

REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL: UMA ABORDAGEM HISTÓRICA DE 1999 A 2012

Carlos Eduardo Gomes*
Ms. Claudeci da Silva**

RESUMO: O Regime de Metas para a Inflação foi adotado no Brasil em 01/07/1999, sendo um instrumento de política monetária para o controle da inflação. Esse método para controlar a inflação adota uma meta para um determinado índice de preços, sendo no caso brasileiro o IPCA e, o Banco Central deve assegurar a estabilidade de preços no longo prazo. Para verificar sua adoção no Brasil, o presente trabalho teve como objetivo principal a exposição do Regime de Metas para a Inflação no Brasil, assim como sua implantação e resultados obtidos com sua adoção do ano de 1999 a 2012, procurou-se também fazer uma discussão acerca do IPCA, SELIC e desemprego sobre o crescimento econômico. O objetivo secundário foi abordar as literaturas mais relevantes sobre a condução da política monetária. No geral, verificou-se que a adoção do Regime de Metas para a Inflação no Brasil trouxe ganhos consideráveis no período, dado que na maioria das vezes conseguiu mantê-la dentro do estipulado, ou seja, dentro do intervalo da banda inferior e superior (valores estes, que segundo a teoria, coloca a inflação sob controle). Verificou-se também que a curva de Phillips não é válida para o Brasil.

PALAVRAS – CHAVE: Política Monetária; Regime de Metas para Inflação; Brasil.

Classificação JEL: E520; E42; E3.

1. INTRODUÇÃO

O Regime de Metas de Inflação propõe uma meta para algum índice de preços. Essa meta é estabelecida pelo governo e/ou parlamento e deve ser seguida pelo Banco Central, de maneira a assegurar a estabilidade de preços no longo prazo. Os caminhos para atingir esse objetivo são o de anunciar uma meta numérica (um ponto ou uma banda) assim como um horizonte de tempo e a taxa de juros de curto prazo é tida como o principal instrumento, e deve ser calibrada (pela Regra de Taylor).

Esse tipo de regime surgiu como a melhor maneira de se conduzir a política monetária garantindo assim a estabilidade de preços. O primeiro país a adotar esse novo regime foi a Nova Zelândia no início da década de 1990 apresentando um grande sucesso o que levou diversos países, tanto desenvolvidos como em desenvolvimento, a utilizarem o regime também.

Pautadas no arcabouço teórico novo-clássico, o Regime de Metas para a Inflação necessita, para um melhor resultado, de uma autoridade monetária com credibilidade e um Banco Central que atue de forma transparente na condução da política monetária. No sistema de metas de inflação são determinadas metas de inflação a serem alcançadas, o principal instrumento para o alcance destas metas é a taxa de juros. Ao alterar a taxa de juros, o Banco Central tenta influenciar as expectativas de preços em convergência com a meta de inflação.

O ano de 1999 foi marcado pela implementação do Regime de Metas para a Inflação no Brasil, em decorrência da necessidade de ter uma âncora nominal a fim de garantir a estabilidade dos preços. Neste mesmo período, ainda podemos constatar a troca do regime de câmbio administrado para o regime de câmbio flutuante, condição necessária para a adoção do regime de metas.

O presente trabalho possui como objetivo fazer uma apresentação do desempenho do Regime de Metas para a Inflação no Brasil no período de 1999 a 2012 como um sistema de condução para Política Monetária a fim de revelar

* Mestrando em Teoria Econômica pela Universidade Estadual de Maringá. Endereço eletrônico: cegomes1990@gmail.com

** Professora do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá. Endereço eletrônico: csilva2@uem.br

se houve o cumprimento da meta estipulada pela autoridade monetária. Para que o objetivo principal seja cumprido, o presente trabalho está estruturado em duas seções, além dessa breve introdução e das considerações finais.

Na primeira seção foram abordadas as características do Regime de Metas para a Inflação, bem como as vantagens e desvantagens da adoção de tal Regime. Falou-se da Credibilidade e das Metas para a Inflação, da Independência do Banco Central e também as características desse regime no Brasil. O objetivo dessa primeira seção foi o de trazer informações mais detalhadas sobre o Regime de Metas em si, ou seja, quais os instrumentos utilizados para se perseguir tal objetivo. Esse regime foi adotado em um período de crise cambial, em que o regime de câmbio administrado foi deixado de lado cedendo lugar para o regime com câmbio flutuante.

Na segunda seção é apresentado o histórico inflacionário brasileiro e o Regime de Metas de Inflação procurando abordar se ele atendeu as expectativas do regime no período considerado (1999-2012). Ainda no segundo capítulo, é comentado o *trade-off* entre inflação *versus* crescimento econômico, além de realizar uma abordagem entre IPCA, SELIC e desemprego com o enfoque no crescimento econômico. E por fim, se apresenta as considerações finais do trabalho.

A pesquisa foi realizada através da análise de dados que incluem a pesquisa bibliográfica e documental sobre o tema, complementando-se com o estudo de periódicos, entrevistas e publicações dos principais autores que trabalham o assunto. A revisão bibliográfica buscou realizar um levantamento e seleção de textos, artigos e sites relacionados ao regime de metas inflacionárias.

2. CARACTERÍSTICAS TEÓRICAS DO REGIME DE METAS PARA INFLAÇÃO

Para Modenesi (2005), os regimes monetários de âncoras nominais são estratégias político-monetárias que possuem como meta a estabilização dos preços, tanto por meio da baliza de preços quando pelo controle das expectativas de inflação.

O regime de meta de taxa de câmbio e o de meta dos agregados monetários são dois regimes monetários clássicos, e mais tarde surge o regime de metas de inflação. A adoção de uma estrutura de política monetária sob a forma de meta de taxa de câmbio é antiga dentro do debate econômico e representa algum tipo de vínculo entre a moeda doméstica e uma moeda estrangeira. Um clássico exemplo é o padrão-ouro que vigorou do final do século XIX até a Primeira Guerra Mundial, sendo que o ouro (metal) exercia a função de moeda, ou o valor desta moeda seria atrelado a uma taxa de conversão em ouro. Destarte, as taxas nominais de câmbio entre os países integrantes deste sistema eram fixas. Depois da Segunda Guerra Mundial, foi adotado o sistema de *Bretton Woods*, em que prevaleceu o padrão dólar-ouro, sendo o volume de dólares emitidos pelos Estados Unidos da América convertidos a uma taxa fixa em ouro, e os outros países deveriam manter a paridade com o dólar, utilizando para isto uma taxa de câmbio fixa. Nas últimas décadas, foi adotado por vários países com problemas inflacionários um novo padrão de metas para a taxa de câmbio, sendo a moeda de um grande país, o qual possui uma baixa inflação que seria escolhida como âncora para estabelecer uma relação fixa com a moeda doméstica.

O *currency board* e a total dolarização da economia representam os dois principais regimes (no caso, cambiais) de uma fixação rígida da política monetária. Um *currency board* restringe a taxa de câmbio à necessidade de uma reserva legal e remove a condução da política monetária do controle do Banco Central ou do Governo. A plena dolarização, além das características mencionadas para o *currency board*, implica a troca da moeda doméstica pela moeda legal do país estrangeiro escolhido (MENDONÇA, 2002a).

Admitindo a neutralidade da moeda, espera-se que a adoção de alguma meta de crescimento monetário seja capaz de obter uma taxa de inflação desejada no longo prazo. No entanto, no médio prazo, pode existir a possibilidade

de surgir um *trade-off* entre estabilizar a expansão monetária e a inflação. Sendo assim, torna-se impossível perseguir “n” objetivos, dado que sempre ocorrerá *trade-off*'s.

Deste modo, as metas para a inflação demonstram um desempenho superior ao uso de metas para câmbio e agregados monetários. Entretanto, as experiências internacionais têm mostrado problemas com esse tipo de regime monetário, pois existe perda da independência da política monetária, que não consegue responder aos choques domésticos, e os possíveis choques no país escolhido para atrelar o câmbio e que são diretamente transmitidos para o país que adota esse tipo de meta. Assim, os países que seguem metas para as taxas de câmbio podem sofrer ataques especulativos, que por sua vez, pode ocasionar uma crise financeira, principalmente nos países ditos emergentes.

Outro regime monetário clássico é o de metas monetárias. Este se tornou popular a partir da década de 70. Para Mishkin (1999, p. 13), sua forma de adoção foi completamente diferente ao que foi sugerida por Milton Friedman, sendo o de uma regra de taxa constante de crescimento para a oferta de moeda. A estrutura de metas monetárias se baseia no anúncio público, feito pelas autoridades monetárias, de uma meta de expansão a ser atingida para um determinado agregado monetário, e o regime da taxa de câmbio é flutuante. O sucesso desse regime monetário depende da existência de uma relação estável entre o agregado monetário escolhido, a taxa de inflação e do comprometimento do Banco Central com o objetivo de uma baixa inflação, de tal forma que a expectativa futura de inflação seja baixa.

Mendonça (2002, p. 41) realiza uma análise sobre o fato de que as vantagens mencionadas na citação direta de Mishkin (1999) só serão confirmadas se dois problemas fundamentais fossem superados. O primeiro é que deve haver uma relação forte e segura entre a variável de meta e a meta de agregado. Se há instabilidade de velocidade, de forma que a relação entre o agregado monetário e a variável de meta é fraca, então, a meta de agregado monetário não funcionará. O segundo é se a meta de agregado monetário deve ser bem controlada pelo Banco Central. Se não, o agregado monetário pode não prover sinais claros a respeito das intenções dos *policymakers* e, assim, ser mais difícil torná-los responsáveis.

Como o escopo desse trabalho se volta para a análise do regime de metas do Brasil, as definições acerca desse tema serão abordadas nas próximas seções.

Tendo em vista a teoria ortodoxa sobre a neutralidade da moeda no longo prazo, a política monetária, no regime de metas de inflação, passou a exercer a função de âncora nominal, possuindo como principal objetivo o de convergir à inflação para a meta estabelecida para um determinado período de tempo, para garantir a estabilidade de preços no longo prazo, e, para tanto seria necessário à adoção de uma taxa de câmbio flexível. Destarte, esse regime pretende influenciar a formulação das expectativas inflacionárias dos agentes, e o seu sucesso depende do empenho das autoridades monetárias na condução da política monetária.

O sistema de metas de inflação consiste no anúncio público da meta de inflação oficial de médio prazo a ser alcançada pelo Banco Central, que manipula seus instrumentos de política monetária, principalmente a taxa nominal de juros de curto prazo, segundo foi sugerido por Taylor (1993), para atingi-la. A formulação deve levar em consideração as peculiaridades de cada país, e um índice de preços a priori deve ser selecionado para ser usado como referência. Um fator importantíssimo para o sucesso do regime de metas de inflação é a confiança dos agentes na política monetária, principalmente diante da ocorrência dos choques, pois, para os seus defensores, quanto maior a credibilidade que o Banco Central possui, menores serão os custos das políticas anti-inflacionárias.

A representação teórica do regime de metas de inflação está baseada na teoria Novo Clássica, e o emprego da política monetária como instrumento fundamental de política macroeconômica se deve ao fato de ela ser mais flexível além de permitir resposta mais rápida aos acontecimentos econômicos, sem atingir, de forma prolongada, o lado real da economia, apesar da diferença entre o momento da tomada de decisão quanto à taxa nominal de juros e o seu efeito na inflação. Quanto a esse problema, Bernanke e Woodford (1997) recomendam que uma possibilidade

interessante seja a de trabalhar com uma previsão da inflação de médio prazo e não com a inflação efetiva, já que, assim, fica mais fácil avaliar a necessidade de reação em termos de taxa nominal de juros para que a meta escolhida de inflação seja atingida.

A consequência da valorização da política monetária dentro do próprio regime de metas para a inflação, e da falta de praticidade da política fiscal que está “refém de um lento e incerto processo legislativo” (ARESTIS; SAWYER, 2003, P. 7), cumpre um papel passivo de completar a dominância da política monetária através do controle do déficit público. “A política monetária tem sido, então, promovida, e a política fiscal tem sido rebaixada.” (ARESTIS; SAWYER, 2003, P. 7). Isto não significa que os outros objetivos sejam deixados de lado nesse regime monetário, mas que não devem ser incompatíveis com o objetivo mor — o equilíbrio de preços — dado que as tentativas de ajuste no curto prazo por meio da política monetária acabam tendo como consequência uma inflação maior no longo prazo. Na maioria das vezes, o regime de metas de inflação está associado a uma regra, enquanto, deveria ser compreendido como uma composição política em que a definição da taxa nominal de juros a ser seguida depende de um conjunto de fatores, como, por exemplo, as informações que estão disponibilizadas, a representação do regime de metas de inflação seguida por cada país, o uso, ou não, das previsões do setor privado e/ou do próprio Banco Central sobre o caminho da inflação futura, etc.

Um número crescente de países, desenvolvidos e em desenvolvimento, tem adotado, o regime de metas de inflação como âncora nominal para o controle de preços desde o início da década de 90. A Nova Zelândia foi à precursora na adoção desse regime, em 1990. Para Ferreira e Petrassi (2002, p. 9), existem quatro formas para se manter a credibilidade, podendo diferir de país para país. A primeira seria adotar alguma medida de *core inflation*, que deveria atenuar a volatilidade do índice de preços adotado. A segunda seria abrir espaço para as de “válvulas” de escape. A terceira forma de reduzir os efeitos dos choques seria aumentar o horizonte de tempo para avaliação do regime de metas. A quarta seria a adoção de bandas cambiais mais amplas, de forma a alargar a possibilidade de flutuação da taxa de inflação.

A adoção de um índice de preços como referência para a meta de inflação, normalmente o índice de preços ao consumidor, pode recair sobre um índice global ou sobre *core inflation*. Outra forma para lidar com os choques imprevistos é o uso de válvulas para escape, porque permitem ao Banco Central uma maior flexibilidade e até a possibilidade de se afastar provisoriamente da meta estipulada, sendo necessário informar o público os motivos para tal atitude. As válvulas de escape podem ser explícitas, ou não, permitindo diminuir custos relacionados com o produto e o emprego, sem colocar em cheque o regime para metas de inflação e a credibilidade da autoridade monetária.

Um componente importante na definição para a meta de inflação é a escolha do horizonte do tempo que deverá ser utilizado como parâmetro para avaliar se, a política monetária adotada surtiu algum efeito na busca do seu objetivo. A amplitude desse horizonte de tempo irá depender das condições de cada economia e do objetivo proposto, porque um maior período de tempo para “guiar” a inflação denota um menor custo para a sociedade, como se pode perceber em “[...] uma resposta menos drástica aos choques, já que a inflação pode flutuar por um período maior” (Ferreira; Petrassi, 2002, p. 21). Cada país segue um horizonte de tempo diferente para verificar o efeito de seu regime de metas para a inflação.

A quarta forma para sustentar a credibilidade se relacionada com o debate sobre qual o melhor padrão de metas a ser adotado: uma meta precisa, ou uma banda de flutuação da taxa de inflação. Essa questão envolve o dilema credibilidade versus flexibilidade, porque as inseguranças sobre uma política monetária se refletem na inflação.

A credibilidade está intimamente ligada a uma meta exata de inflação e à convergência mais rápida das expectativas de inflação para uma meta estipulada. Entretanto, isso restringe a competência da política monetária de responder a choques de oferta — isso ocorre, pois as políticas implementadas para conter algum choque não fazem

efeito imediato, ou seja, é necessário que decorra algum tempo para que possa ter efeito - e, conseqüentemente, dá origem a problemas, como a instabilidade no mercado financeiro. Analisando por outro prisma, a flexibilidade no uso da política monetária se relaciona com um intervalo maior de flutuação da taxa de inflação, permitindo uma maior capacidade de resposta à existência de choques em prejuízo da credibilidade das autoridades monetárias e uma convergência mais vagarosa da inflação esperada para a sua meta. Sendo assim, o recomendado seria o de atuar com o foco em um intervalo de flutuação da taxa de inflação que seria ótimo em termos de aceitar espaço para que a política monetária possa responder a choques inesperados sem afetar a credibilidade da autoridade monetária. É possível verificar que não existe somente um padrão de regime de metas a ser adotado.

O regime de metas de inflação é tido por muitos como a melhor alternativa à âncora nominal, por oferecer diversas vantagens, mas que também tem seus problemas. Em relação à meta monetária, metas de inflação possui a vantagem de não depender de uma relação com estabilidade entre a moeda e a inflação para se obter sucesso no controle da inflação.

As vantagens do regime de metas para inflação são resumidas por Mishkin (2000) em: o regime de metas para inflação amplia a credibilidade da autoridade monetária, passando a exercer uma maior responsabilidade na condução da política monetária e uma maior comunicação com o público. Como resultado, a possibilidade de o Banco Central cair em uma armadilha de inconsistência dinâmica se reduz. Além disso, a convergência das expectativas de inflação futura para a meta de inflação, reduzindo a inflação mais rapidamente. Por outro lado, permite uma melhor compreensão por parte do público, aumentando a transparência das ações da autoridade monetária.

Seguindo por esse prisma, os que apoiam esse regime monetário argumentam que existe a necessidade de esclarecer sobre o que o Banco Central pode realizar no longo prazo (estabilidade de preços) e o que não se poder fazer (crescimento do produto, diminuição do desemprego), mantendo a sua credibilidade. Para tanto, é necessário que o Banco Central seja independente, para não sofrer pressões políticas.

Também são elencadas por Mishkin (2000) as desvantagens do regime de metas para inflação. A meta de inflação é muito rigorosa, permitindo um nível de discricionariedade que pode comprometer a estabilidade do produto e o crescimento econômico. Além da defasagem de tempo entre a adoção da política monetária, seu efeito sobre a inflação e a dificuldade de controlá-la pode evidenciar um Banco Central fraco. Somando a esses problemas ao fato da necessidade de o câmbio ser flexível no regime de metas para inflação podendo causar instabilidade financeira diante de possíveis ataques especulativos. Por último, o regime de metas para inflação não pode evitar a ocorrência da dominância fiscal. Diante da existência de grandes déficits fiscais, a monetização da dívida pública pode ocorrer, além de promover inflação.

Os Bancos Centrais, de forma geral, possuem como objetivo principal o de perseguir a estabilidade de preços de longo prazo, e seu objetivo secundário é o de fornecer condições necessárias para que a economia cresça. Uma das justificativas para a persistente busca pelo controle da inflação é o alto custo social do processo inflacionário crônico. O aumento da incerteza sobre as condições futuras e sobre os resultados das atividades empresariais, o estímulo ao imposto inflacionário, as distorções na estrutura de impostos e na alocação de recursos com incentivo às aplicações financeiras em detrimento dos investimentos em atividades produtivas, dentre outros, são exemplos do que se pode ocorrer em um cenário de inflação crônica. Sendo assim, a política monetária precisa ser conduzida com o objetivo de estabilizar os preços, e esse processo deve ser gradual, para evitar problemas decorrentes de uma brusca elevação da taxa de juros.

Para Mishkin (1999), a âncora nominal se faz necessária, pois, através de um parecer técnico, ela fornece condições para que o nível de preços seja determinado, reduzindo as expectativas de inflação através da limitação sobre o valor da moeda doméstica, restringindo as políticas discricionárias, que por sua vez ajuda a evitar os problemas decorrentes da inconsistência temporal. Na prática, é possível verificar que a relação entre o agregado monetário

selecionado e a evolução da taxa de inflação é incerta na maioria dos países, devida, principalmente, da evolução do sistema financeiro via difusão das inovações financeiras e da elevação do fluxo de capitais.

O sucesso de um regime monetário depende do nível de confiança que os agentes econômicos possuem nas autoridades monetárias. A credibilidade é tida como condição indispensável para que as expectativas dos agentes econômicos estejam de acordo com os objetivos aspirados pelo Banco Central.

Esta é a ideia predominante, e teve seu início na década de 70, com Kydland e Prescott (1977). A adoção de regras na condução da política monetária representa a melhor solução para que exista consistência entre a política atual e a futura, em detrimento da política discricionária.

Barro e Gordon (1983) confirmam essa visão, ao garantirem que políticas ativas não alcançam os resultados desejados, pois, no longo prazo, o nível de desemprego permanece igual, e é gerado inflação. Aprofundando a ideia, Barro e Gordon (1983) enfatizam o papel da reputação das autoridades monetárias, permitindo uma maior credibilidade e eficácia das regras.

É claro que a adoção das regras não resolve o problema por si só, pois, se o governo não cumprir com as metas estipuladas, a inflação continuará, resultante da perda de reputação e, por conseguinte, da perda da credibilidade das autoridades monetárias. Sendo assim, para o sucesso no uso das regras, se faz necessário a presença da transparência-reputação-credibilidade, diminuindo as incertezas e tornando as expectativas quanto à condução da política monetária mais robusta.

Heron (2003 apud Mendonça, 2006) afirma que o regime de metas para inflação contribuiu para reduzir a incerteza na economia, suprimindo a falta de uma visão clara por parte dos agentes econômicos de quais são os objetivos de longo prazo para a política monetária, e, com isso, fortaleceu a ideia da credibilidade.

Destarte, a política monetária deve estar de acordo com as outras políticas macroeconômicas. Sendo assim, no caso do regime de metas para inflação, os outros objetivos de políticas não devem ser conflitantes com aquele a ser atingido pela política monetária de inflação baixa e estável.

Nota-se que os Bancos Centrais dos países que adotaram o regime de metas para inflação têm intensificado a preocupação quanto à construção da credibilidade, sinalizando aos agentes econômicos o comprometimento das autoridades monetárias em guiar a política monetária com o enfoque no controle inflacionário e que os objetivos de curto prazo são secundários. Para tanto, o debate sobre a importância de um Banco Central independente se intensificou com o aparecimento do regime de metas para inflação, pois a credibilidade não elimina totalmente o risco do viés inflacionário - significa uma feroz propensão de gerar inflação, ou seja, ações que criam inflação. (SICSÚ, 2002) - sendo necessário um Banco Central independente.

Com a discussão sobre a relevância da credibilidade dentro do regime de metas para inflação, ocorreu o fortalecimento do argumento a favor da independência do Banco Central. Um Banco Central independente apresentaria um maior grau de liberdade no uso das suas artimanhas monetárias e um maior empenho na direção da política monetária, o que faria reduzir os custos para atingir a meta de inflação estipulada. Do mesmo modo, diminuiria as pressões políticas que poderiam induzir ao desvio de seu objetivo principal: o controle dos preços. Assim como a credibilidade, a defesa de um Banco Central independente possui uma sustentação teórica nas ideias novo clássica.

A arguição favorável à independência do Banco Central possui origem no debate sobre o problema da incoerência dinâmica, que auferiu destaque após a publicação do trabalho de Kydland e Prescott (1977). Para Rogoff (1985), o Banco Central deveria ser mais conservador e ter sua independência operacional e de objetivos. Para tanto, o melhor a ser feito para a sociedade é que o seu representante político escolha o presidente para o Banco Central que possuísse um viés à estabilidade de preços (em relação à estabilidade do emprego). Ele também nos diz que a escolha do presidente do Banco Central com grande aversão à inflação condiz com a realidade, devido ao fato de que

o sucesso na manutenção de uma inflação baixa faz com que sua imagem se consolide no mercado financeiro e garanta o retorno financeiro, quando ele voltar ao setor privado. Ele considera também os desvios do produto e da inflação dos seus níveis ótimos na função de perda social.

Contudo, “[...] um candidato pode se mostrar avesso à inflação somente para ocupar o cargo” (Oreiro; Lemos; Padilha, 2005, p. 8). Esse fato mantém o modelo vulnerável ao viés inflacionário. Como consequência, os modelos futuros incorporaram outros elementos, o que gerou os modelos conhecidos como de segunda geração.

Nesses modelos, a independência do Banco Central é limitada à independência de instrumentos, visto que é assumido que a estabilidade de preços é inerente ao Banco Central, o que descarta a necessidade de discussão do papel desta instituição. Sendo assim, é destacado o trabalho de Walsh (1995), que estabeleceu uma relação entre o Governo e o Banco Central na busca da estabilidade de preços por meio de um contrato ótimo com base na teoria do principal-agente.

De acordo com Freitas (2006 apud Cardim de Carvalho et al, 2007), nos diz que a partir dos postulados da Escola Novo-Clássica, muitos autores contribuíram com ideias para a tese da independência do Banco Central e, inclusive recorreram a outras áreas das ciências sociais para incorporar argumentos. Desta forma, criaram-se três gerações da independência do Banco Central que serão apresentadas a seguir.

A primeira geração dos modelos sobre a Independência do Banco Central tem como origem o trabalho de Rogoff (1985). Na sua interpretação, a função de perda social leva em consideração os desvios tanto da inflação quanto do produto em relação ao nível tido como ótimo. A perda pode ser diminuída quando o Banco Central pretende criar uma reputação. Para Rogoff, esse mesmo resultado ainda pode ser obtido através da delegação da política monetária a uma pessoa ou instituição que tenha mais atenção à função de bem-estar social com características conservadoras.

É importante salientar que nos modelos de primeira geração o conceito de independência é resultado da independência operacional e de meta. No primeiro caso, existe a necessidade de que o Banco Central possua os instrumentos necessários para alcançar seus objetivos sem depender outra autoridade política. Já a independência de meta se refere à liberdade que o Banco Central possui para definir qual o objetivo a ser perseguido (FISCHER, 1995 apud Cardim de Carvalho et al, 2007).

O maior problema nesse modelo é que a elaboração de sua estrutura não possui capacidade para alcançar o ótimo de bem estar, pois a redução do viés inflacionário foi obtida à custa de uma menor estabilização do produto.

Nos modelos de segunda geração não mais se discute qual a função do Banco Central. Ele já possui como certa a ideia de que o Banco Central tem como meta natural a busca da estabilidade de preços e, neste modelo, o conceito de independência está associado apenas à independência operacional. Nesse modelo a principal questão é qual o melhor desenho institucional para evitar o viés inflacionário.

A ideia elaborada por Walsh (1995) apresentou uma evolução em relação aos modelos anteriores. Sua interpretação incorpora o papel dos contratos ótimos entre o Banco Central e o governo tendo como base a teoria do agente-principal. Já o problema do viés inflacionário se resolve pela estruturação de um contrato que impõe custos ao Banco Central quando a inflação se desvia do nível ótimo. Ou seja, o principal (governo) assina um contrato de incentivo com um agente, neste caso o Banco Central, sendo que o agente fica sujeito ao conjunto de penalidades *ex-post*, que será determinado pelo desvio da inflação à meta preestabelecida. A vantagem deste modelo vem do melhor resultado obtido para a sociedade, independente de o governo e o Banco Central compartilharem a mesma função-objetivo e das mesmas informações.

O ponto chave desta ideia é que nas sociedades democráticas o Banco Central precisa prestar contas ao público. Em períodos com altos níveis de desemprego, ocorre o aumento do risco da perda da credibilidade da autoridade monetária e, conseqüentemente, a possibilidade de maior custo para a estabilidade de preços no futuro. Para McCallum (1995) e Walsh (1995), se não existir um conjunto ótimo de punições previamente à realização dos diversos tipos de contratos, o contrato ótimo do Banco Central não possuirá credibilidade.

Para autores keynesianos, a Independência do Banco Central deve ser limitada (sob o ponto de vista democrático), pois os responsáveis pela política monetária não podem se desviar daquilo que as pessoas esperam que aconteça quando da eleição dos seus representantes.

Quando o Banco Central busca a estabilidade de preços e há liberdade do uso de instrumentos entende-se que foi concedida maior autonomia para o mesmo. Para Rymes (1995 apud Cardim de Carvalho et al, 2007), para evitar o risco de uma maior autonomia se transformar em autocracia, essa autonomia deve ser balanceada pela explicabilidade de suas ações. O ponto de destaque ainda para esse autor é, de que o Banco Central não pode ser o responsável pela estabilidade de preços, que isso é de responsabilidade do governo, mas sim por criar a estabilidade.

Na tentativa de eliminar esses problemas surgiram os modelos de terceira geração, que se caracterizam pela junção dos argumentos dos modelos anteriores. Svensson (1995) criou um modelo em que usa da delegação de autonomia do Banco Central possuindo uma característica conservadora em conjunto ao nível de inflação que se deseja.

No modelo criado por Svensson (1995), o regime de metas de inflação deve ser interpretado como um arranjo do agente (Banco Central) e o principal (sociedade), na qual o principal delega a política monetária para o agente. Assume-se que o Banco Central possui um controle perfeito sobre a inflação.

McCallum (1995) mostrou uma incoerência nas ideias que falam sobre a Independência do Banco Central que não se pode desprezar. Se o principal (sociedade) possuía a mesma função de bem-estar que o agente (Banco Central), não existe um motivo para uma relação ótima do tipo agente-principal através de contratos ou arranjos de metas.

Além do mais, os contratos e metas podem, desde que aplicados em conjunto, retirar o viés inflacionário da condução da política monetária. De acordo com Muscatelli (1998 apud Cardim de Carvalho et al, 2007), a solução de não delegação para um Banco Central deve ser preferível quando existe uma incerteza quanto às suas preferências. A presença de incerteza sobre as preferências do Banco Central estimula o *trade-off* entre a política de estabilização do produto e do controle inflacionário.

Os dois modelos mostram duas vertentes distintas em relação à independência do Banco Central, podendo ser de objetivos ou de instrumentos. “Um Banco Central ao qual é dado o controle sobre as ferramentas da política monetária e permitido o uso delas tem independência de instrumentos; um Banco Central que determina o seu próprio objetivo de política tem independência de objetivo” (Fischer, 1995, apud Cardim de Carvalho et al, 2007). Esse autor argumenta que resultados teóricos e empíricos confirmam que a ideia de um Banco Central com independência de instrumentos é preferível a um Banco Central com independência de objetivos.

A relevância da discussão em relação à independência do Banco Central está em apontar qual o melhor método para que a política monetária possa galgar altos níveis de credibilidade e comprometimento com as metas garantindo o bom funcionamento do regime de metas para inflação. No entanto, pode ser atribuída ao Banco Central autonomia na condução da política monetária e não sua independência plena. “Neste caso, a autoridade monetária teria autonomia para utilizar os instrumentos de política monetária definidos pelo governo” (Crocco; Jayme, 2003, p. 6).

Assim sendo, a defesa de um Banco Central independente, por um lado, reforçaria a reputação e a credibilidade das autoridades monetárias sendo visto com “bons olhos” pelo mercado financeiro, que favorece o ingresso de capitais estrangeiros e o equilíbrio nas contas externas, sobretudo nos países emergentes. No entanto, desde que seja adotada uma autonomia operacional, o governo iria manter o controle sobre a economia, definindo a meta de inflação de acordo com os seus interesses. Por outro lado, o aumento de confiança dos agentes econômicos no comprometimento do Banco Central em alcançar os seus objetivos permitiria uma convergência mais rápida das expectativas inflacionárias e isso, iria facilitar a redução da taxa de juros diminuindo o sacrifício em termos de produto e emprego.

Na próxima seção serão analisadas as especificidades das características do regime de metas para a inflação no Brasil.

2.1 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Antes da década de 1980 o Brasil obteve um crescimento econômico considerável. Já na década de 1980 – década perdida – tivemos uma grande taxa de inflação além da queda do crescimento, que perdurou até a primeira metade dos anos 1990. Nesse meio tempo, foram adotados vários planos para o controle dos preços. Atualmente existe uma convergência de ideias em relação das vantagens de se ter uma estabilidade de preços – tida como condição mínima para que se tenha um crescimento auto-sustentado. No médio e longo prazo uma inflação tida como alta não trás um crescimento, ela cria um ambiente não favorável para os investimentos que por sua vez, acabam afetando as camadas menos abastadas da sociedade como um todo, pois concentram a renda.

A forma de transmissão da política monetária se dá através das mudanças da taxa SELIC – tida como o principal instrumento da política monetária – que acaba por afetar o comportamento de diversas variáveis econômicas, principalmente o produto e o nível de preços. A taxa SELIC é a taxa de juros média que incide sobre os financiamentos diários com prazo de um dia útil, lastreados por títulos públicos, ou seja, é a taxa de juros que equilibra o mercado de reservas bancárias. O COPOM estabelece a meta para a taxa SELIC, e cabe à mesa de operações do mercado aberto do Banco Central manter essa taxa próxima à meta.

Em março de 1999, ambiente marcado pela incerteza quanto ao impacto da desvalorização do real sobre a inflação, o governo brasileiro expressou a intenção de passar a conduzir a política monetária com base num arcabouço de metas de inflação. No dia primeiro de julho desse mesmo ano, o Brasil adotou formalmente o regime de metas de inflação como diretriz de política monetária, com a edição do Decreto nº 3.088 pelo Presidente da República, em 21 de junho de 1999. Em 30 de junho de 1999, o Conselho Monetário Nacional (CMN) editou a Resolução nº 2.615, tratando da definição do índice de preços de referência e das metas para a inflação para 1999 e para os dois anos subsequentes.

As principais características do regime de metas de inflação são: a) a escolha do índice cheio para a inflação - são avaliados todos os itens presentes no IPCA; b) escolha da meta e estipulação das bandas cambiais; c) o horizonte da meta é de 12 meses, ou seja, um ano contados de janeiro até dezembro; d) carta aberta no caso do não cumprimento da meta, além de possíveis soluções, e; e) transparência na condução do regime de metas.

A meta para a inflação é definida em termos da variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE. O IPCA é um índice de preços ao consumidor e sua escolha se traduz na medida mais adequada para avaliar o poder de compra da população, pois abrange todo o país ao incluir todos os domicílios com renda entre 1 e 40 salários mínimos.

A opção pela adoção do índice cheio se deve a dois fatores. O primeiro é que no longo prazo o núcleo e a inflação tendem a se igualar e no curto prazo podem se diferenciar de maneira significativa. O segundo tem relação com a transparência e credibilidade. Assim a explicação para a população do regime de metas se faz necessário para sua melhor compreensão, e para isto procuram utilizar ferramentas de maneira mais transparente possível. Deste modo, a utilização do índice cheio, que não exclui nenhum produto do cálculo de inflação, permite manter a credibilidade do plano.

Optou-se pelas bandas cambiais por dois motivos. O primeiro é que nenhum Banco Central possui total controle sobre as oscilações dos preços. O que se faz é mover a taxa SELIC para afetar, através de mecanismos indiretos, o progresso dos preços. A inflação está sujeita a fatores externos ao do Banco. Também existem diferenças nos mecanismos de transmissão da política monetária. Quando ocorre um choque inflacionário hoje, mesmo que o Banco Central responda de forma rápida, é possível observar um aumento da taxa de inflação no curto período de tempo. O segundo nos diz que com a adoção das bandas, o Banco Central pode ajustar os choques, além de permitir que essa autoridade monetária cumpra a meta sem que a política monetária se torne demasiadamente restritiva.

Apesar disso, essa banda não deve ser muito extensa, pois poderia se criar uma ideia de falta de compromisso em alcançar seu centro, ou seja, a sua utilização precisa ser feita com critério e parcimônia.

Em suma o regime de metas de inflação está baseado no controle de apenas um instrumento, a taxa de juros de curto prazo, e por isso, não é possível buscar outras metas para o câmbio ou o crescimento econômico. Para analisar a dinâmica do regime de metas de inflação no Brasil, a próxima seção tem como objetivo analisar o histórico deste regime nesta economia.

3. HISTÓRICO INFLACIONÁRIO BRASILEIRO, REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E DISCUSSÃO SOBRE A VALIDADE DA CURVA DE PHILLIPS NO BRASIL

Para entender a crise inflacionária e os planos econômicos dos anos de 1980 é preciso recuperar o processo histórico de desenvolvimento brasileiro. Nos anos de 1970 o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), contribuiu para o “milagre brasileiro”, caracterizado por um período de forte crescimento, média de acima de 10% ao ano. Esse plano foi baseado no total controle do processo industrial e um dos efeitos causados por esses controles foram à grande disseminação dos bens de consumo duráveis entre as famílias brasileiras. O grande endividamento nacional, que foi adquirido para financiar esse crescimento, levou ao aumento da inflação, que ficou na média de 15% a 20% a.a. naquele período. Isso resultou em um período inflacionário que não foi acompanhado pelo crescimento da economia, além da escassez do financiamento externo. Sendo assim, ocorreu à emissão de moeda que gerou inflação e esta por sua vez provocou uma queda nos gastos, desindexação dos salários e elevação dos juros.

Planos para o combate a inflação foram implementados, dentre eles o primeiro foi o Plano Cruzado, que contou com a criação de uma nova moeda. Essa nova moeda foi elaborada com a ideia de conter a intensa inflação, em torno de 19% ao mês em 1985, ou seja, iria se combater a inflação sustentando os níveis de produção. As manobras para isso foram o congelamento de preços, o gatilho salarial, além de promover uma reforma monetária. Entretanto, a inflação continuou alta, revelando o fracasso do Plano Cruzado, e no dia 21 de novembro daquele mesmo ano, é lançado um novo conjunto de medidas, chamado de Plano Cruzado II.

As novas estratégias de combate à inflação continuaram no governo Sarney. Destaque para os Planos Bresser (no primeiro semestre de 1987) e Verão (início de 1989, que cria o cruzado novo). Criou-se, assim, o paradigma da década perdida, caracterizado pelo fracasso dos planos de estabilização da economia, por meio do combate à inflação e o esgotamento do modelo de desenvolvimento da década anterior, fundamentado em inúmeras intervenções do Estado na economia.

A troca de governo ocorrida através de eleições diretas trouxe mais um pacote de medidas de combate à inflação, o Plano Collor, que entrou em vigor no dia 16 de março de 1990. Houve novamente a substituição da moeda, cruzado novo por cruzeiro, e a economia sofreu um duro golpe, o grande calote, como o sequestro da poupança, o que acabou por comprometer ainda mais a credibilidade das autoridades monetárias.

A última experiência de medidas de contenção da inflação foi o Plano Real, proposto em 1994, trouxe elementos que já haviam sido propostos em anos anteriores. Nesse modelo há uma transposição gradual da moeda usual até que seja totalmente substituída pela indexada. No Plano Real, o dólar era o lastro da URV (Unidade Real de Valor) em 1993, que mais tarde, em 1994, tornar-se-ia a nova moeda do Brasil, o Real. Este conjunto de medidas fez a inflação cair para perto de zero e se manter.

No início da adoção do regime de metas, o Banco Central do Brasil estava preocupado com o não cumprimento do limite inferior da meta e com a descrença por parte dos agentes econômicos e, por isso, ele começou a reduzir de forma mais lenta a taxa SELIC, fechando o ano de 1999 em 19,04%, com viés de baixa. Essa redução da taxa de

juros foi acompanhada de um aumento do IPCA que fechou o ano em 8,94%, ou seja, dentro do intervalo que havia sido estipulado. Esse aumento do IPCA em 1999 gerou uma expectativa por parte dos agentes de que o governo não iria conseguir atingir a meta para a inflação estabelecida. A elevação do IPCA ocorreu devido ao aumento dos preços administrados e a redução da quantidade de produtos agrícolas no cenário mundial devido às péssimas condições climáticas, além de uma maior procura desses produtos no mercado internacional.

Em relação ao crescimento da economia brasileira esperado para o ano de 1999, as expectativas não eram otimistas. Tudo isso em decorrência da troca do regime de câmbio administrado para o regime de câmbio flutuante, e da conjuntura econômica internacional que apresentava sucessivas crises. Para Meotti (2009), o resultado do PIB em 1999 foi devido a uma política monetária restritiva conduzida de forma a alcançar a estabilidade de preços almejada com o uso das metas de inflação. Ao longo do ano 2000, a condução da política monetária foi marcada por incertezas no exterior. Sendo assim, destacam-se os aumentos dos preços internacionais do petróleo, as incertezas sobre o rumo e os resultados da política monetária norte americana com o temor de uma recessão naquela economia, bem como as dificuldades enfrentadas pela economia da Argentina. A inflação, medida pelo IPCA, ficou em 5,97%, inferior ao centro da meta que foi definido em 6% (BACEN, 2001; GREMAULD et. al., 2009). Em relação à taxa SELIC houve uma queda, fechando o ano de 2000 em 15,84%. Essa queda na taxa de juros ocorrida ao longo de 2000 pode ser atribuída a uma conjunção de fatores positivos, destacando-se as medidas governamentais visando ampliar a oferta de crédito e reduzir os juros, o aumento da concorrência entre os bancos, além do maior grau de confiança das instituições financeiras quanto à estabilidade do cenário interno e o crescimento do PIB foi de 4,3% em termos reais (BACEN, 2000).

Já ao final do ano 2000, as expectativas de inflação para 2001 elevaram-se. Tudo isso foi devido à crescente evolução das diretrizes econômicas promovidas pelas autoridades monetárias ao organizarem uma política monetária, e a diminuição da volatilidade dos mercados internacionais. A partir do mês de março desse mesmo ano, as autoridades monetárias mudaram o ritmo da condução da política monetária em virtude de fortes pressões sobre a taxa de câmbio que poderia levar a uma depreciação cambial e interromper o processo de diminuição das taxas de juros – GREMAUD et. al., 2012; PIZA, 2006).

Modenesi (2005) menciona que as expectativas positivas em relação ao desempenho da economia brasileira foram mudadas já no início de 2001, devido às seguintes razões: i) a crise do setor energético brasileiro; ii) a elevação do preço do petróleo; iii) aprofundamento da crise econômica na Argentina; e, iv) a desaceleração da economia mundial. Esse cenário gerou uma saída de capitais internacionais da economia brasileira com consequente pressão de depreciação sobre a taxa de câmbio.

Preocupados que a depreciação do câmbio impactasse diretamente nos preços internos, a política monetária foi conduzida de um modo que houvesse uma maior oferta de moeda estrangeira na nossa economia, e por isso ocorreu o aumento das taxas de juros, e o Banco Central do Brasil promoveu leilões de dólares diariamente no mercado à vista. Logo, o COPOM, a partir de julho de 2001 inverteu a trajetória de queda da SELIC elevando para 19,05% ao ano e mantendo-a nesse patamar o durante o resto do ano. A depreciação cambial reverteu às expectativas para o futuro. Em função dos fatos citados, em 2001 a meta previamente estabelecida para a taxa de inflação não foi cumprida, tendo atingido valor de 7,67%, valor acima do limite superior permitido pelo intervalo de tolerância que era de 6,0%.

De acordo com Sicsú (2002a) os choques externos e internos, pelos quais passaram a economia brasileira no ano de 2001, foram cruciais para a queda acentuada no índice de credibilidade nas metas de inflação ao longo do ano. Val Munhoz (2006) apontou que o insatisfatório desempenho econômico apresentado no ano de 2001 não se deve apenas ao não cumprimento da meta de inflação, mas também ao fato de que o crescimento real do PIB no ano foi de 1,31%. Apesar do resultado em relação ao PIB e à meta de inflação, Piza (2006) analisa positivamente o ano de 2001 devido ao superávit primário ter ultrapassado a meta inicial de 3,3% do PIB, chegando 3,8%. O Banco

Central do Brasil, através da carta aberta de janeiro de 2001, retratou que as decisões que foram tomadas em 2001 eram para sanar os problemas referentes aos choques adversos que impactaram diretamente na economia brasileira. A autoridade monetária pode observar que para o ano de 2002, havia poucas possibilidades de choques expressivos impactarem no funcionamento da economia brasileira. Havia ainda a expectativa de uma grande queda da inflação dos preços administrados por contrato e ainda uma diminuição dos juros internacionais. No contexto interno, porém, havia dúvidas em relação à evolução da economia brasileira em 2002 devido à instabilidade que foi causada pelas eleições (GREMAUD et. al., 2012).

No primeiro semestre de 2002 o Banco Central decidiu manter a meta para a taxa SELIC entre 18,5% e 19%, o que, de acordo com seu modelo estrutural, seria suficiente para garantir uma taxa de inflação abaixo de 4,0%, garantindo a manutenção da taxa de câmbio no nível verificado à época, fechando o semestre próximo a R\$ 2,85 (SQUEFF, 2009). Entretanto podemos observar que desde os últimos meses de 2001 e o começo do ano de 2002, fatores como crise da Argentina, escassez dos alimentos aumentando consideravelmente os preços dos mesmos, gerando uma crise mundial, e a possível troca do governo de PSDB para o PT gerou um cenário de desconfiança por parte dos agentes, criou-se uma situação insustentável forçando os preços para cima (BACEN, 2002). No cenário externo, o lento crescimento mundial, o aparecimento de tumultos contábeis em grandes empresas americanas, as crises observadas em países emergentes e a probabilidade de uma nova guerra no Golfo geraram um aumento na aversão ao risco, com conseqüente redução nos fluxos de capitais internacionais (BACEN, 2002).

Na reunião de junho de 2002, o Conselho Monetário Nacional decidiu deixar de perseguir a meta de inflação estabelecida para o ano de 2002 que era de 3,5% com intervalo de flutuação de 2 pontos percentuais para cima ou para baixo. Isso, porque não seria mais possível reverter às expectativas de inflação para 2002 dado a defasagem com a qual a política monetária exerce seus efeitos sobre a economia. Nessa mesma reunião, o foco começou a ser a meta de 2003 que, aparentemente, seria atingida com folga de acordo com as expectativas. Além disso, a meta de inflação para 2003 foi revista para cima, de 3,25% para 4%, com expansão também no intervalo de tolerância, que passou de 2 pontos percentuais para 2,5 pontos percentuais. A taxa SELIC foi considerada elevada fechando o ano de 2002 em 24,9%.

Piza (2006) analisa o ano de 2003 dividindo-o em dois períodos. O primeiro período refere-se ao primeiro semestre deste ano. O marco no cenário interno para esse período pode ser definido pelo receio em relação à nova orientação ideológica política eleita em 2002 para governar o país. Em relação ao cenário externo, estão as inquietações em relação à recuperação da economia mundial, e as repercussões da guerra no Iraque. Sendo assim, ocorre o aumento do risco-país, diminuição de recursos externos e uma depreciação da taxa de câmbio. A taxa de inflação alcançou 5,13% no acumulado no primeiro trimestre do ano. Diante disso, havia evidências de que a meta de inflação proposta para o ano de 2003 deveria ser reajustada, a despeito da alteração já ocorrida em junho de 2002, quando foi elevada para 4,0% com margem de tolerância de 2,5%. Desta forma, em janeiro de 2003, o Banco Central propôs, em carta aberta ao Ministro da Fazenda, uma elevação na meta para o IPCA, fixando-a em 8,5% (BACEN, 2003). E nesse mesmo ano a meta a ser alcançada para o ano de 2004 teve de ser ajustada de 3,5% para 5,5% calculada a partir das estimativas dos impactos inerciais da inflação anterior e do efeito primário dos choques dos preços administrados. Em dezembro, a meta foi fixada em 16,5%.

A partir de maio de 2003 a taxa de inflação acumulada em 12 meses atingiu seu ápice do ano (17,2%) e a partir daí entrou em trajetória declinante finalizando o ano em 9,3% (IPCA), o que justificaria a queda dos juros em maior magnitude antes de junho, quando se iniciou efetivamente o processo de redução dos juros da política monetária.

De 2004 a 2009 o Brasil viveu um período de estabilização dos preços e da retomada do crescimento econômico. O bom desempenho ao longo do ano de 2004 foi devido à recuperação econômica que teve início em 2003. Os bons resultados foram significativos devido a um aumento por uma maior demanda do consumo interno, e

pelo aumento do volume das exportações. No ano de 2004, o IPCA foi de 7,60%, sendo este valor abaixo do limite superior de 8,00% do intervalo de tolerância. Em se tratando dos preços livres, eles registraram uma variação de 6,55% em 2004 (BACEN, 2004; Piza, 2006).

O COPOM adotou, a partir de setembro de 2004, uma postura mais taxativa na condução da política monetária. A tática de elevação gradual da taxa de juros representou uma inversão da trajetória de redução das taxas iniciada em meados de 2003. Essa elevação na taxa de juros consistiu na opção apropriada para a manutenção da estabilidade dos preços em um ambiente caracterizado por acentuada expansão na atividade econômica interna (BACEN, 2004). O relatório de inflação apresentado pelo Banco Central do Brasil em março de 2005, mostrou que segundo o IBGE, o PIB teve um aumento de 5,71% em 2004, mostrando uma recuperação da demanda interna em virtude da maneira como a economia estava sendo conduzida, que incitou investimentos alavancou o crédito e colaborou com a ampliação da renda. Sendo assim, em 2004 ocorreu o cumprimento da meta, ainda que dentro do intervalo de tolerância (a meta que era inicialmente de 3,75% teve que ser modificada em junho de 2003 para 5,5%).

Sobre o ano de 2005 a inflação atingindo 5,69%, dentro do intervalo de tolerância da meta que era de 4,5%. O cumprimento da meta foi efetivado pelo segundo ano consecutivo. O COPOM em 2005 traçou como meta preservar as conquistas agregadas ao ambiente de preços estável. Até o início do segundo trimestre de 2005, foi mantido a tática de elevação das taxas de juros iniciadas no segundo trimestre de 2004, seguindo o ritmo de expansão da demanda agregada, objetivando garantir a convergência da inflação às metas. Em janeiro de 2005, elevou-se a taxa SELIC para 18,25% (contra 17,75% no final de 2004), analisando os riscos da não convergência da inflação para as trajetórias de metas.

Para Piza (2006), o Banco Central estava com medo da volta da inflação, e por isso manteve a política de aumento gradual da taxa SELIC. Sendo assim, a taxa foi elevada para 19,75% em maio de 2005, continuando nesse nível até agosto daquele ano. No entanto, no mês seguinte o COPOM avaliou que a inflação seria benigna e que estavam sendo esfriados em virtude da transitoriedade dos determinantes da inflação no curto prazo, em especial os efeitos dos reajustes dos preços domésticos dos combustíveis e da reversão parcial favorável dos preços dos alimentos, terminando o ano de 2005 com a taxa SELIC em 18%.

A taxa SELIC durante o ano de 2006 apresentou-se de maneira declinante terminando o ano ao nível de 13,19%. O cenário externo, representado por uma maior liquidez no mercado financeiro, devido ao crescimento da economia mundial, e por uma menor aversão ao risco por parte dos investidores externos e o desempenho favorável da economia brasileira favoreceram o Banco Central a ampliar o volume de reservas (BACEN, 2006). O IPCA registrou o valor de 3,14% (abaixo do centro da meta – 4,5% – porém dentro do intervalo das bandas – 2,5% e 6,5%).

Em 2007 o IPCA fechou em 4,46% muito próximo ao valor central de 4,5% para a meta de inflação. Preocupados com o aumento da probabilidade de que a pressão inflacionária decorrente de fatores externos como a crise dos alimentos na Ásia trouxesse riscos para a trajetória da inflação doméstica fazendo com que a taxa SELIC fechasse o ano em 11,18%. O PIB apresentou um crescimento de 6,09% no ano de 2007, e o do PIB per capita foi de 4,5%. De acordo com o Banco Central o crescimento registrado em 2007 esteve agregado com a maior flexibilidade da demanda interna, devido tanto à aceleração significativa dos investimentos como à manutenção do crescimento do consumo das famílias, além da manutenção da forte demanda externa por produtos brasileiros.

Para Meotti (2009) o ano de 2008 enfrentou a mais densa crise econômica desde o ano de 1929. A crise mundial foi oficialmente iniciada com a quebra do quarto maior e mais tradicional banco de investimentos norte americano, o Lehman Brothers. O *boom* dessa crise financeira mundial ocorreu devido à queda no preço dos ativos imobiliários nos Estados Unidos, gerando uma inadimplência junto aos devedores hipotecários americanos, principalmente dos créditos *subprime* impactando diretamente a maioria das mais tradicionais instituições financeiras do mundo.

O Brasil possui um sólido sistema financeiro e por isso nossos bancos não foram impactados diretamente pela crise. A maior aflição da crise mundial que impactou nossa economia foi à restrição de liquidez mundial,

comprometendo a rolagem das dívidas em moedas estrangeira e ocasionando a diminuição no volume de crédito ofertado no país. O ano de 2008 se iniciou com a SELIC fixada nos três primeiros meses do ano em 11,25%. No segundo semestre, a fim de conter os efeitos inflacionários, a autoridade monetária elevou a taxa de juros, fechando o ano em 13,67%. Mesmo com o impacto negativo da crise, o PIB apresentou um aumento de 5,17%, em 2008 e a inflação chegou em 5,9%.

Em 2009 a situação favorável se reverteu, e o Brasil sentiu mais fortemente os efeitos da crise mundial e a economia brasileira esteve intimamente ligada à economia mundial nesse ano. Durante o ano de 2009 a SELIC ficou em 8,65%. Foi observado que o IPCA terminou o ano de 2009 abaixo do centro da meta de inflação que era de 4,5%, mas dentro do intervalo de tolerância estipulado, atingindo 4,31%. O Produto Interno Bruto do Brasil teve contração de 0,33% em 2009.

Em função da alta da inflação, a taxa SELIC foi alterada fechando o ano de 2010 em torno de 10,67% para impedir que a inflação ultrapassasse o limite superior de 6,5%. Foi observado que o IPCA terminou o ano de 2010 acima do centro da meta de inflação que era de 4,5%, mas dentro do intervalo de tolerância estipulado, atingindo 5,91%, a mais forte elevação para este indicador desde 2004, quando o índice subiu 7,6%. O grande vilão apontado para a alta da inflação foram os alimentos, que neste ano acumulou 10,39% e com isso representou cerca de 40% do IPCA.

No ano de 2010 vários fatores afetaram diretamente a oferta de alimentos tanto no mercado doméstico quanto no mercado internacional. Ocorreram diversos problemas de safra em países produtores em escala mundial, como a Rússia, por exemplo, o que contribuiu na elevação dos preços de *commodities* de uma maneira geral, no mundo. Além do aumento na demanda por alimentos nos mercados doméstico e internacional, mas que não foi acompanhado pela oferta de produtos na mesma magnitude, o que ajudou a provocar elevação de preços. O Produto Interno Bruto do Brasil teve aumento de 7,53% em 2010 e também apresentou taxas recordes de contratação de mão-de-obra, queda no desemprego e aquecimento na produção industrial.

Em três consecutivos até 2010 o IPCA seguiu o comportamento da evolução dos preços do grupo alimento. Também é possível verificar que houve uma inflação puxada pelo aumento de demanda. Há uma pressão porque há mais emprego, mais renda e, com isso, mais demanda por serviços.

O IPCA terminou o ano de 2011 no teto da meta de inflação que era de 6,5%, a maior em sete anos - a última vez que a taxa de inflação ultrapassou o teto da meta foi em 2003. Naquele ano (2003), o IPCA fechou com alta de 9,30% e o teto da meta era de 6,5% com centro em 4%.

O vilão responsável pela aceleração foram os transportes, aumento de 6,05%. Mesmo com os preços de alimentação e bebidas apresentado elevação menor que em 2010, este foi o grupo que exerceu o maior impacto na inflação de 2011. O gasto com esses grupos correspondem a 23,46% do orçamento das famílias do país e 1,69 ponto percentual do índice de inflação (ou 26% do índice). Isto se deve à forte pressão dos alimentos consumidos fora do domicílio, cujos preços subiram 10,49% em 2011, seguindo a alta de 9,81% de 2010.

Durante o ano de 2011 a SELIC ficou em 10,91%, mas o Banco Central começou 2011 subindo os juros, apertando o crédito para reduzir o consumo. Esse arrocho foi tão forte que, no início do segundo semestre, a economia puxou o “freio de mão” e registrou estagnação no terceiro trimestre. Com a piora da crise Europeia, o receio do Banco Central de que o PIB poderia sofrer ainda mais com a baixa demanda da economia mundial, o COPOM começou a baixar os juros em agosto, para surpresa do mercado.

O ano de 2011 foi um ano muito complexo. A crise econômica que teve início com o *subprime* norte americano ainda permanecia no âmbito internacional, principalmente na Europa, em especial na Zona do Euro. O cenário interno apresentou, inicialmente, o problema da inflação (devido ao comportamento dos preços internacionais das *commodities*, de quebras de safra observadas nos primeiros meses do ano, da pressão dos preços de serviços, além da

habitual força da demanda doméstica) e a partir do meio do ano o problema se transferiu para o baixo crescimento da economia.

O PIB fechou o ano de 2011 com um aumento de 2,73%. Houve uma acomodação da atividade econômica, após crescimento considerável de 2010, pela retirada dos estímulos fiscais anticíclicos, além das tradicionais preocupações com o controle da inflação e com o comportamento da taxa de câmbio. No cenário internacional também ocorreram problemas de negociação do nível de endividamento dos Estados Unidos da América.

Observou-se que o IPCA terminou o ano de 2012 acima do centro da meta de inflação que era de 4,5%, mas dentro do intervalo de tolerância estipulado, atingindo 5,84%. O Produto Interno Bruto do Brasil teve aumento de 0,87% em 2012.

O desempenho do PIB foi influenciado pelo baixo desempenho da agropecuária (redução de 2,3% - comparado com 2011), causado pelo período de seca e chuvas no país, e da indústria, que apresentou um resultado fraco (retração de 0,8% - comparado com 2011). O resultado da agropecuária decorreu, em grande parte, do fraco desempenho da pecuária e da queda de produção e de produtividade de várias culturas importantes da lavoura brasileira, com exceção do milho e do café. O setor de serviços apresentou crescimento de 1,7% (comparado com o ano de 2011).

O consumo das famílias cresceu 3,1%, os gastos do governo aumentaram 3,2% e a formação bruta de capital fixo (investimento em máquinas e equipamentos e na construção civil) recuou 4% no ano. Os dados do IBGE informam que a taxa de investimento atingiu 18,1% do PIB. Em 2011, o investimento representou 19,3% do PIB, e 19,5% no ano anterior. Essa taxa, portanto, vem se reduzindo desde 2010. No setor externo, as exportações cresceram 0,5%, e nas importações, houve avanço de 0,2% em 2012. Neste ano o Brasil apresentou dados positivos como um bom resultado no emprego, o aumento na aquisição da casa própria, automóveis, ou seja, pode-se dizer que para a população foi um ano de melhoria das condições de vida.

Em 2009 a crise econômica mundial teve impacto sobre o ritmo da economia nacional. Mas como o governo afrouxou a política monetária e fiscal, e o mercado internacional de *commodities* se recuperou de forma rápida, houve forte recuperação em 2010. Porém, em 2011 e 2012, apesar da continuidade dos estímulos governamentais, houve um retorno para o padrão de baixo crescimento, apesar de o país ainda poder contar com um cenário externo bastante favorável em termos de preços de *commodities* e disponibilidade de crédito. O crescimento brasileiro em 2012 foi abaixo do esperado, e ainda "causou" certa surpresa, pois o governo deu vários estímulos (redução do quadro de juros, desonerações em folhas de pagamento e redução de impostos), os investimentos encolheram e a indústria entrou em recessão mesmo com os objetivos da política monetária voltados para o crescimento econômico.

Em 1958 Phillips divulgou seus estudos relacionando a taxa de desemprego com a taxa de variação do salário nominal, e constatou que existia uma relação inversa não linear entre essas variáveis. Mais tarde, em 1960, Paul Samuelson e Robert Solow realizaram o mesmo estudo substituindo a taxa de variação dos salários nominais pela taxa de inflação alegando que existia uma igualdade entre essas variáveis, e por isso também encontraram uma relação inversa não linear entre estas, e chamaram essa relação de Curva de Phillips. Desde essa época essa curva passou a ser utilizada nas decisões das políticas macroeconômicas.

A ideia era que no longo prazo a economia tenderia para a taxa natural de desemprego, ou seja, o governo iria fazer uma política monetária expansionista para ampliar o produto e como consequência o nível de emprego. Desta forma pode-se verificar na Curva de Phillips que enquanto o desemprego está baixo a inflação está alta e vice versa. Isso porque, quando o nível de emprego está acima da taxa natural devido ao excesso de demanda por trabalhador, isso iria causar uma pressão no nível dos salários (não de forma imediata, pois são contratos). Quando esses contratos forem renegociados, eles teriam um aumento, o que por sua vez causaria uma queda da demanda por trabalhador. Os preços iriam aumentar e o produto e a taxa de emprego retornam as suas taxas naturais. Ou seja, essa ação da política econômica não teria efeito no longo prazo, ela apenas iria gerar inflação.

Sendo assim, a curva de Phillips negativamente inclinada passou a valer apenas no curto prazo, dado que no longo prazo ela torna-se uma reta vertical. E por esse motivo, a ideia de que os governos precisariam escolher entre inflação e emprego tornou-se uma falácia.

Pode-se dizer que a Curva de Phillips é um tanto quanto incerta. Segundo Sicsú (2002), não existem evidências, entre os economistas, de que a Curva de Phillips com expectativas possa realmente explicar a realidade.

De acordo com Mendonça (2006), o regime de metas tornou verdadeiro *trade-off* entre desemprego e inflação. Quando se utiliza do modelo IS-LM para transmitir a política monetária e da Curva de Phillips, pode-se perceber que o controle da inflação é realizado através da taxa de juros (SELIC), e esta por sua vez reduz a demanda agregada. Ou seja, para Sicsú (2002) a inflação está sendo controlada a custo da queda no crescimento econômico e está é o principal argumento dos críticos do Regime de Metas para Inflação.

O Governo realiza intervenções na economia para induzir o consumo, com desonerações para alguns segmentos de produtos e em folhas de pagamentos. Sendo assim, houve a retomada do viés da alta da taxa SELIC a qual foi utilizada pelo Governo para controlar a inflação.

Todas essas ações por parte do Governo possuem um efeito colateral de frear o crescimento econômico, pois fazer crescer o PIB, não somente se faz elevando o volume de recursos em investimentos, como os macroprogramas que o Governo colocou a disposição da economia brasileira, como o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e o Brasil Maior (PBM), assim sendo o PIB já teria voltado a crescer sem problemas, mas nada ocorreu nesses últimos 3 anos (PIMENTEL, [s. d.]).

O investimento como instrumento de política monetária, acarreta considerações restritivas ao crescimento econômico, pois, para se aumentar os investimentos na economia é preciso que exista poupança – o brasileiro apresenta baixa propensão a poupar, pois ainda é pobre, sem que se tenha satisfeita suas necessidades básicas. Outro fator é o Governo forçar a poupança através dos impostos, porém, com todas as pontuais desonerações havidas, é difícil encontrar soluções a curto e no longo prazo. Ainda nesta ideia, um fator inibidor do crescimento dos investimentos são os riscos no ambiente de negócios, que ameaçam o retorno sobre o capital investido.

Sendo assim, a equipe econômica do Governo precisa buscar adequados instrumentos de política econômica compatível ao do estágio da economia brasileira para controlar a inflação, com maiores volumes de investimentos que permita o crescimento econômico e geração de novos postos de trabalho, de forma sustentável no longo prazo.

Quando Jim O'neill criou o termo "BRICS" (Brasil, Rússia, Índia, China e África o Sul), colocando esses países com efetivo potencial de crescimento econômico no final do século XX, colocou o Brasil no mapa econômico mundial, tendo alcançado taxas de crescimento média de 2,3% ao ano entre 1995 e 2002 e taxa média de 4% ao ano, até 2010, quando foi atingido pela grave crise financeira mundial, que ainda persiste no mundo capitalista, principalmente nos países da zona do euro. Nesse período, o Brasil apresentou um desaquecimento econômico.

A situação da economia brasileira é incomum, pois o desempenho das variáveis macroeconômicas apresentou um comportamento também incomum, frente às ações do governo na economia com "equivocada" aplicação dos instrumentos de política econômica, ora para induzir consumo, ora para restringir demanda, ora aumentando restrições de crédito, etc., ou seja, os instrumentos de política monetária e de política fiscal têm sido usados de várias formas e com objetivos diferentes.

Alguns economistas acreditam que inflação alta e crescimento econômico baixo, indica que o modelo de crescimento baseado na expansão do consumo, parece que chegou ao seu esgotamento. Sendo assim, o Brasil só conseguirá sair dessa situação se realizar mudanças estruturais que destravem investimentos fixos produtivos, possibilitando o aumento da competitividade da nossa economia no setor externo.

Por outro lado, outros economistas entendem que a economia brasileira está atravessando uma estagflação, onde o país apresenta um mercado de trabalho aquecido, com favoráveis resultantes na criação do trabalho formal,

onde a renda da população de média e baixa estratificação tem aumentando, provocando aumento da demanda, acarretando o endividamento das famílias e, conseqüentemente, pressionando a inflação para cima.

Pimentel (s. d.) constatou que a falta de investimentos em infraestrutura demonstra que a oferta estagnou e que alguns setores da indústria tentam retomar a produção com insuficientes volumes de investimentos produtivos, fazendo com que a economia, mesmo empregando e, estando à capacidade instalada utilizada no limite das curvas de possibilidades de produção, provoca um estado em que a economia não tem como crescer sem pressionar a inflação.

Sendo assim, é percebido pelas famílias que o orçamento doméstico encolheu, bem como também seu poder de compra. Na avaliação de alguns economistas, o governo está lidando de forma errada com o cenário de baixo crescimento e inflação alta. Ao invés de procurar enfrentar os motivos que travam os investimentos fixos produtivos, o governo continua a estimular o crédito e a reduzir impostos em segmentos pontuais do mercado, sem que isso perdure na economia.

Desde 2011 o crescimento caiu, a inflação tem se elevado e os estímulos dado pelo governo, pode-se dizer que tem gerado inflação sem produzir o tão perseguido crescimento. Dentre as políticas adotadas pelo governo, pode-se dizer que elas não são independentes entre si, ou seja, essas escolhas acabam afetando outras variáveis macroeconômicas. As desonerações tributárias e adoção de instrumentos de política cambial por si não poderão segurar as alterações de preços dos produtos. A alteração nas taxas de juros pode provocar um indicativo de um viés de alta na taxa SELIC, o que impactará os investimentos produtivos na nossa economia.

Alavancar o crescimento da economia brasileira tem sido a principal meta do governo Dilma. Os programas realizados pelo governo tratam de um conjunto de ações que possui como objetivo principal, melhorar a competitividade da indústria nacional, assim as ações de apoio à indústria buscam fortalecer a competitividade, acelerar ganhos de produtividade, promover o adensamento produtivo e tecnológico das cadeias de valor, ampliar mercados, criar empregos de melhor qualidade e garantir um crescimento inclusivo e sustentável.

Para tanto, ocorreu à diminuição de juros bancários, começando pelos bancos públicos seguidos por bancos privados. Ocorreu um avanço nesse quesito dos juros, porém ainda apresentamos taxas elevadas quando comparadas com as taxas de juros praticados no exterior, pois desenvolvimento se faz com investimento fixo produtivo e condições favoráveis de financiamentos.

Pode-se observar que no segundo semestre/2002, período de disputa eleitoral entre partidos com orientações ideológicas políticas opostas, implicaram em instabilidades na política econômica que provocaram oscilações bruscas na SELIC, alta do IPCA e aumento do desemprego. Estes efeitos permaneceram até o início do ano seguinte. Pouco tempo depois a inflação começou a reduzir provocando um aumento na SELIC, especialmente no segundo e terceiro trimestre/2005.

Analisando o período pré-crise (início do ano de 2008), o período da crise e pós-crise (até o ano de 2012) pode-se concluir que no início de 2008, o desemprego teve um leve aumento, enquanto a SELIC e o IPCA permaneceram constantes. Nesse período a economia estava aquecida, não somente o Brasil, mas também a nível mundial. Em setembro deste mesmo ano, considerado o estopim da crise internacional, o desemprego e o IPCA ficaram constantes, a SELIC aumentou. A SELIC aumentou para conter a saída de dólares do país, pois os *players* do mercado buscam o dólar, considerado um ativo de segurança. Passado o período conturbado, pode-se observar a redução da SELIC em 2009, esse movimento se diferenciou do momento crítico da crise, pois o Brasil estava se recuperando da crise e apresentando tendências para o pleno emprego. No final do período analisado, 2012, ainda observou-se tendências para o pleno emprego, a SELIC apresentou o menor valor histórico já registrado e a inflação, é a grande preocupação do governo, pois todas as medidas para conte-la não surtiram efeitos.

3.1 INFLAÇÃO VERSUS CRESCIMENTO ECONÔMICO

Nos últimos anos a causa da inflação era vista como resultado do intenso crescimento econômico brasileiro, o qual era mundialmente invejado. Mas, o crescimento aquém do esperado do PIB, após instabilidades no mercado internacional, em 2008, mostrou que o desempenho do PIB não era sua causa, pois o IPCA era alto e o crescimento baixo.

O que se observa no Brasil é que os movimentos da SELIC nem sempre são claros, pois não necessariamente uma elevação desta taxa é garantia de que o Banco Central está querendo conter uma elevação dos preços ao realizar o aperto monetário, pois é possível que a SELIC esteja subindo, ao mesmo tempo em que está havendo uma forte expansão monetária, ou caindo quando esta havendo uma retração monetária. Isto é explicado pela presença de outros agentes na economia que também contribuem para a efetivação da política monetária, entre eles os bancos comerciais, que são através dos quais a população tem acesso às moedas disponibilizadas pelo Banco Central. Se esses bancos comerciais não se sentirem motivados a realizar empréstimos, mesmo que o Banco Central esteja fazendo políticas para aumentar a disponibilidade de moeda na economia e conseqüentemente reduzir a taxa SELIC, ao não repassar esse aumento da moeda ao consumidor final os bancos comerciais neutralizam os efeitos esperados pelo Banco Central e dependendo da magnitude de aversão ao risco do empréstimo pode ocasionar o aumento dessa taxa invés de sua queda.

Assim, a taxa SELIC e o desemprego apresentaram uma tendência de queda enquanto o IPCA sempre oscilou dentro de um intervalo sem apresentar uma tendência definida e, somente no final do período apresentou uma leve tendência de aumento. Dessa forma, apesar do Regime de Metas para a Inflação ter apresentado êxito no início em relação de poder controlar SELIC, controlando o IPCA, pode-se observar que no final do período essa relação não continua sendo válida. Uma das principais causas é o fato de que a partir do ano 2000, com a criação da Lei da Responsabilidade Fiscal, o Banco Central não pode mais injetar dinheiro diretamente na economia e afeta-la conforme o esperado, e deste modo, passou a depender do comportamento dos demais agentes do sistema financeiro para atingir seus objetivos, o que nem sempre ocorria por estarem percorrendo interesses opostos.

A relação entre desemprego e inflação no Brasil segue a lógica proposta pela Curva de Phillips. No entanto, o que não se observa é o comportamento esperado em relação ao nível de crescimento econômico, uma vez que a economia tem apresentado uma baixa taxa de desemprego nos últimos anos sem que isso seja acompanhado pelo crescimento do produto, o que pode ser explicado pela não renovação do investimento produtivo na economia, que faz com que está cresça pouco ou no mínimo mantenha o mesmo nível de produção anterior, sem se arriscar muito com medo do comportamento do mercado.

Em relação à baixa taxa de desemprego, pode-se dizer que esta tem ligação com o alto volume de investimento estrangeiro direto (IED) no País – esses investimentos têm crescido muito principalmente no final do período considerado (2010, 2011 e 2012) o que tem contribuído no “pleno emprego” da economia.

Levando em consideração a Curva de Phillips, pode-se dizer que ela não se confirma no Brasil devido à dinâmica do capitalismo, pois os IED's contribuem para: manter uma baixa taxa de desemprego na economia – o qual futuramente poderá render “frutos”, proporcionando ao Brasil taxas de crescimento real melhores; e um alto IPCA (inflação), pois está se empregando e qualificando mais mão de obra, e estas por sua vez elevam seu padrão de consumo.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como finalidade mostrar o comportamento do Regime de Metas para a Inflação no Brasil no período de 1999 até o final do ano de 2012. Fez-se também uma discussão sobre o desemprego versus crescimento econômico além de uma pesquisa bibliográfica acerca das teorias da condução da política monetária.

Verificou-se que logo no início, com a adoção do Regime, a autoridade monetária não conseguiu garantir que a inflação permanecesse dentro do intervalo estipulado, de modo que, ocorreu uma perda da credibilidade do regime por parte dos agentes econômicos, ao presenciarem que a inflação ficou fora do controle do Banco Central do Brasil, o que acabou por causar o descumprimento da meta. Os motivos foram de ordem interna e externa, entre eles destaque para a crise da Argentina, crise do setor energético, a nova orientação política ideológica eleita em 2002 e o atentado às Torres Gêmeas nos Estados Unidos da América (11 de setembro de 2001) que impactaram negativamente, resultando no não cumprimento das metas.

Dos quatorze anos analisados, apenas três não ficaram dentro do intervalo estipulado. De maneira geral, pode-se dizer que o IPCA manteve-se nos intervalos delimitados pela autoridade monetária, ou seja, sua utilização garantiu a estabilidade dos preços. Destarte, o baixo desempenho da atividade econômica também pôde ser notado no período, o que não é a preocupação principal do Regime, uma vez que o crescimento econômico só será almejado por essa política após o controle do nível geral de preços.

Considerando a Curva de Phillips (sabe-se que ela não possui uma teoria econômica e que é um “achado estatístico”), pode-se dizer que ao percorrer o objetivo principal de estabilidade do nível dos preços, a economia que se deparar com baixo desemprego e alta inflação deve, conseqüentemente, apresentar crescimento econômico. O que se verifica no Brasil, é que por outros fatores que também afetam essa dinâmica, a relação entre desemprego e inflação se mantenha negativa, mas sem que necessariamente uma queda na taxa de desemprego represente também um aumento na taxa de crescimento econômico. Desse modo, a taxa de juros não está impactando o IPCA na mesma magnitude que onera o produto. Isto pode ser visto como uma das limitações deste modelo, levando este autor a propor que seja realizado estudos na tentativa de encontrar outro instrumento, que não a taxa de juros, para controlar a taxa de inflação e ao mesmo tempo almejar o crescimento econômico. A Curva de Phillips não se confirma no Brasil, podendo ser explicado, além dos motivos elencados acima, pelo alto IED no Brasil.

Assim, em relação à adoção do Regime de Metas para a Inflação pode-se concluir que este mecanismo desempenhou um grande sucesso no combate da inflação. Com base nos resultados desta abordagem sobre o Regime, acredita-se que há espaço para a manutenção do mesmo, muito embora este deva sofrer algumas modificações para que não onere a economia como um todo.

ABSTRACT: The Regime of Inflation Targeting in Brazil was adopted on July 1st, 1999, being an instrument of monetary policy to control inflation. This method to control inflation adopts a goal for a certain price index, with the Brazilian case the IPCA, and the Central Bank should ensure price stability in the long run. To verify its adoption in Brazil, this study aimed to exposure scheme Inflation Targeting in Brazil, as well as its implementation and results obtained with its adoption of the year 1999-2012, an attempt was also made to a discussion about IPCA, Selic unemployment and on economic growth. The secondary objective was to address the most relevant literature on the conduct of monetary policy. Overall, it was found that the adoption of the Scheme Inflation Targeting in Brazil brought considerable gains in the period since mostly managed to keep it within the stipulated, ie within the range of the lower and upper band (these values, which according to the theory, put inflation under control). It was also found that the Phillips curve is not valid for Brazil.

KEY - WORDS: Monetary Policy; Inflation Targeting Regime; Brazil.

REFERÊNCIAS

- ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Inflation targeting: a critical appraisal**. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, 2003. (Working paper; n. 388). Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=447761>. Acesso em: 30/04/2013.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL - BACEN. **Relatório de Inflação, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 e 2012**. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?RELINF>>. Acesso em 20 de julho de 2013.
- _____. **Taxa SELIC**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SELICTAXA>>. Acesso em 30/09/2013.
- BARRO, R. J.; GORDON, D. B. **Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy**. Journal of Monetary Economics, North-Holland, 12, p. 1983, 101-121. Disponível em: <<http://www.wm.tu-berlin.de/fileadmin/fg124/geldtheorie/literatur/barro-gordon-c.pdf>>. Acesso em: 31/05/2013.
- _____. **A positive theory of monetary policy in a natural rate model**. Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 91(4), pages 589-610, August, 1983. Disponível em: <<http://web.uconn.edu/ahking/BarroGordon83.pdf>>. Acesso em: 30/04/2013
- BERNANKE, B. S., MISHKIN, F. S (1997). **Inflation targeting: a new framework for monetary policy?** Journal of Economic Perspectives, v. 11, n. 2, p. 97-116. Disponível em: <<https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w5893.pdf>>. Acesso em: 01/10/2013.
- BERNANKE, B. S.; WOODFORD, M. **Inflation forecasts and monetary policy**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1997. (Working paper; n. 6.157). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w6157.pdf?new_window=1>. Acesso em: 02/10/2014.
- CARVALHO, F. J. C., SOUZA, F. E. P. de, SICSÚ, J., PAULA, L. F. R. de, STUDART, R. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro, Campus, 2007.
- CROCCO, M.; JAYME Jr., F. G. **Independência e autonomia do banco central: mais sobre o debate**. Belo Horizonte: Cedeplar, 2003. (Texto para discussão; n. 199). Disponível em: <<http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20199.pdf>>. Acesso em 02/10/2014.
- FERREIRA, T. P.; PETRASSI, M. B. S. **Regime de metas para a inflação: resenha sobre a experiência internacional**. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, n. 30, 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/notastecnicas/port/2002nt30regimesmetas inflacaop.pdf>>. Acesso em: 26/04/2013.
- FRIEDMAN, M. **The role of monetary policy**. American Economic Review, v. 58, n. 1, p. 1-17, 1968. Disponível em: <<http://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf>>. Acesso em 18/01/2013.
- GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M.A.S. de; TONETO JÚNIOR, R. **Economia brasileira contemporânea**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

IPEADATA. **Dados Macroeconômicos (IPCA anual e mensal, PIB anual)**. <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em 30/09/2013.

KYDLAND, F. E. e PRESCOTT, E. C. **Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans**. Journal of Political Economic 85, N. 3, 1977, p. 473-492. Disponível em: <<http://www.minneapolisfed.org/research/prescott/papers/rulesdiscretion.pdf>>. Acesso em 27/02/2013.

MCCALLUM, B. T. **Two fallacies concerning central bank independence**. American Economic Review, v. 85, n. 2, p. 207-211, May 1995. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w5075.pdf?new_window=1>. Acesso em: 01/06/2013.

MENDONÇA, H. F. **A teoria da credibilidade da política monetária**. Revista de Economia Política, v. 22, n. 3 (87), p. 46-64, 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/87-3.pdf>>. Acesso em 28/06/2013.

_____. **Transparência, condução da política monetária e metas para inflação**. Nova Economia, v. 16, n. 1, p. 175-198, 2006. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/neco/v16n1/v16n1a05.pdf>>. Acesso em: 20/06/2013.

_____. **Metas para a taxa de câmbio, agregados monetários e inflação**. Revista de Economia Política, v. 22, n. 1 (85), p. 4-52, 2002a. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/metapara_taxa_de_cambio.pdf>. Acesso em 29/04/2013.

MEOTTI, F. V. **Implantação e Evolução do Sistema de Metas para A inflação no Brasil**. 2009. Dissertação Curso de Mestrado em Economia, Universidade Federal do Paraná, 2009. Disponível em: <<http://dspace.c3sl.ufpr.br/dspace/bitstream/handle/1884/24317/MEOTTI,%20FABIO.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 20/02/2013.

MISHKIN, F. S. **Inflation targeting in emerging-market countries**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2000. (Working paper; n. 7618). Disponível em: <http://dl.kli.re.kr/dl_image/IMG/01/000000004318/SERVICE/000000004318_01.PDF>. Acesso em 25/08/2013.

_____. **International experiences with different monetary policy regimes**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1999. (Working paper; n. 6.965). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w6965.pdf?new_window=1>. Acesso em: 07/07/2013.

MISHKIN, F.; SCHMIDT-HEBBEL, K. **A decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know?** Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2002. (Working paper; n. 8.397). Disponível em: <http://www.bcentral.cl/estudios/banca-central/pdf/v5/171_220Mishkin.pdf>. Acesso em: 06/6/2013.

MODENESI, A.M. **Regimes Monetários: Teoria e Experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

OREIRO, J. L.; LEMOS, B. P.; PADILHA, R. A. **O regime de metas de inflação e a governança da política monetária no Brasil: análise e proposta de mudança**. Curitiba: UFPR, 2005. (Texto para discussão). Disponível em: <https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CDAQFjAA&url=http%3A%2F%2Frevistas.fee.tche.br%2Findex.php%2Fensaios%2Farticle%2Fdownload%2F2164%2F2548&ei=7m5LUoGZC62g4AP3qYDgDg&usq=AFQjCNEDNPq-UX21C6QeEvzZzgIw8GT_aQ&sig2=TxrHtP3bvTCJASu06nw5_Q>. Acesso em: 20/09/2013.

PIMENTEL, N. **Aspectos Macroeconômicos da Economia Brasileira Atual**. [s. d.]. Disponível em: <<http://www.seplan.am.gov.br/pagina.php?cod=131>>. Acesso em: 01/10/2013.

PIZA, E. C. de. **O Novo Consenso Macroeconômico e a Política Monetária no Brasil Sob Metas de Inflação: Uma Análise Empírica**. 2006. Dissertação Curso de Mestrado em Economia, Universidade Estadual de Maringá, 2006. Disponível em: <<http://www.pce.uem.br/a61c5fe0b5ad530498ab647089eb5884/producao/424ca2026772428391f7fb6b2d3e59a3.pdf>>. Acesso em 26/04/2013.

ROGOFF, K. **The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target**. Quarterly Journal of Economics, v. 100, n. 4, p. 1169-1189, 1985. Disponível em: <http://scholar.harvard.edu/files/rogooff/files/51_qje85.pdf>. Acesso em: 05/05/2013.

SICSÚ, J. **Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro**. Economia Aplicada, v. 6, n. 4, p. 703-711, 2002. Disponível em: <http://ww2.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/expectativas_inflacionarias_no_regime.pdf>. Acesso em 08/09/2013.

_____. **Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias**. Revista de Economia Política. V. 22, n. 1 (85), janeiro-março, 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/85-2.PDF>>. Acesso em: 02/10/2013.

SICSÚ, J., OREIRO, J. L., de PAULA, L. F. **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. São Paulo: Manole, 2003. p. 359. Disponível em: <http://www.corecon-rj.org.br/artigos_det.asp?Id_artigos=9>. Acesso em 29/09/2013.

SQUEFF, G. C. **Repasso Cambial “Reverso”: uma Avaliação sobre a Relação entre Taxa de Câmbio e IPCA no Brasil (1999-2007)**. II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, set-2009, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2009/56.pdf>>. Acesso em 10/02/2013.

SVENSSON, J. **Optimal inflation targets, “conservative” central banks, and linear inflation contracts**. American Economic Review, v. 87, n. 1, p. 98-114, 1995. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w5251.pdf?new_window=1>. Acesso em: 16/05/2013.

TAYLOR, J. B. **Discretion versus policy rules in practice**. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, n. 39, p. 195-214, 1993. Disponível em: <<http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF>>. Acesso em: 02/10/2013.

VAL MUNHOZ, V. da C. **Determinação dos juros e metas de inflação no Brasil: uma abordagem através da crítica Pós-Keynesiana**. Dissertação de mestrado. Uberlândia: Instituto de Economia - Universidade Federal de Uberlândia, defendida em 2006. Disponível em: <<http://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/2530/1/Determina%C3%A7%C3%A3o%20JurosMetas.pdf>>. Acesso em 17/06/2013.

WALSH, C. E. **Optimal contracts for central bankers**. American Economic Review, v. 85, n. 1, p. 150-67, 1995. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.15.1005&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 02/10/2013.