelo público e é, portanto, altamente transparente. (Tradução nossa).

Nesta mesma linha, Curado e Oreiro (2005, p. 137) concluem que:

As evidências empíricas demonstram que os países que implementaram o regime de metas de inflação obtiveram sucesso no combate ao processo inflacionário e conseguiram avançar no sentido de manter a estabilidade de preços, condição necessária, ainda que não suficiente, para garantir o equilíbrio macroeconômico.

Também o artigo de Fraga Neto (2009, p. 29) afirma:

Em geral, em momentos de crise, o sistema de metas tem se mostrado bastante eficaz. Podemos dizer que, até estes dias, a experiência brasileira representa o maior teste de estresse de um sistema de metas para a inflação já registrado. Em diversos momentos difíceis, o Banco Central tem podido agir de acordo com a prática hoje universalmente aceita de acomodar desvios temporários da meta, com o objetivo de suavizar as flutuações no nível de atividade da economia. Esse delicado equilíbrio de objetivos depende crucialmente da credibilidade do sistema que, entre uma crise e outra, vem se consolidando adequadamente desde sua implantação. Atrevo-me, portanto, a concluir (...) que o sistema de metas de inflação merece uma avaliação positiva ao completar seu décimo aniversário.

Já para Mishkin (2001), o RMI tem sido um sucesso nos países que o adotaram. As evidências mostram que os países de metas de inflação têm sido capazes de reduzir a sua inflação de longo prazo abaixo dos níveis que teriam atingido na ausência deste regime, porém há países industrializados que conseguiram alcançar níveis mais baixos de inflação e que adotam outros regimes monetários. Apesar do RMI ter demonstrado sucesso, ele não é nenhuma estratégia que resolva todos os problemas, ele exige infraestrutura institucional básica em matéria de política fiscal e da solidez das instituições financeiras, a fim de alcançar e preservar a inflação baixa e estável.

Conforme Jahan (2011), o RMI tem sido praticada com sucesso em um número crescente de países ao longo dos últimos 20 anos, e afirma:

Not a panacea. Inflation targeting has been successfully practiced in a growing number of countries over the past 20 years, and many more countries are moving toward this framework. Over time, inflation targeting has proven to be a flexible framework that has been resilient in changing circumstances, including during the recent global financial crisis. Individual countries, however, must assess their economies to determine whether inflation targeting is appropriate for them or if it can be tailored to suit their needs. For example, in many open economies, the exchange rate plays a pivotal role in stabilizing output and inflation. In such countries, policymakers

must debate the appropriate role of the exchange rate and whether it should be subordinated to the inflation objective. (JAHAN, 2011, não paginado)⁵.

Por fim, os autores Caldentey e Vernengo (2013) mencionam que o RMI é defendido por seus proponentes por ter provado ser a melhor alternativa e mais bem-sucedido regime no controle da inflação.

Inflation targeting gained prominence as a monetary strategy since the late 1990s. Currently 27 countries, 9 of which are classified as industrialized and 18 as developing countries have explicitly implemented a fully fledged inflation targeting regime (FFIT). Inflation targeting is presented by its proponents as a coherent and flexible approach to monetary policy differing from the more rigid ones based on monetary rules or fixed exchange rates and proving to be a better and more successful alternative in the control of inflation. (CALDENTEY; VERNENGO, 2013, p.2).⁶

2.3.3 Argumentos contra o regime de metas para inflação

A principal crítica ao RMI se dá em torno dos instrumentos de política monetária utilizados. O mais comum é combater a inflação via aumento da taxa básica de juros e não atacar a causa real da inflação (COUTO et al., 2010).

Ainda, as altas taxas de juros têm consequências negativas para a economia:

As altas taxas de juros têm consequências negativas para a economia: a) desestímulos ao investimento produtivo, visto que aumentam o custo dos mesmos e incentivam o investimento no mercado financeiro; b) os altos juros afetam negativamente as expectativas dos empresários e, portanto, o adiamento dos seus projetos de investimentos; c) encarecimento do crédito, porque como a taxa de juros básica determina o custo das reservas bancárias, os bancos repassam tal elevação para as taxas de juros finais, afetando os gastos das famílias com compras a prazo, em especial de bens de consumo duráveis; d) o aumento da dívida pública, pois elevam os gastos do governo com o pagamento de juros; e) estímulo à entrada de

⁵ "Não é uma panaceia. O Regime de metas de inflação tem sido praticada com sucesso em um número crescente de países ao longo dos últimos 20 anos, e muitos mais países estão se movendo em direção a esse quadro. Ao longo do tempo, IT o tem provado ser uma estrutura flexível que tem sido resistente em mudar as circunstâncias, inclusive durante a recente crise financeira global. Cada país, no entanto, deve avaliar as suas economias para determinar se o IT é apropriado para eles ou se ele pode ser adaptado para atender às suas necessidades. Por exemplo, em muitas economias abertas, a taxa de câmbio desempenha um papel fundamental na estabilização da produção e da inflação. Nesses países, os agentes econômicos devem debater o papel adequado da taxa de câmbio e se ele deve ser subordinado ao objetivo de inflação". (Tradução nossa).

⁶ O Regime de metas de inflação ganhou proeminência como uma estratégia monetária desde o final da década de 1990. Atualmente 27 países, dos quais 9 são classificados como industrializados e 18 como os países em desenvolvimento têm explicitamente a adoção do RMI. O RMI é apresentado por seus proponentes como uma abordagem coerente e flexível para a política monetária diferindo dos mais rígidos regimes baseados em regras monetárias ou taxas de câmbio fixas e provando ser uma melhor alternativa e mais bem sucedido regime no controle da inflação. (Tradução nossa).

capitais de curto prazo que buscam os maiores rendimentos possíveis, mas que a qualquer momento podem sair do país, gerando instabilidade cambial.

As autoras completam:

O regime de metas de inflação, baseado em altas taxas de juros e câmbio flutuante, tem implicações importantes sobre os rumos da política fiscal. Desde 1998, por imposição do FMI, adotamos a política de meta de superávit primário. Deste modo, o Brasil tem se comprometido em economizar recursos com gastos prioritários (saúde, educação, saneamento, habitação, infraestrutura, etc.) a fim de pagar os juros da dívida e dar certa tranquilidade aos detentores desta dívida. O resultado desta política focada em juros altos é o aumento do desemprego e o baixo desempenho do produto interno bruto (PIB) que apresenta um comportamento stop and go (COUTO et al., 2010, p. 95).

Modenesi (2005, p. 209) cita como as principais desvantagens do RMI:

(i) pode aumentar a instabilidade do produto; (ii) pode reduzir o crescimento econômico; (iii) as dificuldades na previsão da inflação e na definição da meta podem comprometer o desempenho da política monetária; (iv) a taxa de inflação é uma variável que o Banco Central não controla diretamente; (v) não evita dominância fiscal; (vi) a flexibilidade cambial exigida pelo sistema pode causar uma crise financeira.

Outras críticas apontadas por Teixeira ([2007]) surgem em torno da utilização do RMI e sua eficácia, já que países como os Estados Unidos e alguns da União Europeia, através de seus bancos centrais, não utilizam o RMI e possuem suas economias estáveis e oferecem credibilidade ao mercado.

O mesmo artigo mostra que no ano de 2007 cerca de 23 países no mundo adotavam o RMI, ou seja, menos de 10% do total de países.

Conforme Teixeira ([2007], p. 9):

O pressuposto de que o regime de metas é a melhor e mais eficiente estratégia de condução da política monetária não é consensual entre os autores. Ao se considerar como verdadeira a premissa de que este regime é mais adequado do que qualquer outro, surge o questionamento quanto à condução da política monetária nos países mais desenvolvidos e os resultados obtidos por esses países com relação à estabilidade de preços e crescimento do produto, inclusive em períodos de crises.

O principal exemplo contrário ao uso do regime de metas de inflação é o caso dos EUA, especialmente na era Greenspan. O FED não busca atingir exclusivamente a estabilidade de preços e nem possui meta explícita de inflação, previamente anunciada a ser alcançada em determinado período. Na condução da política monetária o FED deve buscar alcançar o melhor nível de emprego possível.

De acordo com Ball e Sheridan (2003), a implantação do RMI não resultou na obtenção de melhores resultados, quando analisados inflação, crescimento do produto e taxa de juros. O referido estudo levou em consideração vinte países, sendo que na análise ficou evidenciado que os países que aderiram ao novo sistema obtiveram sim melhora na volatilidade e taxa de inflação e crescimento do produto, levando em consideração o período em que não adotavam o regime. Mas os países que não aderiram experimentaram, no mesmo período, uma melhora praticamente igual aos países aderentes ao regime. Para os autores, a obtenção de sucesso no controle da inflação tinha uma maior relação com o momento de instabilidade vivenciado pela economia no início da obtenção dos dados do que com a adesão ao novo regime.

Para Mishkin e Posen (1997), existe um intervalo de tempo muito grande entre a adoção da política monetária e a sua efetividade sobre o nível de inflação. Salienta-se ainda a necessidade de um câmbio flexível no RMI, que segundo os autores pode causar instabilidade financeira mediante ataques especulativos que são difíceis de serem contidos sob flutuação da moeda. Mencionam ainda a alegação de que o regime não é capaz de evitar a elevação dos déficits fiscais, podendo assim ocorrer a aceleração da inflação na economia.

Teixeira ([2007]) salienta que o RMI por buscar como meta principal a estabilidade dos preços através do controle da inflação, e para isso se utiliza do seu principal instrumento da política monetária que é via aumento da taxa básica de juros da economia, o regime de metas acaba não se atentando diretamente com outros objetivos da política econômica, como emprego e crescimento econômico:

Não há preocupação direta com os efeitos sobre o emprego e o crescimento da economia, que são decorrentes das medidas tomadas no esforço de se cumprir a meta de inflação estabelecida, mesmo sendo consenso que a taxa de juros elevada, tal como no Brasil, provoca efeitos perversos na economia, tal como desemprego elevado, desaceleração no crescimento econômico e aumento no déficit público (TEIXEIRA ([2007], p. 22).

Oliveira (2006) faz esse mesmo alerta de que os demais objetivos da política econômica, exceto a inflação, são tratados de forma secundária:

Neste sistema, a estabilidade dos preços dos bens e serviços passa a constituir o objetivo e o guia da política monetária, ficando os demais objetivos da política econômica subordinadas ao cumprimento da meta estipulada para a inflação (OLIVEIRA, 2006, p. 50).

Para Carvalho et al. (2007), os defensores da adoção do RMI, embasados na hipótese da existência da taxa natural de desemprego, evidenciada na curva de Phillips vertical, acreditam que o principal objetivo da política monetária é a manutenção da inflação dentro da meta estipulada. Assim, como consequência, o uso do RMI pode não estimular (quando o emprego de juros altos) o investimento, que traria como benefício uma redução do desemprego.

Calvo e Mishkin (2003, p.12) advertem quanto a adoção do RMI que países emergentes e em desenvolvimento possuem diferenças institucionais em relação às economias desenvolvidas e que devem ser consideradas, em uma opção pela utilização do RMI (já que os países em desenvolvimento e emergentes podem conter essas características listadas abaixo e comprometer a eficácia do regime):

- a) instituições fiscais fracas;
- b) instituições financeiras fracas incluindo regulação e supervisão por parte do governo;
- c) baixa credibilidade das instituições monetárias;
- d) substituição de moeda e tendência a dolarização;
- e) vulnerabilidade a paradas súbitas de entrada de capitais.

Para os autores Durović-Todorović e Djordjević (2008), o maior problema da adoção do RMI é sem dúvida o controle imperfeito da inflação:

The greatest problem with inflation targeting is arguably the central bank's imperfect control of inflation. Inflation control is imperfect due to lags in the transmission mechanism, uncertainty about the transmission mechanism, the current state of the economy and future shocks to the economy and the influence of other factors than monetary policy on inflation, in particular shocks that occur within the control lag. The imperfect control makes the implementation of inflation targeting hard. (DUROVIĆ-TODOROVIĆ; DJORDJEVIĆ, 2008, p. 43)⁷.

Já para Mishkin (2001), os críticos de metas de inflação perceberam sete principais desvantagens deste regime:

Critics of inflation targeting have noted seven major disadvantages of this monetary policy strategy. Four of those disadvantages -- that inflation targeting is too rigid, that it allows too much discretion, that it has the potential to increase output instability, and that it will lower economic growth-

⁷ "O maior problema com o RMI é sem dúvida o controle imperfeito da inflação por parte do Banco Central. O controle da inflação é imperfeito devido a defasagens no mecanismo de transmissão da moeda, futuros choques para a economia e a influência de outros fatores que monetariamente ou de forma política afetam a inflação, em particular os choques que ocorrem com defasagens de controle. O controle imperfeito da inflação torna difícil a implementação do RMI". (Tradução nossa).

- have been discussed in Mishkin (1999) and in Bernanke, et al. (1999), and are in reality not serious objections to a properly designed inflation targeting strategy which is best characterized as a constrained discretion. The fifth disadvantage, that inflation targeting can only produce weak central bank accountability because inflation is hard to control and because there are long lags from the monetary policy instruments to the inflation outcome, is an especially serious one for emerging market countries. The sixth and seventh disadvantages, that inflation targeting cannot prevent fiscal dominance, and that the exchange rate flexibility required by inflation targeting might cause financial instability, are also very relevant in the emerging market country context. (MISHKIN, 2001, p. 3)⁸.

Modenesi (2005) cita a crítica pós-keynesiana, segundo a qual existe uma preocupação se o RMI pode ou não interferir ou comprometer o desempenho econômico principalmente no que tange aos níveis de emprego e produto:

[...] ao privilegiar a utilização da política monetária em busca pela estabilidade de preços, o enfoque monetarista limita as alternativas de combate à inflação. Dependendo da origem do fenômeno, isto é, da natureza do impulso inflacionário, é possível o regime monetário de metas de inflação comprometer o desempenho econômico, gerando uma elevação excessiva (ou desnecessária) do desemprego e do hiato de produto. (MODENESI, 2005 p. 209).

Finalmente, Biondi e Toneto Júnior, (2008) citam alguns trabalhos realizados em que é questionada a eficácia do RMI:

Alguns trabalhos empíricos sobre esse tema são categóricos em afirmar que o regime de metas de inflação contribui para um melhor desempenho em termos de produto e inflação nos países que passam a adotar o regime. Svensson (1997) defende que o regime de metas de inflação gera benefícios sobre as economias por resolver o problema da inconsistência intertemporal, fonte do viés inflacionário. Além disso, o regime reduz a variabilidade da inflação e, quando implementado com certa flexibilidade em relação à convergência das taxas de inflação para a meta, o regime também pode gerar benefícios sobre o produto, reduzindo a sua variabilidade. Entretanto, um estudo realizado por Ball e Sheridan (2005) questiona se a adoção oficial do regime de metas de inflação melhora o desempenho econômico dos países em termos de inflação e crescimento do produto. Os autores chegaram à conclusão de que após controlar para o estado inicial dessas variáveis, não é encontrada nenhuma diferença significativa no

⁸ "Os críticos do RMI têm notado sete principais desvantagens desta estratégia de política monetária. Quatro dessas desvantagens diz respeito a rigidez do regime, que permite uma grande discricção, que tem o potencial para aumentar a instabilidade, e que irá reduzir o crescimento econômico - têm sido discutidos por Mishkin (1999) e Bernanke, et al. (1999), e são, na realidade, não graves objeções a estratégia ao regime de metas de inflação, que é melhor caracterizada como um critério restrito. A quinta desvantagem, que o RMI oferece uma fraca responsabilidade do banco central, pois a inflação é difícil de ser controlada e porque há longos atrasos na resposta dos instrumentos de política monetária sobre a inflação, é especialmente grave para os países emergentes. A sexta e sétima desvantagens, é que o RMI não pode impedir o domínio fiscal, e que a flexibilidade da taxa de câmbio, exigido por este regime, pode causar instabilidade financeira principalmente no contexto dos países considerados mercados emergentes". (Tradução nossa).

desempenho econômico entre os grupos de países que adotaram o regime de metas de inflação e os que não adotaram (BIONDI; TONETO JÚNIOR, 2008, p. 876).

O próximo capítulo apresenta dados sobre as experiências internacionais com o RMI.

3 O RMI: A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

Nas últimas décadas os países, através de suas políticas monetárias, vêm almejando controlar o aumento generalizado dos preços. Embora a inflação seja um tema conhecido por todos, não se trata de um fator cujos movimentos são simples de explicar. Inibir os efeitos negativos das subidas dos preços é motivo de preocupação dos países que tentaram encontrar uma forma de contê-las, caso contrário, pode causar efeitos negativos em suas economias.

Como já visto, a partir dos anos 90 houve um crescente movimento dos países em direção ao uso do regime de câmbio flutuante em substituição aos regimes de câmbio fixo ou por bandas. Isso se deu em decorrência das seguidas crises cambiais (OLIVEIRA, 2006).

Oliveira (2006, p. 49) argumenta que:

[...] a taxa de câmbio deixou de funcionar enquanto âncora nominal de expectativas, passando a constituir mais um risco ao processo de tomada de decisão dos agentes. Isso, aliado à dificuldade dos bancos centrais em controlar os agregados monetários num contexto de mercados financeiros crescentemente liberalizados, atuou no sentido de estimular a difusão do uso do RMI pelo mundo.

Com o intuito de avaliar empiricamente a eficiência do RMI no combate da inflação e manutenção dos índices de inflação em patamares adequados, apresentam-se na tabela abaixo os dados da variação dos preços ao consumidor nos países que passaram a adotar o regime de metas de inflação no período de 1980 até o ano de 2014.

Tabela 1 - Evolução da taxa de inflação nos países com o RMI

País	Início uso RMI	Média década de 80	Média década de 90	Média década de 2000	Ano 2010	Ano 2011	Ano 2012	Ano 2013	Ano 2014	Desvio Padrão de 2010 - 2014
Albânia	2009	n/a	46,05	2,82	3,60	1,70	2,40	1,90	0,70	0,95
Armênia	2006	n/a	1834,43	3,98	8,50	4,70	3,20	5,60	4,60	1,77
Austrália	1993	7,80	2,28	3,15	2,80	3,00	2,20	2,70	1,70	0,47
Brasil	1999	468,68	674,36	6,66	5,90	6,50	5,80	5,90	6,40	0,29
Canadá	1991	5,97	2,12	2,08	2,20	2,70	1,00	1,00	1,90	0,67
Chile	1999	20,88	10,86	3,31	3,00	4,40	1,50	2,80	4,60	1,14
Colômbia	1999	23,29	21,43	6,01	3,20	3,70	2,40	1,90	3,70	0,72
República Tcheca	1997	n/a	7,00	2,65	2,30	2,40	2,40	1,40	0,10	0,89
Gana	2007	45,50	27,00	17,84	6,90	8,40	8,10	13,50	17,00	3,85
Guatemala	2005	12,13	14,62	7,16	5,40	6,20	3,40	4,40	2,90	1,22
Hungria	2001	18,10	21,75	5,92	4,60	4,10	5,00	0,40	-0,90	2,41
Islândia	2001	37,99	3,44	6,41	2,50	5,30	4,20	4,20	0,80	1,58
Indonésia	2005	9,00	14,98	8,71	7,00	3,80	3,70	8,10	8,40	2,05
Israel	1997	131,53	10,63	2,06	2,70	2,20	1,60	1,80	-0,20	0,98
República da Coreia	2001	7,79	5,62	3,13	3,00	4,20	1,40	1,10	0,80	1,30
México	2001	74,03	20,20	4,96	4,40	3,80	3,60	4,00	4,10	0,27
Nova Zelândia	1990	9,95	1,87	2,71	4,00	1,80	0,90	1,60	0,80	1,16
Noruega	2001	8,20	2,46	2,05	2,80	0,20	1,40	2,00	2,10	0,87
Peru	2002	642,83	793,87	2,45	2,10	4,70	2,60	2,90	3,20	0,88
Filipinas	2002	14,09	9,09	5,00	3,60	4,20	3,00	4,10	2,70	0,59
Polônia	1998	81,24	33,03	3,19	3,10	4,60	2,40	0,70	-1,00	1,94
Romênia	2005	n/a	123,41	14,31	8,00	3,10	5,00	1,60	0,80	2,58
Sérvia	2006	n/a	32,93	20,68	10,20	7,00	12,20	2,20	1,80	4,17
África Do Sul	2000	14,50	9,40	6,23	3,50	6,10	5,70	5,40	5,30	0,89
Suécia	1993	7,12	2,23	1,49	2,30	2,30	-0,10	0,10	-0,30	1,18
Tailândia	2000	2,93	4,81	2,50	3,10	3,50	3,60	1,70	0,60	1,17
Turquia	2006	54,05	77,81	20,74	6,40	10,40	6,20	7,40	8,20	1,52
Reino Unido	1992	6,88	3,16	1,92	3,40	4,70	2,60	2,10	0,90	1,27
Média dos países com RMI		74,11	136,10	6,08	4,30	4,28	3,48	3,30	2,92	0,55
Economias avançadas		n/d	2,33	2,03	1,90	2,70	1,70	1,30	0,80	0,63
Mercados emergentes e economias em desenvolvimento		89,50	52,87	6,90	6,90	6,90	6,10	5,50	5,20	0,70
Mundo		29,80	19,74	4,25	4,50	4,90	4,10	3,60	3,30	0,58

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (2015)

Observa-se na tabela acima que os países, de modo geral, passaram por problemas inflacionários nas décadas de 80 e 90⁹, de modo que apresentaram em

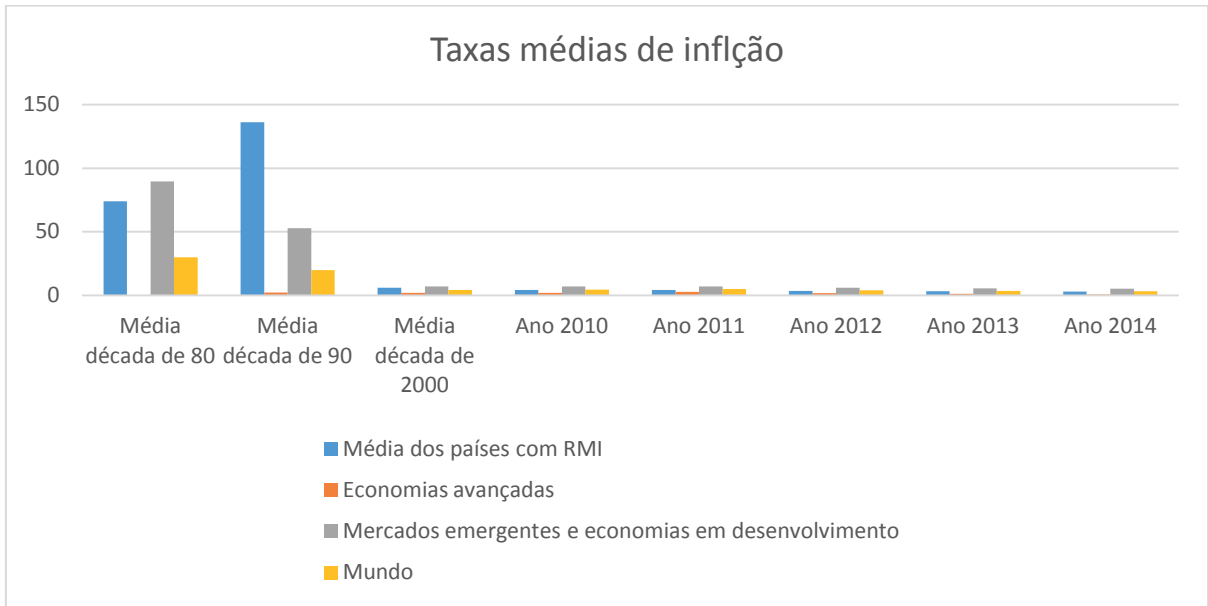
⁹ Optou-se pela escolha do intervalo de tempo a partir de 1980 por proporcionar um maior intervalo antes do início da adoção do RMI, embora nas décadas de 80 e 90 foram períodos de alta inflação,

média uma inflação anual de 74,11% na década de 80 e 136,10% de média anual na década de 90, refletindo essas altas na inflação geral do mundo em índices médios de 29,80% e 19,74% respectivamente. Porém, a partir da análise consolidada dos anos 2000 em diante, que coincide com o início de grande parte dos países ao uso do RMI, conforme gráfico 1 apresentado anteriormente, em 17 dos 28 países os índices médios de inflação passaram a cair consideravelmente. A média anual da inflação na década de 2000 (que compreende aos anos de 2000 a 2009) foi de 6,08%, e neste mesmo período a média mundial foi de 4,25%. Em economias avançadas foi de 2,03%, e nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento 6,90%. O comportamento dos índices de inflação para os países que adotam o RMI nos anos de 2010 até 2014 apresentou uma estabilidade, à exceção de Gana, cuja inflação saiu de 8,10% em 2012 para 13,50% em 2013 e 17% em 2014.

Salienta-se também que as médias de inflação para os anos de 2010 a 2014 foram estáveis e apresentaram redução a cada ano, movimento similar ao que ocorreu com a média mundial, nas economias avançadas e nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento, como mostra o gráfico 2 abaixo. É importante ressaltar, se analisarmos a volatilidade da inflação nos últimos 5 anos (2010 -2014), que o desvio padrão geral do grupo de países que adotam o RMI foi de 0,55 e o desvio padrão da média da inflação mundial foi de 0,58 e nas economias avançadas de 0,63 e um desvio padrão maior de 0,70 nos mercados emergentes e em desenvolvimento.

motivo pelo qual a última coluna da tabela 1 demonstra o desvio padrão da taxa de inflação do ano de 2010 a 2014 deste modo não considerando os períodos anteriores de anteriores de maiores altas inflacionárias.

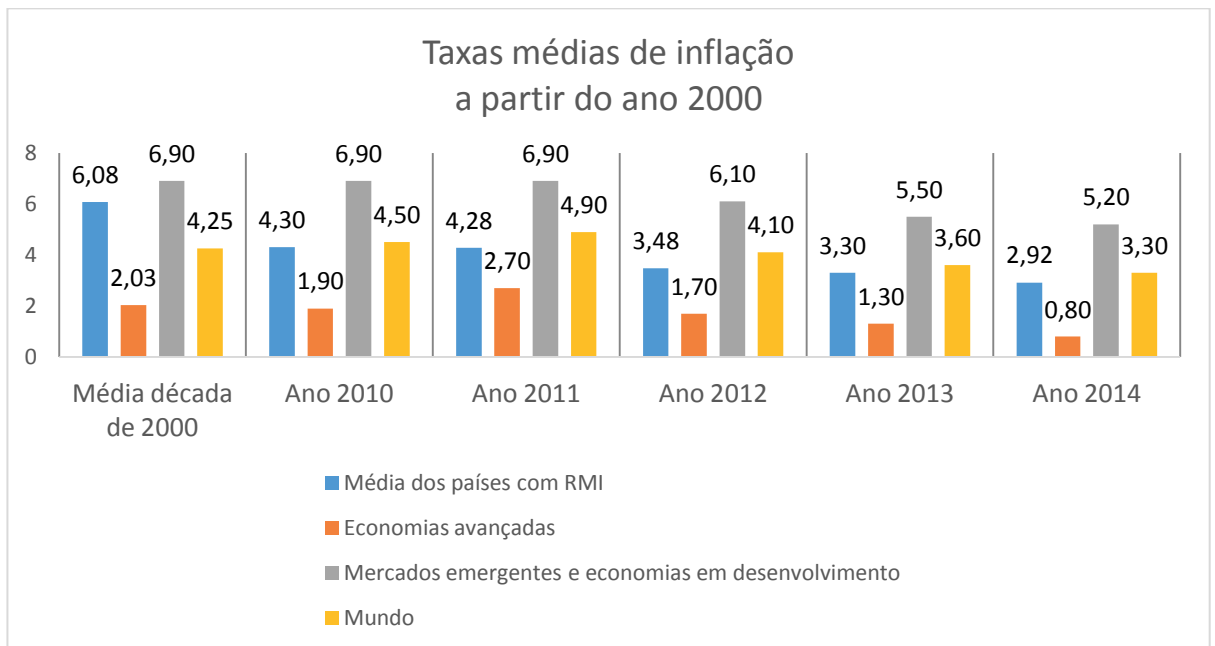
Gráfico 2 - Taxas médias anuais de inflação (1980 – 2014)



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Como há um período de alta inflação nas décadas de 80 e 90, o que dificulta a visualização gráfica para os demais períodos, o gráfico abaixo contempla a evolução da taxa de inflação a partir dessas duas décadas.

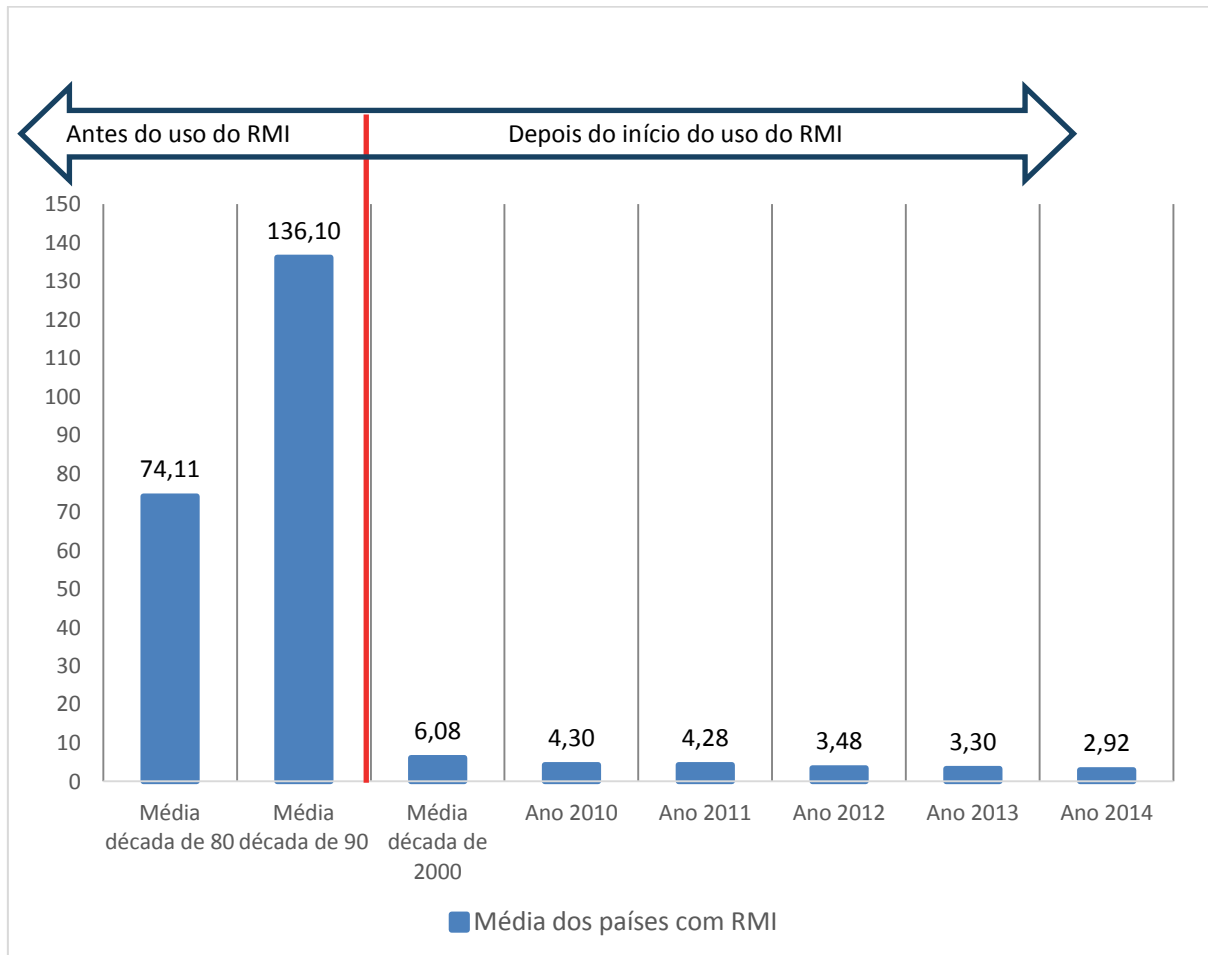
Gráfico 3 -- Taxas médias anuais de inflação (2000 – 2014)



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

O gráfico abaixo resume a trajetória ao longo dos anos da inflação nos países que adotam o RMI.

Gráfico 4 - Inflação média dos países com o RMI



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

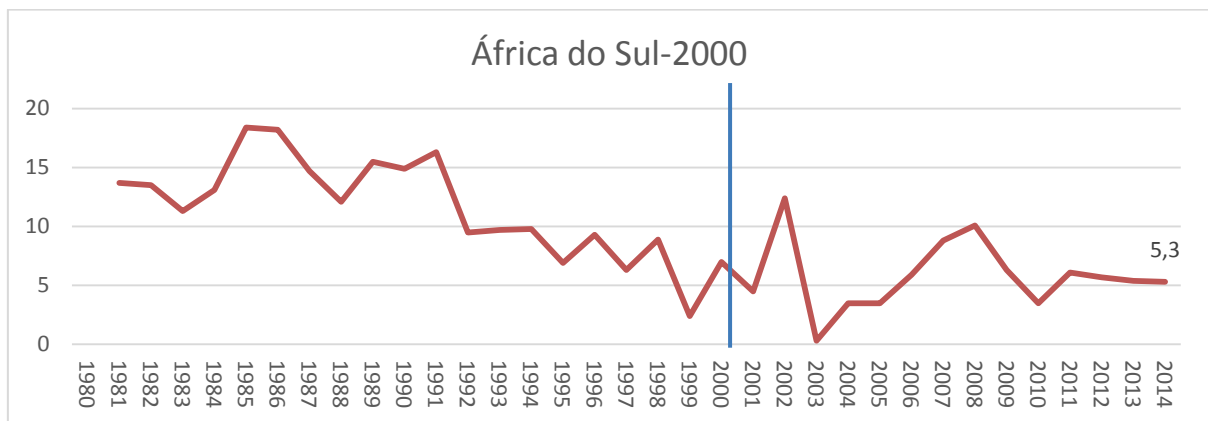
Ao observar o gráfico acima, fica aparente o controle e manutenção do processo inflacionário ao longo dos anos, até mesmo nas economias que passaram por períodos de hiperinflação nas décadas de 80 e 90 como são os casos de Arménia, Brasil, Israel, México, Polónia. Entretanto, este mesmo gráfico tem por função apenas ilustrar e não concluir que a manutenção da inflação, em taxas aceitáveis, são frutos exclusivamente da adoção do o RMI, haja visto que o contexto econômico mudou muito e que a comparação intertemporal não é trivial.

Após o emprego desse regime, na maior parte dos países que o adotaram, foram verificadas reduções na taxa de inflação e sua posterior manutenção, como evidencia-se na tabela 1. Porém, uma questão importante é saber se os países que

adotaram o regime de metas conseguiram manter a estabilidade dos preços com menores sacrifícios em relação ao crescimento do produto e do emprego.

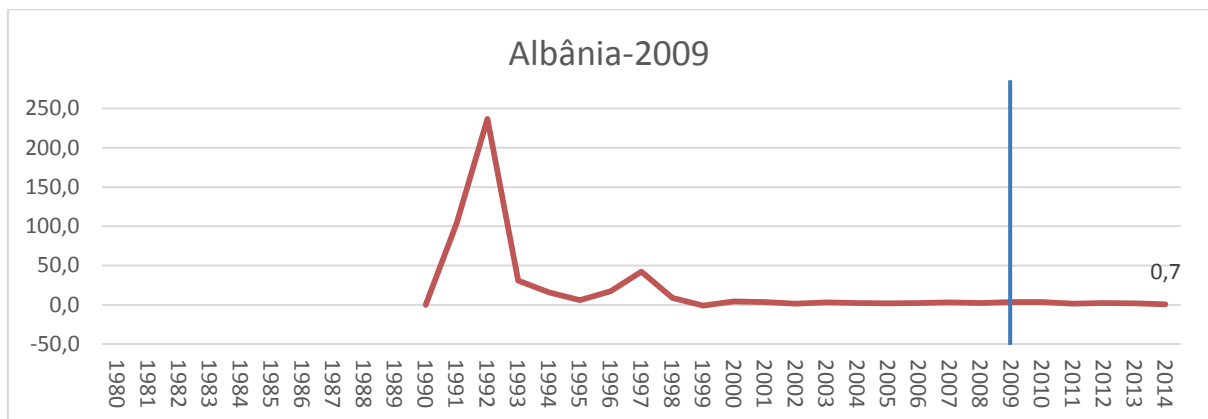
A sequência de gráficos a seguir mostra a evolução da inflação anual (em porcentagem) em cada país que adota o RMI. Cada gráfico está dividido em duas partes por uma linha vertical, que correspondem aos períodos antes (lado esquerdo da divisão) e depois da adoção do regime de metas para inflação (lado direito da divisão). O número ao final de cada gráfico, acima da linha da evolução, representa o valor da inflação apurada no ano de 2014. Ainda, para os países que passaram por períodos de hiperinflação, é apresentado um gráfico adicional excluindo esse período e mostrando a partir do movimento de estabilização. Essa exclusão torna a visualização gráfica mais efetiva, já que as variações passam a ser mais evidentes.

Gráfico 5 - África do Sul: Comportamento da taxa de inflação



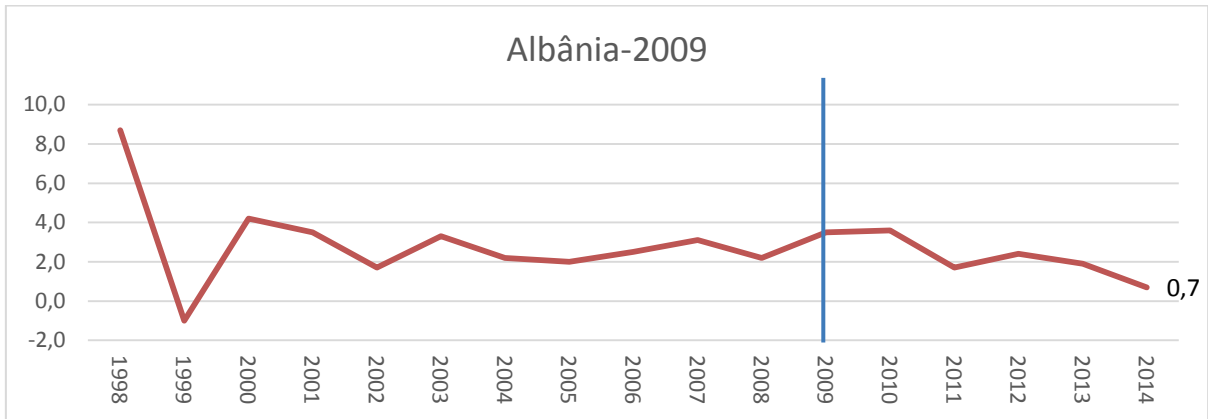
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 6 - Albânia-2009: Comportamento da taxa de inflação



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 7 - Albânia: Comportamento da taxa de inflação – após período de hiperinflação



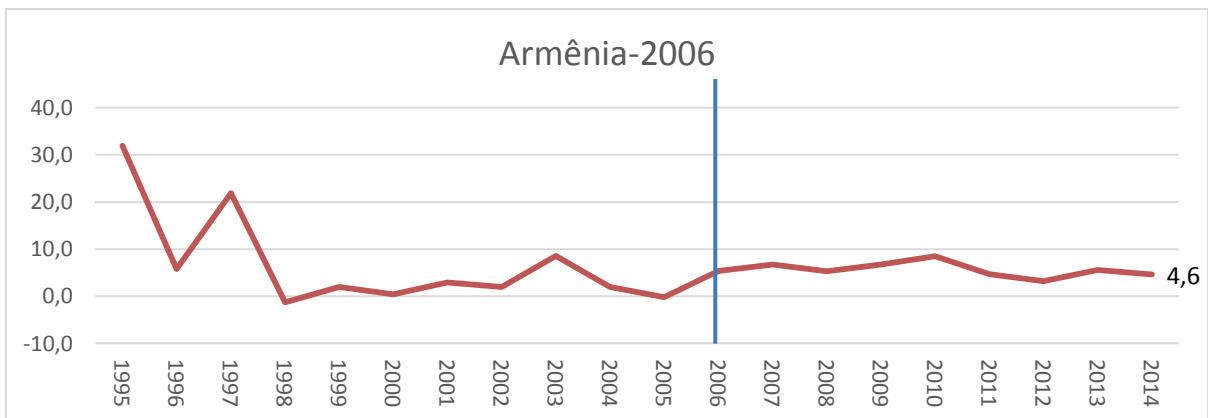
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 8 - Armênia: Comportamento da taxa de inflação



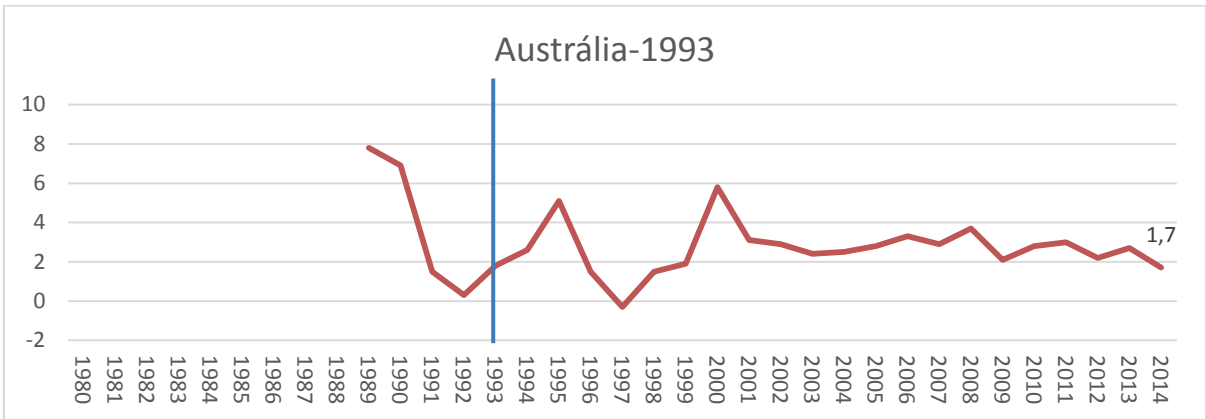
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 9 - Armênia: Comportamento da taxa de inflação – após período de hiperinflação



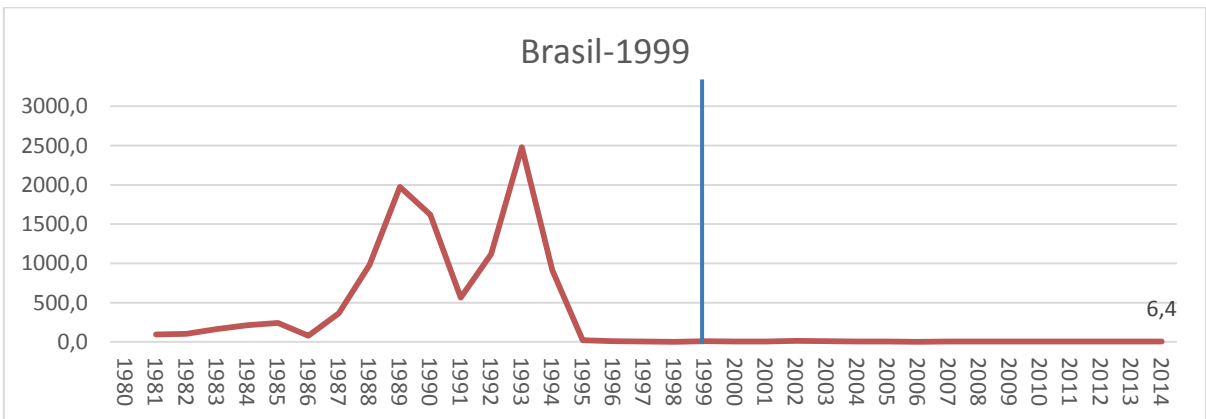
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 10 - Austrália: Comportamento da taxa de inflação



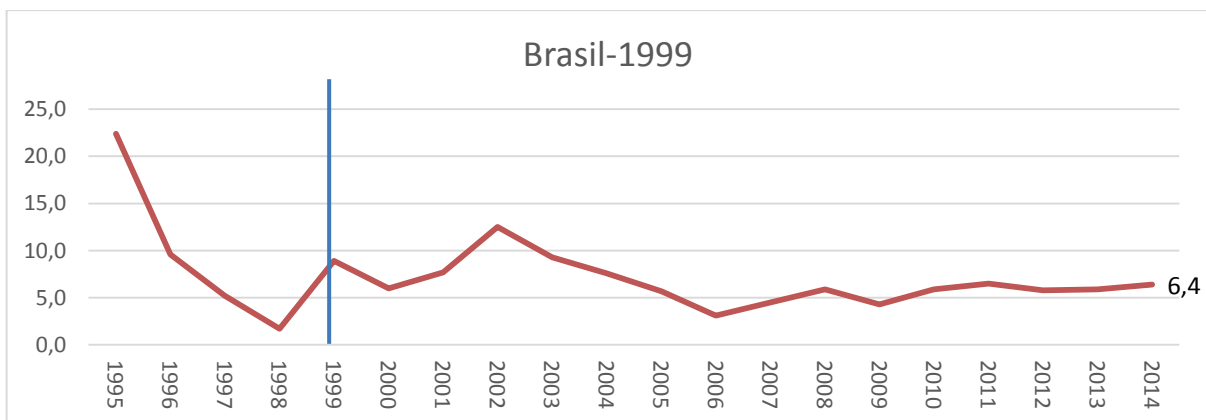
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 11 - Brasil: Comportamento da taxa de inflação



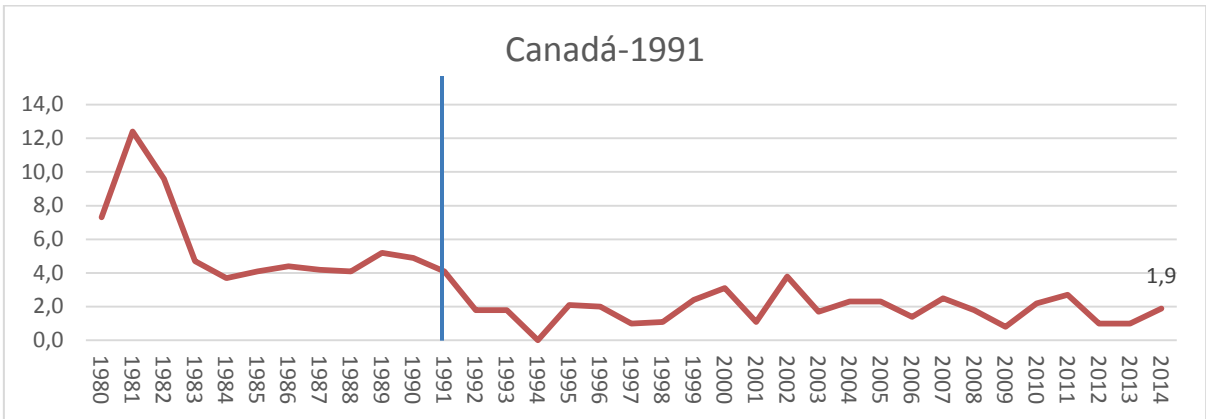
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 12 - Brasil: Comportamento da taxa de inflação – após período de hiperinflação



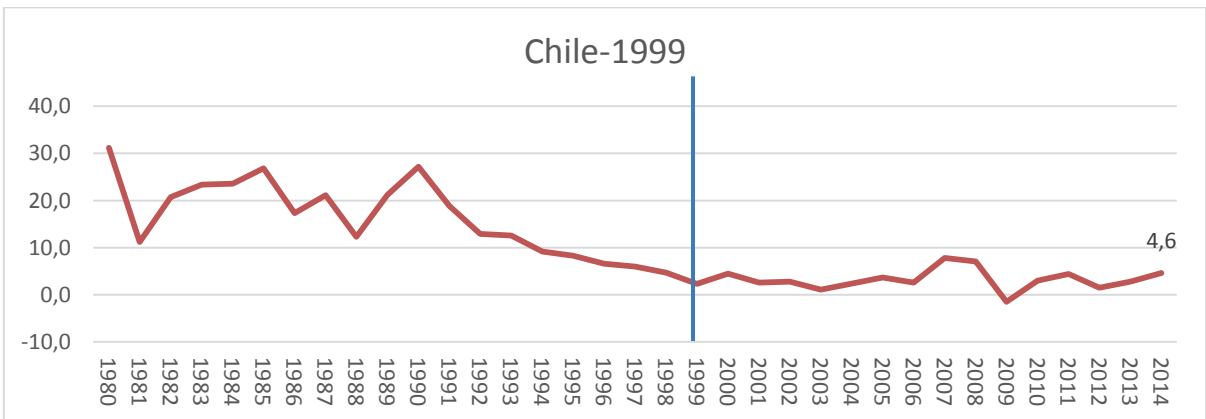
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 13 - Canadá: Comportamento da taxa de inflação



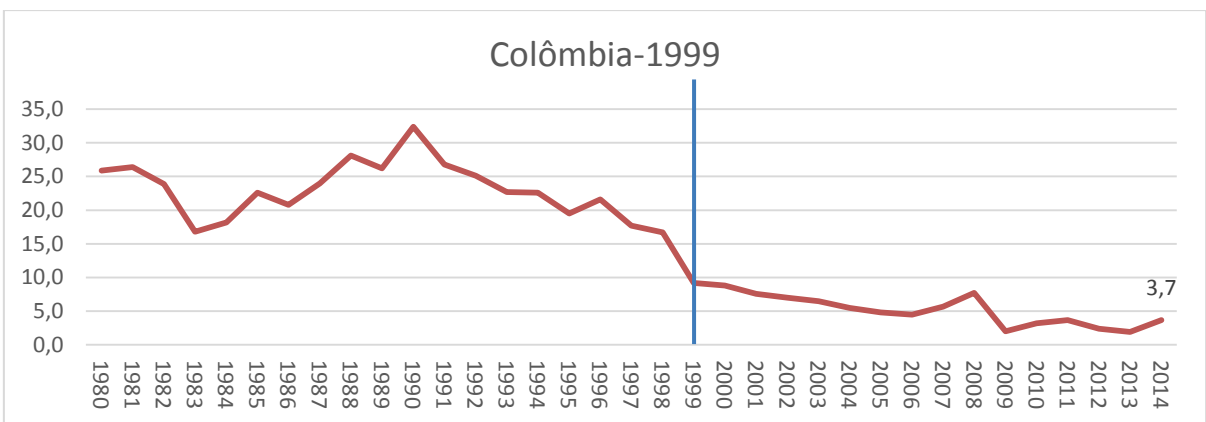
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 14 - Chile: Comportamento da taxa de inflação



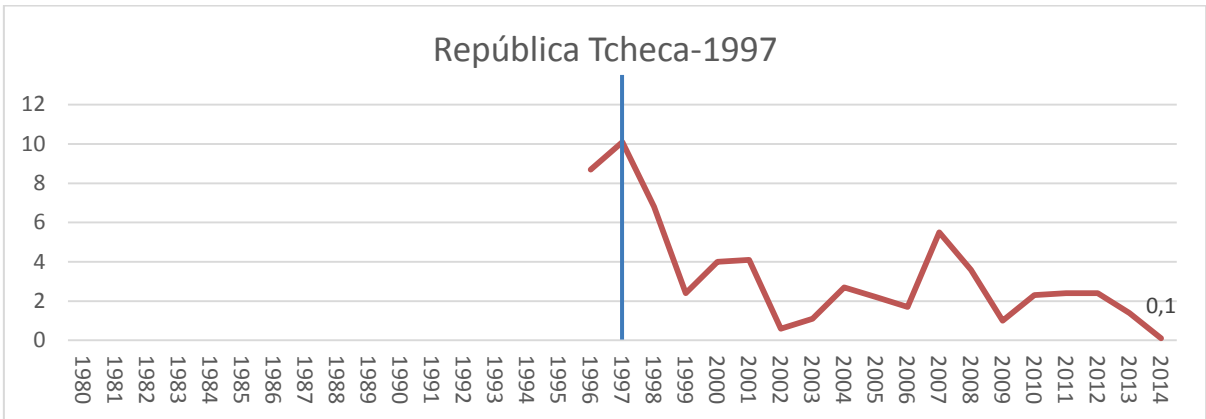
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 15 - Colômbia: Comportamento da taxa de inflação



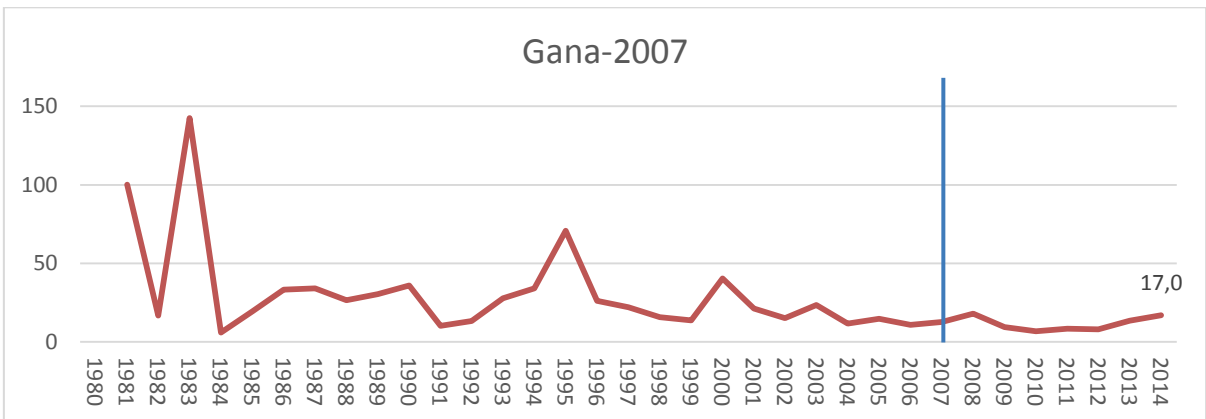
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 16 - República Tcheca: Comportamento da taxa de inflação



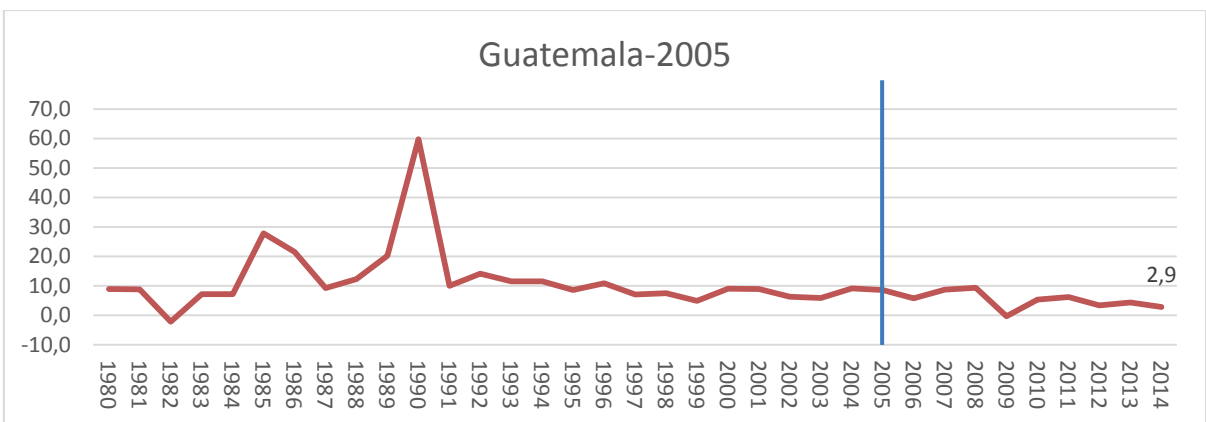
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 17 - Gana: Comportamento da taxa de inflação



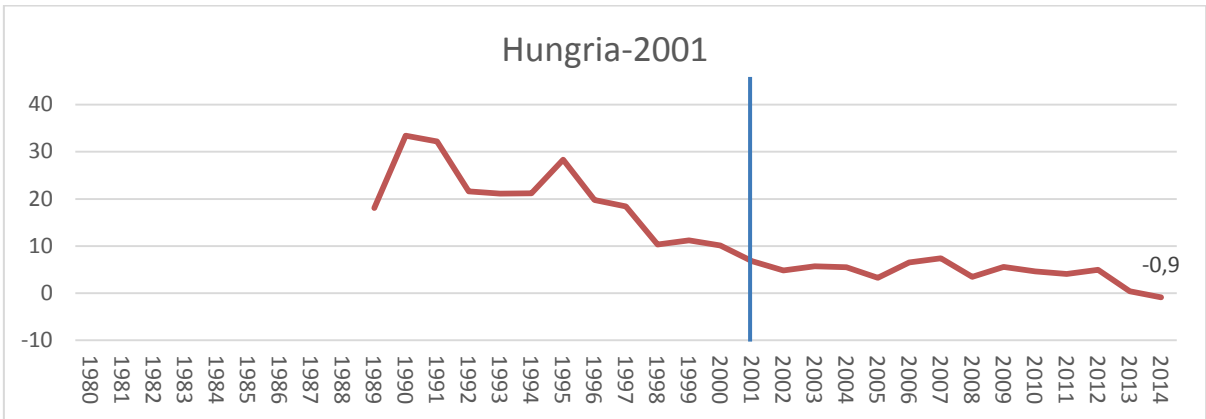
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 18 - Guatemala: Comportamento da taxa de inflação



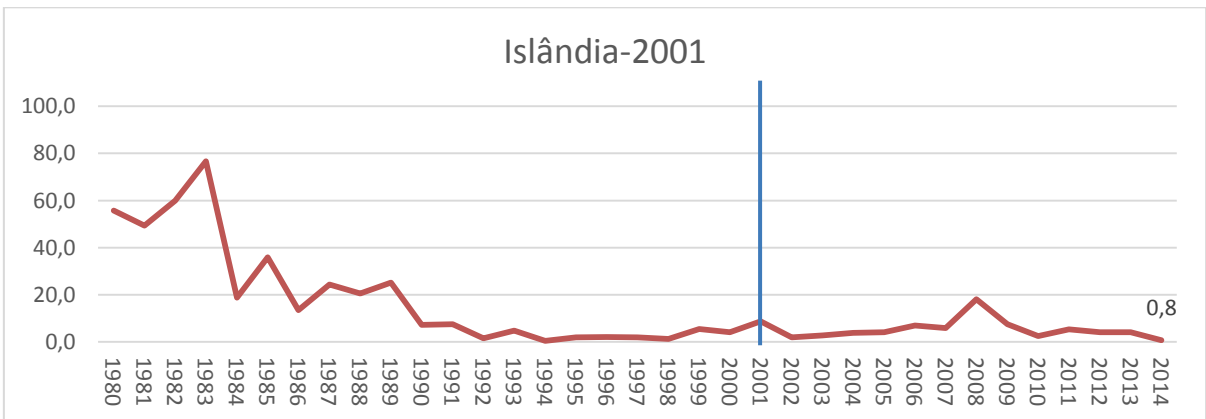
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 19 - Hungria: Comportamento da taxa de inflação



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 20 - Islândia: Comportamento da taxa de inflação



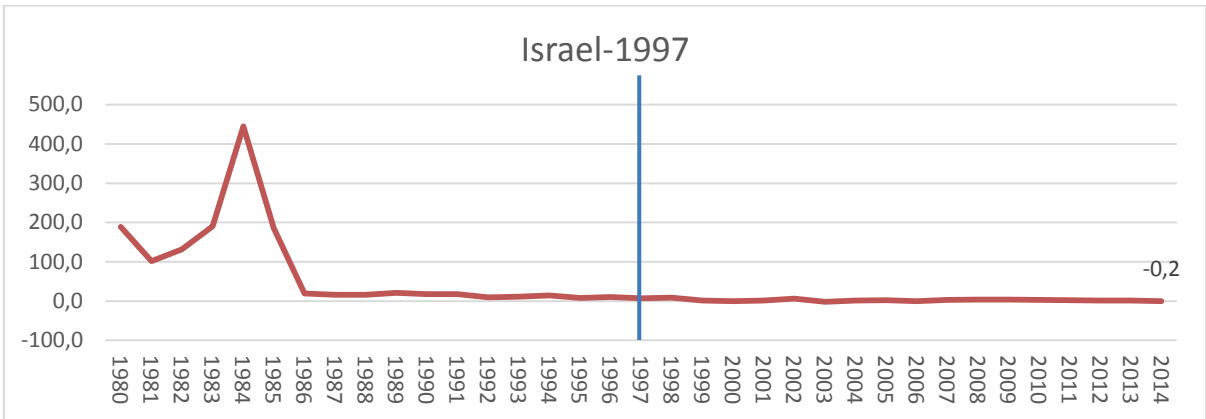
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 21 - Indonésia: Comportamento da taxa de inflação



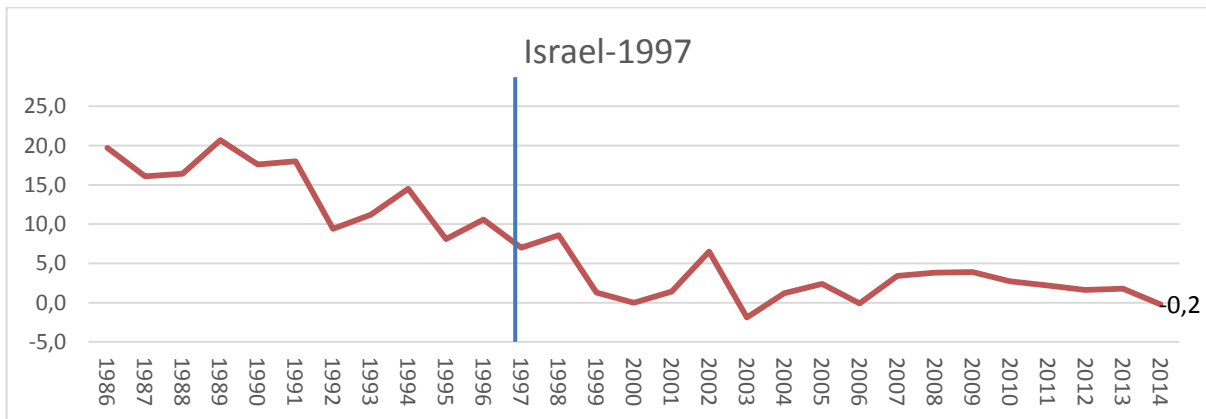
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 22 - Israel: Comportamento da taxa de inflação



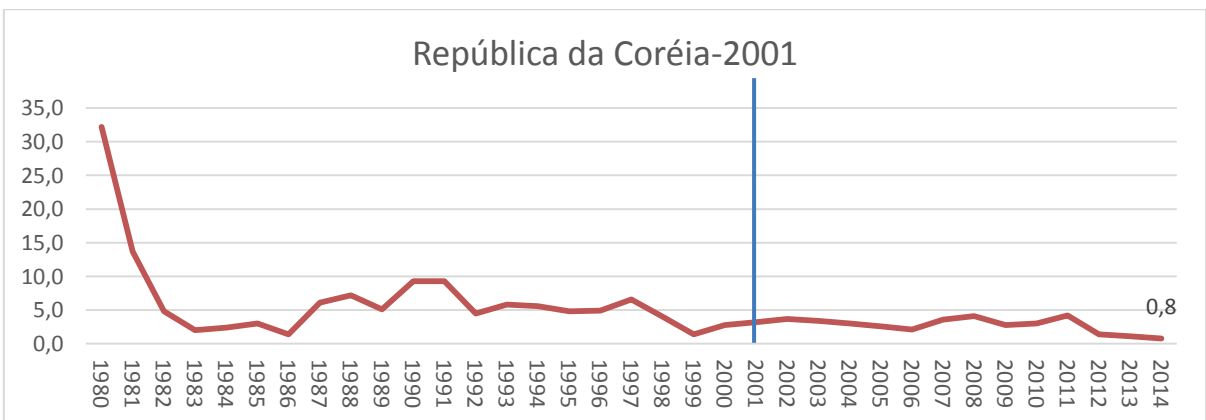
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 23 - Israel: Comportamento da taxa de inflação - após período de hiperinflação



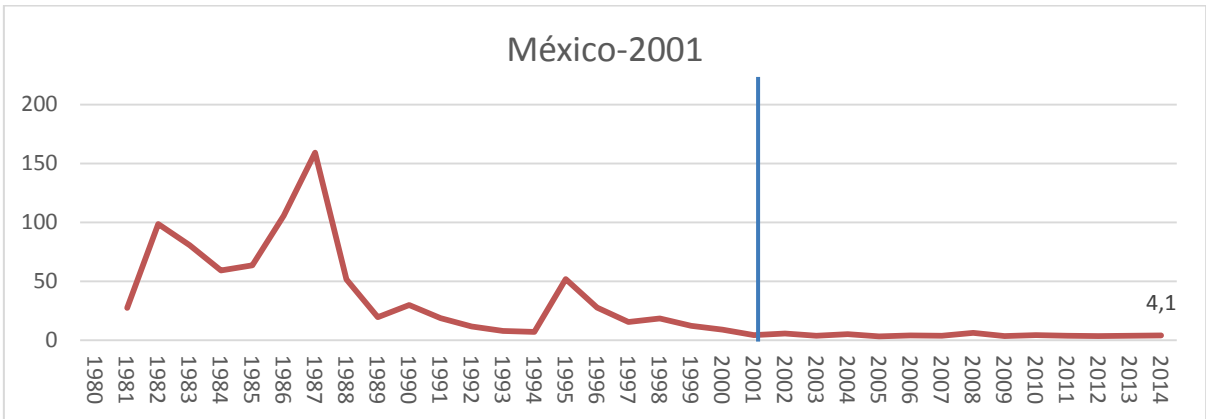
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 24 - República da Coréia: Comportamento da taxa de inflação



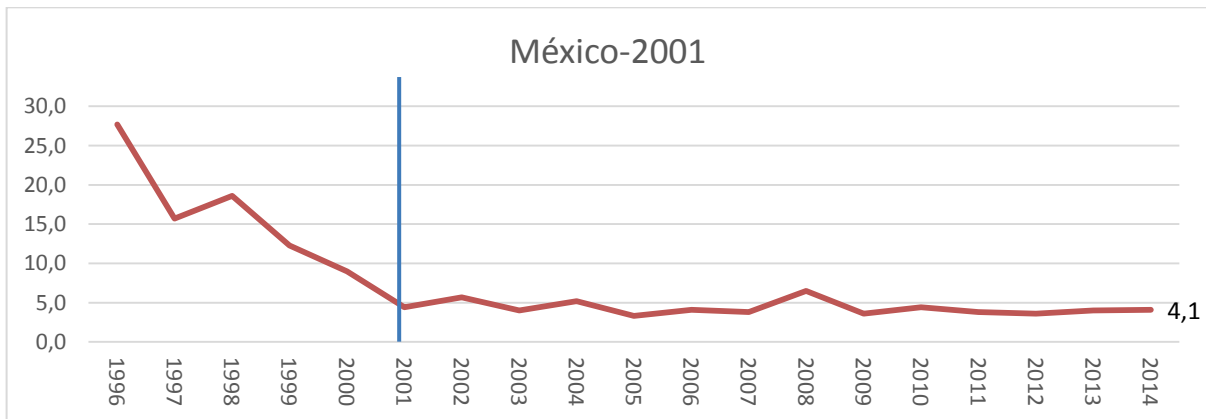
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 25 - México: Comportamento da taxa de inflação



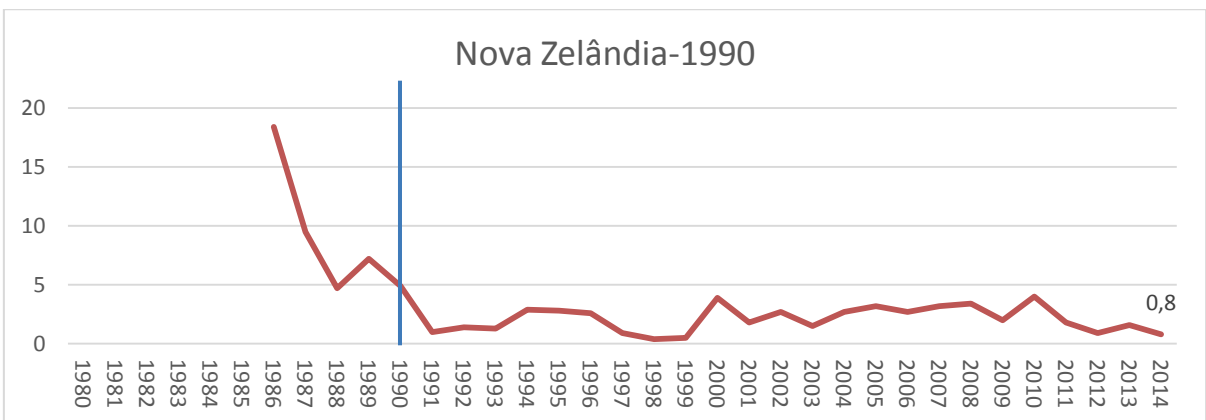
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 26 - México: Comportamento da taxa de inflação - após período de hiperinflação



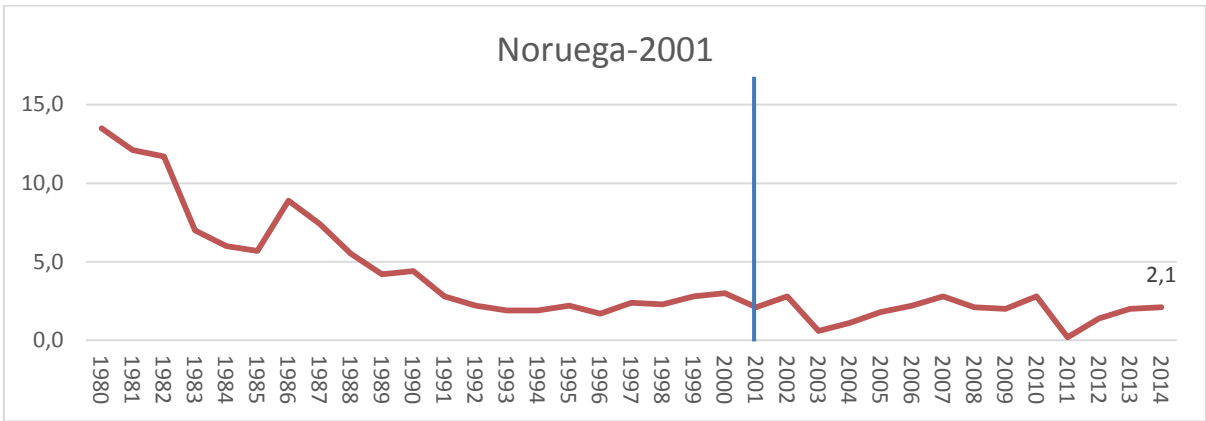
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 27 - Nova Zelândia: Comportamento da taxa de inflação



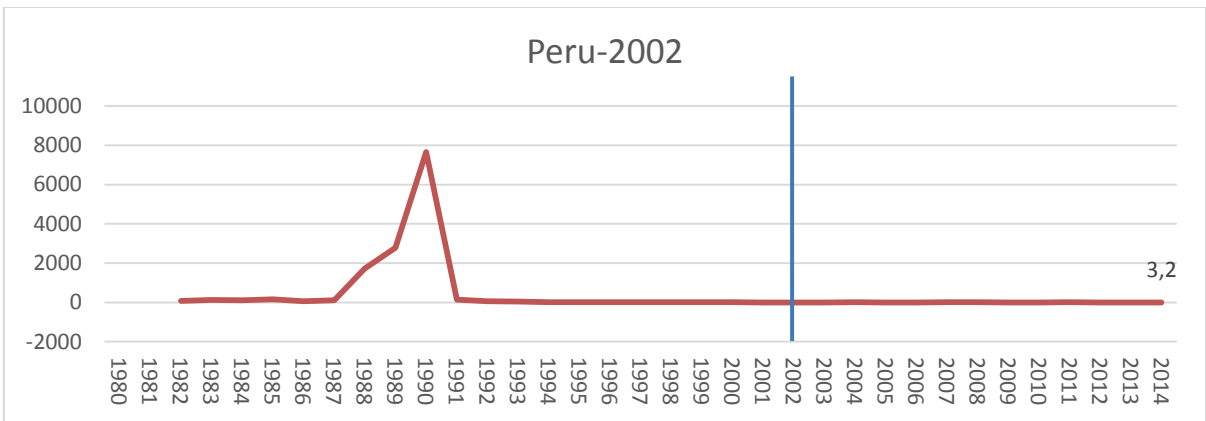
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 28 - Noruega: Comportamento da taxa de inflação



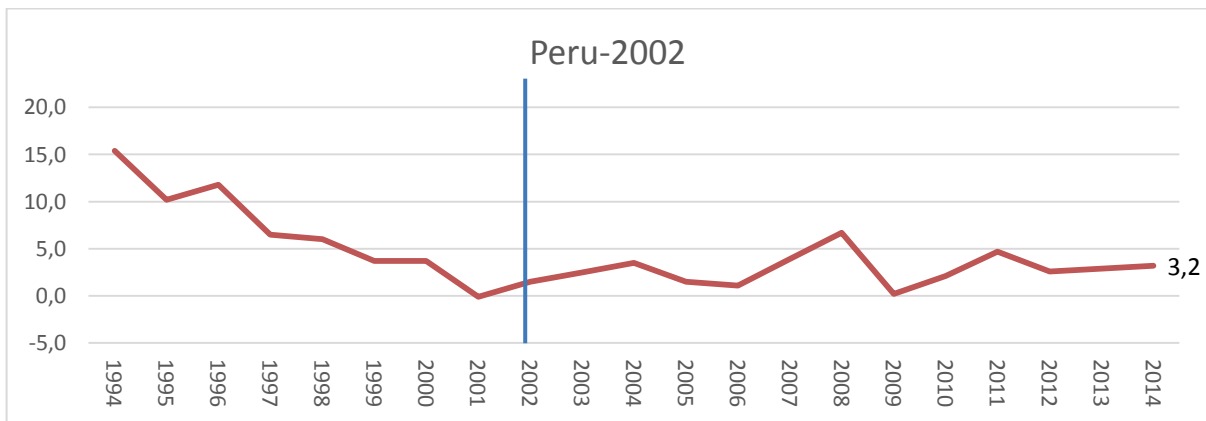
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 29 - Peru: Comportamento da taxa de inflação



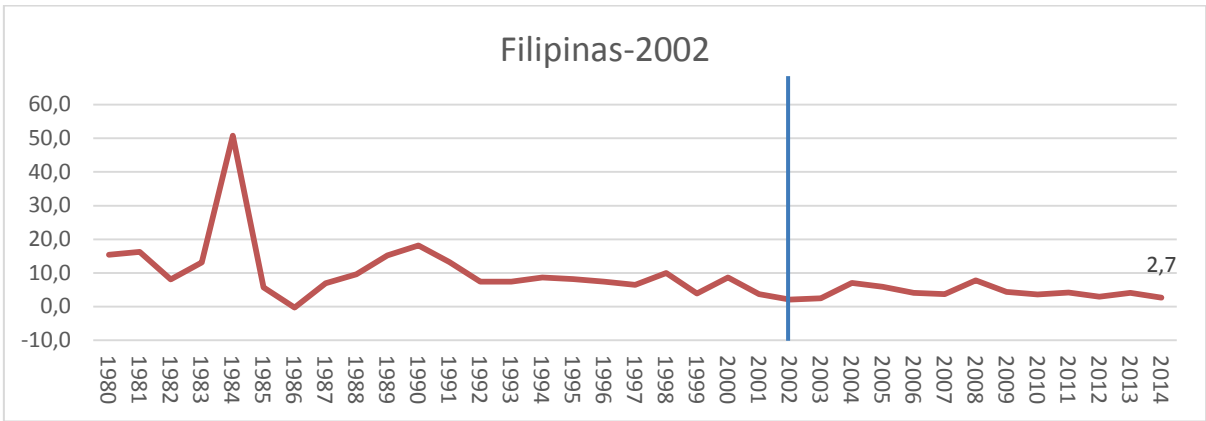
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 30 - Peru: Comportamento da taxa de inflação - após período de hiperinflação



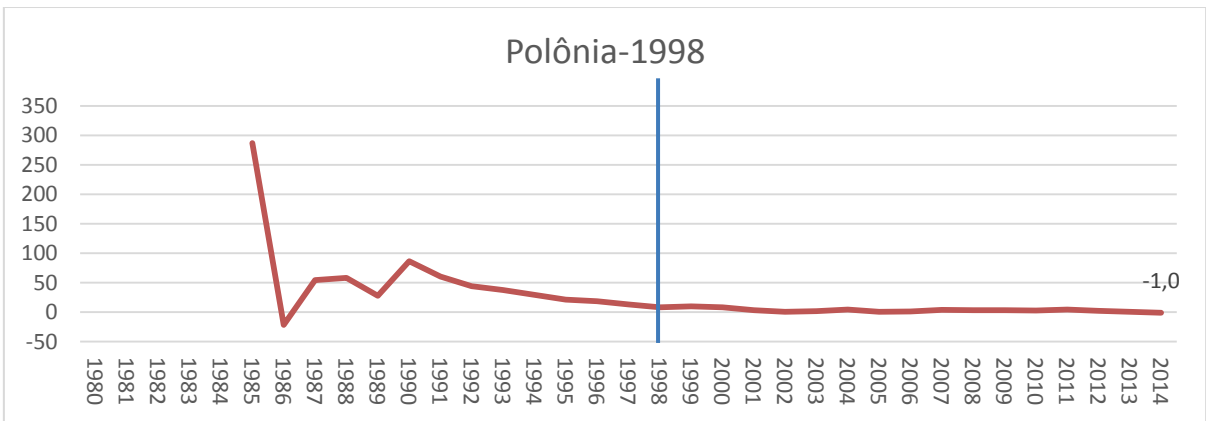
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 31 - Filipinas: Comportamento da taxa de inflação



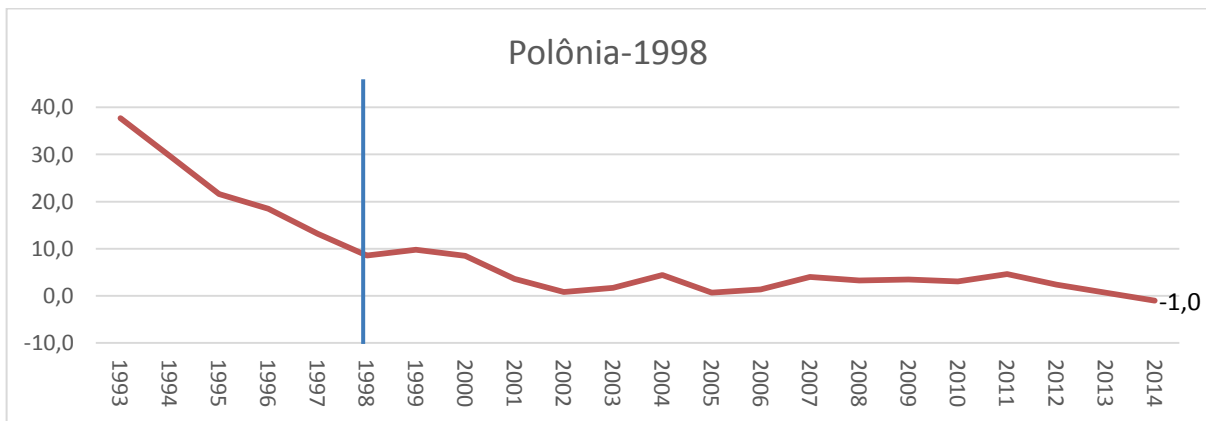
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 32 - Polônia: Comportamento da taxa de inflação



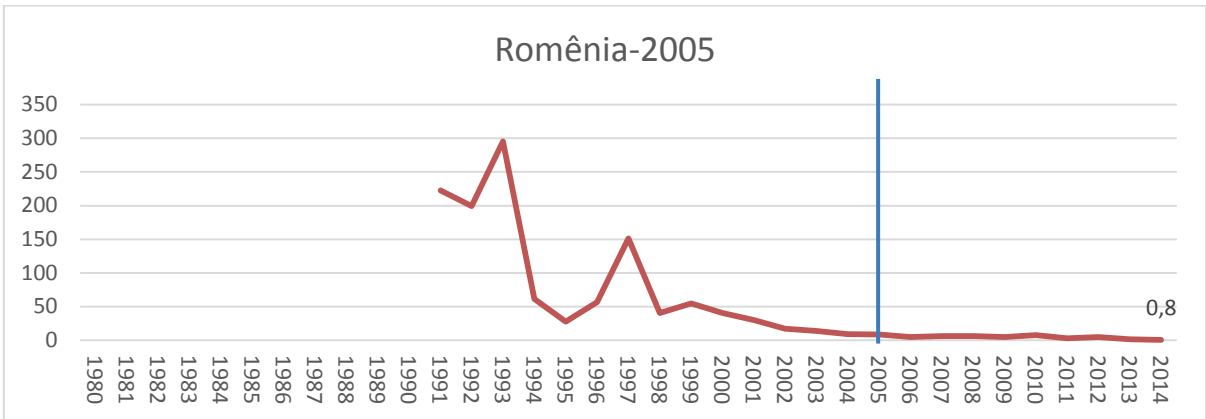
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 33 - Polônia: Comportamento da taxa de inflação - após período de hiperinflação



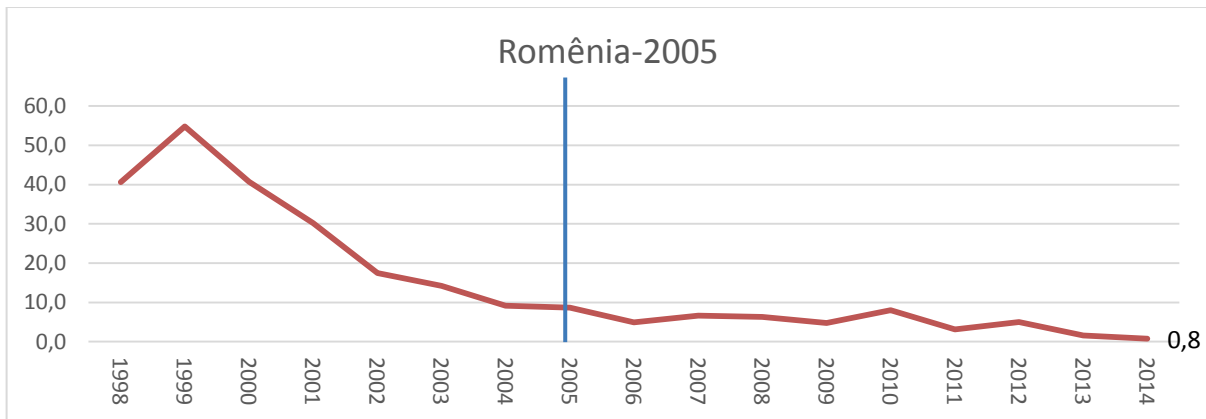
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 34 - Romênia: Comportamento da taxa de inflação



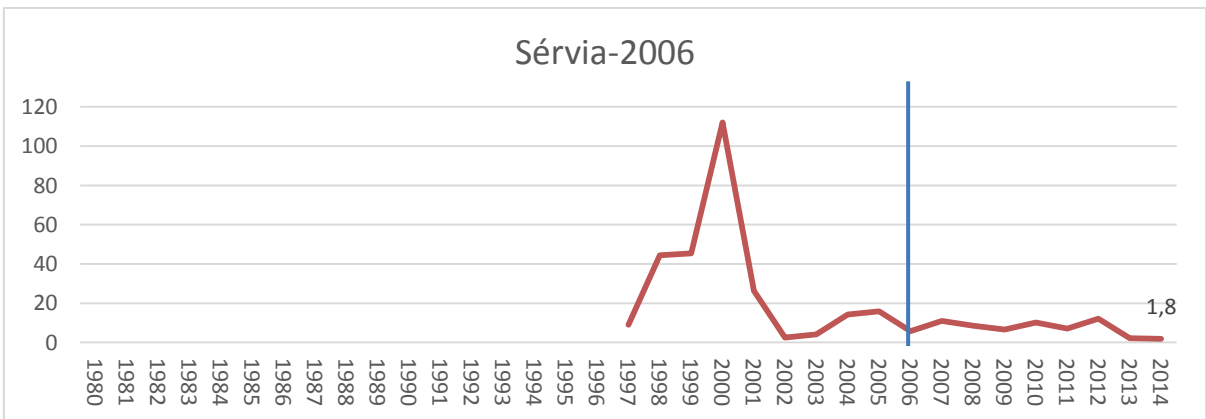
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 35 - Romênia: Comportamento da taxa de inflação - após período de hiperinflação



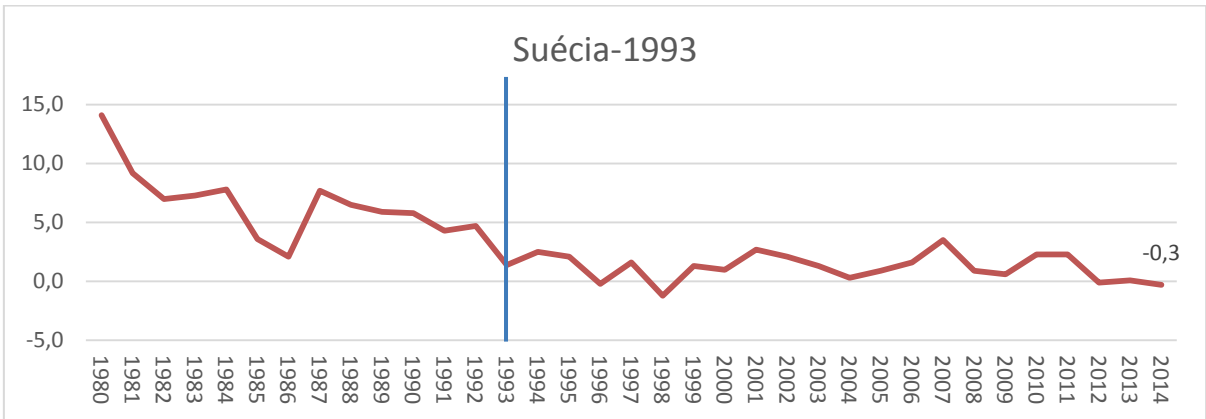
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 36 - Sérvia: Comportamento da taxa de inflação



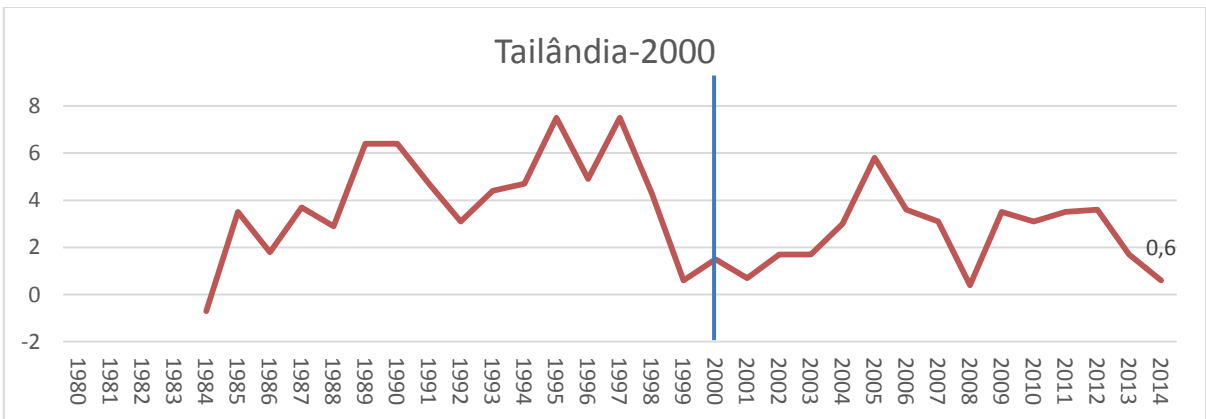
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 37 - Suécia: Comportamento da taxa de inflação



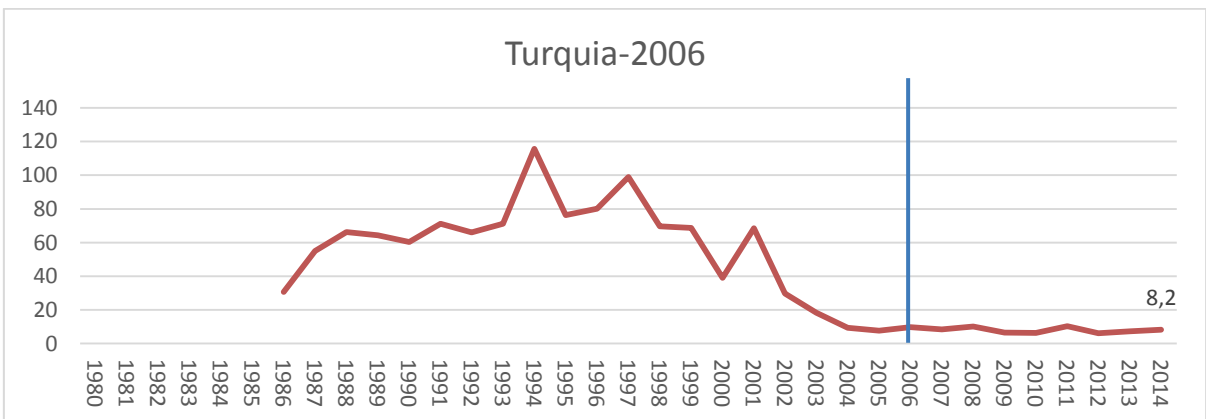
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 38 - Tailândia: Comportamento da taxa de inflação



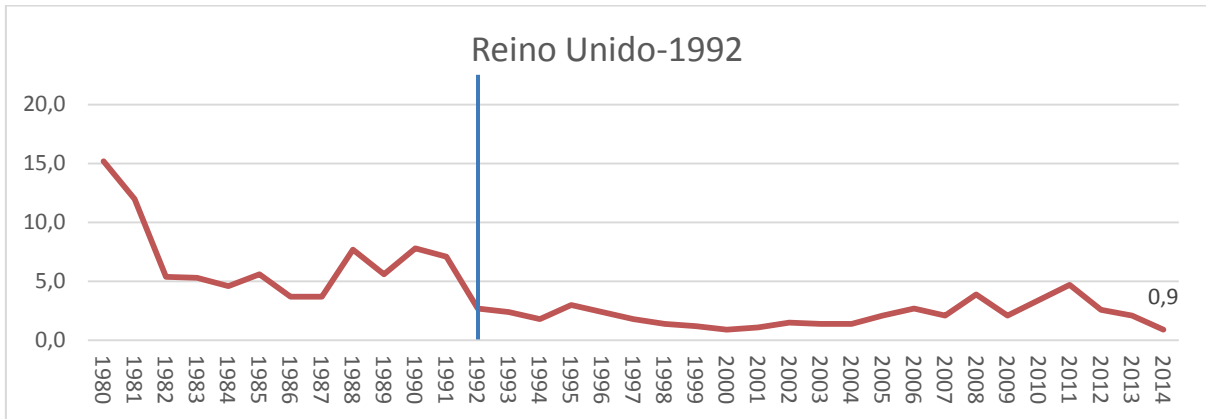
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 39 - Turquia: Comportamento da taxa de inflação



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Gráfico 40 - Reino Unido: Comportamento da taxa de inflação



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Na tabela 2 abaixo foram consolidados os dados de inflação de cada país e foi realizada uma análise com base em uma média dos anos antes da adoção do RMI e uma média dos anos após a adoção deste regime. Também foi calculado o desvio padrão para os anos que correspondem ao antes e ao depois da utilização do RMI.

Tabela 2 - Média de inflação antes e depois a utilização do RMI

País	Início utilização RMI	MÉDIA DE INFLAÇÃO		DESVIO PADRÃO	
		Antes RMI	Depois RMI	Antes RMI	Depois RMI
Albânia	2009	25,54	2,30	56,70	1,12
Armênia	2006	988,98	5,63	3021,66	1,52
Austrália	1993	4,13	2,64	3,77	1,24
Brasil	1999	608,49	6,63	753,48	2,23
Canadá	1991	5,87	1,91	2,78	0,94
Chile	1999	16,58	3,23	7,97	2,22
Colômbia	1999	23,05	5,26	4,18	2,37
República Tcheca	1997	8,70	3,02	n/a	2,45
Gana	2007	31,45	11,78	30,14	4,23
Guatemala	2005	12,28	5,45	11,51	3,01
Hungria	2001	20,48	4,45	7,84	2,32
Islândia	2001	19,92	5,50	22,72	4,24
Indonésia	2005	11,32	7,48	14,12	4,19
Israel	1997	82,63	2,53	116,80	2,69
República da Coreia	2001	6,52	2,79	6,58	1,08
México	2001	43,87	4,32	40,72	0,89
Nova Zelândia	1990	9,95	2,20	5,96	1,19
Noruega	2001	5,22	1,86	3,66	0,79
Peru	2002	654,25	2,80	1787,76	1,69
Filipinas	2002	11,10	4,25	9,94	1,73
Polônia	1998	55,24	3,54	74,55	3,01
Romênia	2005	87,32	4,98	91,33	2,58
Sérvia	2006	30,41	7,26	34,46	3,66
África Do Sul	2000	11,82	5,89	4,19	2,94
Suécia	1993	6,62	1,21	2,97	1,15
Tailândia	2000	4,11	2,50	2,29	1,48
Turquia	2006	58,35	8,14	28,18	1,64
Reino Unido	1992	6,98	2,16	3,44	0,96
Média Geral		101,83	4,35	227,77	2,13

Fonte: Organização do autor com dados do FMI

Ao analisar a tabela acima, percebe-se que no período que antecedeu o uso do RMI, a inflação média, considerando todos os países, era de 101,83% ao ano e que após a adesão essa mesma taxa passou a ser de 4,35% ao ano em média. Ademais, o regime proporcionou também uma significativa redução da volatilidade inflacionária, haja visto que antes do uso do RMI o desvio padrão era de 227,77 e passou para 2,13 após a adoção¹⁰.

¹⁰ Essa perceptível melhora ocorreu mesmo que os dois períodos comparados não possuam a mesma quantidade de anos.

Conclui-se que todos os países, sem exceção, que passaram a adotar o RMI conseguiram reduzir em média a inflação anual em suas economias e que, além de reduzir, conseguiram diminuir a volatilidade entre os anos, promovendo uma maior estabilidade, o que é percebido pela análise comparativa do desvio padrão antes e depois da utilização do regime de metas de cada país.

A presente análise conclusiva coincide com o estudo elaborado por Curado e Oreiro (2005, p. 13), onde citam:

As evidências empíricas demonstram que os países que implantaram o regime de metas de inflação obtiveram sucesso no combate ao processo inflacionário e conseguiram avançar no sentido de manter a estabilidade de preços, condição necessária, ainda que não suficiente, para garantir o equilíbrio macroeconômico. Israel, Reino Unido e Nova Zelândia são alguns exemplos deste sucesso. Combinar os benefícios de um ambiente macroeconômico de estabilidade com crescimento econômico sustentável de longo prazo é o desafio dos próximos anos para o regime de metas de inflação.

Portanto, através desta análise, argumenta-se que o RMI tem respondido eficazmente no combate e manutenção em níveis baixos da inflação até o ano de 2014 nos países que o adotaram.

Como já mencionado, a Nova Zelândia foi o país pioneiro da adoção do RMI em 1990, seguido pelo Canadá em 1991. Por serem os pioneiros e pelo fato do maior período de tempo de utilização do RMI, é importante mensurar o comportamento da taxa de inflação em suas economias. Assim, a seção a seguir trata desses dois casos pioneiros.

3.1 NOVA ZELÂNDIA E CANADÁ: OS PIONEIROS NA ADOÇÃO DO RMI

Em 01 de fevereiro de 1990, o banco central neozelandês passou a ter a responsabilidade de não apenas formular, como implementar a política monetária do país. Com o seu principal objetivo foi estipulado o controle dos preços na economia. Cabe salientar que o controle da inflação era algo que atormentava a economia desse país nos anos que antecederam à adoção do novo regime, as taxas verificadas chegaram a serem superiores a 15% ao ano.

Um ano após a primeira experiência, foi a vez da economia canadense implementar o novo regime. Tratava-se então da segunda economia desenvolvida a aderir. Além de decidir por adotar o RMI, era inevitável que os formuladores das

políticas econômicas desses países definissem o formato do sistema que se tornaria mais adequado para seus objetivos.

As duas seções a seguir têm por objetivo apresentar de forma isolada a performance do RMI em cada uma dessas economias.

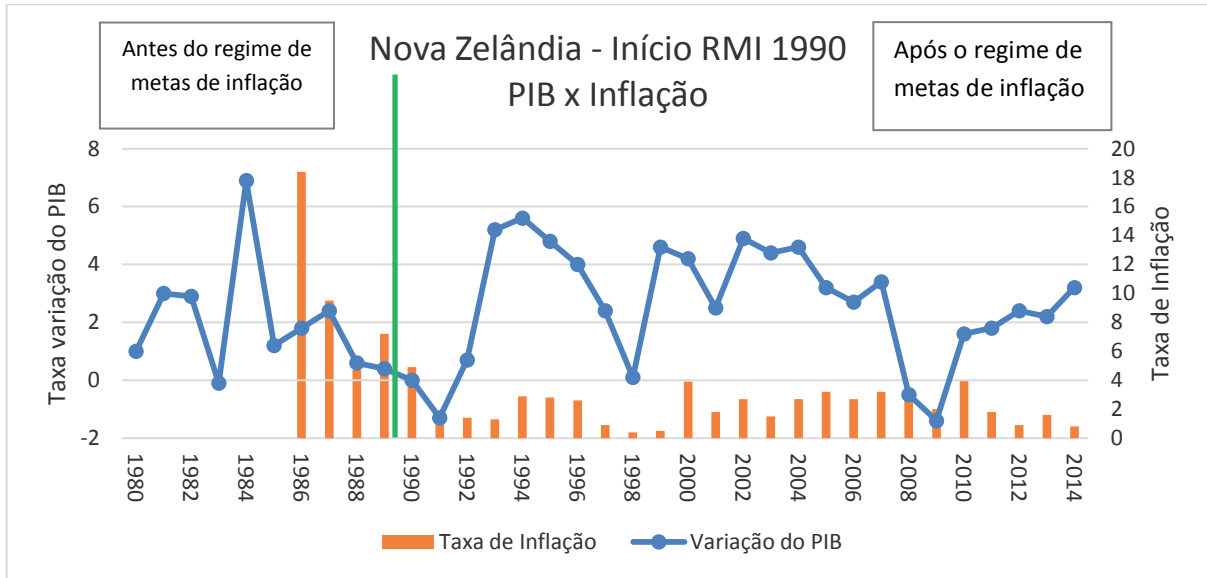
3.1.1 Nova Zelândia: O Pioneiro na adoção do RMI

De acordo com Giambiagi, Mathias e Velho (2006), antes da adoção do regime pela Nova Zelândia, os formuladores das políticas econômicas do país já haviam adotado, a partir de 1985, uma política de desinflação. Os anos que antecedem 1985 apresentavam expectativas inflacionárias muito elevadas. Ainda segundo os autores, o regime na Nova Zelândia concilia uma âncora para as expectativas de inflação a longo prazo, com um pequeno espaço de flexibilidade, para que desta forma se torne possível responder rapidamente a qualquer circunstância econômica que ocorra. Desde a adoção do novo sistema, em 1990, ficou a cargo do Banco Central e do Tesouro Nacional publicarem periodicamente o *Policy Targets Agreements* (PTAs), no qual deve ser relacionado o índice de preços a ser alcançado e sua tolerância.

A meta na Nova Zelândia, é determinada através de um núcleo de inflação e não em função de um índice cheio de preços ao consumidor, como ocorre na economia brasileira. O Banco Central do país é independente e responsável pela condução da política monetária (GIAMBIAGI; MATHIAS; VELHO, 2006).

Para Mishkin e Schmidt – Hebbel (2001), ao longo dos últimos anos em que adotou o RMI, o Banco Central Neozelandês vem mantendo uma política monetária conservadora, com a determinação apenas da taxa de juros básica, deixando desta forma questões como a taxa de câmbio em segundo plano.

Gráfico 41 - Evolução real da taxa de crescimento do PIB x taxa de inflação na Nova Zelândia (1980 e 2014)



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Para melhor analisarmos a eficácia do RMI em termos de produto e emprego, é fundamental verificar o comportamento de importantes agregados macroeconômicos no período de implantação do regime. O gráfico acima mostrar a evolução do crescimento do PIB e a evolução da inflação entre os anos de 1980 a 2014.

É possível verificar que nos últimos anos o crescimento econômico real do país vem sendo superior às taxas de inflação constatadas. Ressalta-se, porém, que no período a economia apresentou taxa de crescimento negativa no ano de 1991. Este fato tem relação com a necessidade de fazer com que a inflação previamente estabelecida fosse realmente alcançada, visto que no ano de 1990 a taxa de inflação observada foi de 4,9%. Pode-se dizer que foi uma alta inflação, quando utilizadas como parâmetro as taxas constatadas no período do RMI para esta economia (com exceção dos anos de 2000 e 2010 em que foram observadas taxas de inflação mais elevadas).

A taxa média real de crescimento no período após a adoção do RMI foi de 2,64% ao ano, com desvio padrão de 2,0. A taxa de crescimento neste período foi baixa, e com grande volatilidade. Percebe-se desta forma que, para manter o nível de preços estável, os formuladores das políticas econômicas da Nova Zelândia, optaram por crescer em um nível moderado, para não sofrer com problemas inflacionários. Então há um sacrifício em termos de crescimento.

A taxa média de inflação no período após o RMI foi de 2,2% e desvio padrão de 1,2. Assim, é possível mostrar através do desvio padrão encontrado que além de uma média inferior, a volatilidade da inflação foi igualmente inferior.

Diante dos dados apresentados, pode-se afirmar que a experiência do RMI na economia neozelandesa atingiu seu principal objetivo, que era controlar a elevação dos preços da economia. Constata-se ainda que, mesmo não apresentando índices de crescimento elevados, a economia cresceu. Porém, cabe notar que o ponto é se cresceu mais ou menos que no período anterior. Os formuladores das políticas nitidamente decidiram por crescer menos e, em contrapartida, proporcionar níveis de preços controláveis, embora haja casos, a exemplo da economia chinesa, que apresentou crescimento econômico acima de 7% nos últimos anos e a taxa de inflação permaneceu em patamares próximos de 2%.

Um fator ainda deve ser levado em consideração para uma análise. De acordo com Mishkin e Posen (1997), no caso da economia neozelandesa não se pode passar despercebido que antes do RMI a economia já vinha apresentando sinais de queda nas taxas de inflação. Diante disso, o controle dos preços também deve ser associado às medidas tomadas anteriormente à adoção do regime pelos formuladores das políticas econômicas.

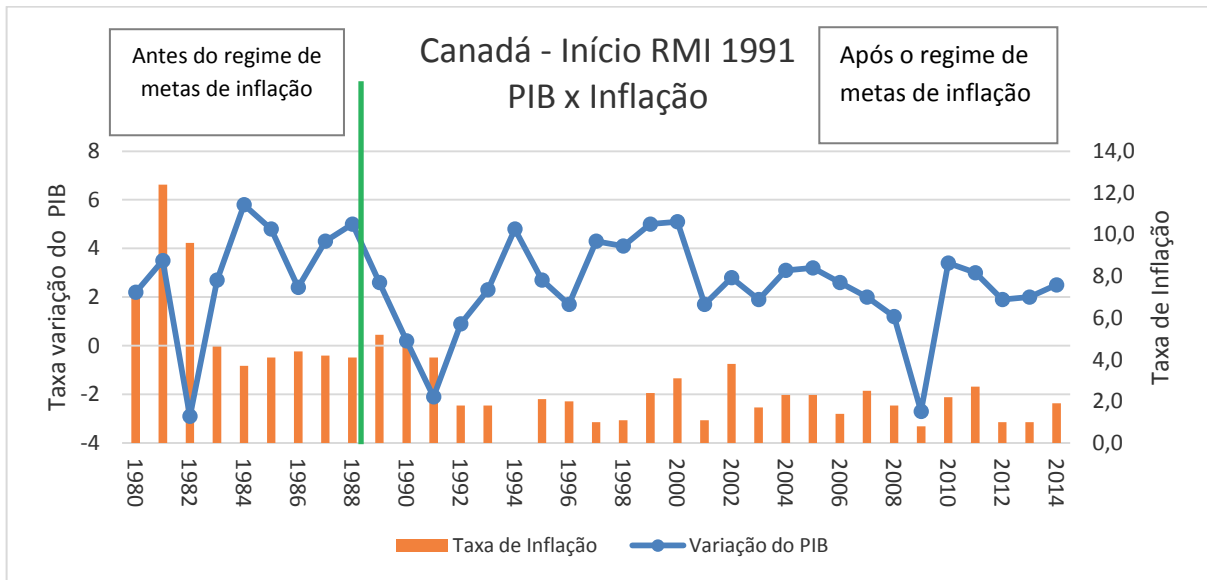
A adoção do RMI na Nova Zelândia pode ser considerada bem sucedida, já que o país anteriormente apresentava taxas de inflação voláteis e elevadas. Passou então, desde a adoção do regime, por períodos de manutenção da estabilidade do nível dos preços. Mantendo a referida estabilidade ao longo dos últimos anos, o regime consegue passar confiança para a economia (mas esta confiança não se traduz em maior crescimento), fator determinante para seu sucesso, visto que o Banco Central cria um círculo vicioso positivo, já que a meta tende a ser praticada pelos agentes econômicos. A meta passa então a convergir ao que for estipulado pelo Banco Central do país.

3.1.2 Canadá: A segunda economia na adoção do RMI

De acordo com Freitas (2008), assim como no caso da economia neozelandesa, a grande diferença do RMI canadense para o restante dos países que igualmente o adotaram, é o regime faz parte de um compromisso formal

renovável entre o poder executivo e o presidente do banco central, fato este que torna possível a repactuação dos parâmetros do sistema, como o índice de inflação de referência, uma estrutura rígida ou flexível, o horizonte temporal, entre outros, para que o grau pretendido de meta para a inflação possa ser alcançada.

Gráfico 42 - Evolução real da taxa de crescimento do PIB x taxa de inflação no Canadá (1980 e 2014)



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Ao analisar o gráfico acima, percebe-se uma redução e manutenção dos índices de inflação após a adoção do RMI. A inflação média após a adoção do regime é de 1,90%, com um desvio padrão de 0,9, evidenciando uma baixa volatilidade, contra uma média de 5,90% ao ano antes da adoção do regime.

Em se tratando da evolução do produto, antes da adoção a média de crescimento foi de 2,7% ao ano, já a média de crescimento após a adoção foi de 2,4%. Evidencia-se, portanto, que historicamente a taxa de crescimento do PIB não foi significativamente sacrificada após a adoção do RMI e este país conseguiu conter e estabilizar a inflação.

A seção a seguir tem por objetivo avaliar o comportamento do nível do produto face à adoção do RMI.

3.2 RMI E PRODUTO NOS PAÍSES QUE ADOTAM O REGIME: UMA VISÃO AGREGADA

Uma das desvantagens apontadas principalmente pelos críticos pós-Keynesianos ao RMI é o fato de que, ao privilegiar os mecanismos da política monetária na busca do controle da inflação, o mesmo pode comprometer o comportamento de outras variáveis econômicas a exemplo do emprego e o produto, como salienta Modenesi (2005). Desta forma, esta seção busca evidenciar através da análise empírica se houve um sacrifício em termos de produto e emprego em privilégio do controle da inflação nos países que adotam o RMI até o ano de 2014.

Biondi e Toneto Júnior (2008) mencionam o trabalho realizado por Thomas Y. Wu (2004), que também tinha como objetivo principal identificar os impactos da adoção do RMI no desempenho econômico. Dois dados importantes foram identificados pelo autor e são opostos aos encontrados por Ball e Sheridan (2005). O primeiro dado importante sugere que os países desenvolvidos que adotaram o RMI experimentaram uma redução em suas taxas médias de inflação, porém para o estudo de Ball e Sheridan (2005) os países desenvolvidos que não adotaram também tiveram o mesmo resultado. O segundo dado apresentado mostra que não foi possível encontrar evidências de que os países que adotaram o regime apresentaram aumento significativo em suas taxas reais de juros. Dessa forma, tais resultados indicam que a adoção do RMI aumenta a credibilidade das autoridades monetárias dos países e informa aos agentes econômicos a preferência por baixas taxas de inflação.

Ainda Biondi e Toneto Júnior (2008) descrevem os resultados alcançados através de outro estudo:

Um estudo recente para o caso das economias emergentes foi desenvolvido por Gonçalves e Salles (2008). Os autores utilizaram a mesma metodologia proposta por Ball e Sheridan (2005), mas para uma seleção de 36 países considerados economias emergentes, entre os quais 13 adotaram o regime de metas inflacionárias. O período da análise foi de 1980 a 2005.

O objetivo desses autores era investigar se as variações na taxa média de inflação e na variabilidade do crescimento do produto foram maiores nos países com metas relativamente aos países sem metas. Os resultados encontrados pelos autores demonstram que os países do primeiro grupo apresentaram maiores quedas tanto na taxa média de inflação quanto na volatilidade do crescimento real do produto quando comparados aos países sem metas. (BIONDI; TONETO JÚNIOR, 2008, p. 878).

Biondi e Toneto Júnior (2008) explicam que os países que adotaram o RMI tinham como maior desafio o controle inflacionário e sua estabilidade futura, buscando, se possível, simultaneamente, o crescimento real do produto. Assim, fizeram um estudo sobre o comportamento da inflação e produto entre países desenvolvidos e em desenvolvimento que utilizam ou não o RMI no período de 1995 a 2004. Os resultados são apresentados na tabela 3 abaixo:

Tabela 3 - Médias da taxa de inflação e crescimento real do produto

Indicador	Países Desenvolvidos		Países em Desenvolvimento	
	Com Metas	Sem Metas	Com Metas	Sem Metas
Taxa de inflação	2,5	2,1	5,6	16,3
Crescimento real do PIB	3,2	3,2	3,3	3,5

Fonte: Biondi e Toneto Júnior (2008). Período analisado: 1995 a 2004

De acordo com a tabela 3, percebe-se que os países que adotaram o RMI, independentemente de serem desenvolvidos ou em desenvolvimento, conseguiram manter estáveis os preços da economia (embora a taxa média de inflação dos países desenvolvidos sem o RMI tenha ficado um pouco abaixo dos países desenvolvidos após a adoção do RMI), e ainda obtiveram um grau de crescimento de seus PIBs, não sendo possível afirmar que a utilização do RMI sacrificou a taxa de crescimento do produto, já que os valores encontrados são bastante similares aos países que não utilizam esse regime. Porém, ao analisarmos os países considerados em desenvolvimento, percebe-se que para os que utilizam o RMI, suas taxas de inflação são bem inferiores às taxas dos que não empregam o RMI, e em termos de produto não se percebe diferença entre os países que usam este regime e os que não utilizam.

Conclui-se que não existe um consenso, com base na amostra da literatura apresentada acima, sobre o melhor ou pior desempenho econômico de um país que adotou o RMI. Desta forma, é possível que, além da estabilidade da inflação, o sistema de metas gere benefícios para o lado real da economia.

Segundo Biondi e Toneto Júnior (2008), os países que adotam o RMI fazem com que seus bancos centrais assumam um compromisso institucional com a meta inflacionaria estabelecida e, ao existir algum conflito com outros objetivos da política macroeconômica, como por exemplo crescimento do produto, desemprego, balança

de pagamentos, entre outros, a estabilidade dos preços deve ser tratada de forma prioritária. Ainda os autores concluem:

Portanto, a condução de uma política monetária mais agressiva para garantir a estabilidade de preços e o cumprimento das metas de inflação determinada pelas autoridades monetárias pode gerar efeitos negativos sobre o produto da economia, elevando a volatilidade do seu crescimento real (BIONDI; TONETO JÚNIOR, 2008, p. 24).

A tabela 4 abaixo, consolida dados sobre a variação do produto e permite uma análise dos países que adotaram o RMI. O período compreendido nesta avaliação é de 1980 até 2014. A avaliação do comportamento do PIB de cada país é tratada em dois períodos que compreendem antes e depois da adoção do RMI.

Tabela 4 - Evolução da taxa de crescimento do produto nos países que adotam o RMI

País	Início da utilização RMI	Média PIB antes RMI	Média PIB depois RMI
Albânia	2009	2,91	2,45
Armênia	2006	6,64	4,51
Austrália	1993	2,90	3,37
Brasil	1999	2,45	3,14
Canadá	1991	2,78	2,39
Chile	1999	5,26	3,88
Colômbia	1999	3,56	3,73
República Tcheca	1997	4,30	2,19
Gana	2007	4,28	7,63
Guatemala	2005	2,46	3,66
Hungria	2001	0,79	1,86
Islândia	2001	2,93	2,61
Indonésia	2005	5,00	5,88
Israel	1997	4,69	3,77
República da Coreia	2001	8,00	4,04
México	2001	3,03	2,11
Nova Zelândia	1990	2,01	2,61
Noruega	2001	3,20	1,59
Peru	2002	1,90	5,87
Filipinas	2002	2,49	5,28
Polônia	1998	1,03	3,75
Romênia	2005	0,83	2,78
Sérvia	2006	3,23	1,66
África Do Sul	2000	1,82	3,21
Suécia	1993	1,86	2,40
Tailândia	2000	6,26	3,91
Turquia	2006	4,33	3,84
Reino Unido	1992	2,13	2,16
Médias dos países que adotam o RMI		3,32	3,44
		Média dos anos de 1980 a 2014	
Economias avançadas		2,44	
Mercados emergentes e em desenvolvimento		4,61	
Mundo		3,48	

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

A tabela 4 mostra que em média os países, antes de adotar o RMI, cresciam 3,32% ao ano, e após adotarem o RMI, a média de crescimento foi de 3,44%, ou seja, uma variação muito pequena e ao mesmo tempo muito próxima ao crescimento médio mundial, que foi de 3,48%. Já as economias avançadas cresceram, neste mesmo período, um pouco menos (2,44%), e os mercados emergentes e em desenvolvimento apresentaram um crescimento médio um pouco maior, 4,61%.

Com o intuito de melhor compreender o movimento das taxas do produto após a adoção do RMI, a tabela abaixo segmenta os países em dois grupos, um que consolida os países que apresentaram crescimento econômico e outro que obtiveram redução da taxa de crescimento do PIB.

Tabela 5 - Países que apresentaram aumento x países que apresentaram redução no produto após o RMI

Países com crescimento	Início da utilização RMI	Média antes RMI	Média depois RMI
Austrália	1993	2,90	3,37
Brasil	1999	2,45	3,14
Colômbia	1999	3,56	3,73
Gana	2007	4,28	7,63
Guatemala	2005	2,46	3,66
Hungria	2001	0,79	1,86
Indonésia	2005	5,00	5,88
Nova Zelândia	1990	2,01	2,61
Peru	2002	1,90	5,87
Filipinas	2002	2,49	5,28
Polônia	1998	1,03	3,75
Romênia	2005	0,83	2,78
África Do Sul	2000	1,82	3,21
Suécia	1993	1,86	2,40
Reino Unido	1992	2,13	2,16
Média dos países que tiveram crescimento no produto após o RMI		2,37	3,82
País com perda de PIB	Início utilização RMI	Média antes RMI	Média depois RMI
Albânia	2009	2,91	2,45
Armênia	2006	6,64	4,51
Canadá	1991	2,78	2,39
Chile	1999	5,26	3,88
República Tcheca	1997	4,30	2,19
Islândia	2001	2,93	2,61
Israel	1997	4,69	3,77
República da Coreia	2001	8,00	4,04
México	2001	3,03	2,11
Noruega	2001	3,20	1,59
Sérvia	2006	3,23	1,66
Tailândia	2000	6,26	3,91
Turquia	2006	4,33	3,84
Média dos países que tiveram decréscimo no produto após o RMI		4,43	3,00
Médias dos países que adotam o RMI		3,32	3,44

Fonte: Organização do autor com dados do FMI

Assim, não é possível evidenciar empiricamente argumentos que possam indicar que os países que adotam o RMI sacrificaram o crescimento do produto, já que os níveis de crescimento estão alinhados ao nível de crescimento mundial e que estes mesmos países cresceram de forma similar após o uso do RMI em comparação a antes da adoção. O resultado encontrado está também em conformidade ao estudo efetuado por Ball e Sheridan (2003), segundo o qual os países que adotaram o RMI não obtiveram melhores resultados quando analisado o crescimento do produto.

3.3 RMI E TAXAS DE DESEMPREGO NOS PAÍSES QUE ADOTAM O REGIME

A exemplo da seção anterior, em que buscou-se uma análise empírica sobre se o RMI comprometeu o desempenho do produto nos países que adotaram o RMI, esta seção segue o mesmo caminho na busca de evidências empíricas se a ênfase no controle da inflação imposta pelo RMI comprometeu o nível de emprego nas economias que adotam esse regime, já que o nível de desemprego está relacionado de forma inversa ao nível de crescimento do produto. Essa possibilidade é também apontada pelos críticos como uma desvantagem como salienta Modenesi (2005).

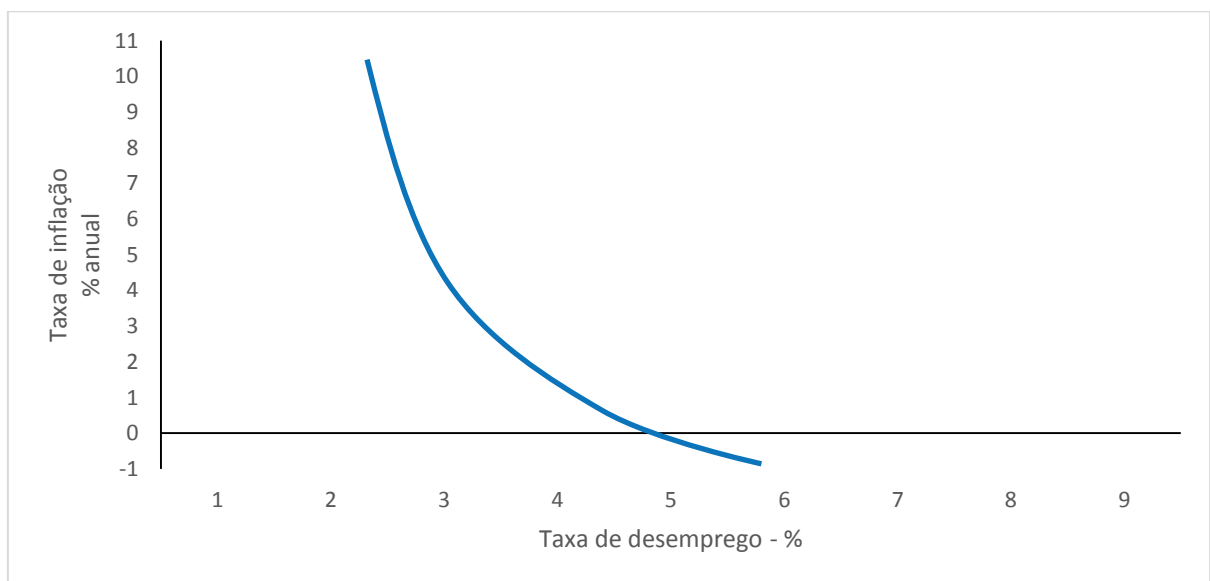
O *tradeoff* entre inflação e desemprego é um dos principais problemas a serem enfrentados pelos formuladores das políticas econômicas. O grande problema evidenciado é manter tanto a inflação quanto o desemprego em níveis aceitáveis, desta forma não afetando o nível de bem-estar da sociedade.

Em 1958 o economista neozelandês Alban William Phillips publicou um artigo em que faz o cruzamento da relação entre a taxa de desemprego com a taxa de variação do salário nominal para o Reino Unido entre os anos de 1861 a 1957. Foi constatado por Phillips a ocorrência de uma relação inversa entre a taxa de desemprego e a taxa de variação do salário. Assim sendo, ocorrendo uma queda na taxa de desemprego, haveria como consequência um aumento na taxa de variação dos salários nominais da economia.

De acordo com Blanchard (2005), desde sua primeira aplicação, a relação encontrada por Phillips passou a ter grande relevância nas políticas macroeconômicas. Deve-se salientar que a partir da estimação da Curva de Phillips na economia americana em 1960, o referido estudo conquistou um papel ainda mais relevante. Os economistas Paul Samuelson e Robert Solow, ao empregar a relação

para a economia americana, substituíram a taxa de variação dos salários nominais pela taxa de inflação dos preços. Este novo estudo, assim como o anterior, também encontrou uma relação inversa entre inflação e desemprego entre os anos de 1935 a 1960 nos Estados Unidos, que concluiu que poderia ser obtida a estabilidade dos preços mediante a uma taxa de desemprego de cerca de 5,5%, e como alternativa para se manter a taxa de desemprego em 3% seria necessário gerar uma taxa de inflação em torno de 4,5% ao ano (MODENESI, 2005, p. 61).

Figura 3- Curva de Phillips versão de Samuelson e Solow



Fonte: Modenesi, 2005 p. 61

O eixo vertical representa a taxa de inflação da economia, já o eixo horizontal representa a taxa de desemprego. Uma redução no nível de desemprego trará como consequência uma elevação no nível geral de preços da economia. Na ocorrência, por outro lado, de uma redução da taxa de inflação, a consequência será o aumento dos níveis de desemprego.

O que a Curva de Phillips busca evidenciar é que, na ocorrência de anos de baixo nível de desemprego, haverá inflação elevada. Já em anos em que ocorrem altos índices de desemprego, a inflação tende a ficar controlada. Estima-se que uma variação positiva na curva da demanda agregada, no curto prazo, gera uma elevação na produção de bens e serviços. De acordo com Mankiw (2010), ocorrendo uma maior produção na economia, consequentemente será necessário um nível

adicional de mão de obra, alterando desta forma os níveis de desemprego da economia.

Assim, um dos principais pilares macroeconômicos utilizados pelos formuladores de políticas econômicas para tentar resolver o problema da inflação e desemprego é a curva de Phillips. De acordo com Modenesi (2005), ela foi amplamente utilizada como uma espécie de cartilha, segundo a qual se poderia optar entre diferentes combinações de taxas de inflação e desemprego por meio de ajustes na política monetária e ou fiscal.

A tabela 6 abaixo apresenta uma análise dos níveis de desemprego em cada país que aderiu ao RMI no período de 1980 até 2014. Ainda, o estudo contempla uma avaliação segmentada, ou seja, a verificação do comportamento da taxa de desemprego antes e depois da adoção do RMI.

Tabela 6 - Evolução da taxa de desemprego nos países que adotam o RMI

País	Início utilização RMI	Média Desemp. antes RMI	Média Desemp. depois RMI	Desvio Padrão antes RMI	Desvio padrão depois RMI
Albânia	2009	11,8	14,1	6,2	0,8
Armênia	2006	33,5	20,6	3,2	4,4
Austrália	1993	7,9	6,5	1,6	1,8
Brasil	1999	5,4	8,4	1,4	2,5
Canadá	1991	9,3	8,1	1,7	1,6
Chile	1999	10,5	8,5	4,7	1,6
Colômbia	1999	7,0	12,2	1,4	1,8
República Tcheca	1997	4,0	7,0	0,1	1,3
Gana	2007	n/d	n/d	n/d	n/d
Guatemala	2005	n/d	n/d	n/d	n/d
Hungria	2001	4,4	8,2	4,4	2,1
Islândia	2001	2,1	4,4	1,6	2,0
Indonésia	2005	4,8	7,9	2,7	1,8
Israel	1997	7,4	9,8	2,1	2,3
República da Coreia	2001	3,6	3,5	1,4	0,3
México	2001	3,6	4,1	1,4	0,9
Nova Zelândia	1990	5,1	6,4	1,4	2,0
Noruega	2001	3,8	3,6	1,4	0,6
Peru	2002	7,4	8,3	1,7	1,1
Filipinas	2002	9,9	8,6	1,0	2,1
Polônia	1998	12,0	13,0	2,9	4,4
Romênia	2005	6,7	6,9	2,7	0,5
Sérvia	2006	14,9	20,3	3,5	3,3
África Do Sul	2000	17,5	24,8	4,6	1,5
Suécia	1993	2,8	8,1	1,1	1,7
Tailândia	2000	n/d	1,3	n/d	0,4
Turquia	2006	7,8	9,9	1,0	1,4
Reino Unido	1992	9,6	6,9	1,8	1,7
Médias dos países que adotam o RMI		8,5	9,3	2,3	1,8
		Média dos anos de 1980 a 2014		Desvio Padrão	
Economias avançadas		6,8		0,8	

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Através da análise dos dados apresentados, verifica-se que em média os países que adotaram o RMI tiveram um aumento da taxa de desemprego após a adoção do regime. Em geral, antes da adoção a taxa média de desemprego foi de 8,5% e a taxa após a adoção passou para 9,3%, porém esse aumento foi acompanhado por uma menor volatilidade dos níveis de desemprego, pois o desvio padrão das taxas médias diminuiu com a adoção do RMI. As economias avançadas em média apresentam uma taxa anual de 6,8% ao longo dos anos de 1980 a 2014. A tabela acima resume no seu final um comparativo dos países que adotam o RMI

com as economias avançadas. Selecionou-se apenas essa classe de países por apresentarem taxas de desemprego mais homogêneas e com maior estabilidade.

Porém, ao analisarmos a variação nas taxas de desemprego de forma mais específica, evidencia-se países que reduziram a taxa de desemprego após a adesão ao RMI e conseguiram obter o controle inflacionário, como são os casos da Armênia, que antes da adoção tinha taxa de desemprego de 33,5% e após a adoção passou para 20,6%, e do Reino Unido, que viu sua taxa média de desemprego baixar de 9,6% para 6,9%. Ou seja, as taxas eram muito altas. Em contrapartida há países que controlaram o processo inflacionário com a adoção do RMI, mas que experimentaram uma taxa de desemprego maior, como o Brasil, a República Tcheca, a Colômbia, a Hungria, a Suécia. E outros países que a variação de antes e depois da adoção do RMI não foi significativa, como a Austrália, Canadá, Coréia, México, Nova Zelândia e Noruega.

Neste sentido, os resultados apontam que a adoção do RMI proporcionou um controle e uma menor volatilidade das taxas de inflação, porém a um custo de uma maior taxa de desemprego, evidenciando a relação descrita pela curva de Phillips em que há um *tradeoff* entre inflação e desemprego.

4 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

A falta de controle da inflação foi um problema característico da economia brasileira, principalmente dos anos 80 até meados de 1994. Diversos planos de estabilização foram implementados com o objetivo de combatê-la (Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão e Plano Collor, para mencionar os mais conhecidos). Nenhum obteve êxito, com a exceção do Plano Real implementado em 1994, no governo de Itamar Franco, tendo como ministro da fazenda Fernando Henrique Cardoso. Este plano conseguiu reduzir e estabilizar o processo inflacionário no país. Segundo Couto et al. (2010, p. 85):

Mas em 1998 a estabilidade conquistada foi ameaçada pelos ataques especulativos contra o Real, devido à desconfiança de investidores estrangeiros em relação aos desequilíbrios externos e a manutenção da taxa de câmbio apreciada como âncora nominal. Tal fato resultou na crise cambial de 1999, e o Banco Central foi obrigado a permitir a flutuação cambial. Neste contexto, para não perder o controle sobre a inflação, adotou-se um novo regime monetário chamado metas de inflação.

Para Curado e Oreiro (2005, p. 128):

O ataque especulativo de 1999 teve, portanto, um duplo efeito. Em primeiro lugar, tornou evidentes os limites de uma política de “ancoragem cambial” num contexto de instabilidade do sistema financeiro internacional. Em segundo, retirou do Banco Central a possibilidade de manutenção da política de controle da inflação por intermédio do controle da taxa de câmbio nominal. O ataque especulativo não apenas deixou patente a incapacidade de sustentação e controle das taxas de câmbio nominal e real, como também deixou os policy makers órfãos de seu instrumento de controle da inflação. A opção do Banco Central foi adotar o regime de metas de inflação a partir de julho de 1999.

Assim, nascia o RMI, implementado pelo Decreto número 3088 de 21 de junho de 1999 e pela resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN)¹¹ número 2614 de 30 de junho de 1999. Conforme Freitas (2008, p. 7):

O Decreto atribuiu ao Banco Central do Brasil (BCB) a responsabilidade pela política monetária, enquanto a Resolução do CMN – do qual participa o presidente do BCB – definiu as metas para o crescimento máximo para a inflação e estabeleceu o Índice de Preço ao Consumidor Ampliado (IPCA) cheio como o indicador do comportamento da inflação.

¹¹ O Conselho Monetário Nacional é constituído pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central.

As diretrizes do regime de política monetária no Brasil baseiam-se no tripé: câmbio flutuante, superávit primário (equilíbrio fiscal) e metas de inflação com o objetivo de manter a taxa de inflação da economia brasileira dentro de uma faixa previamente definida, Biondi e Toneto Júnior (2005). Esse tripé faz parte de um arcabouço mais amplo que compreende o RMI.

De acordo com Freitas (2008, p. 7):

De acordo com o Decreto n. 3.088, a atuação do Banco Central ocorreria fundamentalmente com a determinação da meta para a taxa básica de juros da economia (taxa Selic), cuja magnitude seria decidida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Estabeleceu igualmente a obrigatoriedade de o BCB divulgar relatórios trimestrais de inflação, com informações macroeconômicas e justificativas para as medidas adotadas, além das Atas de decisões do Comitê de Política Monetária, relativas à fixação da taxa de juros básica e seu viés (alta, baixa, neutro). Em caso de não cumprir a meta, o BCB deve informar as razões em carta pública ao Ministro da Fazenda e definir as medidas de correção para que a inflação retorne ao patamar esperado.

O Banco Central, através do COPOM calibra a taxa básica de juros com o intuito de manter a inflação dentro da meta estipulada. Conforme Curado e Oreiro (2005, p. 131):

Nesse contexto, para manter a inflação constante ao longo do tempo, o banco central deve manter o nível corrente da taxa de juros real em linha com o valor de equilíbrio da referida taxa; e o instrumento usado para esse fim é o controle da taxa de juros nominal (básica). Isso significa que o banco central deve aumentar a taxa de juros nominal toda vez que houver um aumento das expectativas de inflação e que deve reduzir a taxa de juros nominal toda vez que houver uma redução da inflação esperada.

De acordo com Banco Central do Brasil (2015, p.3):

O regime de metas para a inflação caracteriza-se geralmente por quatro elementos básicos: i) conhecimento público de metas numéricas de médio-prazo para a inflação; ii) comprometimento institucional com a estabilidade de preços como objetivo primordial da política monetária; iii) estratégia de atuação pautada pela transparência para comunicar claramente o público sobre os planos, objetivos e razões que justificam as decisões de política monetária; e iv) mecanismos para tornar as autoridades monetárias responsáveis pelo cumprimento das metas para a inflação. Portanto, o regime de metas para a inflação envolve mais do que o anúncio público de metas numéricas para a inflação. A transparência e a prestação de contas regulares à sociedade e a seus representantes são elementos essenciais desse regime.

Para obter uma melhor visualização da trajetória da inflação e das metas estipuladas, o quadro 3 abaixo evidencia para a economia brasileira, desde o início do regime em 1999 até o ano de 2014, os anos em que a meta estipulada foi alcançada. Nota-se que a meta para os primeiros anos era elevada se comparada com as metas atuais. Assim, a meta estabelecida para o ano de 1999 era de 8%, já para o ano seguinte a meta passou para 6%. Nos dois anos referidos a banda era de 2 pontos percentuais. Cabe salientar que o objetivo de metas elevadas era mostrar para os agentes econômicos que a meta seria crível, ou seja, transmitir confiança de que não se tratava de uma meta demasiadamente otimista, salientam Rocha e Oreiro (2008).

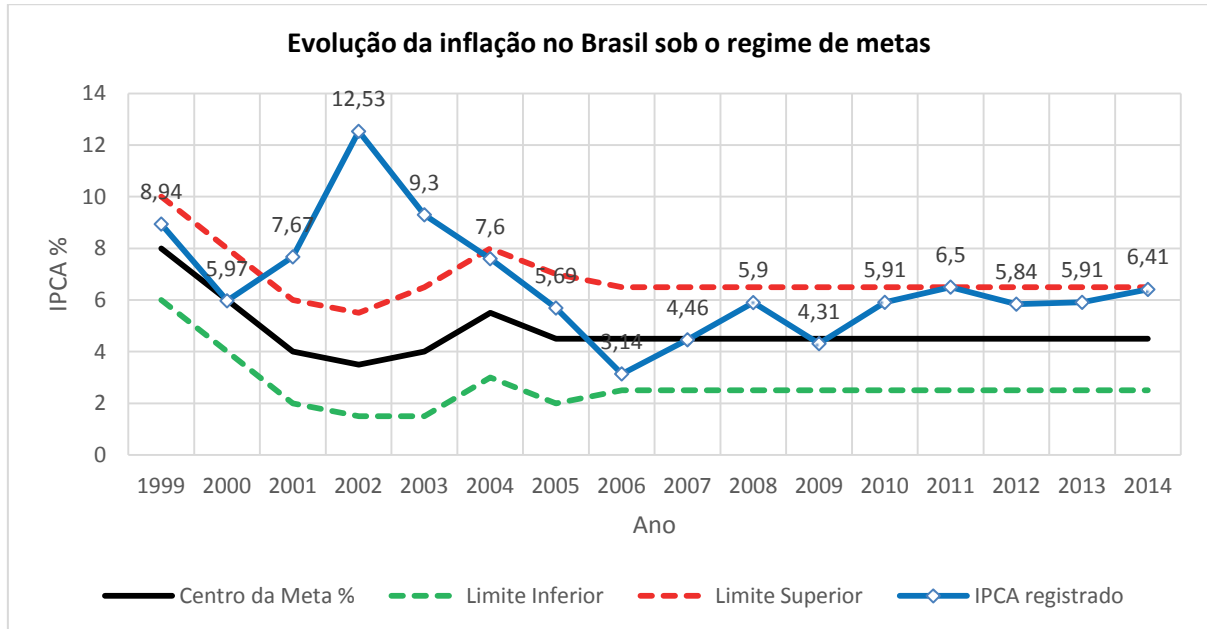
Quadro 3 - Histórico de metas para a inflação no Brasil

Ano	Resolução	Data	Meta %	Banda (p.p.) para + ou -	Inflação efetiva IPCA % aa	Resultado alcançado em relação à meta
1999	2.615	30/6/1999	8	2	8,94	Sim
2000	2.615	30/6/1999	6	2	5,97	Sim
2001	2.615	30/6/1999	4	2	7,67	Não
2002	2.744	28/6/2000	3,5	2	12,53	Não
2003	2.972	27/6/2002	4	2,5	9,30	Não
2004	3.108	25/6/2003	5,5	2,5	7,60	Sim
2005	3.108	25/6/2003	4,5	2,5	5,69	Sim
2006	3.210	30/6/2004	4,5	2	3,14	Sim
2007	3.291	23/6/2005	4,5	2	4,46	Sim
2008	3.378	29/6/2006	4,5	2	5,90	Sim
2009	3.463	26/6/2007	4,5	2	4,31	Sim
2010	3.584	01/7/2008	4,5	2	5,91	Sim
2011	3.748	30/6/2009	4,5	2	6,50	Sim
2012	3.880	22/6/2010	4,5	2	5,84	Sim
2013	3.991	30/6/2011	4,5	2	5,91	Sim
2014	4.095	28/6/2012	4,5	2	6,41	Sim

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do Banco Central do Brasil

Abaixo é apresentado em forma de gráfico o comportamento dos resultados alcançados na tabela acima.

Gráfico 43 - Evolução da inflação no Brasil sob o regime de metas



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do Banco Central do Brasil

Depois de efetuada a apresentação dos resultados obtidos observa-se um controle da inflação na economia brasileira (no período que compreende à utilização do RMI, de 1999 a 2014). Percebe-se a ocorrência positiva em que o índice de inflação permaneceu na maior parte dos anos dentro da banda da meta de inflação. O Banco Central, utilizando-se do alcance da credibilidade e da confiança do mercado, indica uma meta que será seguida, os agentes econômicos passam a adotar a referida meta como base de referência para suas operações futuras.

Por meio da fixação das metas de inflação o CMN (Conselho Monetário Nacional) fixou os índices de que seriam utilizados como base para os anos de 1999, 2000 e 2001. Após não obter o sucesso esperado com as metas estabelecidas, no ano de 2001 o CMN retirou a necessidade de informar com dois anos de antecedência as metas de inflação. Diante deste novo fato, a meta para o ano de 2003 foi estabelecida em junho de 2002. Com um intervalo menor de tempo, entre a determinação do índice almejado e verificação do índice alcançado, o Banco Central tende a determinar uma meta ainda mais próxima da inflação efetiva da economia, destaca Freitas (2008).

Ao analisar o quadro e gráfico acima, pode-se concluir que o Banco Central, através do RMI conseguiu manter o avanço dos preços na grande maioria dos anos analisados, com exceção apenas dos anos de 2001, 2002 e 2003, nos quais o teto da meta foi ultrapassado pela a inflação anual. Destaca-se ainda que no ano de 2002 o teto da meta (5,50%) foi fortemente ultrapassado pelo IPCA que registrou uma variação anual de 12,53%, e saliente-se ainda que nos últimos 5 anos a inflação registrada ficou próxima ao limite superior da meta.

De acordo com Biondi e Toneto Júnior (2005), alguns fatores contribuíram para o não cumprimento do índice desejado nos anos de 2001, 2002 e 2003. No período ocorreu a crise da energia no Brasil e aumento do risco-país, que no ano de 2002 ultrapassou a barreira dos 2.000 pontos. Cabe salientar ainda os fatores externos, como os atentados terroristas no ano de 2001 nos Estados Unidos e a crise na Argentina. No período referido, o ano de 2002 apresentou uma inflação efetiva de 12,53%. Este mesmo ano teve como agravante para taxas tão elevadas a escolha de um novo Presidente da República, que causaram desconfiças de investidores com relação ao andamento das políticas econômicas.

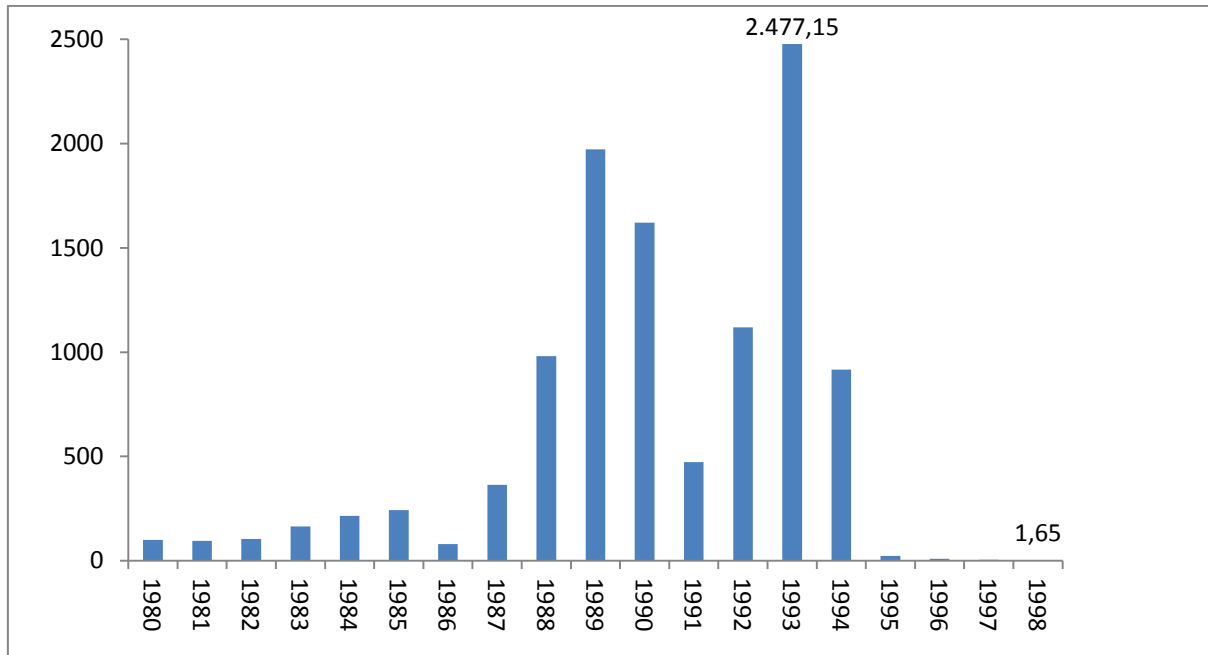
De acordo com Freitas (2008), desde 2005 a economia brasileira tem se beneficiado pela entrada de recursos externos através dos altos preços das commodities exportadas e também pelo ciclo de liquidez internacional. E o principal objetivo da economia brasileira de controlar a inflação vem sendo alcançado desde o ano de 2005. Cabe aos formuladores das políticas econômicas brasileiras analisar qual o benefício que o alcance de determinada estabilidade dos preços traz para economia, principalmente quando analisado o nível de emprego e crescimento do produto do país.

4.1 INFLAÇÃO NO BRASIL: EVOLUÇÃO HISTÓRICA ANTES DA ADOÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O principal problema enfrentado pela economia brasileira ao longo dos últimos 30 anos têm sido controlar o aumento dos preços da economia. Após a adoção do RMI em 1999, o controle do referido problema mostrou-se próximo de ser alcançado, mesmo que a inflação efetiva tenha sido superior ao centro da meta na maior parte dos anos analisados e em três anos ter superado o teto da meta estipulada.

O gráfico abaixo mostra o problema do aumento geral dos preços enfrentado pela economia brasileira ao longo dos anos de 1980 até 1998. Esse período antecedeu o início da utilização do RMI no Brasil.

Gráfico 44 - Histórico de inflação (IPCA) na economia brasileira entre 1980 e 1998



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do IPEA (2014)

Depois de verificar a evolução da inflação no período de 1980 a 1998 é possível perceber que em determinados períodos a economia apresentou índices de inflação fora do controle, períodos estes que podem ser caracterizados como sendo de hiperinflação na economia.

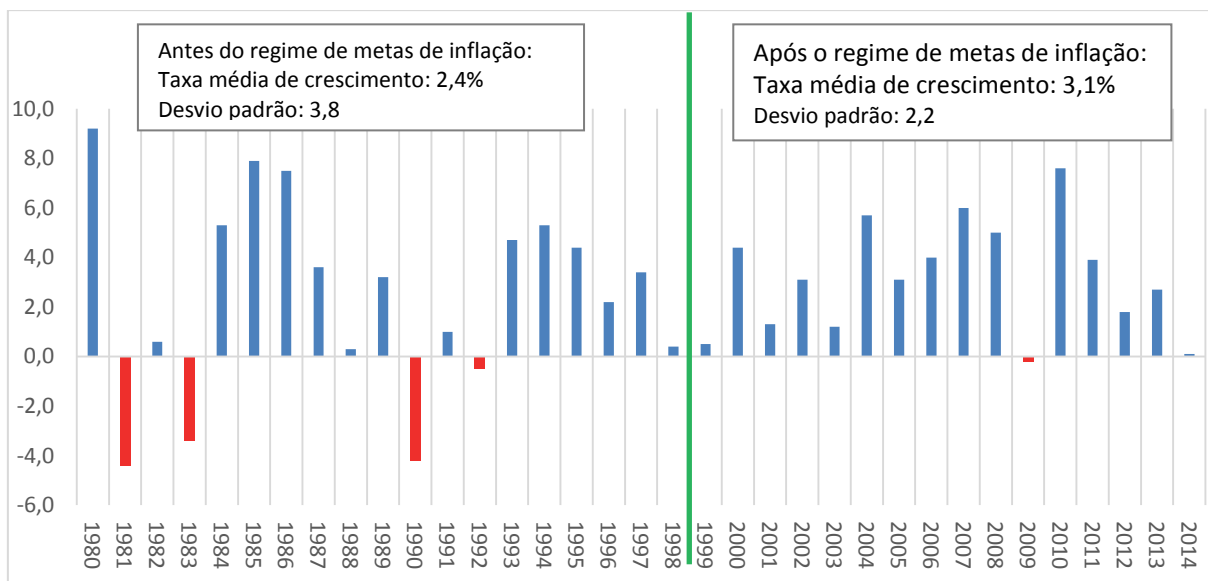
O intervalo de tempo compreendido pelos anos de 1987 a 1994 inclui os anos de maior taxa de aumento da inflação da economia brasileira. O ano de 1993, por exemplo, apresentou uma variação de 2.477,15% de elevação nos preços. A menor taxa de inflação para o período foi no ano de 1987, que apresentou uma taxa de 363,41%.

Mesmo quando considerado todo o período analisado, de 1980 a 1998, as taxas encontradas não estão dentro de um patamar desejável. As taxas de elevação dos preços dentro da economia apenas apresentam uma variação não explosiva após o ano de 1994, justamente no ano em que foi implementado no Brasil o Plano Real.

4.2 RMI E PRODUTO NO BRASIL

O RMI tem se mostrado eficaz no controle e manutenção das taxas de inflação na economia brasileira¹². Essa verificação pode ser percebida através do gráfico 8 e da tabela 4 vistos anteriormente. Cabe então, analisar os resultados obtidos através do gráfico abaixo, se essa estabilidade relativa da inflação comprometeu o desempenho do produto (PIB).

Gráfico 45 - Evolução anual da variação real do PIB no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

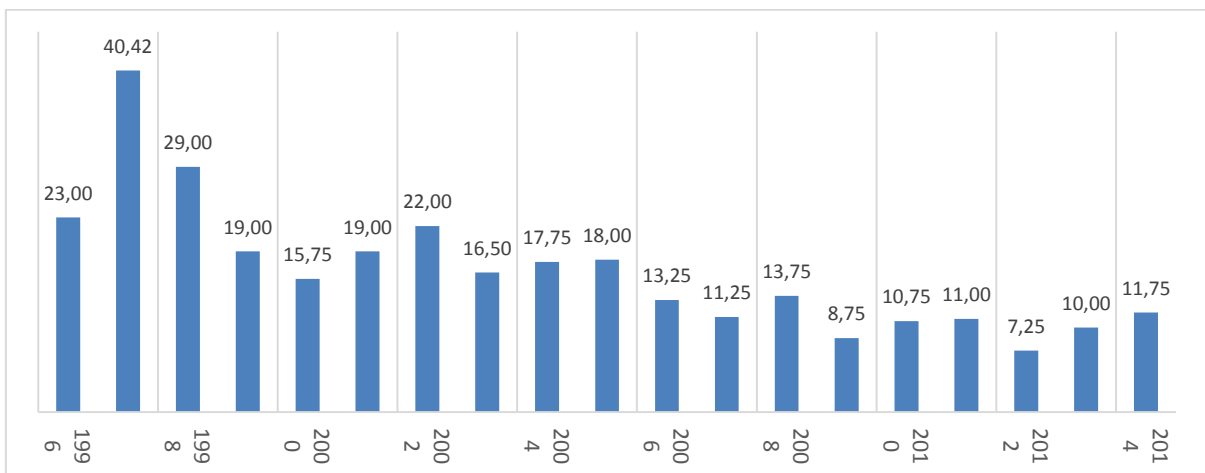
A evolução real do PIB apresenta oscilações ao longo dos anos. Porém, se compararmos a taxa média de crescimento antes do período do RMI, que foi de 2,4%, com a taxa média de crescimento do PIB após o regime de metas, que foi de 3,1%, verifica-se um ganho de crescimento. Aliado a isso, constata-se que a variação do PIB, após a adoção do RMI, teve uma volatilidade menor do que no período que o antecedeu, fato constatado pela diminuição do desvio padrão das médias dos períodos analisados. Após o regime de metas, somente no ano de 2009

¹² É importante mencionar que a indexação dos preços no Brasil tende a aumentar o custo da desinflação.

que a variação do PIB foi negativa. Neste período o Brasil fora afetado pela crise financeira internacional, registrando uma forte elevação no ano posterior¹³.

Outra questão sobre os efeitos do RMI diz respeito ao patamar da taxa de juros. No caso da economia brasileira, a taxa de juros nos últimos anos permanece em patamares que seriam considerados muito elevados em qualquer economia do mundo, tanto em economias desenvolvidas como em países emergentes. De acordo com Moreira (2006), alguns fatores podem ter contribuído para a manutenção de uma taxa tão elevada. Fatores estes de ordem estrutural, como o processo de amadurecimento e consolidação da estabilidade da economia. E de ordem conjuntural, que vêm ocorrendo ao longo dos últimos anos. Observe-se no gráfico abaixo que a taxa Selic apresentou um processo de queda ao longo dos anos, chegando a estar em seu mínimo de sua série histórica em 7,25% ao ano no final do ano de 2012. Porém, com a inflação confirmando sua tendência de alta, inclusive chegando próximo ao teto da meta para a inflação nos anos seguintes a 2012, a Selic foi majorada com o intuito de reverter a elevação da inflação, em que no ano de 2014 a Selic atingiu 11,75% ao ano.

Gráfico 46 - Evolução taxa Selic (final de cada ano)



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do Banco Central

O Brasil apresenta um histórico não favorável quando considerada as suas questões estruturais. Questões como a reestruturação da dívida externa na década de 80 e temor de uma moratória em 2002, ainda têm peso negativo frente aos

¹³ O exercício não implica causalidade do tipo “RMI causou maior crescimento e menor volatilidade”, mas que o RMI pode não ser incompatível com maior crescimento e menor volatilidade.

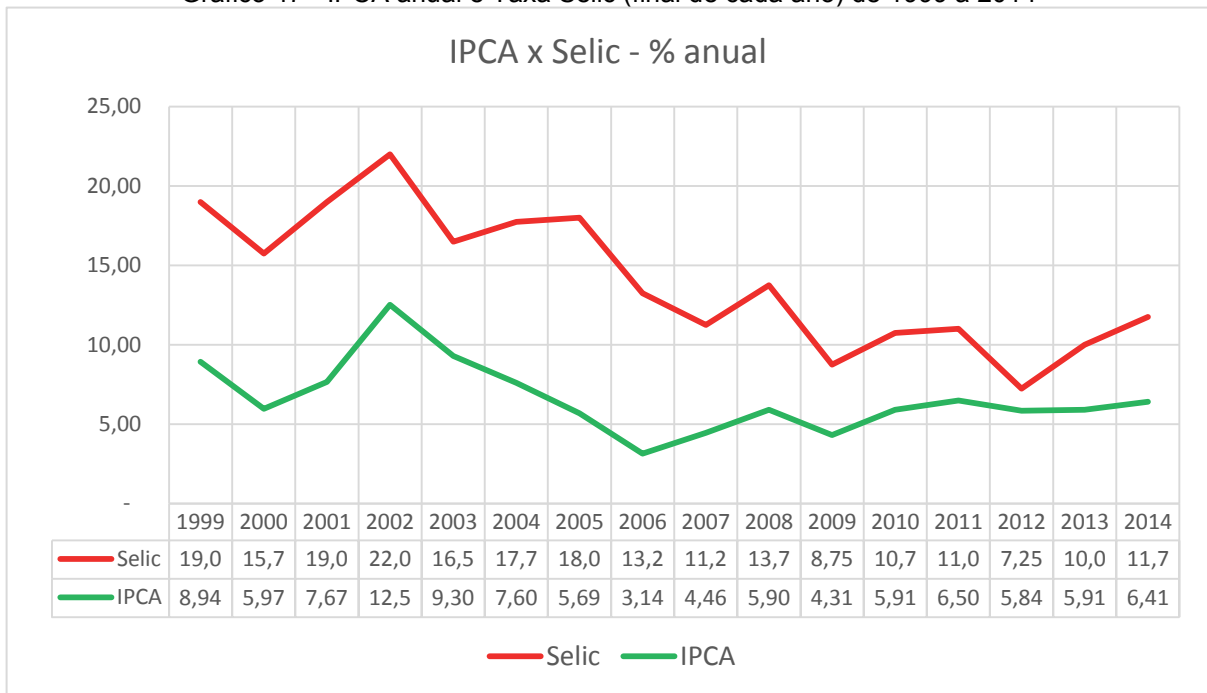
credores internacionais. No caso da economia brasileira, ainda conta contra si o fato de unidades econômicas superavitárias não repassarem seus recursos para unidades deficitárias, gerando assim a necessidade de elevação de juros para controle da demanda.

Para melhor evidenciar a intervenção do Banco Central através do COPOM, o gráfico 47 apresentado a seguir mostra a evolução da taxa Selic e do IPCA no período que compreende a adesão do Brasil ao RMI na economia brasileira. Para alcançar o desejável controle dos preços da economia, o COPOM manteve a taxa de juros em patamares elevados. O objetivo desta política, como já discutido, é a queda do dispêndio agregado que depende de financiamento.

Sendo assim, quando o IPCA, índice que serve de balizador para a política monetária, apresenta elevação, o mecanismo de aumento da taxa Selic é utilizado. Porém, ao utilizar a alta da taxa de juros para se combater a inflação, surgem consequências negativas para a economia e conseqüentemente para a sociedade, conforme argumentam Couto et al. (2010, p. 93):

As altas taxas de juros têm consequências negativas para a economia: a) desestímulo ao investimento produtivo, visto que aumentam o custo dos mesmos e incentivam o investimento no mercado financeiro; b) os altos juros afetam negativamente as expectativas dos empresários e, portanto, o adiamento dos seus projetos de investimentos; c) encarecimento do crédito, porque como a taxa de juros básica determina o custo das reservas bancárias, os bancos repassam tal elevação para as taxas de juros finais, afetando os gastos das famílias com compras a prazo, em especial de bens de consumo duráveis; d) o aumento da dívida pública, pois elevam os gastos do governo com o pagamento de juros; e) estímulo à entrada de capitais de curto prazo que buscam os maiores rendimentos possíveis, mas que a qualquer momento podem sair do país, gerando instabilidade cambial.

Gráfico 47 - IPCA anual e Taxa Selic (final de cada ano) de 1999 a 2014



Fonte: Elaboração do autor com dados do IPEA (2014)

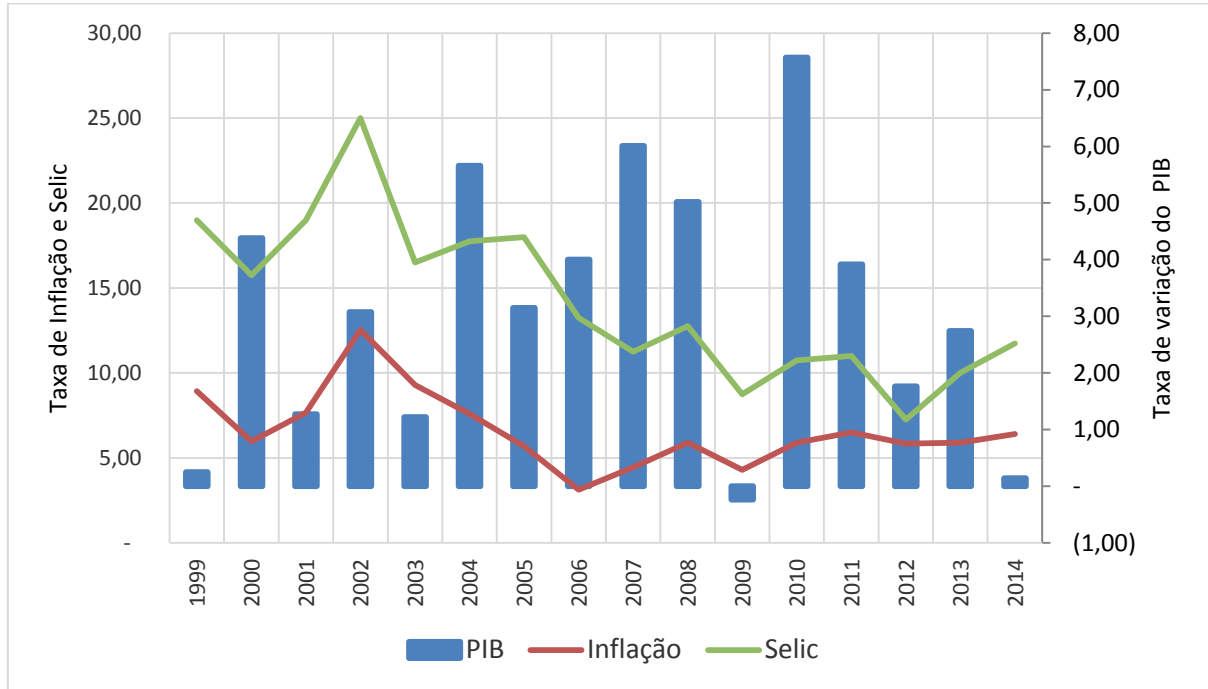
Pela visualização do gráfico 47 acima, fica claro que a utilização da taxa Selic tem como principal função manter a inflação controlada. Quando ocorre uma elevação dos preços ou suas expectativas (não facilmente mensuráveis) a Selic é elevada pelos formuladores das políticas econômicas. O gráfico acima também mostra que as taxas de inflação e Selic se movem juntas, em que a Selic é usada, em tese, para direcionar o movimento da taxa de inflação.

Efetuada a análise do índice de correlação mensal entre o IPCA e a taxa Selic (sem defasagem), no período que compreende aos anos de 1999 a 2014, encontra-se o coeficiente de correlação de 0,70. Isto significa que normalmente um aumento no IPCA foi provavelmente acompanhado por um aumento na taxa Selic, da mesma forma que uma diminuição no IPCA resultou provavelmente em uma queda na taxa Selic.

A taxa de juros (Selic) é o principal instrumento da política monetária para regular a inflação. Ela é majorada quando as expectativas inflacionárias tendem a sair do centro da meta de inflação ou de sua banda superior com o intuito de restringir o acesso à moeda e elevar o custo de captação, inibindo assim o consumo. O inverso também ocorre, isto é, quando as expectativas inflacionárias são baixas

então a taxa de juros pode ser reduzida para aumentar a atividade econômica e o consumo.

Gráfico 48 - Evolução anual da taxa Selic, IPCA e PIB



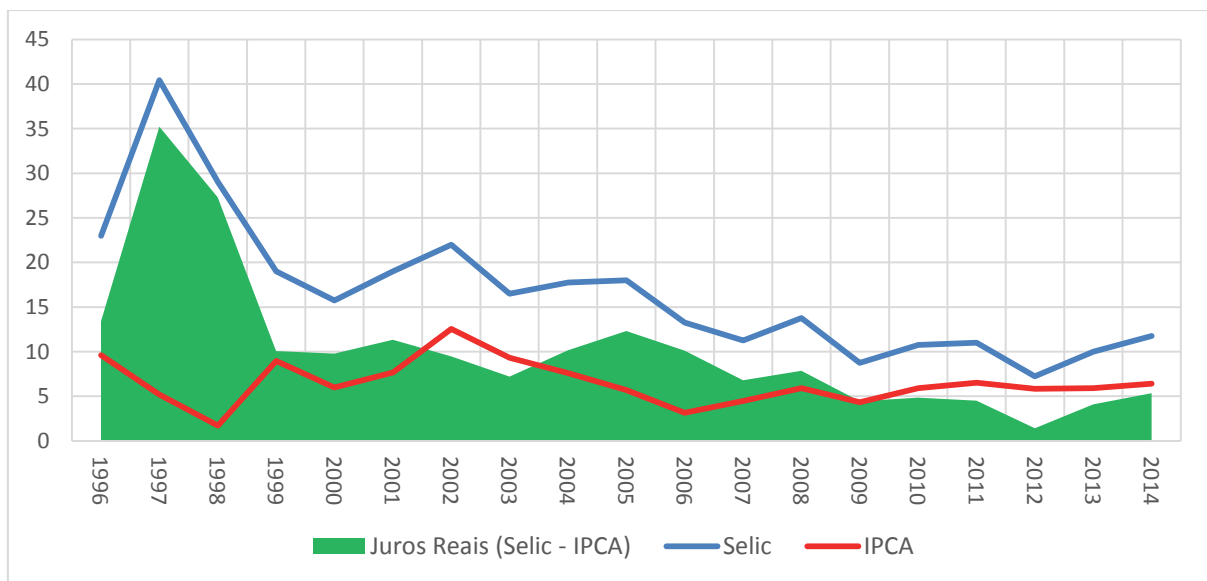
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do IPEA (2014)

Através do gráfico 48 acima, pode-se observar que a política monetária, especialmente via taxa de juros, foi aplicada para conter a alta generalizada dos preços (objetivo principal dos países que adotam o RMI). Tal instrumento surtiu efeito, o que fez com que a inflação recuasse na década de 1990 e permanecesse em patamares estáveis nos anos seguintes. Porém, ao elevar os juros para conter a escalada da inflação, como consequência, a política monetária pode afetar de forma negativa o crescimento econômico ou inibir maiores taxas. Assim, os agentes econômicos buscam sempre encontrar um equilíbrio satisfatório. A partir do ano de 2012 o Banco Central promoveu uma ascensão da taxa Selic, pois a inflação começou a ter um processo de elevação. Percebe-se, no entanto, que o aumento da Selic no ano de 2014 foi acompanhado com um crescimento menor do PIB em relação ao ano de 2013.

É interessante observar o comportamento da taxa real de juros na economia, que pode ser obtida de forma aproximada através da extração da taxa de inflação (IPCA) da taxa nominal de juros (Selic), ou seja, $\text{Selic} - \text{IPCA} = \text{Taxa real de juros}$.

No gráfico 49 abaixo, observa-se uma redução significativa da taxa real de juros a partir de 1999, em que alcançou sua mínima de 1,41%, nesta série histórica, no ano de 2012. Porém, como dito anteriormente, houve uma pressão nos níveis de preços e a Selic voltou a subir a partir de 2012. Essa elevação da Selic se deu com uma intensidade maior que a elevação do IPCA, resultando num acréscimo da taxa real de juros que finalizou o ano de 2014 em 5,34%.

Gráfico 49 - Evolução taxa real de juros (Selic – IPCA)



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do Banco Central e IPEA (2014)

Conclui-se que o RMI, além de apresentar um desempenho satisfatório no processo de controle e manutenção em patamares aceitáveis da inflação no Brasil, não trouxe consequências negativas no que tange os níveis de crescimento do produto, já que o Brasil vem crescendo a níveis não muito distantes nos períodos ante a pós a adoção do RMI conforme visto no gráfico de número 46. O fator negativo é que ainda o Brasil possui uma taxa básica de juros considerada elevada.

4.3 RMI E DESEMPREGO NO BRASIL

O *tradeoff* entre inflação e desemprego é uma questão de grande relevância para os formuladores de políticas econômicas, não apenas por se tratar de dois importantes fatores macroeconômicos, mas também pela importância para o bem-estar da sociedade. Buscar o equilíbrio entre a taxa de inflação e a taxa de

desemprego implica uma severa condição, pois o preço pago ao controlar a inflação pode ser a verificação de uma taxa de desemprego em níveis superiores aos encontrados anteriormente, como representado na curva de Philips.

Cabe então analisar como se comportou a economia brasileira no que tange ao nível de emprego ao longo dos anos de 1980 a 1998, período que antecede a implantação do RMI, levando em consideração a relação entre o nível geral da variação dos preços e a taxa de desemprego.

Tabela 7 - A trajetória da taxa de desemprego e da inflação de 1980 a 1998 (%)

Ano	Taxa de desemprego	Taxa de inflação
1980	6,5	n/d
1981	8,1	95,6
1982	6,4	104,8
1983	6,7	164,0
1984	7,1	215,3
1985	5,3	242,2
1986	3,6	79,7
1987	3,7	363,4
1988	3,9	980,2
1989	3,4	1.972,9
1990	4,3	1.621,0
1991	4,8	562,2
1992	5,8	1.119,1
1993	5,4	2.477,1
1994	4,6	916,4
1995	4,7	22,4
1996	5,4	9,6
1997	5,7	5,2
1998	7,6	1,7

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Evidencia-se na tabela 7 acima, como já indicado na tabela 2, um descontrole da inflação no período analisado. Em contrapartida, quando se analisa a taxa de desemprego da economia no mesmo período, verifica-se que esta taxa não mostrou um crescimento tão elevado.

A maior taxa de desemprego encontrada no período foi no ano de 1981, quando a taxa chegou a 8,1%. Já a inflação no ano referido foi de 95,6%. Assim, mesmo tendo apresentado uma inflação elevada, no ano de 1981, a taxa de desemprego também apresentou uma elevação.

Deve-se, entretanto, salientar que o período em que a taxa de desemprego esteve em níveis mais baixos, foram justamente os períodos em que a inflação apresentou taxas elevadas. No ano de 1989 a taxa de desemprego apresentou a menor taxa do período, 3,4%. Em contrapartida, a inflação apresentou um crescimento de 1.972,9%, ou seja, mesmo em um período de hiperinflação, a economia não apresentou taxas de desemprego elevadas. Aconteceu justamente o inverso nos anos de hiperinflação, como o ano de 1993 quando a taxa de inflação teve um crescimento de 2.477,1%, a taxa de desemprego chegou a 5,4%.

A partir do ano de 1995, ano em que o Plano Real começou a obter sucesso no controle da inflação, a taxa de desemprego apresentou leve variação positiva. O pico de elevação neste período foi justamente no ano em que a inflação se mostrou mais controlada, ou seja, em 1998, quando a inflação apresentou taxa de apenas 1,7% e a taxa de desemprego subiu para 7,6%.

A partir da adoção do RMI na economia brasileira, o controle da elevação dos preços da economia está se mostrando eficiente, como já comentado anteriormente. É necessário, desta forma, verificar qual o custo de manter o controle inflacionário em termos de desemprego. De nada adianta para uma economia manter a inflação controlada, se outras variáveis macroeconômicas não se mostrarem adequadas, ou seja, em níveis satisfatórios.

A tabela 8 abaixo mostra a variação anual da taxa de desemprego da economia em comparação com a taxa de inflação entre os anos de 1999 e 2014, que correspondem ao período pós-adoção do RMI. Ela permite avaliar se o custo assumido pelos formuladores das políticas econômicas, para manter a inflação controlada, foi aceitar taxas de desemprego em níveis superiores aos encontrados anteriormente.

Tabela 8 - A trajetória da taxa de desemprego e da inflação de 1999 a 2014(%)

Ano	Taxa de desemprego	Taxa de inflação
1999	7,6	8,9
2000	7,1	6,0
2001	11,3	7,7
2002	11,7	12,5
2003	12,3	9,3
2004	11,5	7,6
2005	9,8	5,7
2006	10,0	3,1
2007	9,3	4,5
2008	7,9	5,9
2009	8,1	4,3
2010	6,8	5,9
2011	6,0	6,5
2012	5,5	5,8
2013	5,4	5,9
2014	4,8	6,4

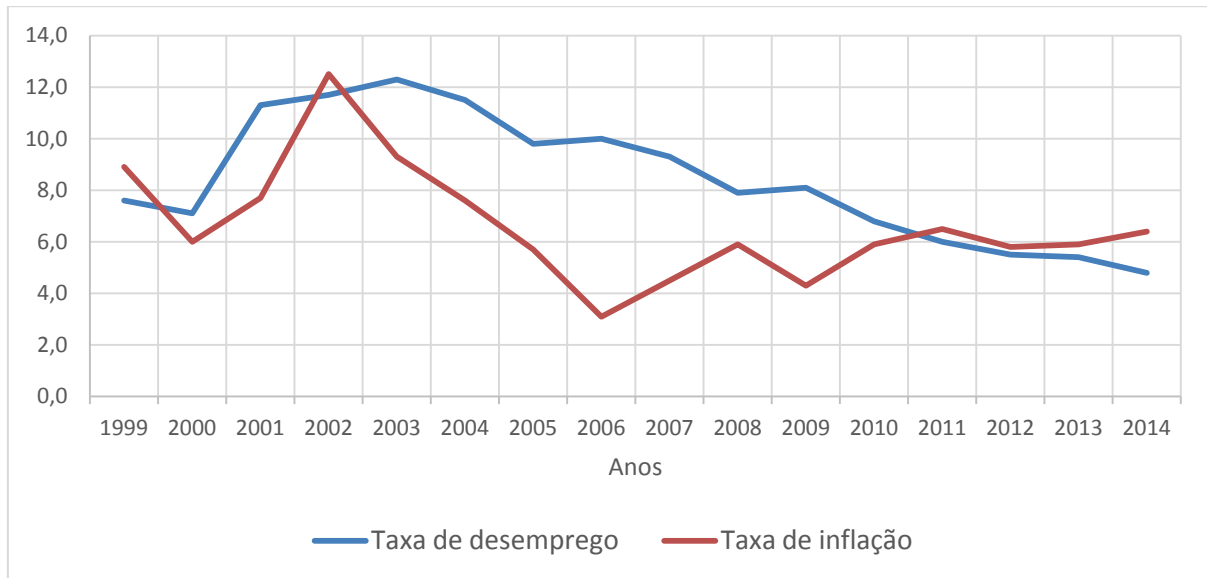
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Quando se compara a tabela 8 com a tabela 7, fica claro que o regime atingiu seu principal objetivo (buscar a estabilidade dos preços). Porém, quando analisada a taxa de desemprego, não se pode afirmar que a taxa tenha sido controlada após o início da implantação do novo regime no Brasil, haja visto que o objetivo principal das economias que aderem a este regime é tratar as demais variáveis macroeconômicas, com exceção da inflação, de forma secundária.

Diante do exposto, pode-se concluir que as taxas de desemprego sofreram uma maior variação com a adoção do regime de metas inflação na economia brasileira, principalmente nos anos iniciais e neutralizando essa variação nos anos mais recentes (essa movimentação pode ser verificada através do gráfico 38 abaixo). Na relação entre taxas de desemprego e inflação foi verificado um *tradeoff*, ou seja, quando um agregado apresenta elevação o outro tende a apresentar uma queda. Visto que, mesmo quando analisados períodos em que a economia brasileira apresentou descontrole nos preços, períodos estes intitulados como de hiperinflação, as taxas de desemprego constatadas não foram elevadas. Nos primeiros anos de experiência do regime de metas no Brasil, foi possível perceber que a inflação se apresentava baixa e a taxa de desemprego apresentava uma leva alta. Nos últimos cinco anos analisados de 2010 a 2014, por exemplo, anos estes

em que a inflação esteve próxima ao teto da meta, as taxas de desemprego constatadas são baixas, próximas ao pleno emprego na economia brasileira.

Gráfico 50 - A trajetória da taxa de desemprego e da inflação de 1999 a 2014(%)

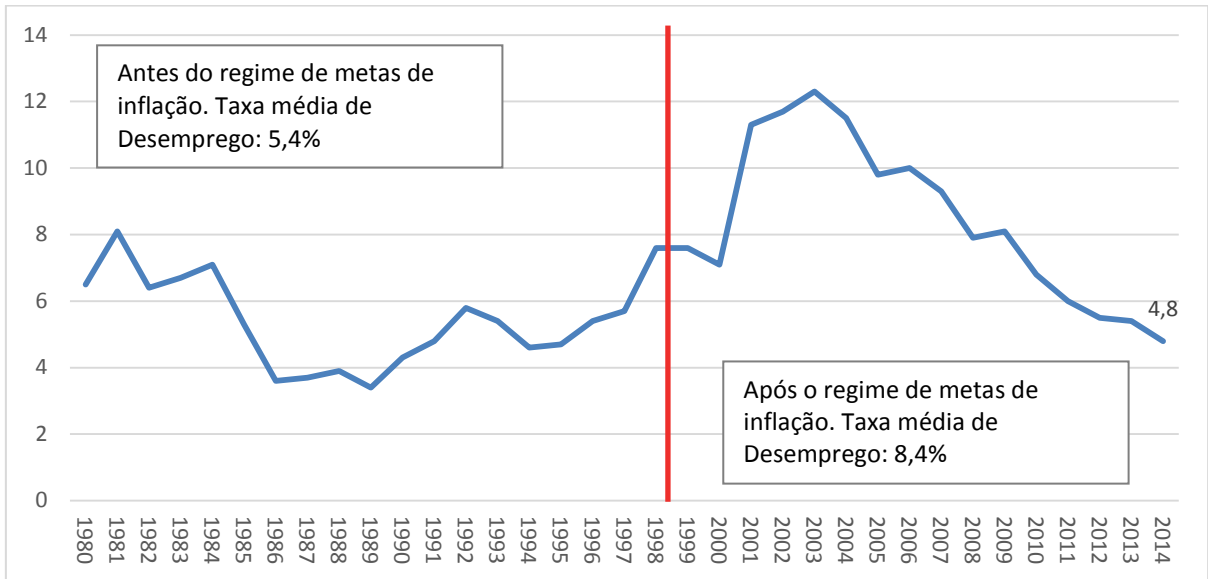


Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI

Cabe então aos formuladores das políticas econômicas brasileiras, de acordo com as características da economia, desenhar o melhor cenário possível para resolver este *tradeoff* entre inflação e desemprego. A questão é determinar até que ponto as taxas de desemprego elevadas influenciam diretamente no bem-estar da sociedade, e ainda estabelecer qual o nível de inflação desejável para manter os preços controlados, buscando desta forma encontrar a tão esperada estabilidade da economia.

Uma das principais críticas feita ao RMI é que os formuladores ao adotarem o referido regime, deixam de lado, para manter os preços controlados, agregados macroeconômicos de grande importância. Entre estes destacam-se as taxas de desemprego e o crescimento do produto, que apresentam grande representatividade no nível de bem-estar da sociedade de qualquer país.

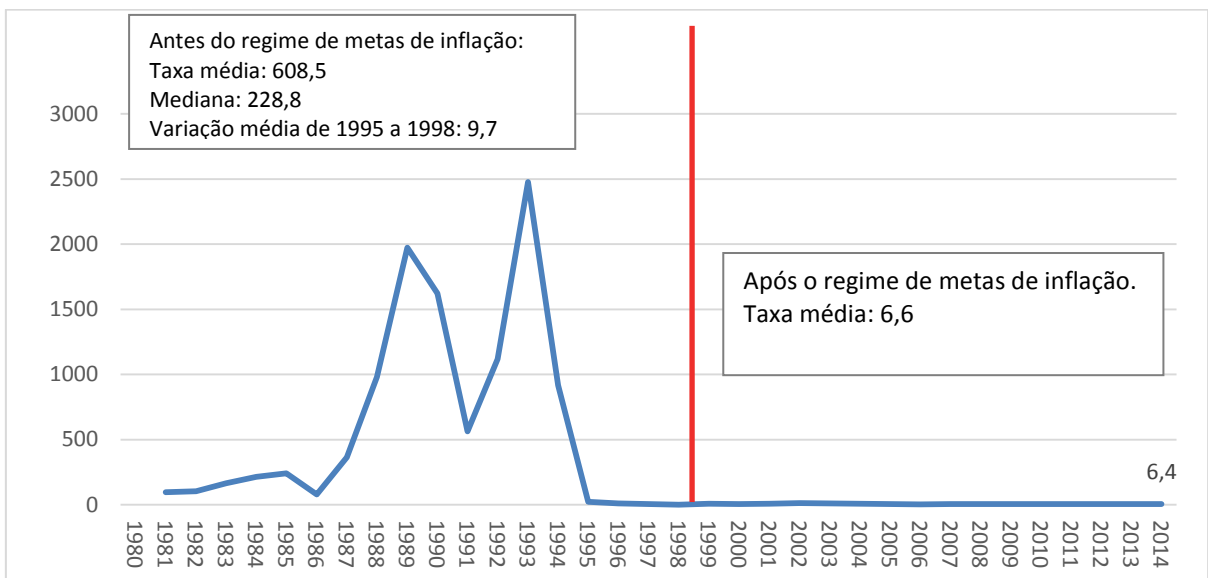
Gráfico 51 - Evolução anual da taxa de desemprego no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor com dados da base do FMI

Por meio do gráfico 51 acima, percebe-se que no período que antecede a implantação do RMI a taxa média observada foi de 5,4%, já para o período pós RMI a taxa média foi de 8,4% apresentando um crescimento quando comparado ao período anterior.

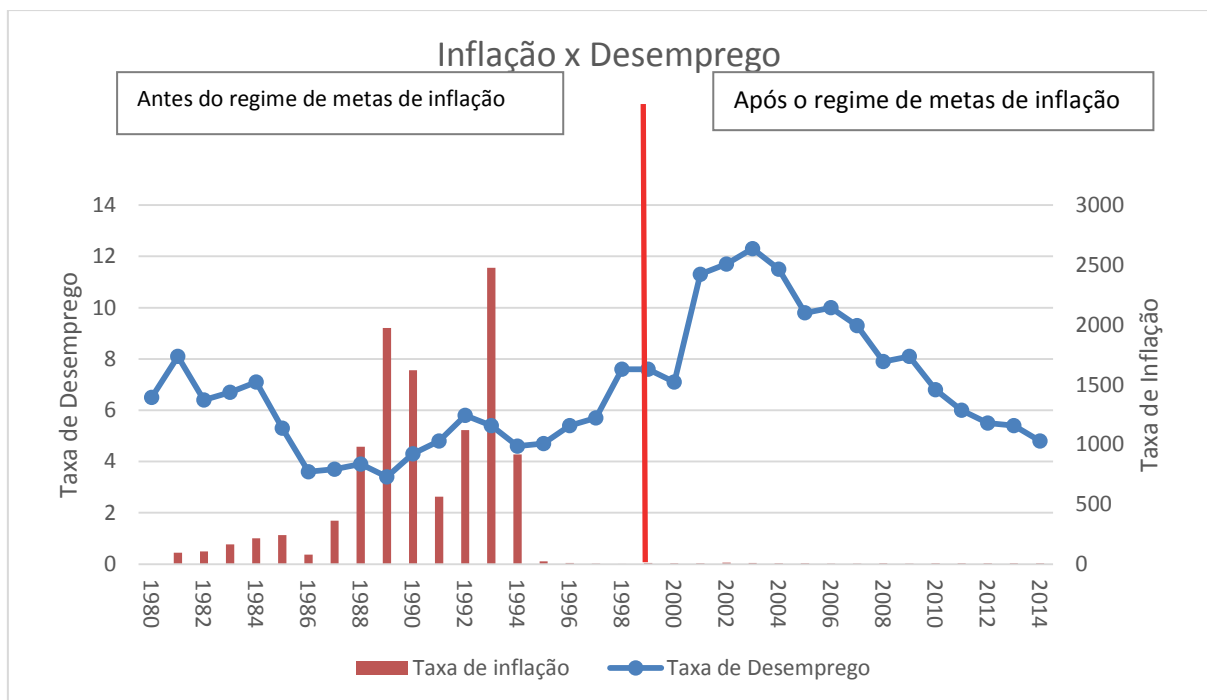
Gráfico 52 - Evolução anual da taxa de inflação no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor com dados da base do FMI

Ao analisarmos a evolução histórica da inflação, conforme gráfico 52, percebe-se que a partir do plano Real implementado em 1994, o Brasil começou a controlar a inflação antes mesmo de implementar o regime de metas, que foi em 1999 e que a partir desse momento a inflação segue em processo de estabilidade, porém com maiores taxas de desemprego, principalmente nos primeiros anos de adoção do RMI evidenciadas no gráfico abaixo.

Gráfico 53 - Inflação x desemprego no Brasil



Fonte: Elaboração do autor com dados da base do FMI

A conclusão sobre a adoção do RMI e as consequências apresentadas em termos de taxa de desemprego na economia brasileira é que houve sim uma elevação dos níveis de desemprego, observado antes e após adoção do regime. Contudo, não é possível afirmar que isso é uma realidade a todos os países que o adotam, haja visto que, conforme anteriormente estudado, vários países diminuíram a taxa de desemprego, outros apresentaram também uma certa elevação e ainda outros que a variação não foi expressiva.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente dissertação teve como objetivo discutir se o regime monetário de metas para inflação tem sido eficiente na estabilização dos preços nos países que o adotaram, e também se o mesmo causou impactos sobre o nível de crescimento real do produto e a taxa de desemprego, em especial ao caso brasileiro.

Para tanto, apresentaram-se, num primeiro momento, as principais teorias de inflação e regimes monetários para melhor compreender o RMI. Em seguida, foi apresentada e sua fundamentação, e que a adoção do RMI pode se dar com diversos desenhos institucionais associados a um *tradeoff* entre flexibilidade e credibilidade. Apresentou-se também suas principais vantagens e desvantagens apontadas pelos críticos. Após os esclarecimentos da fundamentação teórica, foram analisados empiricamente os resultados obtidos através do uso do RMI nos países que o adotam, no intuito de evidenciar sua eficácia, e se esse regime influenciou o comportamento sobre o nível do crescimento do produto e emprego, uma vez que isso constitui o objetivo central do presente estudo.

Ao analisar a eficácia do RMI, conclui-se que ele tem respondido no combate e manutenção da inflação em patamares considerados satisfatórios até o ano de 2014 nos países que o adotaram. Os países conseguiram reduzir em média a inflação em suas economias e conseguiram diminuir a volatilidade, papel significativo no processo de estabilização dos preços. De fato, de acordo com as evidências estatísticas descritivas desse estudo, a volatilidade das taxas de inflação dos países que adotam o RMI é inferior em relação à média mundial e também em comparação às economias avançadas, mercados emergentes e economias em desenvolvimento. Muitos países também tiveram impactos significativos no processo de desinflação de suas economias após a adoção do RMI (e também aqueles que o fizeram antes).

Respondida a primeira questão quanto à eficácia do RMI, o estudo seguiu adiante em avaliar empiricamente, de forma não sofisticada, se houve sacrifícios na adoção deste regime em termos de níveis de crescimento do produto e emprego.

No que diz respeito aos níveis do produto, constatou-se que o PIB das economias que representam o grupo de usuários deste regime cresceu pouco acima em relação ao período antes da adoção. Foi constatado também que as taxas médias de crescimento dos países que adotam o RMI é bastante próxima (pouco acima) das taxas médias do crescimento mundial. Assim, em relação ao crescimento

do produto não existe razão consistente que indique que o RMI influencie de forma direta no crescimento real da economia. Isso permite induzir que seu custo de manutenção não é elevado neste quesito, já que o controle da inflação é de menor volatilidade comparado com a média mundial e também em relação às economias avançadas e em desenvolvimento. Desta forma, é possível que, além da estabilidade inflacionária, o RMI gere benefícios para o lado real da economia. Contudo, este resultado encontrado está também alinhado à conclusão de outros estudos como o efetuado por Ball e Sheridan (2003), em que os países que adotaram o RMI não obtiveram melhores resultados quando analisado o crescimento do produto. Assim, a discussão é que por um lado não houve uma queda no crescimento do produto, mas também não houve expansão, como esperado por alguns defensores do RMI.

Em se tratando dos níveis de emprego, percebeu-se que os países que passaram a adotar o RMI experimentaram em média a ter uma taxa de desemprego um pouco superior à taxa média de antes da adoção. Essa elevação, que pode ser considerada sensível, foi de 8,5% para 9,3% (conforme tabela 6). Porém, ao comparar com a taxa de desemprego das economias avançadas, que foi de 6,8% percebe-se uma diferença mais significativa. Neste sentido, os dados sugerem que ao adotar o RMI, os países conseguiram controlar e diminuir a volatilidade da inflação, porém com uma taxa de sacrifício maior em termos de desemprego, ou seja, existe um *tradeoff* entre inflação e desemprego para o período considerado, conforme os fundamentos da curva de Phillips.

Ao analisar em específico o caso brasileiro, viu-se que o Brasil passou por um processo de desinflação a partir do Plano Real e que após a adoção do RMI, em 1999, passou a experimentar taxas menores e menos voláteis. Dos 16 anos analisados (1999 -2014), em apenas três o teto da meta, que fora previamente estipulado, foi ultrapassado, sendo que nos demais o Brasil conseguiu respeitar as bandas. Evidenciou-se que nos últimos 4 anos o IPCA apurado ficou muito próximo do limite superior da meta, o que forçou o Banco Central a promover uma elevação da Selic para conter esse movimento. De acordo com as evidências empíricas descritivas desse estudo, é possível concluir que o RMI tem demonstrado também ser eficaz no processo de controle da inflação na economia brasileira até o presente momento. Isso sugere que há componentes de inflação de demanda na economia brasileira, conforme discutido no capítulo 2.

Ao investigar se o RMI trouxe consequências em termos do nível da atividade econômica, constatou-se que a taxa média anual da evolução do PIB no período que antecedeu a adoção foi menor quando comparada ao período posterior. Essa taxa média observada de crescimento do produto posterior à adoção se encontra em patamares similares ao crescimento médio de todos os países que adotam o RMI e também aos níveis do crescimento médio mundial, fato este que permite concluir que o RMI, além de apresentar um desempenho satisfatório no processo de controle e manutenção em níveis mais baixos da inflação no Brasil, o mesmo não trouxe consequências negativas no que tange os níveis de crescimento do produto, mas também não acompanhou taxas elevadas de crescimento.

Por fim, cabe analisar se houve algum sacrifício na taxa de desemprego no Brasil ao aderir ao RMI. Observou-se que a taxa média de desemprego antes da adoção foi menor do que a taxa média após a adoção. Viu-se ainda que nos primeiros anos do RMI as taxas de desemprego alcançaram percentuais mais elevados (12,3%) da série histórica (1980 – 2014), retornando aos patamares regulares a partir do ano de 2008, encerrando o último ano analisado em 4,8%. Assim, conclui-se a exemplo do ocorrido com a média geral dos países que compõem o grupo de usuário do RMI que o Brasil está se beneficiando de um controle inflacionário mais eficaz ao custo de maiores taxas de desemprego.

As análises realizadas ao longo deste estudo evidenciaram e sugerem implicações importantes, porém não podem ser conclusivas em função do método adotado, que os países que adotaram o RMI estão experimentando taxas menores e menos voláteis de inflação do que os países que não o utilizam, porém com uma taxa maior de sacrifício aos níveis de emprego e não tão significativas em termos de produto. Um grande problema apontado ao RMI é utilizar de um único instrumento da política monetária (a taxa de juros) para combater a inflação, por considerar que a inflação é sempre de demanda, e altas taxas de juros podem inibir o investimento e favorecer o aumento do desemprego.

Já se passaram 16 anos da adoção do RMI por parte do Brasil, e esse regime vem demonstrando um desempenho eficaz, pois tem conseguido controlar a inflação. Apesar da estabilidade dos preços ter sido alcançada, é necessário que os agentes se preocupem também com outros objetivos da política econômica brasileira, como o crescimento do produto e geração emprego e renda promovendo assim um melhor bem-estar social.

REFERÊNCIAS

ARESTIS, Philip. **New consensus macroeconomics**: a critical appraisal. Annandale-on-Hudson: Levy Economic Institute, 2009. (Economic working paper archive, n. 564).

BALL, Laurence; SHERIDAN, Niamh. **Does inflation targeting matter?** Cambridge, Mar. 2003. (NBER Working paper series, n. 957).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Diretoria de Política Econômica. **Regime de metas para a inflação no Brasil**: com informações até março de 2015. Brasília, 2015. (Série perguntas mais frequentes). Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%2010-Regime%20de%20Metas%20para%20a%20Infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20Brasil.pdf>>. Acesso em: 21 abr. 2015.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. **[Artigo BNDES]**. Rio de Janeiro, [1998]. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivo/s/conhecimento/ensaio/ensaio7.pdf>. Acesso em: 24 jul. 2014.

BIONDI, Roberta Loboda; TONETO JUNIOR, Rudinei. O desempenho dos países que adotaram o regime de metas inflacionárias: uma análise comparativa. **Cadernos PROLAM/USP**, São Paulo, ano 4, v. 2, p. 7-31, 2005. Disponível em: <http://www.usp.br/prolam/downloads/2005_2_1.pdf>. Acesso em: 29 abr. 2014.

BIONDI, Roberta Loboda; TONETO JUNIOR, Rudnei. Regime de metas inflacionárias: os impactos sobre o desempenho econômico dos países. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 38, n. 4, p. 873-903, out./dez. 2008. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-41612008000400007>. Acesso em: 21 set. 2014.

BLANCHARD, Oliver. **Macroeconomia**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

BORIO, Claudio; FILARDO, Andrew. **Globalisation and inflation**: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation. BIS Working Paper n. 227. Basel, Switzerland, 2007. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/work227.htm>>. Acesso em: 22 nov. 2015.

CALDENTEY, Esteban Pérez; VERNENGO Matías (2013) - **Is inflation targeting operative in an open economy setting?** Amherst: University of Massachusetts, 2013. (Workingpaper series n. 324). Disponível em: <http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP324.pdf>. Acesso em 15 jan. 2015.

CALVO, A. Guillermo; MISHKIN, S. Frederic. (2003) – **The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries**. Cambridge, 2003. (NBER Working Paper, n. 9808). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9808.pdf>>. Acesso em: 21 set. 2014.

CANUTO, Otaviano. **Regimes de política monetária em economias abertas**. Campinas: Unicamp, dez. 1999. (Texto para discussão IE-Unicamp, n. 92).

CARRARA, Aniela; CORREA, André. O regime de metas de inflação no Brasil: uma análise empírica do IPCA. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p.441-462, set./dez. 2012.

CARVALHO, Fernando J. Cardin de et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

COUTO, Ana Cristina Lima et al. O regime de metas de inflação no Brasil: características e algumas críticas aos seus principais fundamentos. **A Economia em Revista - AERE**, Maringá, v. 18, n. 2, p. 85-97, dez. 2010. Disponível em: <<http://www.periodicos.uem.br/ojs/index.php/EconRev/article/view/12935>>. Acesso em: 01 set. 2014.

CURADO, Marcelo; OREIRO, José Luis. **Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro**. Porto Alegre, 2005. Disponível em: <http://www.researchgate.net/profile/Jose_Oreiro/publication/5078878_Metas_de_Inflao_uma_avaliao_do_caso_brasileiro/links/004635206c28157759000000.pdf>. Acesso em: 21 set. 2013.

DUROVIĆ-TODOROVIĆ, Jadranka; DJORDJEVIĆ, Marina. 2008. Features of inflation targeting as a type of monetary strategy. **Economics and Organization**, [S.l.], v. 5, n. 1, p. 39-49, 2008. Disponível em: <<http://facta.junis.ni.ac.rs/eao/eao200801/eao200801-05.pdf>>. Acesso em: 15 fev. 2014.

FERREIRA, Thaís Porto; PETRASSI, Myrian Beatriz Silva. Regime de metas para a inflação: resenha sobre a experiência internacional. **Notas técnicas do Banco Central do Brasil**, n. 30, nov. 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt30regimesmetasinflacaop.pdf>>. Acesso em: 21 set. 2014.

FRAGA NETO, Arminio. Dez anos de metas para a inflação. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez anos de metas para a inflação no Brasil: 1999-2009**. Brasília, 2011. p. 25-34. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?livro10anosmi>>. Acesso em: 02 set. 2013.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. **Regime de metas de inflação em perspectiva comparada**. São Paulo: FUNDAP, mar.2008. p. 98-112. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap%5Cdpdf%5CLivro-Panorama_das_Economias_Internacional_e_Brasileira/06_Regime%20de%20Metas%20de%20Infla%C3%A3o%20em%20perspectivas%20comparada.pdf>. Acesso em: 06 jul. 2014.

GIAMBIAGI, Fabio; MATHIAS, Alexandre; VELHO, Eduardo. O aperfeiçoamento de metas de debate inflação no Brasil. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 10, n. 03, jul./set. 2006.

GOMES, Cleomar; AIDAR, Otávio. Política monetária no Brasil: os desafios do regime de metas de inflação. **Revista Econômica Ensaios**, Uberlândia, v. 20, n. 1, 2005. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/1548%3E>>. Acesso em: 21 mar. 2014.

HOLLAND, Márcio; MORI, Rogério. **Inflação e Globalização**: Análises dos efeitos globais sobre a dinâmica da inflação brasileira. Escola de economia de São Paulo, São Paulo, texto para discussão n. 217, 2009. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/6687/TD%20217%20-%20Marcio%20Holland%3b%20Rogerio%20Mori.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em 22 nov. 2015.

IAKOVA, Dora. **Flattening of the Phillips Curve**: Implications for Monetary Policy. IMF Working Paper 07/76, Washington, DC, 2007. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0776.pdf>>. Acesso em: 22 nov. 2015.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. **IMF Data Mapper**. [S.l.], 2015. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>>. Acesso em: 15 mar. 2014.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. World Economic Outlook. **Globalization and Inflation**. Washington, DC, 2006. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/01/pdf/weo0406.pdf>>. Acesso em: 17 nov. 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/>>. Acesso em: 01 mar. 2015.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA - IPEA. **Ipeadata**. Brasília, 2014. Disponível em: <www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: 16 ago. 2014.

JAHAN, Sarwat. **Inflation targeting**: holding the line. [S.l.]: IMF, 2011. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>>. Acesso em: 01 mar. 2015.

LOPES, João do Carmo; ROSSETI, José Paschoal. **Economia monetária**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MANKIW, N. Gregory. **Introdução a economia**. 5. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

MISHKIN, Frederic S. **Can inflation targeting work in emerging market countries?**. Cambridge, 2004. (Working paper, n. 10646). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10646>>. Acesso em: 14 fev. 2015.

MISHKIN, Frederic S. **Inflation targeting in emerging contries**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2000. (Working paper, n. 7618).

MISHKIN, Frederic S. **Inflation targeting in emerging market countries**. [S.l.], 2000. (Working paper, n. 7618). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7618.pdf>>. Acesso em: 21 set. 2014.

MISHKIN, Frederic S. **Inflation targeting**. [S.l.], 2001. Disponível em: <<https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2013/01ENCYC.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2014.

MISHKIN, Frederic S.; SCHMIDT-HEBBEL, Klaus. **One decade of inflation targeting in the world**: what do we know and what do we need to know? Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2001. (Working paper, n. 8397).

MISHKIN, Frederic S.; POSEN, Adam S. **Inflation Targeting Lesson from four countries**. Cambridge, 1997. (Working paper, n. 6126). Disponível em: <<https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w6126.pdf>>. Acesso em: 14 jul. 2014.

MODENESI, André de Melo. **Regimes monetários**. Barueri: Manole, 2005.

MOREIRA, Edilson Marques. O regime de metas de inflação, a taxa de juros e a relação dívida pública/PIB. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 34, n. 2, p. 13-20, set. 2006.

NEVES, André Lúcio; OREIRO, José Luís. **O regime de metas de inflação**: uma abordagem teórica. Porto Alegre, 2007. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/oreiro_neves_2008_fee.pdf>. Acesso em: 21 set. 2014.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. Regime de metas para a inflação: algumas lições a partir da experiência internacional. **Economia e Tecnologia**, [Curitiba], ano 2, n. 5, abr./jun. 2006. Disponível em: <<http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/revista/5%20Capa/Giuliano%20Contento%20de%20Oliveira.pdf>>. Acesso em: 21 set. 2014.

OREIRO, José Luís; NEVES, André Lúcio. **Crescimento, distribuição de renda e metas de inflação num modelo macrodinâmico pós-Keynesiano**. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/revista/vol10/vol10n3p465_482.pdf>. Acesso em: 21 set. 2014.

ROCHA, Marcos; OREIRO, José Luís. A experiência internacional de regime de metas de inflação: uma análise com painel dinâmico. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 18, n. 2, maio/ago. 2008. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-63512008000200004&script=sci_arttext>. Acesso em: 01 set. 2014.

SILVA, Alzira Rosa Morais da; HENNINGS, Katherine; GUTIERREZ, Maria Claudia. A comunicação de política monetária no regime de metas para a inflação: a experiência brasileira entre 1999 e 2009. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez anos de metas para a inflação no Brasil: 1999-2009**. Brasília, 2011. p. 227-350. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/Pec/Metas/10_anos_metas_inflacao_completo.pdf>. Acesso em: 21 jun. 2013.

TEIXEIRA, Rubens. **Regime de metas de inflação: seus efeitos sobre a inflação, o produto e o emprego no Brasil**. [Rio de Janeiro], [2007]. Monografia premiada no concurso Paulo Roberto de Castro conferido pelo Sindicato Nacional dos Funcionários do Banco Central. Disponível em: <http://rubensteixeira.com.br/trabalhos/Monografia_Premiada_Banco_Central.pdf>. Acesso em: 12 set. 2013.

WORLD BANK. [Washington, DC], 2014. Disponível em: <www.worldbank.org>. Acesso em: 16 ago. 2014.