

## **CRESCIMENTO ECONÔMICO E REGIME MONETÁRIO: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA E DOS PAÍSES EMERGENTES COM O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (1999-2015)**

Jeane Amadeu (PIC/UEM), João Paulo Carniatto Genta (PIC/UEM)  
Elisangela Araújo (Orientadora), e-mail: elisangela15.araujo@gmail.com

Universidade Estadual de Maringá / Centro de Ciências Sociais  
Aplicadas/Maringá, PR

### **Ciências Sociais Aplicadas – Ciências Econômicas**

**Palavras-chave:** Política monetária, Regime de Metas de Inflação, Países emergentes.

### **Resumo**

Este artigo investiga a relação entre crescimento econômico e a institucionalidade para a condução da política monetária nos países em desenvolvimento – consubstanciada no Regime de Metas de Inflação (RMI), no período entre 1999 e 2015. A partir de uma discussão teórica, do contexto de implementação e a *performance* obtida, o artigo realiza uma investigação empírica estimando um modelo de dados em painéis para os 17 países em desenvolvimento que utilizam oficialmente o RMI. O intuito é compreender como o crescimento econômico foi influenciado pelas instituições monetárias e suas variáveis relevantes, a saber, a própria inflação, a taxa de juros e a taxa de câmbio. Os principais resultados evidenciaram uma relação negativa entre crescimento econômico, inflação e taxas de juros; enquanto que, para a taxa de câmbio, esta relação mostrou-se positiva. Tal fato sugere limitações do RMI para promover a estabilidade e o crescimento em países em desenvolvimento, no período estudado.

### **Introdução**

A crise financeira que atingiu a economia mundial no último trimestre de 2008 trouxe consequências severas para a economia mundial inaugurando uma fase de crescimento mais lento e, em particular para a economia brasileira, representou o esgotamento de um ciclo de crescimento que se iniciara por volta do ano de 2003.

O advento da referida crise, todavia, evidenciou que as bases que sustentaram a expansão no período prévio eram frágeis e a condução das políticas macroeconômicas domésticas adotadas careciam, em grande medida, de ajustes. A despeito das causas dessa *performance* serem variadas e complexas, um aspecto que chama a atenção é que as instituições monetárias existentes em diversas economias emergentes,

incluindo-se o Brasil, consubstanciadas na operacionalização do Regime de Metas de Inflação (RMI), estão no centro da explicação da trajetória recente. Em meio ao contexto de recessão dos últimos anos, alguns países já se adiantaram e estão introduzindo ajustes em suas políticas macroeconômicas, de modo estimular a retomada do crescimento. Enquanto isso, muitos países emergentes, sob a rigidez das políticas econômicas adotadas nas últimas décadas encontram-se mergulhados em um cenário de crescimento lento e dificuldade de implementar uma estratégia de *catching up*. Este é o caso do Brasil, onde as instituições vigentes dificultam a retomada do crescimento: as elevadas taxas de juros reais, que desestimulam o investimento privado; incentivam o ingresso de capital especulativo, tendência à apreciação da taxa de câmbio, afetando negativamente o saldo em conta corrente, enquanto provoca o aumento do grau de endividamento público, haja vista os gastos crescentes com o pagamento de juros, só para mencionar os problemas mais evidentes. Em vista do exposto, o objetivo deste trabalho é fazer uma análise comparativa sobre a relação entre crescimento e as instituições monetárias, dada pelo arcabouço do RMI nos países emergentes que adotam o referido regime, incluindo o Brasil, a partir de 1999 até 2015. A hipótese é que estas se configuram em um elemento que dificultou o crescimento econômico, mais do que possibilitaram o controle da inflação, cujas causas são complexas, de natureza estrutural e institucional e não apenas ligadas ao excesso de demanda, como assume o RMI.

## Materiais e métodos

Para a investigação da relação entre crescimento econômico e a institucionalidade do regime de metas de inflação utilizou-se a metodologia de painéis estáticos e dinâmicos para as séries temporais.

A estratégia consiste em empregar o método GMM para a estimação do modelo em primeira diferença, utilizando-se todas as defasagens possíveis como instrumento para a variável defasada. Para variáveis endógenas, seus níveis defasados são utilizados como variáveis instrumentais, e para pré-determinadas, seus níveis são defasados uma vez. Este método busca utilizar toda a informação contida na amostra para a construção do conjunto de variáveis instrumentais, concomitantemente é eliminado o efeito específico não observável, permitindo a estimação.

O modelo a ser estimado no presente trabalho tenta explicar o crescimento econômico nos países emergentes por um conjunto de variáveis associadas ao RMI, seguindo a equação 1:

$$GDP_{it} = \alpha_i + \sum v_{it} \delta_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Na qual GDP é o vetor da taxa de crescimento do PIB anual dos países entre 1999 e 2015 que representa a variável explicada. A variável explicativa  $v_{it}$  consiste nas variáveis ligadas à política monetária – a taxa de inflação, a taxa de juros e a taxa de câmbio.

## Resultados e Discussão

Os resultados da estimação da relação entre crescimento econômico e as variáveis associadas à política monetária em um conjunto de países em desenvolvimento que adotam o RMI são apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 - Painel dinâmico para os países em desenvolvimento que adotam RMI (1999-2015).

GDP	Coefficiente	Erro padrão	Probabilidade
gdp (-1)	0.19862	0.068561	0.004
Inf (-1)	-0.32987	0.089046	0.000
Rir	-0.08627	0.050980	0.091
Ner (D1)	0.16607	0.028583	0.000
Constante	5.94136	0.687852	0.000

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa.

Em linhas gerais, todas as variáveis foram significativas, sendo a inflação a variável que mais influenciou e, de forma negativa, o crescimento. Mas, se por um lado, elevados níveis de preços atrapalham a expansão do produto, por outro lado, a taxa de juros também se mostrou relacionada negativamente com o PIB, enquanto que a taxa de câmbio o fez, mas de forma positiva. Tal fato indica que, a operacionalização do RMI, que implica em taxas de juros altas de juros e a consequente apreciação da moeda doméstica, interfere na trajetória de duas variáveis que são centrais para o crescimento, exercendo forças opostas a esse objetivo.

Os resultados evidenciados lançam luz à questão dos fatores que dificultam a retomada do crescimento da economia brasileira, qual sejam, o elevado patamar das taxas de juros domésticas e a trajetória de volatilidade e de apreciação prolongada da taxa de câmbio no país. De fato, após a mudança para o regime de câmbio flutuante e a respectiva introdução do RMI em meados de 1999, a taxa de juros se tornou o principal instrumento da atuação das Autoridades Econômicas para situar a inflação dentro da meta estipulada, sustentando um elevado diferencial entre as taxas de juros domésticas e externas, cujo efeito depressivo do consumo e do investimento, também se soma à apreciação do câmbio, fato que também contribui duplamente para a queda dos preços, tanto via redução dos preços dos bens comercializáveis (*tradables*), como dos insumos e matérias primas importados pelo país.

Portanto, tendo dois “preços” importantes como o nível das taxas de juros e do câmbio negativamente afetados, os obstáculos ao crescimento daí advindos, sugerem a importância da reversão deste cenário, com a redefinição ou ajuste na forma com que as políticas macroeconômicas vêm sendo conduzidas nas últimas décadas. Tal conduta, inclusive, já vem sendo tomada em outros países, que buscam estimular o crescimento, em particular após a crise financeira de 2007/08.

Com base nos resultados dos testes de robustez, observa-se que os instrumentos utilizados no modelo são adequados (Teste de Sargan). O teste de auto correlação serial indica que não se pode rejeitar a hipótese nula de inexistência de correlação serial de segunda ordem no termo de erro diferenciado.

## Conclusões

Em linhas gerais, evidenciou-se que a inflação foi a variável que mais influenciou e, de forma negativa, o crescimento do PIB. Mas, se por um lado, elevados níveis de preços atrapalham a expansão do produto, por outro lado, a taxa de juros também se mostrou relacionada negativamente com o PIB, enquanto que a taxa de câmbio o fez, mas de forma positiva.

Tal fato indica que, a operacionalização do RMI, que implica em taxas de juros altas de juros e a conseqüente apreciação da moeda doméstica, interfere na trajetória de duas variáveis que são centrais para o crescimento, exercendo forças opostas a esse objetivo.

Tal fato sugere que a utilização da política monetária, com apenas uma meta e um instrumento, na versão mais rígida do RMI, poderia ser revista e, além disso, considerar a possibilidade de avançar na adoção de ajustes e/ou uma forma mais flexível de conduta da política monetária

## Referências

- ARELLANO, M. e BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economics Studies*, n. 58, p. 277-297, 1991.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB) (2017a). *Histórico de Metas para a Inflação no Brasil*. <https://www.bcb.gov.br/Pec/metas/TabelaMetaseResultados.pdf>. Acesso em Fevereiro de 2017.
- \_\_\_\_\_. (2017b). *Economia e finanças: séries temporais*. <http://www.bcb.gov.br>. Accessed on December 14.
- FONSECA, M. R.; PEREZ, S. C.; ARAUJO, E. C. Regime de Metas de Inflação: análise comparativa e evidências empíricas para países emergentes selecionados. *Revista de Economia Contemporânea*, 20 (1), 2016, p. 113-143.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2016). <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>. Acesso em março de 2017.
- REGO, J. M. **Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado**. Paz Terra, Rio de Janeiro, 1986.
- OREIRO, J.L.; NEVES A. L. **O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica**. Ensaio FEE, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, 2008.
- MODENESI, A. M. **Regimes Monetários - Teoria e a Experiência do Real**. Editora Manole, São Paulo, 2005.