

31/08/2023 10:00:25 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: A MORTE MATADA OU MORRIDA DA CURVA DE PHILLIPS



Muito se tem debatido ultimamente se ainda há uma relação inversa entre a taxa de desemprego e a inflação e se há uma causalidade do desemprego para os preços. A razão da discussão é simples, tanto no Brasil como nos Estados Unidos, a inflação tem caído sem que haja aumento do desemprego. O objetivo desse artigo é lançar um pouco de racionalidade nesse debate se ainda há a curva de Phillips, que é o nome que se dá para essa relação entre desemprego e inflação.

Essa controvérsia mereceu até um artigo do famoso economista americano Paul Krugman na semana passada (18/08) no NY Times. No artigo, o ganhador do prêmio Nobel não apenas dá a sua contribuição para o assunto como apresenta o debate entre Ricardo Reis e Oliver Blanchard, outros dois famosos economistas sobre o tema.

Ricardo Reis acha que algumas vezes altas taxas de juros elevam o desemprego, sendo isso um efeito colateral mais do que uma relação causal no processo de desinflação. Já para o francês, a elevação do desemprego é causa e fator necessário para se baixar a inflação. Krugman conclui dizendo que o FED não errou ao aumentar os juros, pois a economia estaria muito mais aquecida em caso de não aumento. O Fed pode não ter causado a desinflação, mas as subidas das taxas podem ter sido necessárias para permitir a desinflação motivada por outras razões. De qualquer maneira, no final, ele questiona a validade dos modelos tradicionais como a curva de Phillips.

No Brasil, temos que reconhecer que esse debate também faz sentido. Pode questionar também se o Banco Central que merece o crédito pela inflação ter caído ou foi a queda das commodities e a normalização da oferta que permitiu a desinflação. A subida da inflação foi devido aos problemas associados a Covid e a volta também é devido a retirada desses efeitos colaterais da pandemia sobre a inflação, mas a contenção de demanda causada pelo aperto monetário pode ter sido também importante para a desinflação.

A autoridade monetária elevou os juros de 2% para 13,75%. Mesmo assim, o desemprego só faz cair. Quando a inflação fez máximo de 12,1% em abril de 2022, o desemprego estava em 10,5%. Mais recentemente, em julho, a inflação de 12 meses totalizou em 4,1% e o desemprego em junho estava em 8,0%. Aparentemente, os juros não afetaram o mercado de trabalho e a inflação caiu assim mesmo.

Em termos mais teóricos, é importante salientar que o controle da inflação não se dá exclusivamente pela curva de Phillips. Essa relação é um dos quatro mecanismos (canais) de transmissão da política monetária, que são:

- Canal da demanda agregada ou curva de Phillips: ao se aumentar os juros, há aumento do desemprego ou diminuição do crédito. Isso afeta as negociações de salários com os trabalhadores pedindo reajustes menores, o que alivia a inflação.
- Canal do câmbio: um aperto monetário via aumento de juros irá atrair capital especulativo apreciando o

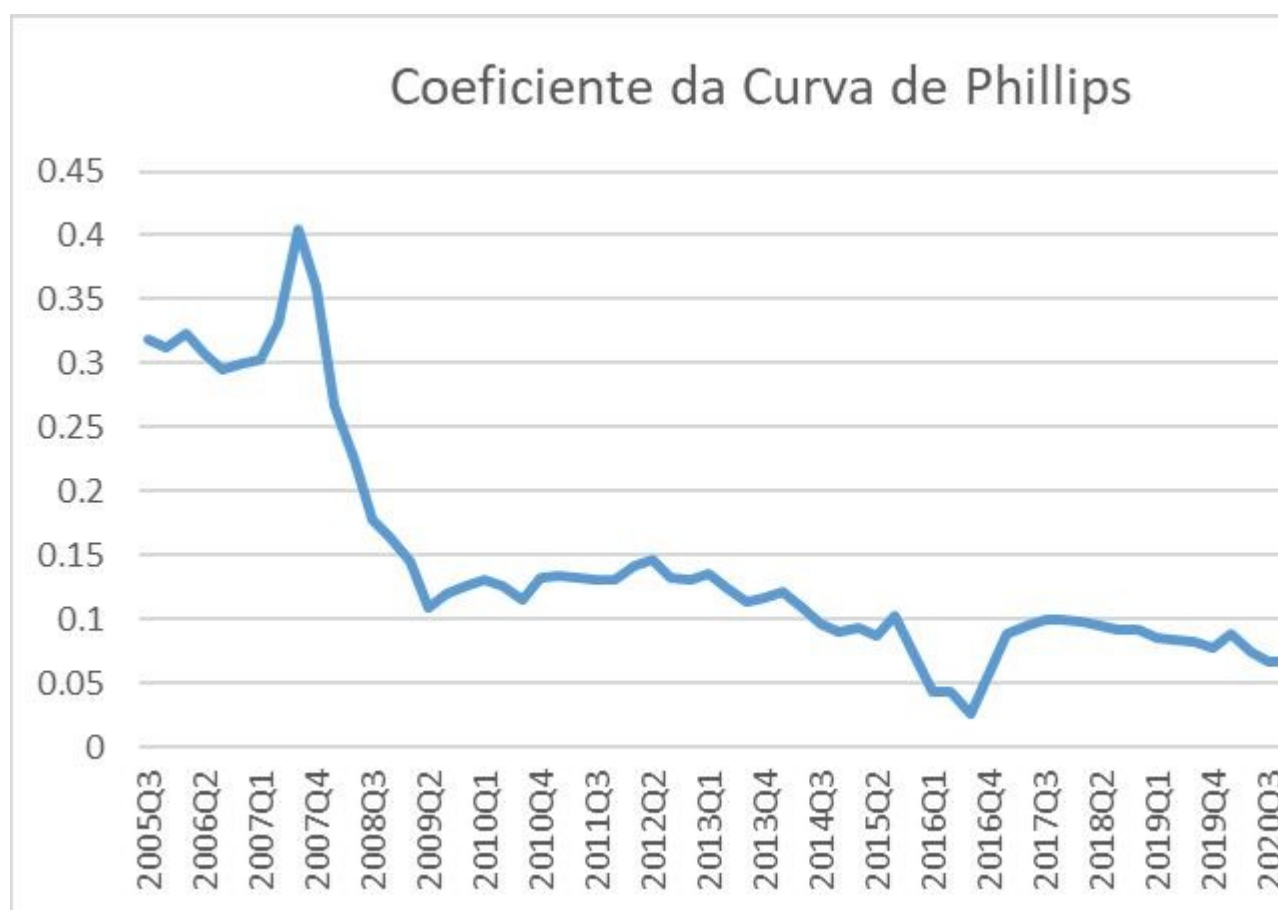
31/Ago/2023 11:34

câmbio e diminuindo as exportações ativando o canal da demanda agregada, ou diretamente abaixando os preços dos importados e diminuindo a inflação.

- Canal da expectativa de inflação: baseado na credibilidade do banco central, se o banco central sobe os juros ou mesmo só ameaça fazê-lo, a expectativa de inflação já volta para a meta trazendo com ela a inflação.

- Canal riqueza: ao se elevar os juros, as aplicações financeiras como imóveis, bolsa e mesmo renda fixa, renderão menos lucros, ativando o canal da demanda agregada via redução do consumo com uma diminuição da riqueza dos consumidores.

Há uma maneira prática para se avaliar a quantas anda o canal da demanda agregada no Brasil. Temos uma equação chamada de curva de Phillips, que quantifica 3 dos 4 mecanismos de transmissão apontados acima. Um dos mais importantes desses valores é justamente o da demanda agregada, que é o coeficiente do hiato do produto da chamada curva de Phillips. Há um expediente econométrico para averiguar como esse coeficiente está evoluindo no tempo (filtro de Kalman). Esse coeficiente está atualmente praticamente na metade da média do período (0,07 contra 0,135). O gráfico abaixo comprova que esse coeficiente vem caindo com o tempo. Atualmente, se há um por cento de abertura de hiato do produto (piora no desemprego), a inflação cairá no curto prazo menos do que 0,10 ponto percentual.



Esse artigo trouxe um debate sobre a curva de Phillips, que é uma relação causal do aumento do desemprego levando a uma diminuição da inflação. No Brasil como nos EUA, o desemprego está caindo junto com a inflação e há indagações se essa relação causal se interrompeu. Uma outra maneira de interpretar essa relação é questionando se não haveria necessidade de os bancos centrais apertarem a

política monetária para baixar a inflação. Mostramos que essa relação de Phillips não é o único link entre inflação e juros e se os juros ainda estivessem baixos, a economia poderia estar ainda mais aquecida, dificultado a desinflação, que pode ter sido causada por outros fatores.

Mostramos também através de uma estimação econométrica, que a relação entre hiato do produto, em que o desemprego é parte fundamental, ainda afeta a inflação mesmo de maneira menos intensa. Concluindo, a curva de Phillips está mais fraca, meio debilitada, mas não está inteiramente morta.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.