

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso
**Evolução da Ancoragem das Expectativas Durante o Regime de Metas para a
Inflação no Brasil**

Julia Mendonça Bevilaqua
Número de Matrícula: 1110598

Orientador: Carlos Viana de Carvalho

Junho 2015

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso

**Evolução da Ancoragem das Expectativas Durante o Regime de Metas para a
Inflação no Brasil**

Julia Mendonça Bevilaqua

Número de Matrícula: 1112976

Orientador: Carlos Viana de Carvalho

Junho 2015

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

Agradecimentos

Ao meu orientador, Carlos Viana de Carvalho, agradeço os ensinamentos, atenção e principalmente a paciência, não só durante a elaboração deste trabalho, mas durante toda a minha graduação.

À todos os demais professores do Departamento, agradeço por todos os dias me inspirarem a me dedicar à profissão de economista.

À minha mãe e aos meus irmãos, agradeço todo o apoio e amor incondicional, sem os quais eu jamais teria concluído esta etapa na minha vida.

Ao meu pai, o meu primeiro professor de economia, um agradecimento especial. Muito obrigada por ser o meu maior exemplo, por dividir a sua paixão pela profissão comigo, por ser o meu herói, e por me ensinar o real significado de esforço e dedicação. Todas as minhas conquistas e vitórias eu dedico à você.

“No duty is more imperative on the government than the duty it owes the people to furnish them with a sound and uniform currency, and of regulating the circulation of the medium of exchange so that labor will be protected from a vicious currency, and commerce will be facilitated by cheap and safe exchanges”
Abraham Lincoln, 1865

Sumário

I.	Introdução	7
II.	Revisão da Literatura.....	13
III.	Evidência Narrativa	16
3.1	1999-2004 – Implementação do Regime de Metas e Arcabouço Institucional: O “Tripé Macroeconômico”	16
3.2.	2005-2009 – Consolidação do Processo de Desinflação e Ancoragem das Expectativas	23
3.3.	2010-2014 – A “Nova Matriz Econômica” e a Desancoragem das Expectativas...33	
3.4.	2015 – O Desafio da Reancoragem das Expectativas e Recuperação da Credibilidade.....	49
IV.	Teste de Ancoragem das Expectativas de Inflação.....	52
V.	Conclusão	57
VI.	Referências Bibliográficas	60

Lista de Figuras

Figura 1 – Expectativas para a inflação 12 meses a frente 2003-2015.....	10
Figura 2 – Expectativas para a inflação 12 meses a frente 2008-2015.....	10
Figura 3 – Evolução das expectativas para a inflação em 2003.....	18
Figura 4 – Inflação Efetiva vs. Meta Oficial 1999-2004.....	23
Figura 5 - Evolução das expectativas para a inflação para 2005.....	25
Figura 6 – Evolução da estrutura a termo das taxas de juros em 2005.....	26
Figura 7 – Evolução das expectativas para a inflação de 2007, 2008, 2009 e 2010 em 2007.....	28
Figura 8– Expectativas para a inflação acumulada nos próximos 12 meses – Jun/07-Nov/08.....	30
Figura 9 – Inflação Efetiva vs. Meta Oficial 2005-2009.....	32
Figura 10 – Evolução das expectativas para a inflação de 2010 durante o ano de 2010.....	33
Figura 11 – Expectativas para a inflação 12 meses à frente a partir de 2011.....	39
Figura 12 – Resultado Primário Prometido vs. Atingido 2011-2014.....	41
Figura 13 – Inflação Efetiva vs. Meta Oficial 2010-2014.....	47
Figura 14 – Evolução das expectativas para a inflação de 2015, 2016, 2017, 2018 e 2019 (janeiro-junho 2015)	51

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Inflação Repimida.....	43
Tabela 2 – Expectativas para a inflação, meta e inflação efetiva (ano calendário).....	48
Tabela 3 – Resultados para 2000-2004	55
Tabela 4 – Resultados para 2005-2010	55
Tabela 5 – Resultados para 2011-2015	56

I. Introdução

Ao longo de quase três décadas, quase 30 países adotaram o regime de metas para inflação, motivados por uma convicção de que esta seria a melhor estratégia para manter a inflação em níveis baixos e estáveis, sem sacrificar o crescimento de longo prazo. De acordo com Mishkin (2000), a implementação de um regime de metas eficiente envolve i) o anúncio público de uma meta numérica para a inflação; ii) estabilidade de preços como objetivo primordial da política monetária; iii) o uso de diversas variáveis, como agregados monetários e taxa de câmbio são usadas para decidir os instrumentos de política monetária; iv) transparência e comunicação com o público acerca dos objetivos da autoridade monetária e, por fim, v) comprometimento do Banco Central em atingir seus objetivos de inflação.

Nesse contexto, um melhor entendimento do papel das expectativas de inflação no processo de formação de preços foi um dos principais focos da literatura na segunda metade do século XX. Expectativas de preços mais altos no futuro são incorporadas contemporaneamente, tanto pelas firmas quanto pelos trabalhadores. Dessa forma, expectativas de inflação futura mais alta efetivamente se traduzem em inflação corrente mais alta, tudo o mais constante. Assim, para um Banco Central, o controle das expectativas é a chave para o controle da inflação.

A ancoragem de expectativas está relacionada com o quanto as expectativas de médio/longo prazo se alteram dado um aumento inesperado na inflação corrente. Se estiverem perfeitamente ancoradas, um aumento não antecipado na inflação corrente não afetará as expectativas de inflação futura, pois os choques serão vistos como transitórios, e portanto, não influenciarão o longo prazo. Caso contrário, expectativas de inflação futura irão aumentar em resposta ao aumento da inflação hoje. Ao formular suas expectativas, agentes são influenciados pelo comportamento da inflação passada, a meta oficial de inflação, a taxa de câmbio e preços de commodities, nível de atividade econômica e a postura de política

monetária. Quando o componente *backward-looking* perde importância para a meta oficial no processo de formação de expectativas, o banco central e o regime de metas tem credibilidade.

No caso brasileiro, o regime de metas para a inflação foi adotado formalmente em junho de 1999. Cabe ao Conselho Monetário Nacional (CMN) definir a meta oficial, bem como o intervalo de tolerância em torno da mesma. Em um primeiro momento, havia preocupação com uma potencial dominância fiscal, que se provou infundada quando a política fiscal se ajustou às exigências do novo regime. Os primeiros anos do regime foram marcados por grande instabilidade, com a crise de 2002, que deflagrou uma enorme depreciação cambial e fuga de capital.

Assim, o desafio do Banco Central do Brasil (BCB) era justamente conduzir um processo de desinflação em um cenário de credibilidade limitada, e expectativas deslocadas para cima, com certo grau de persistência. O BCB efetivamente implementou tal processo, e entre maio de 2003 e março de 2007, a inflação acumulada em 12 meses (medida pelo IPCA) foi reduzida de 17% para 3%, e a partir daí oscilou em torno da meta de 4,5% até o final da década passada.

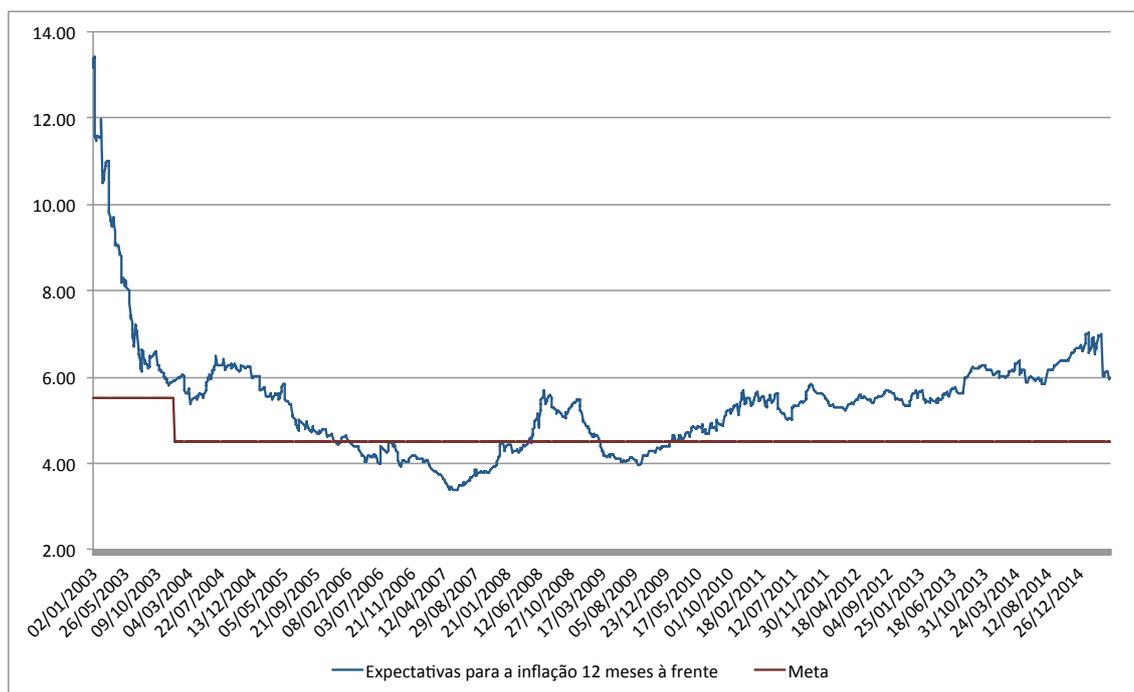
Em relação às expectativas, o sucesso do processo de desinflação e o compromisso visível da autoridade monetária com a convergência da inflação fizeram com que os agentes passassem a alinhá-las à meta de 4,5%. Ao final de 2005, as expectativas passaram a ficar firmemente ancoradas na meta, não apenas para o ano seguinte, como também para 2 anos à frente. Em 2007 e 2008, inclusive, as expectativas chegaram a ficar abaixo da meta, próximo ao limite inferior de tolerância, algo que parecia inimaginável alguns anos antes.

Porém, desde o final da década passada, este processo de consolidação do regime de metas e da credibilidade do BCB começou a ser revertido. No governo da presidente Dilma Rousseff, a tentativa fracassada de implementação da chamada “Nova Matriz Macroeconômica” significou um certo reordenamento do papel da política monetária. A

redução da taxa de juros de curto-prazo passou a ser um objetivo explícito de política econômica e, simultaneamente, o papel das expectativas na determinação da trajetória da inflação foi minimizado. A sinalização de política monetária, que como mostrou a experiência, é essencial para a coordenação das expectativas, tornou-se menos previsível, com o mercado passando a ser surpreendido constantemente pelas decisões de política monetária.

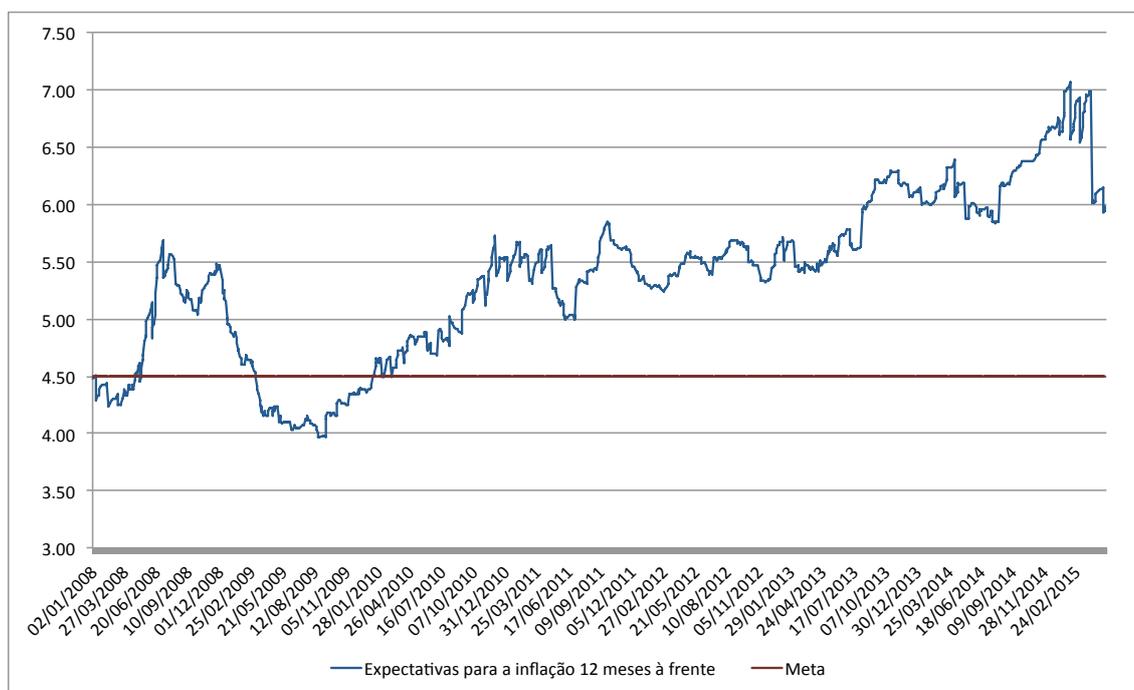
Quando a inflação elevada começava a ter desdobramentos políticos, houve uma tentativa de retorno ao arcabouço tradicional, o chamado “tripé macroeconômico”. No entanto, a reação foi tardia e em menor intensidade do que seria necessário para restaurar a credibilidade e recolocar a inflação em trajetória de convergência para a meta. Dessa forma, a inflação sistematicamente mais elevada e menos previsível e a redução na autonomia da política monetária resultaram em elevação das expectativas de inflação, que se tornaram desancoradas da meta de 4,5% para horizontes mais longos. Os gráficos a seguir ilustram este descolamento para as expectativas 12 meses à frente, primeiro no período de 2003-2015, depois somente a partir de 2008-2015.

Figura 1 – Expectativas para a inflação 12 meses a frente 2003-2015



Fonte: BCB

Figura 2 – Expectativas para a inflação 12 meses a frente 2008-2015



Fonte: BCB

Atualmente¹, a mediana de mercado (apurada pelo próprio BCB semanalmente no boletim Focus) aponta para uma inflação de 8,79% ao final de 2015, 5,50% para 2016, 4,80% para 2017, e 4,60% para 2018.

Sendo assim, a principal motivação desta monografia é compreender a evolução da ancoragem das expectativas de inflação desde a adoção do regime de metas. A estratégia principal, desenvolvida na primeira parte do trabalho, será uma análise narrativa, como sugerido em Romer e Romer (1989). A partir de atas das reuniões do Copom, Relatórios de Inflação, informações do Relatório Focus² e demais formas de comunicação da autoridade monetária, bem como notícias de jornais contemporâneos, é possível analisar o quão bem ancoradas estiveram as expectativas durante esse período. Em outras palavras, a partir da evidência narrativa é possível verificar como a comunicação do BCB atuou para ancorar as expectativas, e como as mudanças na condução da política monetária se refletiram no processo de formação de expectativas.

Por fim, a segunda parte do trabalho se propõe a testar a ancoragem de expectativas a partir de um exercício econométrico simples. A ideia é avaliar se surpresas inflacionárias no curto prazo tem efeito sobre as expectativas de longo prazo³. Em um regime de metas para a inflação, se as expectativas estiverem bem ancoradas, choques transitórios não deveriam ter impacto nas expectativas de longo prazo, uma vez que os agentes acreditam que a autoridade monetária irá perseguir a meta e combater os efeitos de segunda ordem do choque. Logo, se o coeficiente das surpresas inflacionárias, numa equação em que as expectativas de longo prazo são a variável dependente, for significativo, há evidências de desancoragem das expectativas. A regressão é estimada em três subperíodos; (i) agosto de 2000 até dezembro de 2004; (ii) janeiro de 2005 até dezembro de 2010; (iii) janeiro de 2011 até maio de 2015. Apesar da

¹ Consultada no site do BCB em 15/06/2015

² Relatório com as expectativas de analistas independentes em relação a diversos índices econômicos no curto, médio e longo prazo. É publicado semanalmente pelo BCB.

³ Para dois anos (calendário) à frente, extraída do Boletim Focus do Banco Central do Brasil

amostra curta, os resultados permitem inferir que a partir de 2005 as expectativas passam a exibir uma resposta menor a surpresas de curto prazo. Além disso, o regime de metas de inflação se mostra resiliente, mesmo com a mudança na condução da política monetária.

Dessa forma, tanto a evidência narrativa quanto o teste proposto indicam que durante o regime de metas de inflação é possível identificar um esforço do Banco Central em construir credibilidade e ancorar as expectativas, sendo extremamente bem sucedido nestes objetivos até 2009, e um subsequente afrouxamento do compromisso com a meta de inflação, resultando em uma desancoragem das expectativas a partir de então. No entanto, desde outubro de 2014 até o presente momento há indícios de uma mudança na postura da autoridade monetária e um esforço em restaurar a credibilidade perdida entre 2010-2014 e reancorar as expectativas.

O restante da monografia está dividido da seguinte forma: uma revisão da literatura existente sobre o tema, a evidência narrativa, os resultados do teste de ancoragem das expectativas e por fim, uma conclusão.

II. Revisão da Literatura

Apesar de a eficácia de um regime de metas para inflação ainda ser uma questão em aberto no debate econômico, há uma grande literatura, tanto empírica quanto teórica dedicada ao assunto. Bernanke e Mishkin (1997) argumentam que a taxa de inflação é facilmente compreendida pelo público, e por isso, a comunicação e transparência são melhores neste regime do que nos alternativos. Comparando diferentes regimes alternativos, como adotar uma meta para o PIB nominal, ou uma meta para o crescimento, Svensson (1999) conclui que o regime de metas de inflação é superior, destacando também os ganhos de transparência e credibilidade advindos da adoção de tal regime. Clarida et al (1998) também identificam alguma forma de *inflation targeting* como âncora para a política monetária. Rudebusch e Svensson (1999) enumeram regras a serem seguidas em um regime de metas para a inflação. Hammond (2012) detalha a experiência dos 27 países que adotaram o regime até então. Em contrapartida, Ball e Sheridan (2004) fazem o caso de que não há melhoras substanciais após a adoção do regime.

Apesar de a maior parte da literatura ser focada em economias avançadas, há alguns esforços em aplicar o *framework* em economias emergentes. Mishkin (2000), Eichengreen (2002), Gonçalves e Salles (2008), são alguns dos exemplos que discutem os desafios de adotar o regime de metas de inflação em países emergentes. Em geral, essas economias tem que quebrar o ciclo vicioso entre baixa credibilidade e instituições fracas, bem como maior instabilidade macroeconômica e vulnerabilidade a choques externos. No caso específico do Brasil, Fraga et al (2004), Minella et al (2003), Bogdanski et al (2000) e Bevilaqua e Loyo (2005) documentam os desafios e a experiência na implementação do regime nos seus primeiros anos. Bevilaqua et al (2007) documentam a experiência brasileira no processo de formação e ancoragem de expectativas.

Em relação às expectativas, alguns trabalhos encontram evidências de que o regime de metas para inflação é bem sucedido em ancorá-las. Beechey et al (2011) comparam a ancoragem de expectativas nos EUA e na Zona do Euro e encontram evidências de que na Zona do Euro, onde o Banco Central Europeu tem um compromisso explícito em manter a inflação próxima, mas abaixo de 2 por cento, as expectativas estão melhor ancoradas. Gurkaynak et al (2010) compara o comportamento das expectativas na Suécia (*inflation-targeter*), nos EUA e no Reino Unido, também encontrando evidências de que na Suécia estão mais firmemente ancoradas e que após a adoção do regime de metas pelo Bank of England elas ficaram melhor ancoradas.

A abordagem narrativa adotada neste trabalho foi sugerida no clássico Romer e Romer (1989). Neste trabalho, os autores identificam choques monetários na economia dos EUA a partir do acervo histórico, como por exemplo descrições do processo e raciocínio por trás das decisões da autoridade monetária. A grande vantagem de adotar esta abordagem neste trabalho é utilizar um método não estatístico para avaliar a postura da autoridade monetária.

Há uma literatura crescente destinada a avaliar a ancoragem das expectativas de inflação. Gurkaynak et al (2007) utilizam dados diários para construir a estrutura a termo da inflação implícita, a partir de títulos futuros nominais e títulos futuros indexados à inflação, e testar a resposta a novas informações. Os autores comparam os EUA com o Canadá e Chile, e apesar da amostra curta para o Chile, as expectativas de longo-prazo são menos sensíveis à informação nos países que adotam o regime de metas. Davis (2014) sugere uma medida alternativa de ancoragem de expectativas a partir da curva de Phillips, e usando janelas móveis, compara a evolução de expectativas em um painel de países. Ehrmann (2014) propõe três abordagens diferentes para avaliar a ancoragem das expectativas, comparando países com diferentes ambientes inflacionários. As abordagens são: o peso da inflação realizada no processo de formação de expectativas de longo prazo, divergências entre projeções de

inflação de analistas independentes e a resposta ao componente surpresa em índices de preços ao consumidor. O teste conduzido neste trabalho é inspirado por esta última abordagem. Por fim, Pooter et al (2014) investigam o quão bem ancoradas estão as expectativas no Brasil, Chile e México. Porém, o presente estudo se diferencia por cobrir todo o período do regime de metas, avaliando os esforços do BCB em ancorar as expectativas nos primeiros anos do regime e a posterior reversão da postura da autoridade monetária e como a mesma se refletiu nas expectativas dos agentes do mercado.

Em relação à mudança de postura do BCB, Ihara (2013) encontra evidências de uma quebra estrutural em 2009, indicando que o BCB reduziu sua resposta aos desvios da inflação em relação à meta e aumentou a resposta em relação ao produto. Também encontra evidência de desancoragem, e que a mudança detectada resultou em uma inflação mais elevada e maior volatilidade no crescimento. Pastore (2015) também encontra resultados semelhantes, estimando a “meta implícita” com a qual o BCB teria trabalhado a partir de 2010 até 2014. Este trabalho se diferencia por focar nas expectativas e utilizar uma combinação de abordagem narrativa e métodos estatísticos.

III. Evidência Narrativa

3.1. 1999-2004 – Implementação do Regime de Metas e Arcabouço Institucional: O “Tripé Macroeconômico”

Com a crise cambial de 1999, o impacto inflacionário de uma desvalorização do Real tomou o centro das discussões no Brasil. Havia um temor de que o fim da âncora cambial provocasse um retorno ao padrão histórico do país de inflação cronicamente elevada. Após tentativas de controlar a desvalorização, o Banco Central foi forçado a abandonar o regime de câmbio fixo em 15 de Janeiro de 1999. Como consequência da mudança abrupta no regime, a diretoria do Banco Central foi quase inteiramente substituída.

A nova diretoria assumiu em março com a missão de acalmar os mercados e encontrar uma nova âncora nominal para a política monetária. Assim, o Brasil adotou formalmente o regime de metas de inflação a partir de 1º julho de 1999⁴, combinado com um regime de câmbio flutuante. Como parte do framework adotado pelo BCB, foi decidido que as metas, a serem determinadas com dois anos de antecedência, assim como os intervalos de tolerância e o índice de preços a ser usado como referência, seriam determinados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Naquela ocasião, o CMN adotou o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) como índice de referência para a meta a ser perseguida pelo Banco Central. Outro aspecto importante diz respeito à transparência do framework de inflation targeting. Foram traçadas estratégias de comunicação para que a população fosse capaz de entender e monitorar as decisões do Banco Central e entender as razões pelas quais eventualmente a inflação desviasse da meta. Para isso, o Copom passou a publicar atas após as suas decisões de política monetária, e relatórios de inflação trimestralmente. Também estabeleceu-se que caso a meta não fosse atingida dentro do intervalo de tolerância, o presidente do Banco Central deveria enviar uma carta

⁴ Decreto Presidencial No. 3088 de 21/06/1999

aberta ao Ministro da Fazenda explicando as razões para o descumprimento da meta, bem como as medidas tomadas para que a inflação convergisse novamente para a meta.

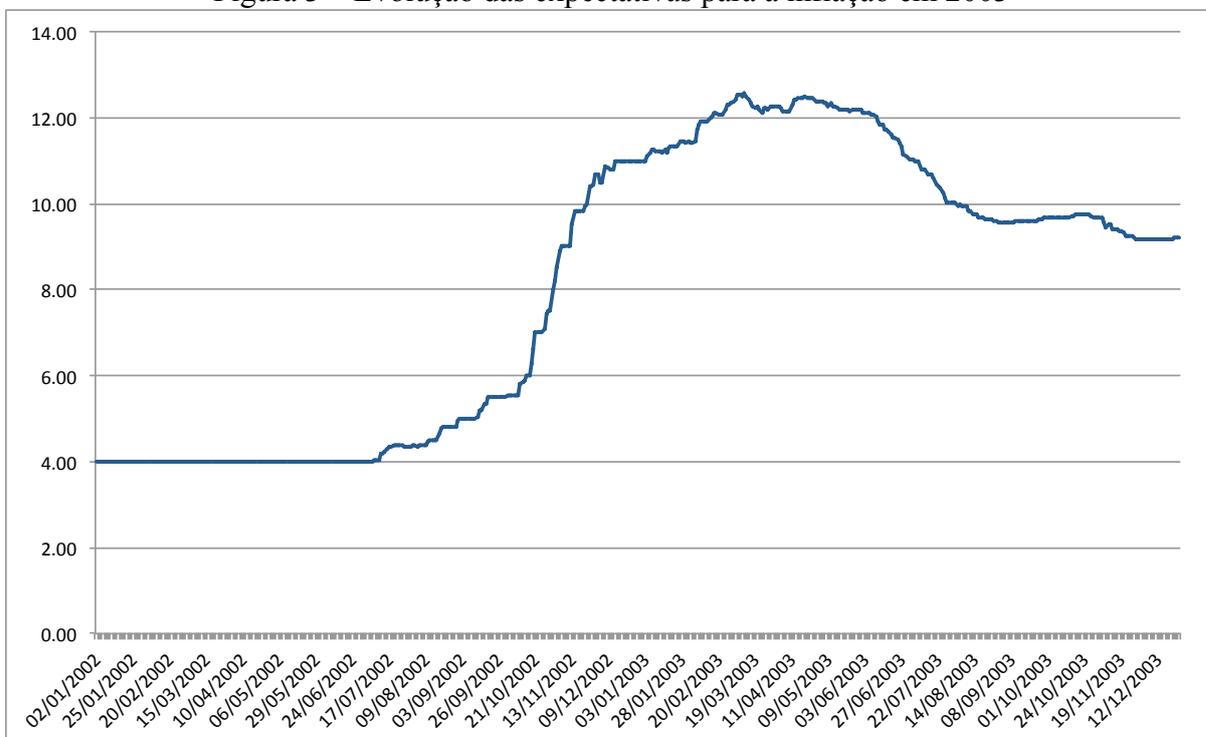
Inicialmente, as metas foram definidas em 8% a.a para 1999, 6% a.a para 2000 e 4% a.a para 2001, com intervalos de tolerância de $\pm 2\%$. Inicialmente, o anúncio do regime de metas de inflação foi recebido com algum grau de ceticismo. Como já foi mencionado, implementar o regime de metas em economias em desenvolvimento representa um desafio maior do que em economias avançadas, pois é necessário construir credibilidade e reduzir o nível de inflação, e ao mesmo tempo, lidar com maior vulnerabilidade a choques externos. Apesar de todos os obstáculos e dúvidas, em 1999 o IPCA fechou o ano em 8.9%, dentro do intervalo estabelecido. No ano seguinte, a meta de 6% foi atingida precisamente. Com isso, definiu-se 3.5% como meta para 2002.

Entretanto, em 2001 e 2002, diversos choques domésticos e externos atingiram a economia, com impactos adversos na inflação. O ambiente externo vinha progressivamente deteriorando, com a crise Argentina e uma desaceleração no ritmo de crescimento das principais economias do mundo, pressionando a taxa de câmbio. No âmbito doméstico, o país enfrentava uma crise de energia, o que não só impactava imediatamente a economia, mas também afetava as perspectivas de longo prazo para o país. Para completar, veio o choque associado aos ataques terroristas de 11 de setembro nos EUA. Com isso, o real depreciou-se 20,3% em 2001 e a inflação terminou o ano em 7,67%, acima do limite superior da meta de 4%. Contudo, ao final do ano, boa parte da depreciação havia sido revertida e, mesmo com alguma inércia, acreditava-se que em 2002 seria possível trazer a inflação para um valor próximo à meta estabelecida de 3,5%.

Em 2002, uma nova depreciação do real foi impulsionada por uma crise de confiança doméstica em meio a um cenário externo de crescente aversão ao risco. Diante da eleição do presidente Luiz Inácio “Lula” da Silva, havia grande incerteza a cerca da política

macroeconômica futura, levando ao aumento do prêmio de risco e a um “sudden stop” nos fluxos de capital com a depreciação na taxa de câmbio. Consequentemente, as expectativas para 2003 deterioraram-se consideravelmente ao longo do segundo semestre de 2002. O gráfico abaixo mostra a evolução das expectativas de acordo com o Relatório FOCUS do BCB. Ao longo do primeiro semestre de 2002, as expectativas permaneceram estáveis em 4%, subindo para 5% no início de setembro, para 6% em meados de outubro, para 9% em novembro, fechando o ano em 11%. Essa deterioração, por sua vez, se traduziu em inflação maior já em 2002, pois agentes econômicos, antecipando preços futuros mais altos, aumentaram os preços. Assim, a inflação fechou o ano de 2002 em 12,53%, consideravelmente acima do teto do intervalo de tolerância para a meta, como pode ser observado no gráfico a seguir. Apesar de a maior culpada pelo estouro da meta ser a taxa câmbio, a piora nas expectativas também teve um papel importante.

Figura 3 – Evolução das expectativas para a inflação em 2003



Fonte: Relatório Focus

Desta vez, o estouro da meta levou o público a questionar o compromisso com o regime de metas e a se perguntar o que esperar da política monetária em 2003. Em junho de

2002, o CMN já havia revisado a meta para 2003 de 3,25% (estabelecido em 2001) para 4% e ampliado o intervalo de tolerância de $\pm 2\%$ para $\pm 2,5\%$, mas mesmo esses números já pareciam irrealistas ao final de 2002. Na carta aberta enviada ao Ministro da Fazenda em janeiro de 2003, explicando as razões para o descumprimento da meta em 2002, foi estabelecido que o Banco Central iria perseguir uma meta ajustada de 8,5% em 2003, e 5,5% em 2004⁵. A meta ajustada levou em consideração a acomodação parcial da inércia inflacionária e de efeitos de primeira-ordem de choques adversos⁶, tendo em vista que o BCB também se preocupa com a volatilidade do produto. Apesar de existir uma perda de credibilidade com a mudança da meta, os ganhos de credibilidade e transparência são bem mais significativos. Manter a meta antiga prejudicaria a credibilidade, pois seria considerada inatingível. Com o ajuste, o BCB sinalizou a trajetória que a inflação deveria seguir nos dois anos seguintes para retornar à meta⁷, bem como a trajetória dos juros, dependendo de possíveis choques que poderiam ocorrer neste período⁸.

O desafio do BCB, portanto, era conduzir um processo de desinflação em um ambiente de credibilidade limitada e com expectativas de inflação tendo se deslocado para cima. O aperto na política monetária começou ainda no último trimestre de 2002, quando no dia 14 de outubro o Copom se reuniu fora do calendário⁹ e aumentou a taxa Selic em 300 bps, elevando-a para 21%. O senso de urgência era tal que o Comitê avaliou que não era prudente esperar até a próxima reunião, marcada para a semana seguinte, para aumentar a taxa de juros. O ciclo de aperto continuou até fevereiro de 2003, com a Selic atingindo 26,5%. Em

⁵ A meta ajustada de 2004 tornou-se a meta oficial pelo CMN em 25/6/2003, mantendo o intervalo de confiança de $\pm 2,5\%$,

⁶ A metodologia é descrita em detalhes em Fraga, Goldfajn & Minella (2003)

⁷ Em linha com o método proposto por Svensson (2002)

⁸ Woodford (2002) propõe trajetórias dependentes do estado da economia (state-contingent trajectories) para o retorno da inflação à sua meta de médio-prazo como um aperfeiçoamento na típica implementação do Regime de Metas.

⁹ Até hoje, esta foi a única reunião que aconteceu fora do calendário pré-estabelecido

fevereiro, o aumento na taxa básica de juros foi complementado por um aumento nas depósitos compulsórios.

Dado o histórico de alta inflação do país, somado a preocupações com a possibilidade de dominância fiscal e questões de credibilidade, recomendava-se uma desinflação mais rápida do que um processo gradual. Assim, uma estratégia de desinflação relativamente rápida foi implementada, apesar de condições iniciais adversas. Mesmo com o ciclo de aperto monetário, as expectativas continuaram se deteriorando até meados de abril, atingindo 12,5% para 2003 e 8% para 2004, comparado com uma meta (ajustada) de 8,5% para 2003 e 5,5% para 2004. Dessa forma, o Copom manteve a Selic inalterada em 26,5% nas reuniões de março, abril e maio, apesar de forte objeção pública. A determinação do BCB começou a dar sinais de sucesso, com as expectativas de inflação finalmente cedendo para 11,7% em 2003 e 7,4% em 2004 na reunião de junho, o que permitiu o Copom reduzir a Selic em modestos 50bps. Entre junho e novembro, a Selic foi reduzida em um total de 900bps.

Neste momento, o grande desafio era calibrar o ritmo de afrouxamento de modo a não afetar o processo de desinflação em curso. Assim, através de comunicados e nas atas das reuniões, o Copom sinalizou que os cortes continuariam enquanto o processo de desinflação progredisse, mas que a redução se daria de forma gradual. Em particular, os membros do Copom enfatizaram que a política monetária afeta a economia através da curva de juros, que depende não só da taxa de juros de curto-prazo hoje, mas principalmente de onde o mercado espera que esteja no futuro. Ao final do ano, as expectativas para 2004 estavam próximas a 6% a.a, comparado a uma meta de 5,5% e 8% a.a no início do ano. Para 2005, a mediana estava próxima a 5% a.a, acima da meta de 4,5%, mas abaixo do que estavam no início do ano. Com isso, o Copom optou por um corte de 100 bps em sua última reunião do ano.

Durante o primeiro semestre de 2004, as perspectivas para inflação se deterioraram substancialmente. Apesar de não ser a única razão, a piora foi consequência da depreciação do

real após o início do ciclo de aperto monetário nos EUA. Até então, apesar de algumas surpresas altistas nos primeiros meses do ano, as expectativas vinham se mantendo estáveis, indicando que surpresas inflacionárias não teriam efeitos prolongados. No entanto, a partir de maio, a depreciação do real, combinada com um ambiente de aquecimento do nível de atividade, resultou em aumento das expectativas de inflação para os próximos 12 meses de 5,5% em abril para 6% no Copom de junho, quando a Selic permaneceu inalterada. A influência da depreciação corrente e esperada do real sobre a trajetória da inflação exigia maior cautela da autoridade monetária, uma vez que não só se tratava de um deslocamento para cima da trajetória esperada da inflação, mas também do aumento da incerteza quanto à evolução desta trajetória. Cabe ressaltar que a depreciação não era o único risco inflacionário, dado que a economia vinha crescendo em um ritmo de 5% a.a, indicando um hiato menor do produto.

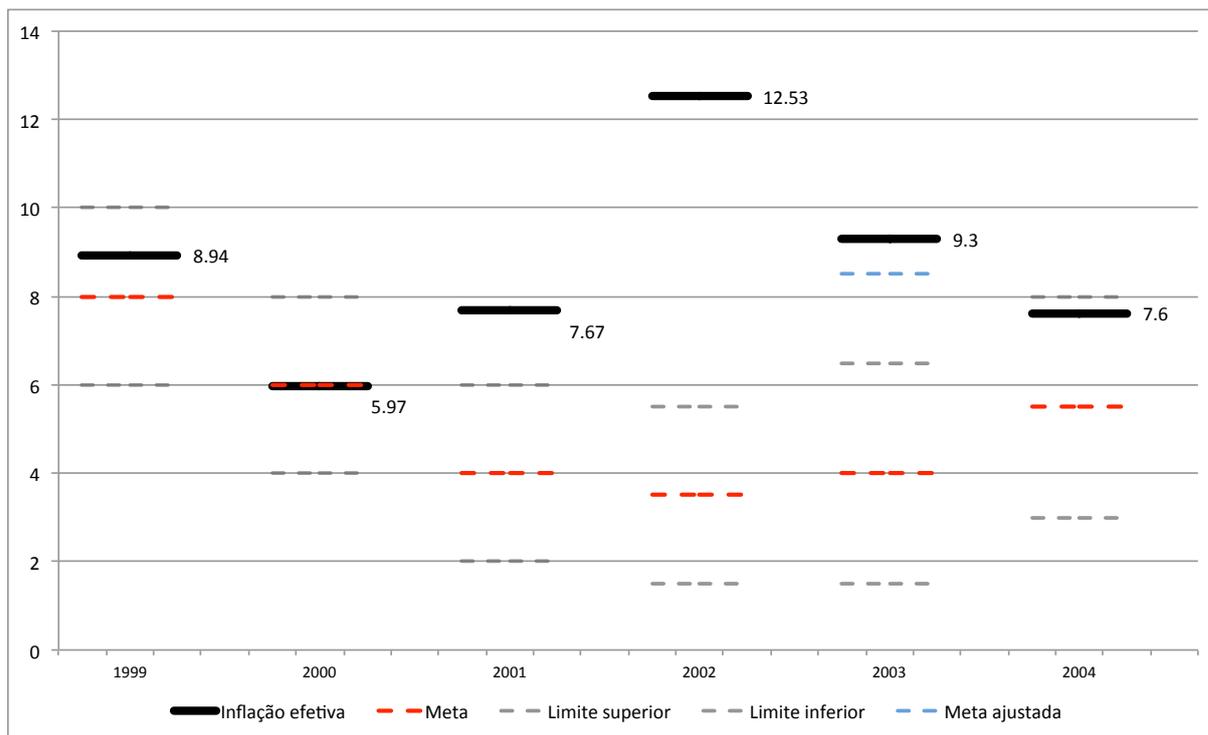
Assim, em junho de 2004, o CMN definiu a meta para 2006 em 4.5%, reduzindo o intervalo de tolerância para $\pm 2\%$. Neste momento, o mercado passou a precificar a possibilidade de um novo ciclo de aperto monetário, de forma a garantir a convergência da inflação para a meta. Depois de manter a Selic inalterada em julho e agosto, em setembro, o Copom optou por elevá-la de 16% para 16,25%, tendo em vista que, frente a uma piora nas expectativas, sem intervenção a inflação não iria ceder, dificultando a convergência. A essa altura, já era claro que em 2004 a inflação terminaria o ano longe da trajetória inicialmente prevista. Desta forma, na ata da reunião de Setembro, o comitê definiu uma estratégia de convergência gradual para as metas de 2005-2006, após o overshoot da inflação em 2004, optando por acomodar apenas parte da inércia inflacionária de 2004¹⁰ em 2005, adotando 5,1% como objetivo explícito para 2005 e 4,5% em 2006. Esta estratégia era consistente com o objetivo de máxima transparência, sinalizando ao público que o Copom não permitiria que

¹⁰ O Copom estimou uma inércia inflacionária de 0.9% em 2005. Deste total, optou-se por acomodar 2/3, adotando 5.1% como objetivo

a inflação permanecesse na banda superior, como apontavam as expectativas, que vinham convergindo para 7%.

Entretanto, o aperto monetário teve um impacto inicial limitado, e, no último trimestre de 2004, o IPCA anualizado estava próximo de 7,5% e crescendo, enquanto as expectativas para 2005 estavam em 5,8%, acima de onde estavam no início do ciclo, apesar de vários fatores favoráveis, como apreciação da taxa de câmbio, sinais de acomodação na atividade doméstica e redução nos preços de commodities, entre outros. A razão era simples: o mercado permanecia cético em relação as perspectivas de desinflação. Tal ceticismo se deve aos óbvios problemas de credibilidade enfrentados por um regime que teve um começo bastante turbulento e com instituições ainda fracas. Além do mais, uma série de mudanças institucionais adotadas em 2003 começaram a surtir efeito, aumentando a oferta de crédito, em especial para o setor imobiliário, e, com isso, aumentando a demanda de consumidores por bens duráveis. Na última reunião do ano, quando o Copom elevou a Selic em 50bps, ainda não havia sinais claros de convergência para a meta. A figura abaixo ilustra o comportamento da inflação em relação à meta ao longo do período 1999-2004.

Figura 4 – Inflação Efetiva vs. Meta Oficial 1999-2004



Fonte: BCB

3.2. 2005-2009 – Consolidação do Processo de Desinflação e Ancoragem das Expectativas

Apesar de mais otimismo em relação ao cenário de médio e longo prazo, no primeiro trimestre de 2005 os agentes ainda estavam revisando suas expectativas de inflação para cima, de 5,7% em dezembro de 2004 para 5,9% em março de 2005, se afastando do objetivo definido para o ano. Sendo assim, a resposta do Copom foi aumentar a Selic em um total de mais 150bps¹¹. O segundo trimestre marcou um momento decisivo na condução do regime de metas até então. As projeções dos modelos do BCB apontavam para convergência em 2006, mas a inflação corrente permanecia elevada. Ademais, sob a influência de uma inflação corrente elevada, as expectativas ainda estavam longe da meta. Em abril e maio, a Selic subiu

¹¹ Em três aumentos separados de 50bps, nas três primeiras reuniões do ano

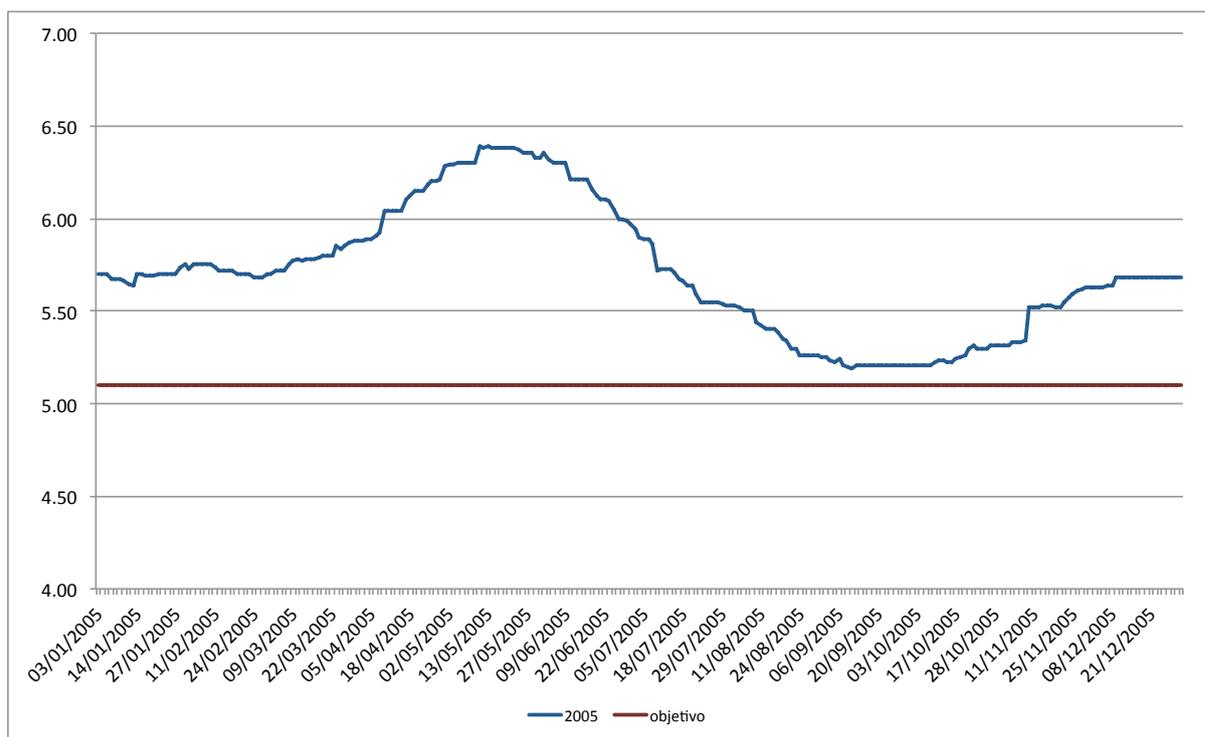
mais 50bps¹². Esses movimentos não inteiramente antecipados foram determinantes para direcionar as expectativas para o objetivo anunciado de política monetária, como ilustrado abaixo, reforçando o compromisso do Copom em evitar que a inflação se desviasse da trajetória prevista. Em um processo de desinflação com credibilidade ainda frágil, as autoridades optaram por manter a Selic inalterada em junho, julho e agosto, apesar de surpresas inflacionárias favoráveis¹³.

Assim, o processo de desinflação já estava consolidado em meados de 2005, quando a economia começou a desacelerar, com o crescimento do PIB caindo de uma média de 3,2% no primeiro semestre, para 0% no segundo. O argumento para manter a política monetária inalterada baseava-se no fato de que o banco central já estava perseguindo um objetivo acima da meta previamente estabelecida pelo CMN, e que, apesar de estarem convergindo, tanto a inflação corrente quanto a inflação esperada ainda estavam acima do objetivo de 5,1% (o IPCA fechou o ano em 5,7%). Dessa forma, o objetivo era assegurar que o regime de metas no Brasil passasse a contar com a inflação oscilando em torno da meta, e não mais permanentemente no limite superior do intervalo de tolerância.

¹² 25bps em cada reunião

¹³ Apreciação da taxa câmbio, principalmente

Figura 6 - Evolução das expectativas para inflação de 2005 durante 2005

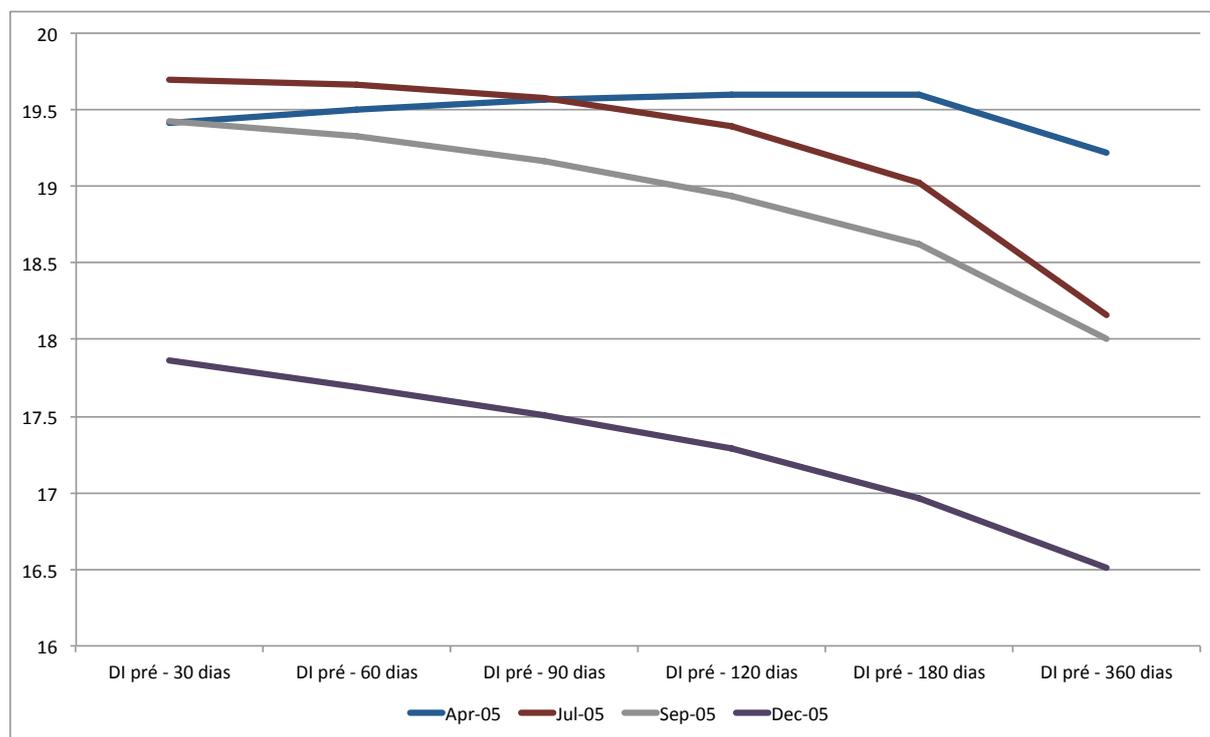


Fonte: Relatório FOCUS

Em setembro de 2005, as expectativas para 2006 chegaram a 4,6%, bastante próximo da meta de 4,5%, e um novo ciclo de afrouxamento monetário se iniciou, com um corte de 25bps, durando até setembro de 2007¹⁴. Graças à maior resistência da economia a choques, em outubro, o Copom optou por reduzir a frequência de suas reuniões de doze para oito reuniões anuais, começando em janeiro de 2006. O corte nos juros já era antecipado pelo mercado, como mostra a estrutura a termo na figura 6 abaixo. A partir de abril, cinco meses antes do primeiro corte, as taxas mais longas começaram a cair (em especial a taxa de swap DI-pré 360), ao mesmo tempo em que a inflação começou a cair, como mostrado no gráfico anterior. Este movimento era consistente com uma política monetária mais crível, atuando através de movimentos suaves na taxa curta, bem como um cenário de menor vulnerabilidade a choques, reduzindo o prêmio de risco e sua volatilidade.

¹⁴ Até hoje, este foi o ciclo mais longo de afrouxamento monetário desde a implementação do regime de metas

Figura 6 – Estrutura a termo das taxas de juros ao longo de 2005



Fonte: BCB

O processo de distensão da política monetária se manteve por todo o ano de 2006. O Comitê implementou três cortes consecutivos de 75bps nas reuniões de janeiro, março e abril, diminuindo o ritmo de corte para 50bps na reunião de maio, em um movimento sinalizado na ata anterior. Nesta ocasião, o cenário externo vinha apresentado volatilidade expressiva, em função do reordenamento de carteiras de investimento, provocado pela maior incerteza quanto à duração e intensidade do ciclo de elevação da taxa de juros norte-americana. Como resultado, a taxa de câmbio passou de R\$2,15 para R\$2,30. Entretanto, a economia brasileira havia passado por um processo de desalavancagem nos anos anteriores, e, conseqüentemente, se tornado mais resiliente a flutuações em mercados internacionais. Assim, quando ficou evidente que as mudanças no cenário internacional não afetariam o acesso a financiamento externo, os preços dos ativos rapidamente se recuperaram.

Ao longo de 2006, as expectativas de inflação começaram a declinar, finalmente chegando a 4,5% em abril, e caindo ainda mais durante o resto do ano. O Copom continuou

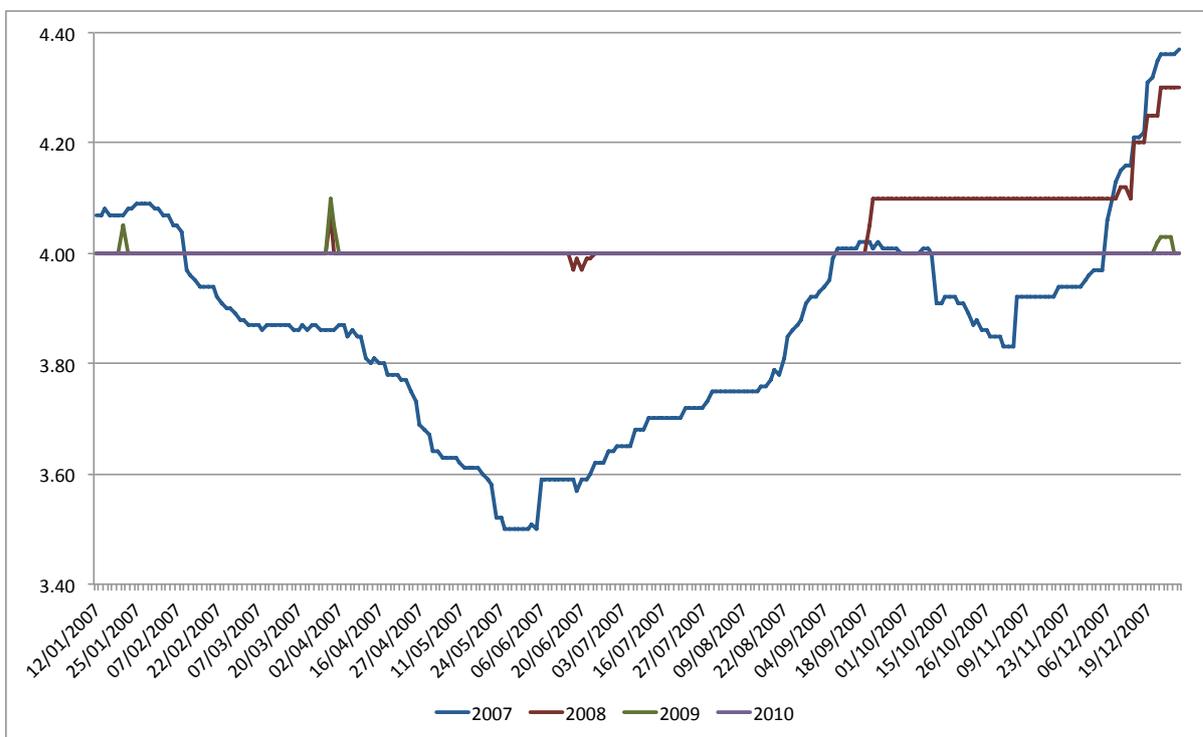
cortando os juros, e em 2006, o PIB cresceu 2,9%¹⁵ em relação a 2005. Pela primeira vez desde a adoção do regime de metas, a inflação fechou o ano abaixo da meta, em 3,1%, ainda dentro do intervalo de tolerância. Até hoje, foi a única vez que a inflação ficou abaixo da meta em um período de expansão econômica¹⁶. Apesar de ser algo inédito no Brasil, trata-se de algo bastante comum em outras economias que adotam o regime de metas, aproximando o país da experiência internacional. Este resultado foi de extrema importância para a consolidação da credibilidade do regime, uma vez que se os agentes enxergam o limite inferior da meta como inatingível, dificilmente irão considerar uma distribuição de probabilidade cuja média é a meta de inflação. Enquanto as expectativas permanecem viesadas na parte superior da banda, a autoridade monetária precisa atuar mais firmemente contra o ceticismo apenas para atingir o centro do intervalo.

O cenário benigno para a inflação continuou durante o primeiro semestre de 2007 e em março, o IPCA atingiu o seu menor valor em toda a série, 2,96%. A estabilidade de preços, diminuição da vulnerabilidade externa e redução da incerteza macroeconômica permitiram a continuação do ciclo de afrouxamento monetário, porém em um ritmo mais lento, até setembro. Durante todo o primeiro semestre, as expectativas de inflação permaneceram bem ancoradas, abaixo da meta de 4,5% para 2007, 2008, 2009 e 2010, como mostra o gráfico a seguir.

¹⁵ Este dado foi revisado pelo IBGE em 2008 para 4%. Porém, quando o relatório de inflação do primeiro trimestre de 2007 foi publicado, o dado disponível era 2,9%

¹⁶ A única outra vez em que a inflação ficou abaixo da meta foi em 2009, quando o país teve crescimento negativo do PIB, de - 0.2%.

Figura 7 – Expectativas FOCUS em 2007 para 2007, 2008, 2009, 2010



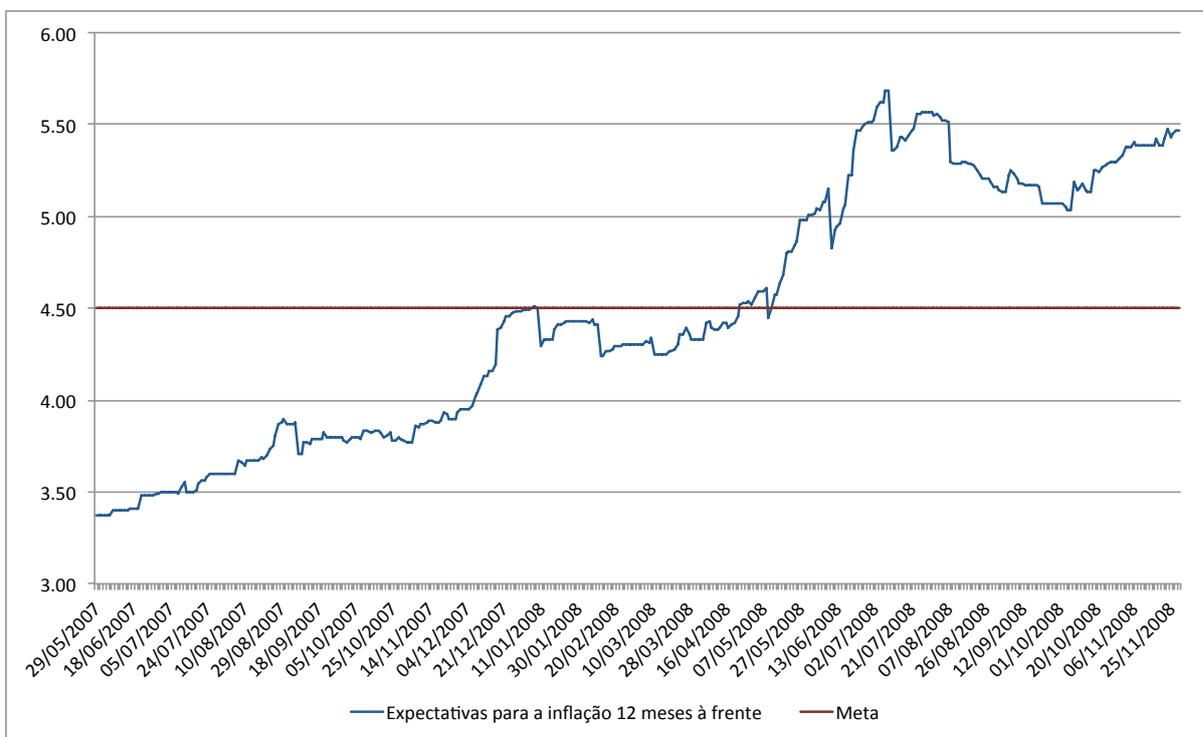
Fonte: Relatório FOCUS

Neste contexto, quando o CMN se reuniu em junho para definir a meta de 2009, muitos argumentaram que a meta deveria ser reduzida formalmente para 4%. Quando o regime de metas foi implementado, as metas foram fixadas em patamares elevados que refletiam a realidade do país, que passava por um violento choque de preços relativos, contava com um déficit em conta corrente superior a 3% do PIB, além de difícil acesso a financiamento externo. Porém, a situação em 2007 era muito diferente. O déficit em conta corrente se transformou em um superávit de 1,6%, os juros da dívida externa soberana brasileira caíram para 6,5%, o mínimo histórico até então, ou seja, a liquidez internacional não era mais um problema. Ademais, as expectativas para 2007, 2008, 2009 e 2010 já estavam bem abaixo da meta de 4,5%, meta esta que é elevada quando comparada aos outros países que adotam a mesma sistemática. Desta forma, uma redução da meta de inflação faria convergir as

expectativas para uma inflação efetiva ainda mais baixa, o que daria mais condições para o BCB reduzir a taxa de juros no futuro, sem maiores sacrifícios da política monetária, uma vez que a inflação corrente estaria abaixo da meta. Entretanto, o CMN optou por manter a meta em 4,5%, deixando passar inexplicavelmente uma oportunidade de ancorar as expectativas em um nível alinhado com a experiência internacional.

Entre junho de 2007 e junho de 2008, o Real se valorizou 20%, acompanhando uma valorização de ativos brasileiros com a antecipação do grau de investimento, recebido em abril de 2008. O longo ciclo de expansão monetária, a melhora nos indicadores do mercado de trabalho e a elevação da renda real levaram ao aquecimento da economia. Com a expansão da demanda interna, principalmente pela expansão do crédito, somada à valorização do Real, no período de junho de 2007 e junho de 2008, houve uma deterioração do saldo em conta corrente e, ao mesmo tempo, a inflação medida pelo IPCA se elevou de 3,7% para 6,1%. No mesmo período as expectativas de inflação 12 meses a frente passaram de 3,5% para 5,3%, acima da meta, como mostra o gráfico a seguir.

Figura 8 – Expectativas para a inflação acumulada nos próximos 12 meses – Jun/07-
Nov/08



Fonte: Relatório FOCUS

Assim, o Banco Central iniciou um novo ciclo de aperto monetário em abril de 2008, elevando a Selic em 50 bps, naquele mês e em junho, e em 75 bps em julho e setembro. Porém, em setembro de 2008, com a quebra da Lehman Brothers e seus desdobramentos, o cenário macroeconômico mudou radicalmente¹⁷. A crise desencadeou um processo de estreitamento das condições de financiamento tanto em dólares quanto reais. A depreciação cambial, escassez de liquidez em US\$ e a deterioração dos termos de troca, em resposta à queda dos preços internacionais de commodities tiveram efeitos severos sobre confiança de empresários e consumidores e sobre a atividade econômica.

O desafio do BC era conter a crise e prover a liquidez necessária ao sistema e ao mesmo tempo, evitar que a gestão da crise afetasse o regime de política monetária

¹⁷ Uma descrição detalhada da atuação do Banco Central durante a crise de 2008 pode ser encontrada em Mesquita e Torós (2010)

direcionado para a convergência da inflação à trajetória de metas. Dado que entre setembro e novembro de 2008 tanto as expectativas do Banco Central quanto as expectativas de analistas independentes se mostravam inconsistentes com a convergência da inflação à meta, o Comitê optou por manter a Selic inalterada em suas duas últimas reuniões do ano, em outubro e dezembro, com a mesma fechando o ano em 13,25%. O relaxamento precoce da postura da autoridade monetária não só não teria nenhum resultado na atividade contemporânea como também teria provocado uma deterioração das expectativas de inflação, comprometendo a credibilidade do BC e conseqüentemente, teria reduzido o espaço para o uso de medidas que, quando tomadas no momento apropriado teriam impactos anticíclicos, como de fato tiveram posteriormente.

Frente a magnitude da crise internacional, e a incerteza acerca de sua duração, em janeiro de 2009 o Copom iniciou um novo ciclo de afrouxamento, reduzindo a Selic em 100bps, seguido por um corte ainda maior em março, de 150bps, e outros dois cortes de 100bps em abril e junho. Tanto na ata da reunião de junho quanto no Relatório de Inflação publicado no mesmo mês o comitê sinalizou que reduziria o ritmo da flexibilização, considerando os efeitos defasados e cumulativos da política monetária. De fato, o último corte do ciclo, de 50bps, veio em julho, levando a Selic para o patamar de 8,75%. Na visão do comitê, o desaquecimento da demanda doméstica, provocado pelo aperto das condições financeiras e pela deterioração da confiança, somado à contração da economia global resultaram em uma elevação da ociosidade dos fatores de produção¹⁸. Essa ociosidade dos fatores de produção contribuiria para um cenário inflacionário benigno, no qual o IPCA voltaria a evoluir de maneira consistente com a trajetória de metas. Tal crença se refletia tanto na avaliação do Copom quanto na avaliação de analistas independentes e as expectativas

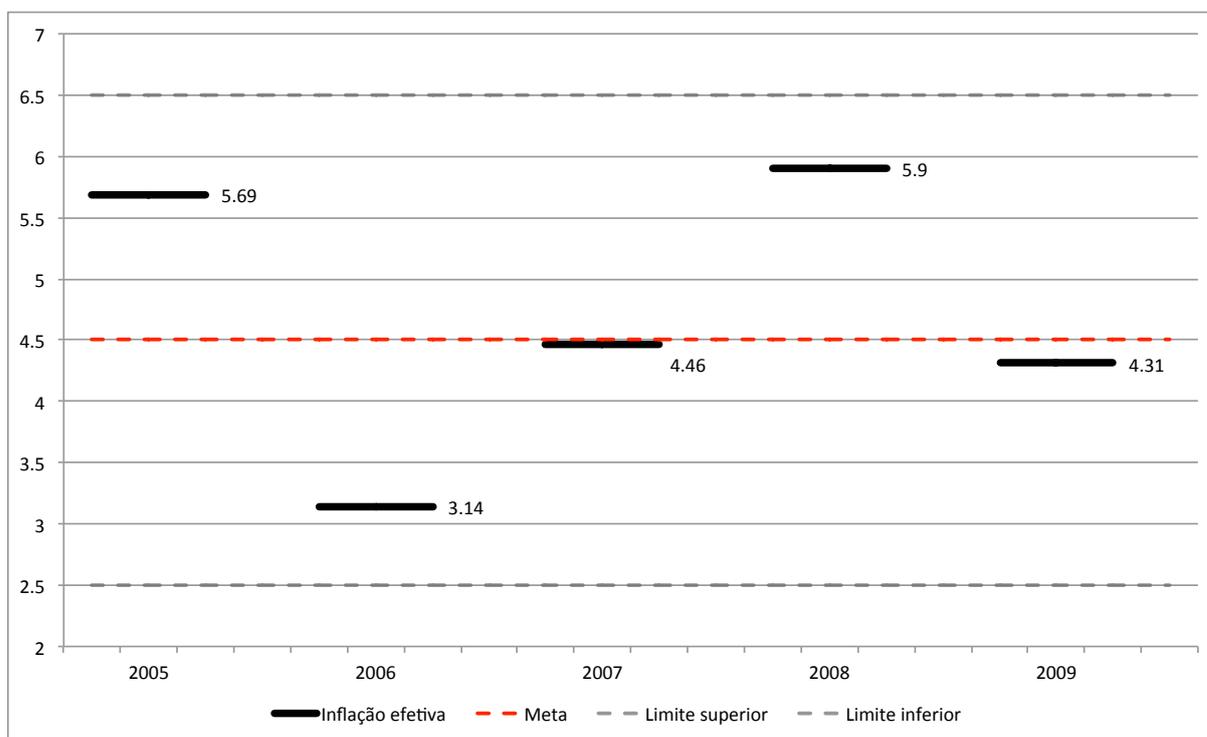
¹⁸ Relatório de Inflação, Junho/2009

permaneceram todo o ano em torno de 4% e neste ambiente deflacionário, o IPCA fechou o ano em 4,31%.

Ao final de 2009, a economia já se mostrava recuperada. Apesar do que ocorreu em 1999, a economia brasileira passou por um período de contração sem que isso implicasse em qualquer ruptura no regime de política monetária. O “tripé macroeconômico”, composto pelo regime de metas de inflação, ajuste fiscal e taxa de câmbio flexível se provou consolidado, mostrando resiliência e flexibilidade. Além disso, os superávits comerciais, expressivo volume de reservas internacionais e o financiamento externo baseado em investimento direto foram cruciais para atravessar o período de turbulências sem maiores desdobramentos.

A figura abaixo ilustra a evolução da inflação efetiva frente à meta oficial no período 2005-2009. Cabe destacar que durante o período, a inflação permaneceu dentro do intervalo de tolerância, permanecendo abaixo da meta em 3 anos.

Figura 9 – Inflação Efetiva vs. Meta Oficial 2005-2009



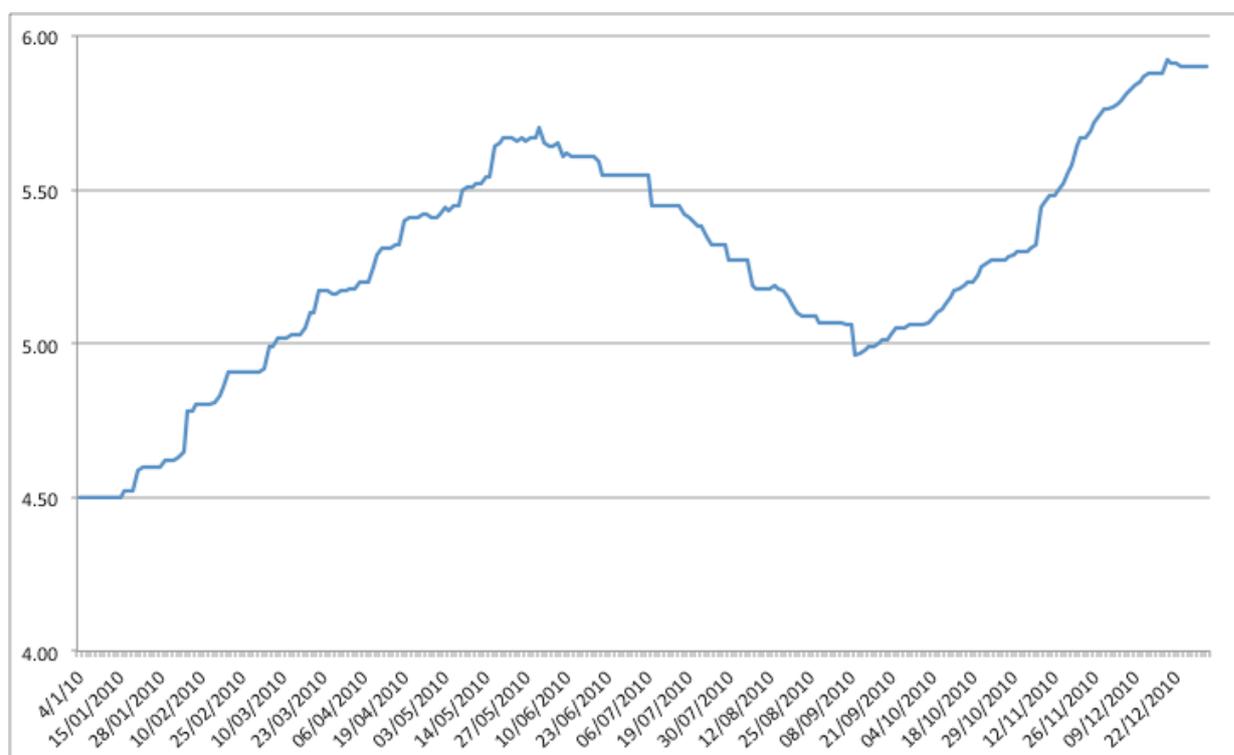
Fonte: BCB

3.3. 2010-2014 – A “Nova Matriz Econômica” e a Desancoragem das Expectativas

Em 2010 a economia havia se recuperado. Os estímulos fiscais e monetários começaram a surtir efeito e já no primeiro semestre a produção industrial havia retornado ao pico prévio à recessão, enquanto a concessão de crédito continuava aquecida, impulsionando a demanda. Simultaneamente, se no ano de 2009 o ambiente externo foi a maior fonte de impulsos deflacionários e queda na confiança, em 2010 a história foi bem diferente. A recuperação da China trouxe consigo o crescimento dos preços internacionais de commodities, resultando em ganhos significativos nos termos de troca para o país. Outro impulso externo vinha das economias maduras. A política monetária não convencional adotada pelo Fed nos EUA, o chamado Quantitative Easing e a manutenção de juros excessivamente baixos, tanto nos EUA quanto na Europa e no Japão contribuíram para o aumento do volume de fluxos de capital externo ingressando no país, garantindo condições de liquidez, financiamento abundante e valorização cambial.

A resposta do Copom para as crescentes pressões inflacionárias foi um novo ciclo de aperto monetário, elevando a Selic em 75 bps em abril, 75 bps em junho e 50 bps em julho. Apesar das expectativas estarem se deteriorando, o Copom optou por interromper o ciclo e manter a Selic inalterada em 10,75% no resto do ano. O gráfico abaixo mostra a evolução das expectativas para a inflação durante o ano de 2010. É possível perceber que entre janeiro e maio as expectativas se desviaram consideravelmente da meta de 4,5%, começando a baixar após o início do ciclo de contração monetária de abril. Porém, quando o Copom decidiu encerrar o ciclo em setembro, as expectativas voltaram a se afastar da meta e permaneceram mais próximas de 6%.

Figura 10 – Evolução das expectativas para a inflação de 2010



Fonte: Relatório FOCUS

O ano de 2010 terminou com crescimento do PIB de 7,5% e inflação de 5,9%. Em dezembro, quando já era claro que as expectativas haviam se deteriorado, e muito, e que a expansão do crédito elevava os riscos, o Banco Central lançou mão de medidas macro prudenciais. Tipicamente, medidas macro prudenciais buscam limitar os riscos das instituições financeiras, tendo efeitos macroeconômicos como consequência. Dentre as medidas macro prudenciais, dois tipos merecem destaque: as que se destinam a limitar a expansão do crédito, como por exemplo os requisitos de capital e recolhimentos compulsórios sobre depósitos; e os controles impostos sobre ingressos de capital, visando limitar o risco de descasamento entre moedas.

Embora o ano de 2010 tenha sido marcado por um aumento expressivo dos ingressos de capitais, não foram tomadas medidas para limitá-los em um primeiro momento, muito em parte porque a valorização cambial ajudava a conter a inflação, em um contexto em que o

governo se esforçava para acelerar o crescimento do PIB, embora a economia já estivesse superaquecida. Sendo assim, diante de claras indicações de que a expansão do crédito ao consumo elevava os riscos, o grupo de medidas macro prudenciais adotadas em 2010 foram do primeiro tipo, isto é, destinadas a limitar a expansão do crédito. As medidas adotadas foram: (i) elevação do requerimento de capital para operações de crédito a pessoas físicas com prazos superiores a 24 meses; (ii) elevação do compulsório sobre depósitos à vista e à prazo; (iii) expansão do limite de garantia prestada pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC) e estabelecimento de cronograma para extinção do Depósito a Prazo com Garantia Especial do FGC (DPGE).

É importante ressaltar que não há críticas em relação ao uso de medidas macro prudenciais, quando seu propósito é bem definido. Elas são destinadas a evitar a acumulação de riscos sistêmicos e, de fato, foram eficazes em reduzir a velocidade de crescimento do endividamento das famílias. O problema surge quando tais medidas são adotadas como substitutas para o instrumento primordial de política monetária, isto é, a taxa básica de juros. A eficácia de tais medidas é limitada, e mesmo após a sua adoção a inflação permaneceu elevada, tendo inclusive superado o limite superior do intervalo de tolerância na metade de 2011. Dada a expansão da política fiscal em 2010, o hiato do PIB permaneceu positivo, gerando pressões inflacionárias. Desta forma, o aumento de juros foi insuficiente para controlar a inflação, apesar das medidas macro prudenciais. O ano de 2010 marcou o primeiro sinal de afrouxamento claro no compromisso com a meta de inflação, comportamento que se intensificaria em 2011.

O BCB, visando promover a convergência da inflação para a meta, após terminar 2010 em 5,9%, retomou em janeiro de 2011 o processo de aperto monetário interrompido em setembro do ano anterior, elevando a taxa básica de juros em 50 bps, para 11,25%. Esta retomada já

havia sido sinalizada no Relatório de Inflação de dezembro de 2010¹⁹. Ao mesmo tempo, na ata da reunião de janeiro, o comitê indicava que o “cenário central também contempla moderação na expansão do crédito, para a qual contribuem as ações macro prudenciais recentemente adotadas (...), tais ações regulatórias devem ser manifestar como elemento de contenção da demanda agregada por intermédio do canal de crédito.” O texto refere-se as já mencionadas medidas adotadas em dezembro de 2010, cujos efeitos macroeconômicos, ainda seriam sentidos, mesmo limitados. Durante o primeiro semestre de 2011 novas medidas restritivas foram adotadas, como o aumento da alíquota do imposto sobre operações financeiras (IOF) sobre o crédito ao consumidor e maiores restrições para o parcelamento de faturas de cartões de crédito. O governo também introduziu uma série de controles de capitais visando conter a apreciação do Real, que havia caído abaixo de R\$1,60/US\$, como a introdução do IOF nas operações de vendas de derivativos cambiais²⁰. Tais medidas seriam revertidas ao longo de 2012. O ciclo de aperto monetário continuou com um novo aumento de 50 bps em março, e três aumentos consecutivos de 25 bps em abril, junho e julho, colocando a Selic em 12,50% a.a.

No entanto, na reunião seguinte o ciclo não só foi interrompido, como foi revertido abruptamente, com a taxa sendo reduzida em 50bps, em um movimento que passou a ser descrito por comentaristas econômicos e políticos como o “cavalo de pau da política monetária”. Ao movimento de agosto seguiram-se dois cortes adicionais de 50 bps, em outubro e novembro. A inflexão da política monetária marca uma das decisões mais controversas na história do Copom, tanto por se tratar de uma decisão inédita (isto é, a primeira mudança de direção entre duas reuniões), quanto pelas condições iniciais e falta de

¹⁹ Relatório de Inflação Dezembro 2010 – “Importante destacar que, no regime de metas para a inflação, desvios em relação a meta (...) sugerem necessidade de implementação, no curto prazo, de ajuste na taxa básica de juros, de forma a conter o descompasso entre o ritmo da expansão da demanda doméstica e a capacidade produtiva da economia, bem como de reforçar a ancoragem das expectativas de inflação”

²⁰ Medidas visando frear a entrada de capitais no mercado de renda fixa já tinham sido adotadas na segunda metade de 2010

sinalização. Naquela ocasião, a inflação corrente, medida pelo IPCA, havia fechado o mês de julho em 6,87%, acima do limite superior do intervalo de tolerância. Por sua vez, a mediana das inflação esperada para 2011 estava em 6,31% e em 5,20% para 2012 na véspera da decisão do Copom, consideravelmente acima do centro da meta. Assim, surpreende que o Copom tenha revertido o curso da política monetária em um cenário de fortes pressões inflacionárias, e sem qualquer tipo de sinalização prévia ao mercado. A justificativa do comitê baseou-se na visão de que um novo choque externo, neste caso a lenta e frágil recuperação das economias avançadas, em especial a situação da Grécia e seus impactos na Zona do Euro, teria impacto contracionista sobre a economia brasileira, o que iria aumentar o hiato do produto e portanto, ter um viés deflacionário e contribuiria para a convergência da inflação para a meta. Especificamente, de acordo com o comunicado da reunião:

“Reavaliando o cenário internacional, o Copom considera que houve substancial deterioração, consubstanciada, por exemplo, em reduções generalizadas e de grande magnitude nas projeções de crescimento para os principais blocos econômicos. O Comitê entende que aumentaram as chances de que restrições às quais hoje estão expostas diversas economias maduras se prolonguem por um período de tempo maior do que o antecipado. (...) O Comitê entende que a complexidade que cerca o ambiente internacional contribuirá para intensificar e acelerar o processo em curso de moderação da atividade doméstica, que já se manifesta, por exemplo, no recuo das projeções para o crescimento da economia brasileira. Dessa forma, no horizonte relevante, o balanço de riscos para a inflação se torna mais favorável. A propósito, também aponta nessa direção a revisão do cenário para a política fiscal. Nesse contexto, o Copom entende que, ao tempestivamente mitigar os efeitos vindos de um ambiente global mais restritivo, um ajuste moderado no

*nível da taxa básica é consistente com o cenário de convergência da inflação para a meta em 2012.*²¹

O resultado desejado acabou não se materializando. De fato, após atingir 7,31% em setembro de 2011 a inflação iniciou uma trajetória de queda, fechando o ano em exatos 6,50%, no limite do intervalo de tolerância. Porém, a queda da inflação foi muito mais um reflexo do aperto monetário adotado anteriormente e da apreciação do real ocorrida durante o primeiro semestre do que um impacto deflacionário de choques externos, como parecia acreditar o BC. É importante ressaltar que este experimento de 2011 contrasta com a flexibilização de 2009, esta sim consistente com a convergência da inflação para a meta. As condições iniciais nos dois momentos eram consideravelmente distintas. Em primeiro lugar, havia bem menos ociosidade da economia em 2011: a taxa de desemprego com ajuste sazonal era de 6% em agosto de 2011, enquanto em janeiro de 2009 a mesma taxa atingia 8,5%. O nível de utilização da capacidade instalada, também com ajuste sazonal, encontrava-se em 83,6% em 2011, frente a 78,4% em 2009. Em segundo lugar, as expectativas de inflação 12 meses à frente atingiam 5,5% em agosto de 2011 e 4,7% em janeiro de 2009. Por fim, o movimento de 2009 foi amplamente sinalizado e comunicado pelo BC, enquanto em 2011 o Copom reverteu abruptamente o ciclo, comprometendo a sua credibilidade.

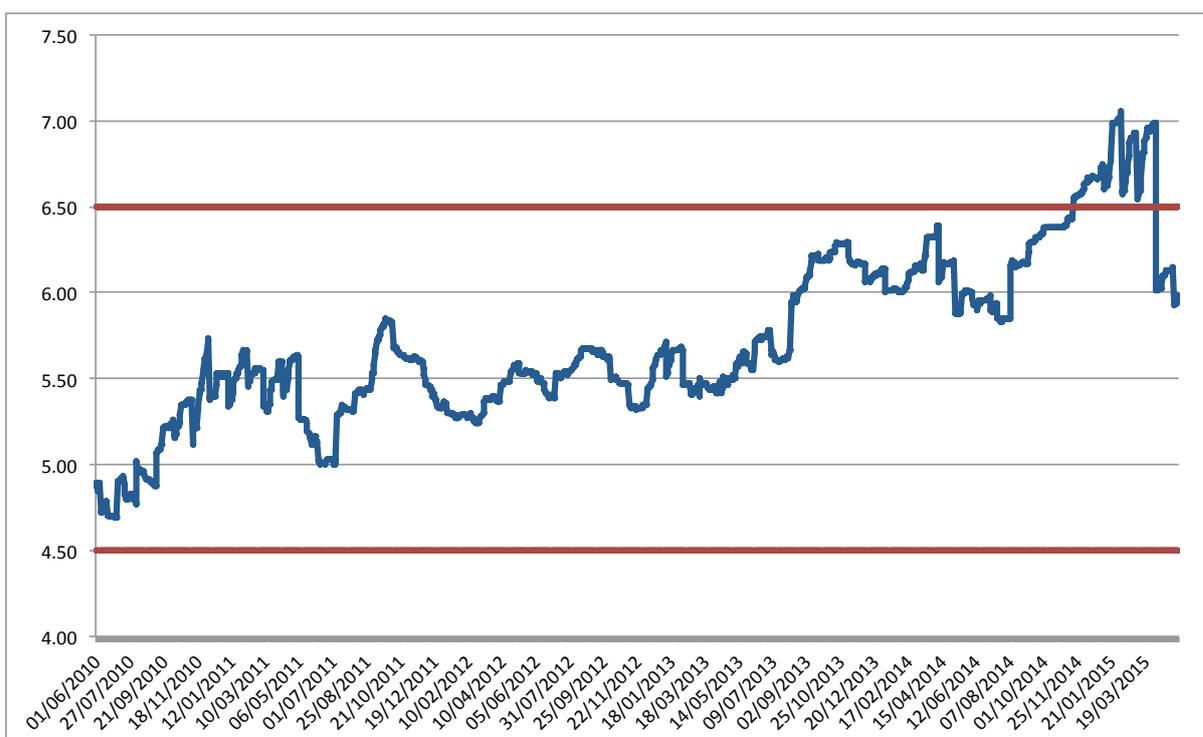
A inflexão de política monetária marca a “virada” do governo Dilma, que seguiria pelos dois anos seguintes. Verificou-se um reordenamento da política macroeconômica, marcado por uma mudança nos objetivos de curto prazo e nos instrumentos utilizados. A queda de juros transformou-se em um objetivo explícito de política, e o resultado foi uma deterioração substancial nas expectativas. O gráfico 11 mostra a evolução das expectativas 12 meses à frente a partir de 2011. Como pode ser observado, as expectativas nunca mais voltaram a atingir um patamar inferior a 5% após julho de 2011, chegando a ultrapassar o limite superior

²¹ Comunicado da reunião do Copom de 31 de agosto de 2011

ao final de 2014. As expectativas só começaram a cair quando o Banco Central mudou o tom da comunicação e se mostrou de fato comprometido com um processo de desinflação, como será detalhado a seguir.

Na prática, a guinada significou o abandono do “tripé macroeconômico”, adotado em 1999, em nome do que se tornou conhecido como a “nova matriz macroeconômica”. Enquanto o “tripé” era calcado em um regime de metas para a inflação, câmbio flutuante e disciplina fiscal, a “nova matriz macroeconômica” era caracterizada pela combinação de juros baixos, taxa de câmbio competitiva e uma consolidação fiscal “amigável ao investimento”, como descrito em entrevista do então secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, Márcio Holland ao jornal “Valor Econômico”, ao final de 2012.²²

Figura 11 – Expectativas para a inflação 12 meses à frente a partir de 2011



Fonte : Relatório Focus

²² disponível em

http://www1.fazenda.gov.br/spe/publicacoes/destaques/2012_12/Transição%20para%20nova%20pol%C3%ADtica%20econômica%20afetou%20PIB,%20diz%20Holland.pdf

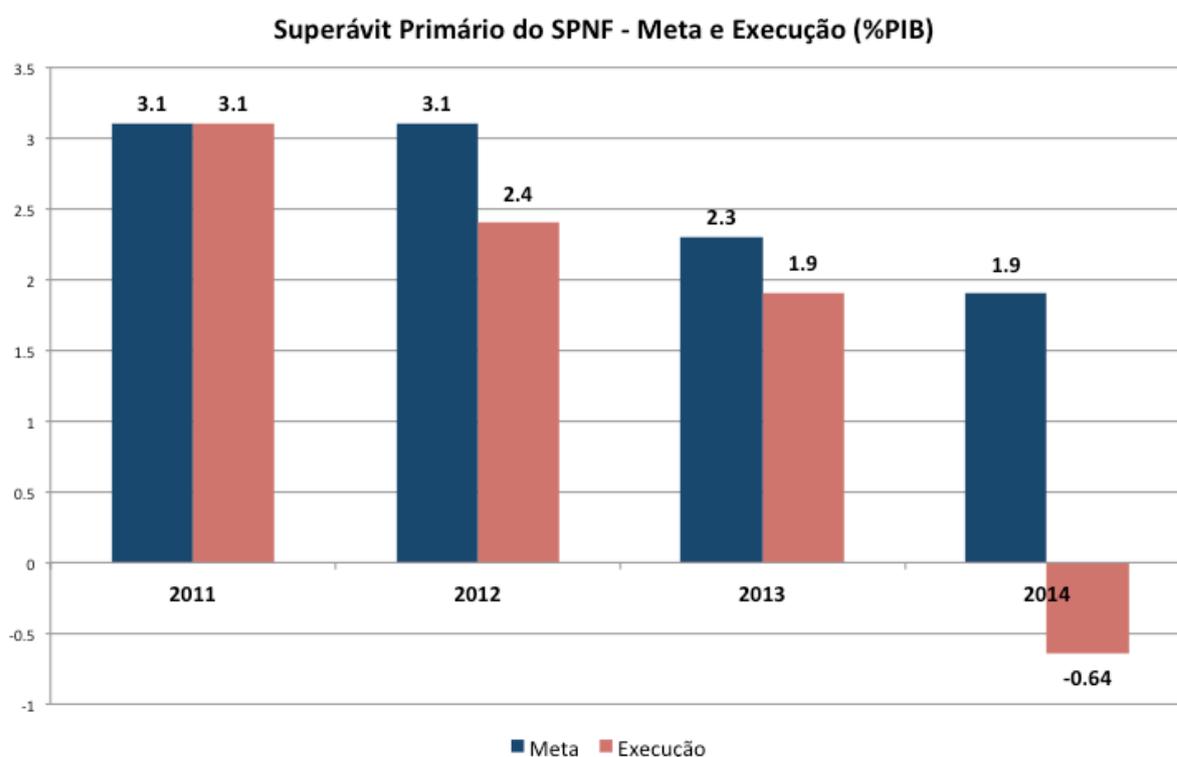
Sendo assim, ao longo de 2011 e 2012, para perseguir o objetivo de juros baixos, o governo lançou mão de uma série de experimentos alternativos para conter a inflação e estimular a economia. Em relação ao segundo pilar da nova matriz, a tal “taxa de câmbio competitiva”, em 2011, com a valorização do real, o governo começou a implementar medidas para contê-lo, como os já descritos controles de capital no mercado futuro de câmbio e de renda fixa, além de intervenções diretas no mercado de câmbio, como as operações de *swaps* cambiais feitas pelo BCB, intensificadas em 2012. Cabe ressaltar que intervenções no mercado de câmbio são procedimentos perfeitamente recomendáveis diante de forças que aumentem a volatilidade cambial ou que resultem em uma sobrevalorização (ou desvalorização). No entanto, o que foi observado foi uma tentativa de usar o câmbio como um instrumento de política, visando estimular a produção industrial. Por trás destas mudanças, tanto na política monetária quanto na política cambial estava a crença do governo de que o *pass-through* da depreciação do real para os preços ao consumidor teria caído para um patamar próximo a zero, logo, não afetaria a inflação, e assim, havia um trade-off a ser explorado, o que se mostrou equivocado, com a depreciação cambial afetando a inflação.²³

O terceiro pilar veio da política fiscal. Apesar de uma análise detalhada da política fiscal fugir ao escopo deste trabalho, é necessário ter em conta que esta também faz parte de um quadro maior de desconstrução institucional que se fez presente em toda a política econômica. Na nova matriz econômica, era reservada à política fiscal a tarefa de incentivar investimentos através de estímulos como, por exemplo, desonerações tributárias. Prevalencia o diagnóstico equivocado de que o baixo crescimento do PIB a partir de 2011 poderia ser resolvido com estímulos adicionais a demanda, e havia a visão do governo de que “a demanda gera a sua própria oferta”. O resultado foi o relaxamento da Lei de Responsabilidade Fiscal e o abandono do objetivo de reduzir a dívida pública, passando a diminuir os superávits

²³ Pastore(2015)

primários. A “contabilidade criativa” colocada em prática escondia o real tamanho dos superávits. A dívida pública bruta reverteu a sua trajetória declinante e passou a crescer, enquanto o resultado primário como proporção do PIB foi se deteriorando progressivamente. De fato, em 2014 pela primeira vez desde o início da série histórica, o resultado primário foi um déficit, o que exigiu uma manobra política para alterar a meta fiscal a fim de evitar maiores embaraços. O gráfico 12 mostra a meta fiscal prometida e a de fato atingida para cada ano do primeiro mandato do governo Dilma. É possível perceber o relaxamento com a disciplina fiscal. Quando a perspectiva de rebaixamento da classificação de risco da dívida soberana por agências de rating se tornou uma ameaça real o governo anunciou um plano de contingenciamento orçamentário e ajuste fiscal para 2015. No entanto, o plano ainda precisa vencer tanto obstáculos políticos quanto a desconfiança dos agentes do mercado, uma vez que a credibilidade foi comprometida.

Figura 12 – Resultado Primário Prometido vs. Atingido



Fonte: BCB

Diante da persistência da inflação, a partir de 2012 o governo passou a recorrer a intervenções diretas no sistema de preços como instrumento de controle da inflação. Contudo, como tais intervenções na verdade acabam por estimular ao invés de conter o excesso de demanda, o efeito restringiu-se ao curto prazo, uma vez que são percebidas pelos agentes como insustentáveis no tempo, e a contrapartida foi a piora das expectativas de médio e longo prazo. O Banco Central não mais tinha autonomia para utilizar o seu instrumento primordial de controle da inflação, a taxa de juros, uma vez que esta havia se tornado um objetivo explícito de política. A transparência foi reduzida, e a sinalização da política monetária, que havia se provado essencial para a coordenação das expectativas em períodos anteriores, tornou-se errática, passando a surpreender o mercado constantemente. Ao longo de todo o ano de 2012 a política monetária permaneceu expansionista e a taxa Selic chegou em seu patamar mais baixo em toda a série histórica em outubro de 2012, quando atingiu 7,25%, enquanto o IPCA fechou o ano em 5,84%, bem acima da meta de 4,5%.

O resultado do experimento da “nova matriz econômica” foi um fracasso; o país começou a conviver sistematicamente com uma inflação mais elevada e menos previsível. A necessidade de se ajustar a Selic, mesmo com todos os esforços do governo para evitar foi se tornando mais clara ao final de 2012 e o próprio Banco Central começou a alertar para esta possibilidade na reunião de janeiro de 2013, reforçando a sinalização na reunião seguinte e finalmente revertendo o ciclo e começou a elevar a Selic em abril de 2013, em um ciclo que seguiu-se até abril de 2014, quando atingiu 11%. No entanto, a reação foi tardia e em intensidade menor do que seria necessário para colocar a inflação novamente em trajetória de convergência para a meta.

Como consequência, durante o ano de 2013, o governo lançou mão de uma série de medidas para conter o avanço dos preços e tentar evitar o rompimento do limite superior do intervalo de tolerância e ainda manter o ambiente de taxas de juros menores. Tais medidas se

dividiram em dois tipos: as desonerações tarifárias e o controle artificial de preços administrados pelo poder público. Como exemplo de medidas do primeiro tipo observou-se a redução do IPI (imposto sobre produtos industrializados) e PIS/Cofins de alimentos da cesta básica e higiene, a não restauração completa do IPI sobre automóveis, eletrodomésticos linha branca e móveis, a desoneração da folha de pagamento para setores intensivos em mão de obra e a redução de encargos setoriais na conta de eletricidade. Já no segundo tipo, alguns exemplos são a revogação do aumento das tarifas de transporte público (em alguns casos, a redução para valores pré-2013), aumento do subsídio às tarifas de eletricidade para evitar o repasse aos consumidores da elevação nos preços de energia, e a manutenção artificial dos preços de combustíveis abaixo de nível de equilíbrio internacional. Mesquita (2014) estima que a adoção de tais medidas reduziram quase 1,7% do IPCA em 12 meses, como mostrado na tabela 1 abaixo. Assim, a inflação, que fechou o ano de 2013 em 5,91% teria ficado próxima de 8% sem a intervenção do governo, bem acima do teto da meta.

Tabela 1 – Inflação Represada

Inflação Represada	Pontos-base
Cesta básica	26
Energia elétrica	65
Ônibus urbano e metrô	14
Gasolina - defasagem	35
Álcool - efeito secundário da gasolina	6
Diesel - defasagem e efeito secundário sobre alimentos	23
Total represado	169

Fonte: Mesquita (2014) e Brasil Plural

A experiência brasileira mostra que represamento de preços até podem funcionar no curto prazo, mas trazem custos significativos no médio e longo prazo. No Brasil, essas

políticas afetaram o balanço da Petrobrás, as contas do governo e provocaram uma deterioração persistente no processo de formação de expectativas. Além disso, não é viável manter preços afastados da sua trajetória de equilíbrio, logo, o realinhamento inevitável dos preços resultou em um desafio muito maior de desinflacionar a economia em 2015, como será detalhado na seção seguinte.

Além das pressões inflacionárias provenientes de políticas expansionistas, em 2013 o cenário externo voltou a ser motivo de preocupação. Em maio, o então presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, sinalizou pela primeira vez a perspectiva de redução dos estímulos monetários nos EUA, o que ficou conhecido como *tapering*. Apesar de só ter sido de fato implementado em dezembro, a perspectiva foi o suficiente para provocar tensão nos mercados. Como resultado, o câmbio sofreu uma depreciação substancial. Entre abril e agosto de 2013, a depreciação do real chegou próxima a 15%. Ao mesmo tempo, o índice Ibovespa caiu pouco menos de 10%. Em setembro, quando o Fed optou por manter os estímulos, quando o mercado já antecipava uma redução, houve uma melhora marginal. Em junho de 2013 os fluxos de saída de capital somaram US\$2.6 bilhões; em julho, outros US\$1.44 bilhões deixaram o país; em agosto, atingiram impressionantes US\$6,75 bilhões e em setembro, outros US\$2 bilhões, totalizando mais de US\$14,2 bilhões. A resposta do BC, além do ciclo de aperto iniciado em abril de 2013, foi um programa contínuo de oferta de *swaps* cambiais. A magnitude das intervenções, diárias, foi sem precedentes. Em um primeiro momento, o programa se justificou pela necessidade de reduzir a volatilidade excessiva da taxa de câmbio em um ambiente de grande incerteza e aumento da aversão ao risco. Porém, a manutenção do programa até março de 2015 na prática funcionou como um regime de câmbio quase-fixo, motivado pela inflação elevada e pela insistência em limitar o uso da taxa de juros como instrumento de política monetária.

Em 2014, o governo manteve a maior parte das políticas implementadas em 2013 e descritas nos parágrafos anteriores. O ciclo de aperto monetário iniciado em abril de 2013 prosseguiu até abril de 2014, quando a Selic atingiu 11% e as perspectivas para atividade doméstica começavam a se deteriorar, ao mesmo tempo em que a reversão do movimento altista na inflação de alimentos trazia algum alívio. Assim, o Copom optou por manter a taxa de juros inalterada nas reuniões de maio, julho e setembro de 2014. É necessário ter em conta que o ano de 2014 marcou uma das eleições presidenciais mais acirradas desde a redemocratização do país e até o seu desfecho, em outubro, o ambiente era de grande incerteza quanto ao regime de política econômica que seria adotado. A reeleição da presidente Dilma não inspirava confiança por parte de investidores, domésticos e estrangeiros, dado a performance desastrosa durante o mandato anterior. A necessidade de ajustes era clara, tanto na política fiscal, quanto nos preços relativos, quanto na política monetária. O que não era tão óbvio era se a equipe da presidente reeleita de fato implementaria tais ajustes.

Neste cenário, na reunião de 29 de outubro de 2014 o Copom decidiu elevar a Selic para 11,25%. A decisão surpreendeu o mercado, que apostava em mais uma manutenção. Segundo o comunicado da reunião:

*Para o Comitê, desde sua última reunião, entre outros fatores, a intensificação dos ajustes de preços relativos na economia tornou o balanço de riscos para a inflação menos favorável. À vista disso, o Comitê considerou oportuno ajustar as condições monetárias de modo a garantir, a um custo menor, a prevalência de um cenário mais benigno para a inflação em 2015 e 2016.*²⁴

A intensificação dos ajustes de preços relativos refere-se a taxa de câmbio, que apresentou grande volatilidade desde o período eleitoral até o anúncio da equipe econômica. As intervenções retardaram o ajuste da taxa de câmbio que deveria estar em

²⁴ Comunicado da reunião do Copom de 29 de outubro de 2014

curso em resposta à deterioração do balanço de pagamentos (déficit considerável na conta corrente e deterioração da qualidade do financiamento, amplamente dependente de capitais de curto-prazo) já ocorrida até então e que se intensificou com a perspectiva de normalização da política monetária nos EUA.

Na reunião seguinte, em dezembro de 2014 o Copom intensificou o ritmo do ajuste, elevando a Selic em 50bps. Porém, o comunicado da reunião abria espaço para um interpretação mais “dovish”, isto é, menos comprometida com o processo de desinflação:

*“O Copom decidiu, por unanimidade, intensificar, neste momento, o ajuste da taxa Selic e elevá-la em 0,50 p.p., para 11,75% a.a., sem viés. Considerando os efeitos cumulativos e defasados da política monetária, entre outros fatores, o Comitê avalia que o esforço adicional de política monetária tende a ser implementado com parcimônia”.*²⁵

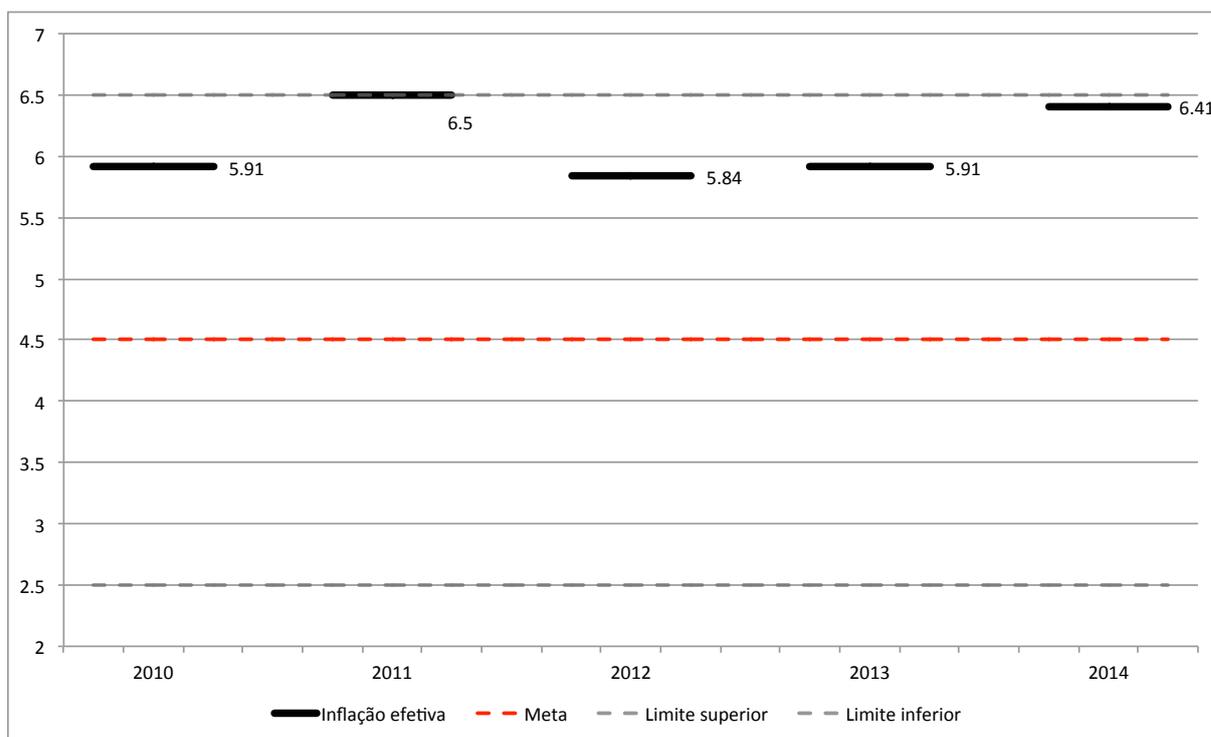
Assim, dada a falta de credibilidade do BC e a comunicação dúbia, as expectativas não reagiram da forma desejável à mudança de postura da política monetária. O IPCA fechou o ano em 6,41%, e ao final de 2014, as expectativas para a inflação para 2015 estavam em 6,56%, para 2016 em 5,70%, e para 2017 e 2018 estavam em 5,50%, sendo notória a desancoragem das expectativas, que nem mesmo para quatro anos a frente convergiam para 4,5%.

A figura abaixo ilustra a evolução da inflação efetiva frente à meta oficial no período 2010-2014. Em todos os anos a inflação se encontrou acima da meta, com uma inflação média no período de 6,1%. O fato de a inflação ter se posicionado sistematicamente acima da meta alerta para a possibilidade de que o governo esteve trabalhando com uma meta alternativa, superior à oficial. O BCB parece ter calibrado a política monetária não para minimizar os desvios da inflação em relação a meta, e sim

²⁵ Comunicado da reunião do Copom de 3 de dezembro de 2014

parece ter operado de forma a acomodar choques altistas de inflação, na medida em que estimular o crescimento de curto prazo se tornou um objetivo mais relevante do que a convergência da inflação para a meta e a ancoragem das expectativas. Estudos econométricos como em Ihara (2013) encontram evidências de que o Banco Central de fato reduziu a sua resposta aos desvios da inflação em relação à meta decorrente da mudança na política monetária, enquanto Pastore (2015) estima que o Banco Central teria trabalhado com uma “meta implícita” ligeiramente inferior a 6,5%.

Figura 13 – Inflação Efetiva vs. Meta Oficial 2010-2014



Fonte: BCB

Um dos principais problemas de trabalhar com uma meta *de facto* superior à oficial é que sobra pouca margem para acomodar choques altistas exógenos sem que haja o rompimento do limite superior da banda de tolerância. É importante lembrar que esta é a principal razão pela qual as bandas existem, a acomodação de choques não antecipados. Além do mais, a

manutenção prolongada desta postura acabou por minar a eficiência da política monetária e reduzir a credibilidade do regime de metas para a inflação no país.

A tabela 2 abaixo mostra as expectativas médias para cada ano, bem como a meta e a inflação efetivamente atingida naquele ano. Pela tabela, é possível avaliar a capacidade de ancorar as expectativas de inflação, principalmente em horizontes mais longos, como dois, três e até quatro anos a frente. A partir de 2005, as expectativas para horizontes mais longos passam a ficar ancoradas em 4.5%, e inclusive ficando abaixo da meta. Porém, a partir de 2011, a situação muda. Nem mesmo para quatro anos a frente espera-se que a inflação esteja na meta, mostrando uma desancoragem evidente das expectativas.

Tabela 2 – Expectativas de inflação, meta e inflação efetiva (ano calendário)

	t	t +1	t + 2	t+3	t+4	Inflação	Meta
2000	6.32	4.25	3.64	3.10	na	5.97	6%
2001	5.60	4.22	3.57	3.57	3.46	7.67	4%
2002	6.54	5.40	4.29	3.93	3.74	12.53	3.5%
2003	10.82	7.02	5.47	4.86	4.43	9.30	8.5%
2004	6.72	5.40	4.84	4.42	4.36	7.60	5.5%
2005	5.71	4.87	4.50	4.50	4.51	5.69	4.5%
2006	3.88	4.40	4.43	4.34	4.30	3.14	4.5%
2007	3.86	4.04	4.00	4.00	4.00	4.46	4.5%
2008	5.59	4.70	4.35	4.31	4.26	5.90	4.5%
2009	4.41	4.41	4.50	4.50	4.50	4.31	4.5%
2010	5.27	4.83	4.50	4.50	4.50	5.90	4.5%
2011	6.20	5.14	4.63	4.51	4.50	6.5	4.5%
2012	5.24	5.41	5.11	4.91	4.82	5.84	4.5%
2013	5.76	5.78	5.41	5.24	5.26	5.91	4.5%
2014	6.32	6.09	5.53	5.45	5.23	6.41	4.5%

Fonte: Relatório Focus

Obs: a meta para 2003 e 2004 se refere a meta ajustada

3.4. 2015 – O Desafio da Reancoragem das Expectativas e Recuperação da Credibilidade

O ano de 2015 começou com vários desafios relacionados a reestruturação da política econômica. Do lado da política fiscal, um ambicioso plano de contenção orçamentária e reestruturação das contas do governo foi anunciado pelo novo ministro da fazenda, Joaquim Levy. Do lado da política cambial, a perspectiva de normalização da política monetária dos EUA resultou em um movimento de valorização do dólar frente a todas as demais moedas. No caso do real, a deterioração da balança de pagamentos, bem como aumento da incerteza quanto ao futuro do país acarretaram uma desvalorização ainda maior frente ao dólar. Em março, pela primeira vez desde 2004 a taxa de câmbio ultrapassou o patamar de R\$3,00/US\$, se mantendo elevada desde então. O BC foi obrigado a suspender o programa de intervenções que vinha conduzindo desde 2013.

Do lado da política monetária, o BC continuou o ciclo de aperto monetário que vinha conduzindo desde novembro de 2014, ainda em curso no presente momento. Porém, o impacto do ajuste nos preços administrados foi maior do que o antecipado. Além do impacto inicial, os preços subiram muito mais do que o inicialmente represado, demonstrando uma certa inércia inflacionária. Com isso, o impacto de primeira ordem do ajuste relativo dos preços, tanto dos preços administrados em relação aos livres, quanto dos preços domésticos em relação aos externos, dado pela taxa de câmbio, foi um aumento substancial na inflação para 2015. A mediana das expectativas de mercado²⁶ apontam para uma inflação de 8,46%, e o próprio BC já admite que dificilmente a inflação ficará dentro do intervalo da meta, se comprometendo a combater os efeitos de segunda ordem e promover a convergência para a meta em 2016. Apesar de ter aumentado 50bps em janeiro, março e abril, somente no fim de abril, quando o Copom endureceu o discurso, tanto em sua comunicação oficial (como na ata

²⁶ Consultado em 10/06/2015

da reunião de abril), quanto em aparições públicas de seus membros, as expectativas então começaram a responder.

O discurso do BC passou a reiterar o compromisso com a convergência para a meta em 2016. O presidente do BC, Alexandre Tombini, afirmou, em diversas ocasiões a partir do fim de abril que “a condução da política monetária foi, está e continuará vigilante para assegurar que os efeitos dos ajustes de preços sobre a inflação fiquem circunscritos no curto prazo e para que o IPCA convirja para o centro da meta de 4.5% no final de 2016”²⁷. Com isso, conseguiu corrigir as expectativas para o rumo da Selic, comunicando que o ciclo não havia acabado, como alguns agentes de mercado pareciam acreditar. De fato, na reunião seguinte, em junho, o Copom novamente decidiu elevar a Selic em 50 bps, reiterando em sua ata a mensagem de vigilância na política monetária e dando a entender que o ciclo ainda não terminou:

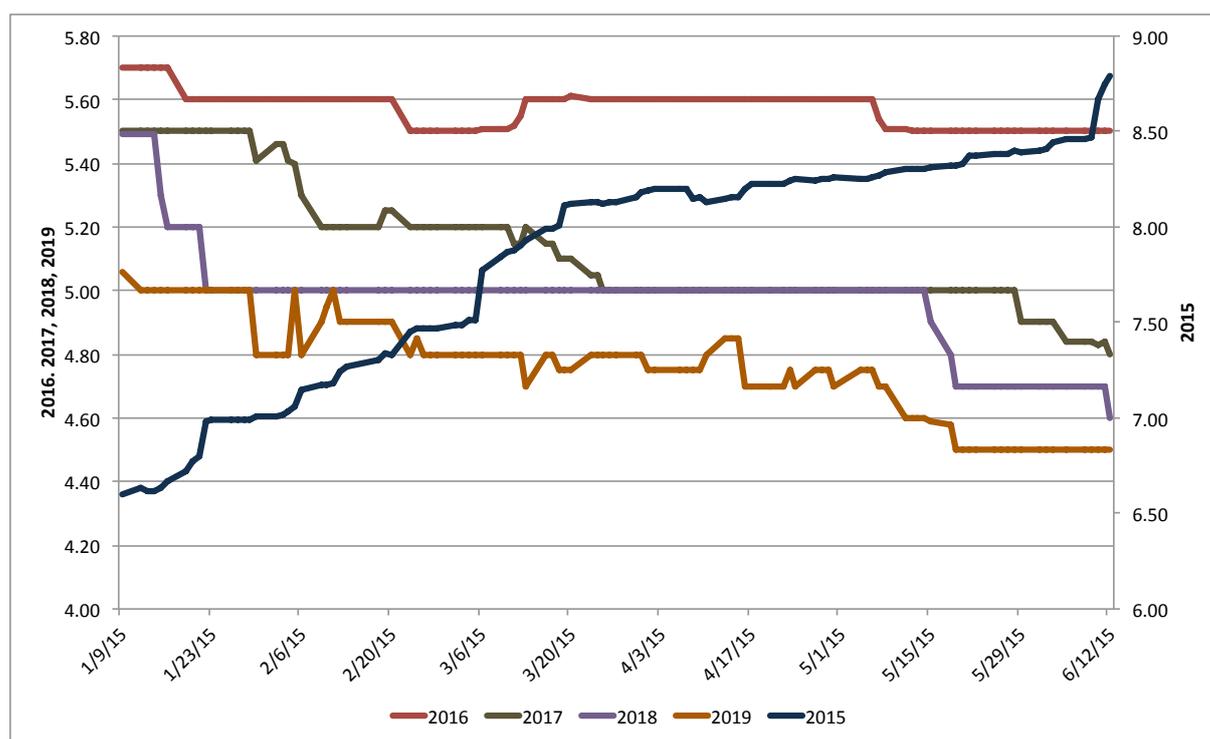
“Conforme antecipado em notas anteriores, esses ajustes de preços fazem com que a inflação se eleve no curto prazo e tenda a permanecer elevada em 2015, necessitando determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. Ao tempo em que reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes, para circunscrevê-los a 2015.(...) O Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se fortalecido. Para o Comitê, contudo, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo –

²⁷ <http://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/4019768/tombini-banca-convergencia-da-inflacao-e-reorienta-mercado->

ainda não se mostram suficientes. Nesse contexto, o Copom reafirma que a política monetária deve manter-se vigilante.”²⁸

Assim, o desafio principal da política monetária atual é promover a desinflação da economia e reancorar as expectativas, em um ambiente de credibilidade limitada e que precisa ser restaurada. O gráfico 15 mostra a evolução das expectativas para 2015 (no eixo direito), 2016, 2017, 2018 e 2019 desde janeiro de 2015 até o início de junho. Como pode ser observado, somente no fim de abril as expectativas para 2016, 2017, 2018 e 2019 começaram a convergir, e pela primeira vez na série, as expectativas para 2019 estão em 4.5%.

Figura 14 – Evolução das expectativas para 2015, 2016, 2017, 2018 e 2019 (jan-jun 2015)



Fonte: Relatório FOCUS

²⁸ Ata da reunião de junho de 2015, divulgada em 10/06/2015

IV. Teste de Ancoragem das Expectativas para a Inflação de Longo-Prazo

Uma forma de estudar a ancoragem das expectativas de inflação é analisar o quão sensível elas são às surpresas inflacionárias. A ideia é que se as expectativas estão bem ancoradas, novas informações sobre a inflação corrente não deveriam ser importantes. Assim, os dados são divididos em três períodos, 2000-2004, 2005-2010, 2011-junho 2015. Para estimar a resposta, a seguinte regressão é estimada para cada um dos subperíodos:

$$\Delta\pi^{LP} = \alpha + \beta S + \varepsilon$$

onde $\Delta\pi^{LP}$ é a revisão nas expectativas de longo prazo após o anúncio do IPCA do mês anterior e S é o componente surpresa do IPCA, isto é, o componente não antecipado pelos agentes. O componente surpresa é calculado como a diferença entre o IPCA mensal (que é divulgado na primeira metade do mês seguinte) e a projeção feita para aquele mês, coletada pelo FOCUS no dia seguinte após o último IPCA divulgado²⁹. Desta forma,

$$S = IPCA_t^{t+1} - FOCUS_t^t$$

Em relação à revisão nas expectativas de longo prazo, $\Delta\pi^{LP}$ é medido como a diferença entre a projeção para a inflação futura (um, dois e três anos à frente) no dia seguinte do anúncio do mês t e a projeção para a inflação futura no dia seguinte do anúncio do mês $t-1$ (divulgado no mês t). São testadas três especificações, uma com a expectativa para o próximo ano, outra com a expectativa para dois anos à frente, e a terceira para três anos à frente. A princípio, quanto mais distante, menos as surpresas de curto prazo deveriam importar. Além disso, para construir a revisão, adota-se a metodologia proposta em Kilian e Hicks (2013).

Revisões para os meses de janeiro a setembro são baseadas em um, dois e três anos à frente,

isto é, $\Delta\pi_{jan-set}^{1yr} = FOCUS_{t+1}^{1yr} - FOCUS_t^{1yr}$, para um ano à frente,

²⁹ Para evitar que capture o componente surpresa de dois anúncios de IPCA, a projeção é a mediana do FOCUS do dia seguinte ao último anúncio do IPCA feito. Por exemplo, em relação ao mês de maio de 2015, o IPCA foi anunciado em 10/06/2015, 0.74% ao mês. O IPCA anterior foi anunciado em 8 de maio. Logo, o componente surpresa é calculado como a diferença entre o IPCA realizado e a projeção para maio feita no dia 11/05/2015 (primeiro dia útil após o anúncio do IPCA anterior), que foi 0.51%, tal que $S = 0.74 - 0.51 = 0.23$

$\Delta\pi_{jan-set}^{2yr} = FOCUS_{t+1}^{2yr} - FOCUS_t^{2yr}$, para dois anos a frente, e $\Delta\pi_{jan-set}^{3yr} = FOCUS_{t+1}^{3yr} - FOCUS_t^{3yr}$ para três anos a frente. Para os meses do quarto trimestre, outubro-dezembro, são usadas as expectativas para o ano seguinte, isto é, para um ano a frente, é calculado $\Delta\pi_{out-dez}^{1yr} = FOCUS_{t+1}^{2yr} - FOCUS_t^{2yr}$, para dois anos a frente, $\Delta\pi_{out-dez}^{2yr} = FOCUS_{t+1}^{3yr} - FOCUS_t^{3yr}$ e para três anos a frente, $\Delta\pi_{out-dez}^{3yr} = FOCUS_{t+1}^{4yr} - FOCUS_t^{4yr}$. Desta forma, é possível controlar para o fato de que quanto mais próximo do fim do ano, mais informações estão disponíveis para o ano seguinte.

Os resultados estão reportados nas tabelas 3, 4 e 5, para todas as especificações. É muito importante ressaltar que esses testes foram baseados em um número muito limitado de informações³⁰, logo, não é possível descartar a hipótese de que os estimadores sejam viesados. Além disso, como pode ser visto pelo R^2 baixo de todas as regressões, o poder preditivo é bastante baixo. Assim, recomenda-se muita cautela na interpretação dos resultados.

Pelas tabelas é possível perceber que no primeiro intervalo, assim que o regime de metas foi implementado, nos três casos as expectativas apresentam uma sensibilidade significativa a surpresas de curto prazo, com todos os coeficientes positivos e significativos a 1%. Quando o regime começa a se consolidar, e o BC começa a ganhar credibilidade, entre 2005-2010, o coeficiente diminui, e somente para um ano e para dois anos a frente é positivo e significativo a 5%, para três anos a frente é positivo e não significativo. Este resultado é compatível com o exposto na seção 3.2, ou seja, e refletem ganhos de credibilidade do BC e maior ancoragem das expectativas. Para o terceiro intervalo, de 2011-2015, o coeficiente para um ano a frente não foi significativo, enquanto o coeficiente para dois anos a frente foi negativo e significativo a 10% e para três anos a frente também apresentou coeficiente negativo, significativo a 1%. Porém, como já mencionado, estes resultados tem baixo poder preditivo.

³⁰ Para a inflação um ano a frente, o primeiro dado disponível é abril de 2000; para a inflação dois anos a frente, o primeiro dado é de agosto de 2000 e para três anos a frente, somente em novembro de 2001 é que começam a ser disponibilizados.

Mesmo assim, algumas inferências interessantes podem ser feitas a partir da tabela 5. O coeficiente para três anos a frente, que deixou de ser significativo durante 2005-2010 voltou a ser significativo a 1%, e mudou de sinal, passando a ser negativo. Ou seja, as expectativas de longo prazo, que haviam sido ancoradas no período anterior, voltaram a responder a choques de curto prazo. Mais do que isso, se a inflação é mais baixa do que o esperado no curto prazo, agentes esperam que ela seja mais alta no longo prazo.

Além disso, alguns analistas³¹ argumentam que desde 2011 o BC estaria perseguindo uma “meta implícita”, mais elevada que a meta oficial. É plausível que os agentes levem isso em consideração e que as expectativas estejam na verdade ancoradas mais próximas do teto da meta. Ou seja, nesta visão, ainda existiria uma âncora, ela só na verdade está afastada da meta oficial, e reancorar as expectativas na meta oficial de 4.5% será um desafio.

Sendo assim, apesar dos resultados não serem muito confiáveis, demonstram que houve uma melhora na ancoragem das expectativas do período 2000-2004 para o período 2005-2010. Os resultados para 2011-2015 mostram que as expectativas de longo prazo respondem negativamente a surpresas de curto prazo. Assim, o regime de metas para a inflação se mostra resiliente, mesmo com a mudança na condução da política monetária.

³¹ Ver Pastore (2015)

Tabela 3: Resultados para 2000-2004

VARIABLES	(1) oneyr	(2) twoyr	(3) threeyr
CP	0.526*** (0.105)	0.340*** (0.107)	0.277*** (0.0809)
Constant	0.0406 (0.0393)	0.00726 (0.0392)	0.0103 (0.0330)
Observations	57	53	38
R-squared	0.315	0.166	0.246

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabela 4: Resultados para 2005-2010

VARIABLES	(1) oneyr	(2) twoyr	(3) threeyr
CP	0.142** (0.0579)	0.0748** (0.0328)	0.0486 (0.0446)
Constant	0.00398 (0.00916)	0.00158 (0.00518)	-0.00203 (0.00706)
Observations	72	72	72
R-squared	0.079	0.069	0.017

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabela 5: Resultados para 2011-junho 2015

VARIABLES	(1) oneyr	(2) twoyr	(3) threeyr
CP	0.0270 (0.108)	-0.188* (0.0979)	-0.343*** (0.120)
Constant	0.0570*** (0.0147)	0.0259* (0.0134)	0.0247 (0.0164)
Observations	54	54	54
R-squared	0.001	0.066	0.136

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

V. Conclusão

Com o fim do regime de câmbio fixo em 1999 no Brasil, foi necessário encontrar uma nova âncora para a política monetária. A resposta foi a implementação do regime de metas para a inflação. De acordo com Mishkin (2000), a implementação de um regime de metas eficiente envolve i) o anúncio público de uma meta numérica para a inflação; ii) estabilidade de preços como objetivo primordial da política monetária; iii) o uso de diversas variáveis, como agregados monetários e taxa de câmbio são usadas para decidir os instrumentos de política monetária; iv) transparência e comunicação com o público acerca dos objetivos da autoridade monetária e, por fim, v) comprometimento do Banco Central em atingir seus objetivos de inflação.

Nesse contexto, um melhor entendimento do papel das expectativas de inflação em um regime de metas de inflação é fundamental. Expectativas de preços mais altos no futuro são incorporadas contemporaneamente, tanto pelas firmas quanto pelos trabalhadores. Dessa forma, expectativas de inflação futura mais alta efetivamente se traduzem em inflação corrente mais alta, tudo o mais constante. Assim, para um Banco Central, o controle das expectativas é a chave para o controle da inflação.

A evidência narrativa mostra que, após um início conturbado, com a crise de energia de 2001 e a crise de confiança em 2002 com a eleição do presidente Luiz Inácio “Lula” da Silva, a partir de 2005 o regime de metas se consolidou. Enquanto vigorou o chamado “tripé macroeconômico”, baseado no regime de metas de inflação, política fiscal reponsável e câmbio flutuante, o Banco Central conduziu um processo bem sucedido de desinflação e conseguiu ancorar as expectativas para a inflação de médio e longo prazo. O teste para ancoragem de expectativas aponta para uma menor resposta das projeções de inflação de longo prazo à choques temporários. No entanto, a partir de 2010 verifica-se um afrouxamento no compromisso com a meta de inflação, intensificado a partir de 2011, com a introdução da

“nova matriz econômica” em que a taxa de juros baixa se transformou em um objetivo de curto prazo e a taxa de câmbio um instrumento de política industrial. Como resultado, as expectativas ficaram cada vez menos ancoradas na meta oficial de 4.5% e cada vez mais próximas do teto do intervalo de tolerância, quando ficou clara a mudança na postura da política monetária. Inclusive, uma hipótese possível é que as expectativas teriam se ancorado no teto da meta, de 6.5%. O exercício econométrico mostra que as projeções para dois e três anos a frente respondem negativamente a mudanças de curto prazo.

Assim, o regime de metas funcionou bem enquanto o Banco Central tinha autonomia suficiente para utilizar a taxa de juros no combate à inflação e perseguia a meta de 4,5%, e ao mesmo tempo, a política fiscal era direcionada para a redução da dívida pública e contou com um grau de flutuação cambial que permitia o ajuste às mudanças nos termos de troca. O regime passou a funcionar mal quando o BC teve sua autonomia reduzida e a taxa de juros se tornou um objetivo de política e passou a trabalhar com uma meta implícita superior à oficial, ao mesmo tempo em que a política fiscal e cambial se tornaram cada vez mais intervencionistas, destinadas a favorecer determinados setores da economia.

A evidência narrativa e o teste conduzido permitem concluir que enquanto o BC se manteve comprometido com a meta anunciada, teve liberdade para utilizar seu instrumento principal, a taxa de juros, e comunicou suas decisões de forma clara e transparente, conseguiu conquistar credibilidade e as expectativas reagiram de acordo, permanecendo ancoradas na meta para horizontes de médio e longo prazo. Porém, a partir de 2011, com o episódio que ficou conhecido como a “virada do governo Dilma Rousseff”, ou o “cavalo-de-pau da política monetária”, quando o Copom reverteu abruptamente um ciclo de aperto monetário, passando para um ciclo de afrouxamento, a política monetária se tornou menos previsível, e a comunicação com o mercado, errática. O resultado não poderia ser outro se não uma perda de credibilidade e expectativas desancoradas.

Desde outubro de 2014 o BC vem conduzindo um novo ciclo de aperto monetário. Porém, como a credibilidade foi comprometida, as expectativas só começaram a responder a partir de abril de 2015, quando o Copom tornou o discurso mais firme e alinhado, defendendo que a política monetária “foi, está e permanecerá especialmente vigilante” e que o processo de convergência para a meta exige “determinação e perseverança”. Ao mesmo tempo, 2015 também marca o fim do intervencionismo excessivo da política fiscal e cambial. Assim, há um esforço em retornar ao “tripé macroeconômico”, que foi bem sucedido em ancorar as expectativas e estabilizar a inflação e o produto.

VI. Referências Bibliográficas

- Ball, Laurence M., and Niamh Sheridan. "Does inflation targeting matter?." *The Inflation-Targeting Debate*. University of Chicago Press, 2004. 249-282.
- Banco Central do Brasil, *Atas das Reuniões do Copom* (diversas edições entre 2003-2015)
- Banco Central do Brasil, *Relatório de Inflação* (diversas edições entre 2003-2015)
- Beechey, Meredith J., Benjamin K. Johansson, and Andrew T. Levin. "Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the Euro area than in the United States?." *American Economic Journal: Macroeconomics* (2011): 104-129.
- Bernanke, Ben S., and Frederic S. Mishkin. *Inflation targeting: a new framework for monetary policy?*. No. w5893. National bureau of economic research, 1997.
- Bevilaqua, Afonso S., and Eduardo Loyo. "Brazil's stress test of inflation targeting." BIS Papers, no 23. 2005.
- Bevilaqua, Afonso S., Mário Mesquita, and André Minella. "Brazil: taming inflation expectations." BIS papers, no 25. 2006.
- Bogdanski, Joel, Alexandre A. Tombini, and Sergio R. da C. Werlang. "Implementing inflation targeting in Brazil." *Banco Central do Brasil Working Paper* 1 (2000).
- Cerisola, Martin, and R. Gaston Gelos. "What Drives Inflation Expectations in Brazil? An Empirical Analysis." (2005).
- Clarida, Richard, Jordi Galí, and Mark Gertler. "Monetary policy rules in practice: some international evidence." *European Economic Review* 42.6 (1998): 1033-1067.
- Davis, J. Scott. "Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations: cross-country evidence from Consensus Forecasts. Vol. 174. *Federal Reserve Bank of Dallas*. 2014."

De Pooter, Michiel, et al. Are Long-Term Inflation Expectations Well Anchored in Brazil, Chile and Mexico?. No. 1098. 2014.

Eichengreen, Barry. "Can emerging markets float? Should they inflation target?." *Banco Central Do Brasil Working Paper Series* 36 (2002).

Ehrmann, Michael. "Targeting Inflation from Below-How Do Inflation Expectations Behave?". *Bank of Canada Working Papers No. 14-52*. (2014).

Fraga, Arminio, Ilan Goldfajn, and Andre Minella. "Inflation targeting in emerging market economies." *NBER Macroeconomics Annual 2003, Volume 18*. The MIT Press, 2004. 365-416.

Freitas Val, Flávio, Claudio Henrique da Silveira Barbedo, and Marcelo Verdini Maia. *Expectativas Inflacionárias e Inflação Implícita no Mercado Brasileiro*. No. 225. 2010.

Gonçalves, Carlos Eduardo S., and João M. Salles. "Inflation targeting in emerging economies: What do the data say?." *Journal of Development Economics* 85.1 (2008): 312-318.

Gürkaynak, Refet S., Brian Sack, and Eric Swanson. "The sensitivity of long-term interest rates to economic news: Evidence and implications for macroeconomic models." *American economic review* (2005): 425-436.

Gurkaynak, Refet S., et al. "Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the Western Hemisphere." *Economic Review – Federal Reserve Bank of San Francisco* 2007 (2007).

Gürkaynak, Refet S., Andrew Levin, and Eric Swanson. "Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? – Evidence from the US, UK, Sweden" *Journal of the European Economic Association* 8.6 (2010): 1208-1242.

Ihara , Rafael M. “Mudanças da política monetária na crise recente.” Tese de Mestrado apresentada ao Departamento de Economia da PUC-Rio, março 2013.

Kilian, Lutz, and Bruce Hicks. "Did unexpectedly strong economic growth cause the oil price shock of 2003–2008?." *Journal of Forecasting* 32.5 (2013): 385-394.

Mesquita, Mário. “A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo”, in “*Coletânea de Capítulos “Sob a Luz do Sol, uma agenda para o Brasil”*” (2014). Disponível em <http://cdpp.org.br/novo/wp-content/uploads/2014/12/CAPÍTULO-1.pdf>

Mesquita, Mário and Mário Torós. “Considerações sobre a Atuação do Banco Central na Crise de 2008.” *Banco Central do Brasil Working Papers No 202* (2010)

Minella, André, et al. "Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility." *Journal of international Money and Finance* 22.7 (2003): 1015-1040.

Mishkin, Frederic S. *Inflation targeting in emerging market countries*. No. w7618. National Bureau of Economic Research, 2000.

Romer, Christina D., and David H. Romer. "Does monetary policy matter? A new test in the spirit of Friedman and Schwartz." *NBER Macroeconomics Annual 1989, Volume 4*. MIT Press, 1989. 121-184.

Rudebusch, Glenn, and Lars EO Svensson. "Policy rules for inflation targeting." *Monetary policy rules*. University of Chicago Press, 1999. 203-262.

Pastore, Affonso Celso. “Inflação e Crises: O Papel da Moeda”. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

Sack, Brian. "Deriving inflation expectations from nominal and inflation-indexed Treasury yields." *The Journal of Fixed Income* 10.2 (2000): 6-17.

Svensson, Lars EO. "Inflation targeting as a monetary policy rule." *Journal of monetary economics* 43.3 (1999): 607-654.

Svensson, Lars EO. "Inflation targeting: should it be modeled as an instrument rule or a targeting rule?." *European Economic Review* 46.4 (2002): 771-780.