

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**A MUDANÇA DO *TRADE-OFF* ENTRE INFLAÇÃO
E ATIVIDADE NO BRASIL NOS ÚLTIMOS ANOS**

Betina Jessula Grinspun

Nº. de Matrícula: 0911763

Prof. Luiz Roberto Cunha

Professor Orientador

Rio de Janeiro
Julho/2013

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**A MUDANÇA DO *TRADE-OFF* ENTRE INFLAÇÃO
E ATIVIDADE NO BRASIL NOS ÚLTIMOS ANOS**

Betina Jessula Grinspun

Nº. de Matrícula: 0911763

Prof. Luiz Roberto Cunha

Professor Orientador

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

Betina Jessula Grinspun

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

Agradeço ao Prof. Luiz Roberto Cunha pela ajuda, atenção e orientação para realizar e concluir este trabalho e ao Prof. Pedro Henrique Castro pelas discussões e ideias que deram origem a este estudo.

Agradeço à minha mãe, que esteve ao meu lado me dando todo apoio emocional nos períodos pré prova; ao meu pai, que me incentivou a seguir seus passos na formação de Economia na PUC-Rio; ao meu padrasto, sempre me ensinando com sua sabedoria praticamente infinita; à minha madrasta, que sempre estava disposta a me ajudar quando estava muito enrolada; e, finalmente, aos meus irmãos, que estão sempre com um sorriso no rosto para alegrar os dias mais chatos. Obrigada, por terem me dado todo apoio necessário e por terem incentivados meus estudos desde pequena, tornando possível a conclusão do curso de Economia.

Índice Geral

Índice Geral.....	5
1. Introdução.....	7
2. Mudanças na Política Econômica Brasileira.....	12
2.1 Medidas Intervencionistas na Atividade e na Inflação.....	17
3. Impacto das Políticas nas Expectativas do Mercado.....	24
4. Construção do Índice de Surpresa Inflacionária.....	30
5. Resultados e Análise das Regressões.....	34
5.1 Resultados das Regressões.....	34
5.2 Análise dos Resultados.....	36
6. Conclusão.....	37
7. Fonte de Dados.....	39
8. Referências Bibliográficas.....	40
9. Figuras e Tabelas.....	42

Figuras e Tabelas

Tabelas:

<i>Tabela 1 – Dados de comparação entre PIB real e corrente de comércio do Brasil e dos emergentes.....</i>	<i>42</i>
<i>Tabela 2 – PIB real e inflação Brasil.....</i>	<i>44</i>
<i>Tabela 3 – Estoque de crédito total, % do PIB Brasil.....</i>	<i>45</i>

Gráficos:

<i>Gráfico 1 – Corrente de comércio e PIB real do Brasil e dos emergentes.</i>	<i>42</i>
<i>Gráfico 2 – PIB real de 2012 do Brasil e dos emergentes.....</i>	<i>43</i>
<i>Gráfico 3 – Taxa de crescimento do investimento do Brasil e dos emergentes.....</i>	<i>43</i>
<i>Gráfico 4 – Taxa de inflação do Brasil e dos emergentes.....</i>	<i>44</i>
<i>Gráfico 5 – Taxa de inflação e PIB real do Brasil.....</i>	<i>45</i>
<i>Gráfico 6 – Expectativas Focus 12 meses à frente do Brasil.....</i>	<i>46</i>
<i>Gráfico 7 – Expectativas Focus para inflação dois anos à frente do Brasil.....</i>	<i>46</i>

Regressões:

<i>Regressão 1 – Regressão para o período entre 2005 e 2010.....</i>	<i>34</i>
<i>Regressão 2 – Regressão para o período entre 2011 e 2012.....</i>	<i>35</i>

1. Introdução

Ao longo da última década, discussões surgiram a respeito da evolução da economia brasileira. Especificamente nos dois últimos anos, um dos principais focos se tornou o baixo crescimento econômico, assim como o elevado nível da inflação no país, em comparação com a meta de inflação determinada pelo Banco Central, de 4,5% ao ano.

Em 2011, a economia brasileira cresceu apenas 2,7% em termos reais, expansão equivalente à taxa de crescimento média global. Em 2012, por sua vez, o PIB real registrou um crescimento anual de 0,9%, significativamente menor do que era esperado pelo mercado no início do ano¹. A taxa de crescimento do PIB real em 2012 ficou marcada como o quarto pior desempenho das duas últimas décadas e, também, como a segunda pior desde 1999, ficando atrás apenas da contração do PIB registrada em 2009, em decorrência da crise norte-americana que atingiu a economia mundial.

A partir das surpresas negativas do crescimento da economia brasileira nos dois últimos anos e do contraste com a média do crescimento dos sete anteriores² (2003 – 2010), economistas começaram a questionar os possíveis impactos que a crise global poderia estar causando na taxa de crescimento do PIB real do Brasil. Além disso, começou a ser questionado até que ponto as condições externas adversas seriam responsáveis pelo crescimento fraco, isto é, abaixo da média, do Brasil.

O governo brasileiro tem demonstrado acreditar que o cenário internacional atual, marcado pela instabilidade dos mercados financeiros e pela falta de confiança dos agentes, é suficiente para explicar o porquê de a economia e a indústria brasileira parecerem estagnadas nos dois últimos anos. De fato, não parece haver questionamentos de que a economia global tem enfrentado diversos desafios. Sendo assim, a crise da dívida soberana da Europa, a desaceleração da China, assim como a recuperação fraca da economia norte-americana efetivamente têm impactado de maneira negativa o desempenho da economia brasileira, em face da demanda externa mais fraca e da ausência de investimentos do agente privado.

¹ De acordo com a pesquisa semanal feita pelo Banco Central do Brasil, Focus, a expectativa em Janeiro de 2012 era que a economia brasileira se expandisse à taxa anual de 3,3% em 2012

² A expansão média da economia nos dois últimos anos foi de 1,8%. Já a taxa média de crescimento do PIB no período entre 2003 e 2010 foi de 4,8%

Contudo, apesar de tais argumentos serem bem fundamentados, não parecem prevalecer nas tentativas de justificar a desaceleração da economia nacional. Para melhor entender as causas desse fraco desempenho, será apresentada uma análise baseada, principalmente, na comparação de indicadores econômicos brasileiros com a média dos indicadores de uma seleção de países emergentes³. Ao fazer esta comparação, será possível observar-se que a economia brasileira está em situação menos favorável do que a média dos países selecionados.

O primeiro indicador a ser analisado está relacionado ao grau de abertura do Brasil em relação à amostra dos países selecionados, ou seja, a soma das exportações com as importações, divididas pelo PIB do país em questão, de acordo com os dados divulgados pelo Banco Mundial, referentes ao ano de 2012. Analisando os dados apresentados na tabela 1 e no gráfico 1, percebe-se que o Brasil apresenta o menor grau de abertura, ou seja, demonstra ser uma economia fechada em comparação com os países emergentes analisados. Esta análise indica que o Brasil deveria ter sido menos impactado pelos choques externos, uma vez que a sua corrente de comércio não deve ser considerada alta em comparação com a média.

Além do grau de abertura, outro indicador a ser estudado é a taxa de crescimento do PIB real do Brasil, em relação à dos países emergentes selecionados. Observa-se que o resultado do Brasil também foi desfavorável em relação aos outros países, tendo apresentado o menor nível de expansão em 2012, como pode ser observado no gráfico 2.

Apenas com as comparações feitas entre os dados de corrente de comércio e de taxa de crescimento do PIB real entre o Brasil e a seleção de países emergentes, é possível concluir que não é apenas a crise internacional e, conseqüentemente, a demanda externa mais fraca que está sendo a responsável pelo crescimento baixo da economia brasileira nos últimos anos. É possível chegar a essa conclusão devido ao fato de que, apesar do Brasil ser o país com o menor grau de abertura da amostra de países escolhida, ele também apresentou uma taxa de crescimento abaixo da média na mesma amostra.

³ Países emergentes selecionados: África do Sul, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coreia do Sul, Índia, México, Polônia, Rússia e Turquia.

Além do que já foi citado, é essencial mencionar que, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a contribuição do setor externo para o PIB em 2010 e 2011 foi negativa em, respectivamente, -0,7% e -2,7% do PIB, enquanto em 2012 a contribuição passou a ser nula. Entretanto, ao mesmo tempo em que a contribuição do setor externo para o crescimento deixou de ser negativa, a economia brasileira em 2012 cresceu a uma taxa menor que nos dois anos anteriores. Estas evidências corroboram a hipótese de que não é apenas a situação econômica global que está causando a desaceleração da economia brasileira, uma vez que o setor externo já deixou de contribuir negativamente para o PIB, mas o crescimento está mais baixo do que nos anos em que houve contribuição negativa.

Fora os dados relacionados ao setor externo, cabe notar que, segundo o IBGE, a taxa de desemprego brasileira seguiu uma tendência de queda no último biênio, e passou de 6,7% em 2010 para 5,5% no final de 2012. Este indicador sugere que a ociosidade do mercado de trabalho está cada vez menor, contrariando o que seria esperado, caso a desaceleração da economia brasileira fosse decorrência apenas de questões cíclicas. Caso este fosse o caso, seria de se esperar que a taxa de desemprego seguisse uma tendência crescente, em vez da tendência atual.

Passando para a análise de outros componentes do PIB e de suas respectivas contribuições para o crescimento da economia nacional, é notável que outros fatores estejam sendo os responsáveis para o fraco desempenho da economia brasileira. O primeiro a ser mencionado é a formação bruta de capital fixo, que após ter registrado forte alta em 2010, entrou em tendência declinante. Em 2011, segundo o IBGE, a contribuição do investimento passou de 2,9% para 0,9% e, em 2012, passou a ser negativa e equivalente a -0,8%, algo que havia ocorrido apenas uma vez desde 2003, durante a crise norte-americana de 2009. Além disso, é importante citar que apenas em 2012 a formação bruta de capital fixo registrou queda de 4%, após ter subido constantemente desde 2003, mais uma vez com exceção de 2009. Ainda, segundo a divulgação das contas nacionais trimestrais do IBGE, em proporção do PIB, o investimento passou de 19,3% para 18,1% em 2012, dando mais evidências das mudanças nas variáveis macroeconômicas brasileiras.

Além da taxa do investimento ao longo dos últimos anos no Brasil, ao fazer a comparação da formação bruta de capital fixo com a seleção de países emergentes, é

revelado um cenário preocupante. Enquanto a taxa de investimento do Brasil começou a desacelerar significativamente a partir de 2010, a média dos países emergentes demonstrou tendência oposta. O Brasil passou de uma forte alta de 21,3% na taxa de crescimento acumulada em doze meses no terceiro trimestre de 2010 para uma queda de -2,4% no mesmo período de 2012. Já os países emergentes, apesar de não terem atingido uma taxa de crescimento tão elevada quanto a brasileira, conseguiram um crescimento similar à taxa de 2012 durante os anos seguintes, como pode ser observado no gráfico 3.

A análise dos dados mencionados acima sugere que a economia brasileira tem registrado um desempenho fraco e abaixo do esperado. Ao mesmo tempo, um estudo mais profundo do nível de preços no Brasil mostra que a inflação não seguiu a tendência de queda que seria esperada na teoria, uma vez que uma atividade econômica mais fraca, principalmente quanto está abaixo do PIB potencial, deveria gerar uma pressão deflacionária na economia.

Na realidade, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), métrica de inflação que será usada neste estudo, seguiu justamente a tendência oposta da esperada. Nos últimos trimestres, o IPCA tem demonstrado sinais de aceleração e registrado níveis mais elevados do que nos anos anteriores a 2010, época na qual as taxas de crescimento eram mais altas do que foram nos últimos trimestres, de acordo com as divulgações do IBGE, conforme pode ser visto na tabela 2.

Ademais, além do nível do IPCA ter piorado significativamente, na comparação com períodos anteriores, o nível da inflação também demonstrou sinais de deterioração em relação à média dos países emergentes. O Brasil registrou uma alta nos preços média equivalente a 6,1% nos últimos três anos, enquanto a inflação média da amostra dos emergentes foi 5,2% durante o mesmo período, conforme pode ser observado no gráfico 4.

De acordo com o que foi mencionado acima, fica perceptível que o baixo crescimento econômico registrado no Brasil não foi capaz de reduzir a taxa de inflação nacional e, principalmente, trazê-la de volta para o centro da meta determinada pelo Banco Central do Brasil (BACEN), de 4,5%. Dessa forma, a economia brasileira tem demonstrado evidências de que está passando por um período atípico, no qual a velocidade com a qual tem crescido parece ser menor, ao mesmo tempo em que o

mercado de trabalho apertado tem gerado fortes pressões inflacionárias no setor de serviços, pressionando mais a inflação do que o crescimento. A partir dessas informações, é possível identificar que mudanças importantes parecem ter ocorrido no *trade-off* entre inflação e crescimento representado na Curva de Phillips⁴.

O gráfico 5 mostra a relação entre o crescimento e a inflação da economia brasileira em diferentes períodos e foi criado com a finalidade de comprovar se realmente houve uma mudança no *trade-off* crescimento versus inflação. De acordo com o gráfico, fica claro o deslocamento da curva para cima, indicando mais inflação, e para a esquerda, mostrando o menor crescimento. Além disso, cabe mencionar que ao contrário do que ocorreu no Brasil, nos países emergentes o nível menor de crescimento gerou uma inflação mais baixa, confirmando o previsto pela teoria econômica clássica.

Diante do que foi mencionado, o objetivo deste estudo será procurar entender e quantificar as prováveis mudanças do cenário econômico interno e externo que podem ter alterado o *trade-off* entre inflação e crescimento da economia brasileira, criando um cenário econômico difícil e extremamente vulnerável para as autoridades do país. Apesar de haver inúmeras possibilidades que podem ter alterado o cenário macroeconômico brasileiro, este trabalho irá considerar as mudanças nas políticas econômica e monetária no Brasil desde o início de 2011, com a mudança de governo.

Após uma análise inicial das mudanças políticas que ocorreram a partir de 2011, o estudo buscou mostrar como estas políticas enfraqueceram o tripé da política macroeconômica brasileira e como a mudança na política do Banco Central do Brasil divergiu das ideias monetárias a respeito de um Banco Central que adota o Regime de Metas de Inflação.

Baseado nisso, o trabalho buscou demonstrar através da criação de um índice de surpresa inflacionária, como as expectativas de inflação 12 meses à frente passaram a ficar desancoradas da meta de inflação determinada pelo BACEN, de 4,5% ao ano, a partir das mudanças políticas que ocorreram no Brasil nos últimos anos. A análise econométrica foi realizada para dois períodos diferentes, o primeiro de janeiro de 2005 a dezembro de 2010, e o segundo de janeiro de 2011 a dezembro de 2012.

⁴ PHILLIPS, W. H., The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957

Com base nos resultados encontrados, foi possível observar que as surpresas inflacionárias de curto prazo têm, para todos os períodos, um impacto significativo nas variações das expectativas de inflação 12 meses à frente. Entretanto, o coeficiente para o segundo período analisado aumentou substancialmente, indicando que, de fato, as expectativas de inflação de longo prazo no Brasil demonstraram estar desancoradas, como consequência da perda de credibilidade recente do BACEN.

Finalmente, a ideia será analisar se as expectativas de inflação desancoradas como uma consequência da política econômica que foi adotada pelas autoridades políticas e monetárias nos últimos anos estão sendo responsáveis pela mudança de *trade-off* recente no Brasil.

2. Mudanças na Política Econômica Brasileira

A Grande Recessão, responsável pela desaceleração da economia de grande parte dos países desenvolvidos e emergentes, atingiu a economia brasileira de forma significativa entre o último trimestre de 2008 e o primeiro semestre de 2009, tendo sido a principal responsável pela retração do PIB do Brasil em 2009. Entretanto, apesar da recessão gerada, a economia brasileira foi capaz de recuperar-se rapidamente e, segundo o IBGE, atingiu uma taxa de crescimento de 7,5% em 2010, registrando a taxa mais alta desde 1986. A recuperação da economia ocorreu de forma surpreendente e demonstrou um cenário macroeconômico brasileiro mais resistente e menos exposto aos choques externos, principalmente devido às reformas fiscais e institucionais que ocorreram nos oito anos anteriores.

Simultaneamente à taxa de crescimento elevada, a taxa de inflação registrada em 2010, segundo divulgação do IBGE, foi de 5,8% ao ano, acima do centro da meta do BACEN, entretanto em um nível considerado modesto quando comparada com o crescimento significativamente acima do PIB potencial brasileiro.

Apesar da evolução na economia brasileira durante o período entre 2003 e 2010, tanto em relação aos indicadores macroeconômicos como em relação às melhorias institucionais, os últimos dois anos foram marcados por estagnação. Conforme mencionado anteriormente, o investimento passou a registrar tendência de queda, ao contrário do que aconteceu nos anos anteriores; a taxa de crescimento do PIB real desacelerou, a inflação brasileira, principalmente a inflação de serviços, entrou em tendência ascendente, devido ao aumento da renda das famílias, e, finalmente, o crescimento da produtividade dos trabalhadores ficou estagnada, tornando os custos das empresas ainda mais altos.

Tais evidências demonstram um cenário diferente na economia brasileira, em que houve uma mudança clara na relação entre o desempenho da economia e, conseqüentemente, da indústria brasileira, a qual vem sofrendo uma forte perda de dinamismo, e a taxa de inflação, a qual tem rodado em um patamar mais alto.

A relação entre a taxa de crescimento de uma economia e a taxa de inflação pode sofrer mudanças por diferentes razões. No Brasil, serão analisadas duas hipóteses que,

provavelmente, podem ter gerado uma mudança no *trade-off* de curto prazo entre produto e inflação.

A primeira delas está relacionada à mudança do PIB potencial nos últimos anos, decorrente de mudanças em importantes indicadores macroeconômicos do país, os quais são determinantes do crescimento potencial. Dentre eles, é essencial citar a produtividade estagnada, a baixa taxa de poupança, tanto das famílias quanto do governo, e o nível menor de investimento em proporção do PIB. Além disso, a outra hipótese que será analisada neste estudo está associada ao BACEN e à sua credibilidade perante os agentes privados, isto é, a relação das autoridades monetárias brasileiras com a meta de inflação e como esta tem sido observada pelo mercado e pelos responsáveis pelo investimento privado do país.

Como já citado, a primeira hipótese está baseada na mudança dos indicadores econômicos brasileiros. Além dos dados que foram analisados anteriormente, é importante analisar a tendência que a produtividade brasileira atingiu nos últimos trimestres.

Após as reformas institucionais e econômicas que ocorreram no Brasil a partir de 2002, ganhos de produtividade ocorreram em diversos setores, tendo sido um dos componentes que mais contribuiu para o crescimento do país na década passada. Entretanto, há alguns anos que melhorias na infraestrutura do país e ganhos de eficiência na indústria deixaram de ser observados, alterando a tendência anterior de crescimento da taxa de produtividade da indústria brasileira, a qual, segundo divulgação das contas nacionais feita pelo IBGE, passou a registrar quedas consecutivas desde 2011.

Além da produtividade da indústria em queda, de acordo com Laurence Ball e Robert Moffit⁵, alterações na produtividade do trabalhador têm forte correlação com mudanças na Curva de Phillips e, conseqüentemente, no *trade-off* entre inflação e crescimento da economia. No Brasil, como consequência do mercado de trabalho apertado e da taxa de desemprego em queda, o rendimento do trabalhador tem registrado forte expansão e, além disso, taxas de crescimento constantemente mais altas do que a taxa de crescimento da produtividade da economia, o que, além de gerar

⁵ Ball, L., Moffit, R. Productivity Growth and The Phillips Curve, Agosto 2001

pressões na elevação do custo unitário do trabalho, tende a pressionar ainda mais a inflação de serviços, gerando a piora do *trade-off* mencionado anteriormente.

Adicionalmente, além do cenário da produtividade em queda, é necessário mencionar também a forte expansão da disponibilidade de crédito no Brasil, que passou de 24% do PIB em 2003 para 45% em 2010, de acordo com a tabela 3. Este aumento expressivo no estoque de crédito em proporção do PIB ocorreu principalmente após a posse do Presidente Lula, que passou a adotar uma posição mais favorável ao consumo do que a ajustes estruturais na economia⁶. Como decorrência da expansão do crédito incentivada pelo governo, a demanda interna brasileira aumentou significativamente. Dessa forma, a expansão do consumo, especificamente o das famílias, acabou sendo um dos principais componentes para o crescimento da economia brasileira entre 2003 a 2010. Cabe mencionar que, neste período, o consumo das famílias registrou taxas de crescimento equivalentes ou, em alguns momentos, mais altas do que as taxas de crescimento do PIB. Em decorrência das altas taxas de crescimento, apenas em 2010, o componente do PIB associado ao consumo das famílias foi responsável pela contribuição positiva de 4,3% da expansão do PIB no ano (IBGE).

Contudo, o modelo de crescimento da economia baseado no consumo e na expansão da demanda interna brasileira começou a demonstrar sinais de fraqueza a partir da mudança do discurso do governo, desde 2006, quando o Presidente Lula foi reeleito. Como consequência dos incentivos ao consumo, devido ao crescimento da oferta de crédito, essencialmente subsidiada pelo governo, houve também um aumento expressivo da dívida das famílias, que passou de 18% em 2005 para 43% no final de 2012, atingindo o patamar mais alto da série histórica divulgada pelo BACEN.

Em face do exposto, cabe destacar que, na teoria econômica, o aumento do endividamento das famílias reduz o nível de poupança doméstica de um país, fato que está ocorrendo com a economia brasileira, impedindo um nível de investimento doméstico mais elevado. Vale ressaltar também que este fato, assim como o cenário de queda da produtividade brasileira mencionado anteriormente, está restringindo o crescimento brasileiro⁷ e, conseqüentemente, reduzindo o PIB potencial. Como já citado, a redução do PIB potencial brasileiro deveria ter o efeito de alterar a relação

⁶ GIAMBIAGI, F., VILLELA, A., Economia Brasileira Contemporânea

⁷ HAUSMANN, R., In Search of the Chains That Hold Brazil Back, set. 2008

entre a taxa de crescimento da economia brasileira e a taxa de inflação, uma vez que deveria reduzir a capacidade de expansão da economia, sem gerar pressões inflacionárias cada vez maiores.

Esta primeira hipótese não será considerada neste estudo, uma vez que não há evidências empíricas o suficiente para estimar, por meio de modelos econométricos, se, de fato, o PIB potencial brasileiro caiu ao longo dos últimos três anos.

Sendo assim, a hipótese considerada em relação à mudança no *trade-off* de curto prazo da taxa de crescimento do PIB real com a inflação, será a mudança de atuação tanto do governo quando do BACEN nos últimos períodos.

A Grande Recessão parece ter levado a novos paradigmas a política monetária mundial, que passou a ficar cada vez mais intervencionista. Neste contexto, o Banco Central do Brasil passou a atuar de forma semelhante aos outros Bancos Centrais ao redor do mundo. Entretanto, como consequência da existência de um cenário doméstico ainda marcado pela fragilidade das instituições financeiras, apesar da evolução nos últimos anos; da continuidade da inflação acima da maioria dos países economicamente semelhantes; e das taxas de juros elevadas, a mudança de atuação do BACEN não parece estar sendo vista como uma repetição das alterações pelas quais os Bancos Centrais mundiais passaram.

Em 2011, quando o BACEN deu início ao controle da inflação por meio de medidas macroprudenciais, ao mesmo tempo em que passou a reduzir a taxa básica de juros (Selic) e deu início à tentativa de evitar a valorização do câmbio, as autoridades passaram a ser questionadas a respeito do excesso de medidas intervencionistas em relação às políticas econômicas do país.

Dessa forma, o BACEN, aos poucos, passou a ser questionado a respeito do seu compromisso com o regime de metas de inflação, uma vez que deu a impressão de que estava dando mais importância para outras metas, além da estabilidade de preços. Ao mesmo tempo, o governo, que anteriormente justificava o aumento das intervenções na economia em decorrência da crise internacional, manteve o excesso de intervenções, visando sustentar as taxas de consumo elevadas que foram registradas nos anos anteriores.

A partir daí, houve uma perda de confiança generalizada da parte dos investidores e dos agentes privados, tanto internos quanto externos, a respeito das políticas econômica e monetária brasileiras. Por último, é inevitável mencionar que esta perda de confiança e de credibilidade nas políticas relacionadas à economia brasileira tem como uma das consequências mais imediatas a redução ainda maior do investimento no país, possivelmente comprometendo o crescimento da economia no médio prazo.

2.1. Medidas Intervencionistas na Atividade e na Inflação

Até o final de 2010, a economia brasileira registrou uma forte recuperação da crise financeira de 2008/09. Como consequência da demanda interna mais forte e dos preços mais altos de alimentação, o nível de preços geral do país, divulgado mensalmente pelo IBGE, também registrou uma forte alta. Com o propósito de conter o consumo das famílias brasileiras, o Banco Central do Brasil reagiu conforme era esperado, isto é, por meio do aumento da taxa básica de juros a partir de janeiro de 2011. Ao mesmo tempo, o Ministério da Fazenda passou a adotar uma série de medidas macroprudenciais, com o objetivo de conter a expansão do crédito e do consumo.

Tanto a indústria quanto a economia brasileira, em geral, sofreram uma forte desaceleração a partir das medidas implementadas pelo governo. Contudo, apesar da desaceleração da economia, a inflação não demonstrou a mesma trajetória, e continuou pressionada pelos altos preços de commodities até meados de 2011. Além dos preços elevados dos produtos alimentícios, a inflação de serviços, divulgada pelo IBGE, permaneceu em um patamar mais alto e acima do índice geral do IPCA, o que indicava que a demanda interna do país continuava pressionada.

Entretanto, em agosto de 2011, mesmo com o IPCA no nível mais alto desde 2005, de 7,2% ao ano, o Copom divulgou o seguinte comunicado:

“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.”

Com um comunicado significativamente mais longo que o comum, o BACEN deu início à primeira redução da taxa Selic após a Grande Recessão e ao primeiro corte de um ciclo de reduções que se estendeu até outubro de 2012 e que levou a taxa básica de juros ao menor nível histórico do Brasil. A redução da taxa de juros com a inflação no patamar mais alto, apesar de ter acertado ao antecipar o agravamento do cenário externo, o qual, segundo o BACEN, teria um “viés deflacionário”, levou a economia brasileira a um grande risco inflacionário, dado que a demanda doméstica é a principal responsável em sustentar a economia brasileira e de, conseqüentemente, gerar pressões na inflação. Como decorrência do corte inesperado da taxa básica de juros, teve início a incerteza que predominou no cenário econômico brasileiro desde então.

A partir da decisão tomada, a atitude do Banco Central passou a ser vista pelo mercado como parte de uma nova forma de governar. Nesta, o controle da inflação por meio do método ortodoxo de elevação da taxa básica de juros e de um nível mais baixo de crescimento não pareceu ser a estratégia dominante da instituição responsável pela política monetária do país. Ao contrário, o BACEN, assim como as autoridades responsáveis pela política econômica brasileira, passaram a priorizar o crescimento do país e a agir juntos, com o objetivo principal de incentivar a expansão da economia nacional, deixando, aparentemente, a inflação em segundo plano.

Isto dito, ficou visível a mudança de postura do Banco Central, que passou a demonstrar ter dois objetivos simultâneos: o de estabilidade de preços e o de incentivo ao crescimento da economia, colocando em risco alguns dos princípios do regime de metas de inflação. Além disso, cabe mencionar que o sistema de metas de inflação considera também que as expectativas do mercado são fundamentais para a estabilidade institucional, o que parece não ter sido levado em conta na decisão do Copom. Isto fica mais claro ao analisar o movimento da curva de juros do mercado, o qual teve, pela primeira vez, seu sinal completamente alterado pela decisão do Copom entre apenas duas decisões consecutivas de política monetária, isto é, sem um período de transição prévio.

Cabe ressaltar também que, a partir da decisão do Copom de agosto de 2011, as autoridades brasileiras, principalmente o Ministro da Fazenda e a Presidente, deram início a uma série de declarações. Nestas, começou a ficar claro que a austeridade fiscal que o governo havia mencionado nos meses anteriores não iria vigorar nos próximos

meses, dado o orçamento de 2012 que foi divulgado nos dias seguintes à decisão de política monetária de agosto. Neste, em vez da esperada contenção de gastos, ocorreu justamente o contrário, isto é, uma expansão das despesas, indo contra o que havia sido anunciado anteriormente e demonstrando a fraqueza cada vez maior do tripé macroeconômico brasileiro, composto pelo regime de câmbio flutuante, de meta de inflação e de uma política fiscal crível.

Além da mudança de postura em relação à política fiscal, os discursos também passaram a indicar que o governo estaria dando preferência ao nível de crescimento e que não iria ajudar a combater o nível de inflação alto, se este viesse a prejudicar o crescimento da economia brasileira, em torno de 3,5% a 4% no ano. Além disso, estas declarações passaram a dar indícios de que o BACEN havia sido influenciado em sua decisão da taxa de juros, o que contraria o mandato original de um Banco Central no regime de metas de inflação, onde as autoridades monetárias devem agir com autonomia operacional nas decisões de política monetária.

Conforme o ciclo de cortes na Selic foi se estendendo, o Copom continuou a justificar em seus comunicados que o agravamento do cenário externo traria impactos deflacionários para o Brasil, não sendo necessário fazer um ajuste para contrair a demanda do país. Entretanto, apesar da confirmação do cenário base do Banco Central, de agravamento da crise internacional, esta não trouxe as consequências deflacionárias esperadas.

Ao mesmo tempo em que a taxa de inflação manteve-se resiliente e em um patamar consistentemente mais alto, em torno de 6,5% no final de 2011, de acordo com o divulgações do IBGE, e no topo da banda superior da meta de inflação, a indústria e a economia em geral passaram a confirmar os sinais de desaceleração durante o mesmo período, de tal forma que discussões de medidas intervencionistas passaram a se tornar cada vez mais frequentes dentro do governo.

À medida que os sinais da fraqueza da indústria nacional se confirmaram, o governo passou a se mostrar cada vez mais presente na política econômica, aumentando ainda mais a quantidade de medidas intervencionistas, ao contrário do que acontecia no governo anterior, que usou medidas intervencionistas na economia para combater a crise de 2008. No ponto de vista das autoridades responsáveis pela política econômica nacional, seriam necessários estímulos adicionais para a economia, por intermédio da

continuidade de cortes na taxa de juros feitos pelo BACEN, ao mesmo tempo em que outras medidas seriam feitas pelo Ministério da Fazenda, tanto para incentivar e proteger a indústria brasileira, quanto para controlar o risco inflacionário que parecia começar a assustar os investidores e o governo central.

Dentre as diversas medidas intervencionistas do governo, uma das principais foi o “Plano Brasil Maior”, anunciado em agosto de 2011, com o objetivo de incentivar, de acordo com o governo, “setores estratégicos” da indústria e, principalmente, o nível de investimento fixo em proporção ao PIB. O Plano foi baseado em alguns pilares e medidas principais, dentre as quais:

- i. Estimular o investimento por meio de linhas de crédito concedidas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e também de desonerações tributárias;
 - Programa BNDES de Sustentação do Investimento foi prorrogado e obteve um novo orçamento.
 - Novos programas do BNDES foram lançados, como o BNDES Revitaliza, com condições mais frouxas de financiamento ao investimento, e o BNDES Progeren, o qual aumentou o capital de giro para pequenas e médias empresas.
 - Redução do IPI sobre bens de investimento.
- ii. Incentivos ao comércio exterior, visando impulsionar as exportações, na medida em que foram impostas barreiras às importações;
 - Aumento de medidas que exigem a certificação compulsória de produtos importados e de medidas que fortalecem o controle aduaneiro.
 - Instituição da REINTEGRA, que faz a devolução de PIS/COFINS de, no máximo, 4% do valor exportado de produtos manufaturados.
 - Criação de um Fundo de Financiamento à Exportação.
- iii. Medidas para proteger a indústria e o mercado nacional.
 - Desoneração da folha de pagamento em setores intensivos em mão de obra, tais como: calçados, móveis, confecções e *software*.
 - Criação do Novo Regime Automotivo, com incentivos tributários de acordo com o nível de investimento, de valor agregado, inovação e emprego proporcionado.

Além do Plano implementado, diversas iniciativas pontuais voltaram a ser feitas, como as inúmeras alterações na alíquota do IPI, tanto para automóveis quanto para produtos de linha branca, e a reversão de algumas medidas macroprudenciais que haviam sido implementadas a partir do início de 2011, com o propósito de restringir crédito durante aquele período.

No entanto, apesar das iniciativas do governo para conseguir estimular o investimento no país, é importante chamar a atenção sobre o fato de que a maioria das medidas favoreceram apenas a alguns setores nacionais que, segundo as autoridades, seriam os “setores estratégicos” para o crescimento da economia. Dessa forma, é possível que a política econômica adotada, relacionada à proteção de alguns setores da indústria, acabe criando distorções ainda maiores no futuro, através de uma distorção da alocação de recursos. Também é necessário atentar ao fato que medidas que colocam barreiras nas importações, como algumas das que foram tomadas pelo governo, impedem também a importação de bens de capital, essenciais para o aumento da produtividade da indústria no médio e longo prazo. Isto posto, o Plano e as diversas intervenções do governo, com o objetivo de reerguer a indústria, foram feitas de forma pontual e, aparentemente, equivocada, fornecendo principalmente incentivos fiscais e linhas de crédito pelos bancos públicos. Sendo assim, tais ações parecem resultar apenas em um aumento da intervenção do governo na economia e de ganhos eleitorais no curto prazo, ficando sem um objetivo de médio e longo prazo que tenha como foco principal resolver os problemas estruturais da economia brasileira.

Cabe ressaltar também que, caso as medidas de incentivo feitas pelo governo funcionassem como era o esperado pelas autoridades políticas, elas teriam como um dos principais resultados o estímulo da expansão do crédito, voltando a incentivar o crescimento econômico brasileiro através do aumento do consumo das famílias. Esta tendência de estímulos excessivos ao consumo, além de resultar em um aumento das pressões inflacionárias à frente, tem consequências negativas para o crescimento potencial do país, uma vez que o investimento e a taxa de crescimento da produtividade são afetadas, piorando ainda mais o *trade-off* entre inflação e produto da economia brasileira.

Além do nível baixo de crescimento da economia brasileira, o risco de inflação acima da banda superior da meta de inflação, de 6,5% ao ano, passou a dar sinais de que

estaria preocupando o governo. A partir daí, autoridades governamentais passaram a atuar ainda mais, mas desta vez para controlar o nível geral do IPCA, em uma tentativa de substituir as ações ortodoxas do Banco Central por medidas “alternativas”. Estas demonstraram ainda mais estar focadas apenas no controle do número do IPCA divulgado no início de cada mês.

Assim, na tentativa de controlar o nível geral de preços, mais medidas intervencionistas foram adotadas no Brasil, desta vez como um instrumento a ser usado no combate às pressões inflacionárias. Em um primeiro momento, o governo passou a impedir que o preço do petróleo subisse livremente, de acordo com o preço do petróleo no mercado internacional. O objetivo seria controlar o preço do combustível no Brasil, gerando distorções relevantes para a Petrobras, que teve seu valor de mercado reduzido em quase um terço, de acordo com dados diários divulgados pela BM&FBovespa. Além do controle do preço do petróleo, outras medidas foram tomadas, como a política de desonerações tributárias que houve a partir de 2012. Cabe resaltar que estas medidas, apesar de benéficas para a economia, dada a complexa estrutura tributária brasileira, não foram realizadas de forma a beneficiar a economia brasileira no médio prazo.

Em uma política tradicional de desonerações tributárias, o objetivo principal é aumentar a competitividade da indústria e gerar melhorias para a economia nacional, por intermédio de políticas que sejam capazes de simplificar a carga tributária da economia nacional de forma definitiva. No entanto, a política adotada ao longo de 2012 pelo governo brasileiro parece ter um objetivo diferente. A política de desonerações atual tem se traduzido na escolha de setores específicos, sem um critério transparente para a sociedade, e, principalmente, de discussões, após o anúncio das isenções, a respeito do repasse para os preços do consumidor. Isto é, a preocupação do governo não parece estar relacionada com as empresas e suas respectivas margens de lucro, mas sim com o impacto das desonerações tributárias no combate à inflação de curto prazo, possivelmente gerando distorções para a economia.

Adicionalmente, cabe ressaltar que a política de desonerações tributárias parece estar sendo feita de forma similar às políticas de estímulo à indústria nacional, as quais foram mencionadas anteriormente. Ambas têm como foco principal políticas pontuais, onde mudanças são feitas a fim de atingir um objetivo de curtíssimo prazo, no caso, estimular o crescimento econômico e combater as pressões inflacionárias. No entanto,

vale mencionar também que tais políticas não parecem ser definitivas e parecem ter um prazo final. Entretanto, este não é divulgado e será definido apenas no momento em que os problemas de curto prazo forem resolvidos, gerando uma incerteza ainda maior para os empresários e investidores.

3. Impacto das Políticas nas Expectativas do Mercado

Como já foi mencionado, a partir do segundo semestre de 2011, as autoridades políticas e monetárias nacionais optaram em dar início a uma série de mudanças na política econômica brasileira que havia sido adotada no governo anterior. As novas políticas passaram a ser vistas como confusas e incertas e passaram a gerar incertezas cada vez maiores para os empresários e agentes privados responsáveis pelo investimento na economia. Dessa forma, desde então, as políticas econômicas têm demonstrado ser cada vez mais intervencionistas, acumulando cada vez mais desequilíbrios, uma vez que têm demonstrado um foco maior no curto prazo, sem buscar resolver os problemas estruturais de longo prazo.

Cabe mencionar que, apesar de também terem sofrido inúmeras mudanças ao redor do mundo, as políticas econômicas e monetárias estrangeiras mantiveram os aspectos básicos da política de um Banco Central, as quais são essenciais para a estabilidade econômica no futuro. No Brasil, por outro lado, foi possível observar que o BACEN não foi capaz de fazer tais mudanças sem se desviar das principais funções institucionais que, de acordo com economistas renomados, um Banco Central em um regime de metas de inflação deve ter. Estas são:

I. O objetivo de estabilidade de preços deve ser o objetivo de longo prazo da política monetária

De acordo com Frederic Mishkin⁸, um dos papéis de um Banco Central deve ser a manutenção da estabilidade de preços, isto é, uma taxa de inflação baixa e estável, como objetivo de longo prazo da política monetária. Além disso, Mishkin menciona que, além da estabilidade de preços ser capaz de reduzir a incerteza em relação aos preços relativos e ao nível de preços no futuro, o papel de manter os preços estáveis em uma economia tem como função evitar o problema de inconsistência intertemporal nas políticas monetárias, uma vez que a obrigação em focar em um objetivo de longo prazo tende a impedir que um Banco Central seja influenciado por políticas governamentais expansionistas no curto prazo.

Neste sentido, vale mencionar que, desde 2011, ao dar início ao ciclo de corte de juros, mesmo com a taxa de inflação acumulada em doze meses acima da meta de

⁸ Mishkin, F. S., What Should Central Banks Do?, Federal Reserve Bank of St. Louis, mar. 2000

inflação brasileira, o BACEN passou a impressão de ter deixado de lado o objetivo de estabilidade de preços, no qual deveria estar focado, dado o regime de metas de inflação que segue. A partir de então, a incerteza passou a predominar na condução da política monetária brasileira, dado que ficou cada vez menos claro o objetivo de longo prazo do BACEN e se o regime de metas de inflação ainda estaria, de fato, dominando suas decisões de política monetária.

II. Um Banco Central deve ser “*goal dependent*”, mas “*instrument independent*”

Outra característica importante está relacionada à decisão de quem deve determinar o objetivo de estabilidade de preços, mencionado anteriormente, de um Banco Central, e se este deve responder e/ou depender de alguma outra instituição nacional. Neste sentido, vale mencionar a definição determinada por Fischer⁹ sobre a independência de um Banco Central. Em seu estudo, o autor escreve sobre dois tipos de independência diferentes: “*goal independence*” e “*instrument independence*”. De acordo com Fischer, a independência de objetivos está relacionada à autonomia de determinar os objetivos finais da política monetária, por exemplo, a estabilidade de preços. Já um Banco Central que possui independência de instrumentos, tem a liberdade de escolher quais instrumentos serão utilizados a fim conduzir a política monetária visando atingir o objetivo final. O autor menciona ainda que um Banco Central deve ser “*goal dependent*” e “*instrument independent*”, sugerindo que as autoridades monetárias devem ter a autonomia de decidir como irão atingir o objetivo final, o qual deve ser estabelecido em alguma legislação do governo.

Ainda, de acordo com a literatura econômica, a política monetária requer um horizonte de longo prazo, uma vez que os efeitos na inflação e no crescimento da economia ocorrem apenas após alguns períodos. Já as autoridades políticas eleitas em sociedades democráticas tendem a ter incentivos em buscar políticas monetárias acomodáticas, que sejam capazes de impulsionar o crescimento econômico em busca de ganhos políticos de curto prazo, uma vez que estes podem ser favoráveis em campanhas políticas. Entretanto, ganhos de curto prazo tendem a não ser sustentáveis no

⁹ FISCHER, S. and DEBELLE, G., How Independent Should a Central Bank Be, 1994

longo prazo, uma vez que, possivelmente, irão piorar as perspectivas de longo prazo da economia, gerando uma economia menos estável e com um nível de inflação mais alto.

Sendo assim, Fischer menciona ainda que a independência de instrumentos de um Banco Central permite que este tenha uma ferramenta adicional e, principalmente, credibilidade, para combater pressões políticas a favor de medidas que favoreçam o crescimento no curto prazo em detrimento do longo prazo, evitando o problema de inconsistência intertemporal mencionado anteriormente. Cabe mencionar ainda que, de acordo com Mishkin, a independência de instrumentos torna mais provável que as autoridades de um Banco Central tomem decisões “*forward looking*”, isto é, que tenham como foco os benefícios de longo prazo de uma economia.

Por último, é essencial citar também que, de acordo com estudos empíricos, há evidências relevantes, como a do estudo de Alesina e Summers, que mostra que os indicadores macroeconômicos costumam ter um desempenho melhor quando o Banco Central possui mais independência, comprovando a importância de um Banco Central ser independente do governo.

No Brasil, o BACEN passou a ter sua independência questionada a partir de 2011, uma vez que críticas surgiram a respeito da decisão do BC de expandir a economia a qualquer custo, mesmo que, para isso, tivesse que lidar com uma taxa de inflação mais alta. Além de contrariar seu objetivo de estabilidade de preços, mencionado acima, discursos de políticos apoiando a decisão do BACEN e confirmando a independência da instituição geraram ainda mais suspeitas quanto à verdadeira autonomia do Banco Central, aumentando ainda mais a incerteza para os empresários e para os possíveis investidores do país. Além das suspeitas levantadas a partir de declarações das autoridades, outro indício da dependência do Banco Central em relação ao governo foi o fato de que a inflação passou a rodar em um patamar não apenas acima do centro da meta de inflação, como também acima do limite superior da meta estabelecida pelo Banco Central do Brasil.

III. Um Banco Central deve ser transparente

Além das duas características mencionadas acima, uma das mudanças mais recentes na condução de políticas monetárias está relacionada à transparência que um Banco Central deve ter em relação à sociedade. Em uma sociedade democrática, um

Banco Central com dependência de objetivos deve agir de acordo com o mandato determinado pelas autoridades políticas, eleitas diretamente pela população. Dessa forma, de acordo com Woodford¹⁰, a transparência de um Banco Central é essencial não apenas para torná-lo mais *accountable*, isto é, que preste contas com a sociedade, mas também para que este seja crível perante a população. Ainda, Woodford menciona que a clareza das autoridades monetárias em relação à trajetória futura da política monetária e da sua capacidade de reação em determinadas circunstâncias é capaz de reduzir a incerteza dos agentes econômicos, uma vez que possivelmente estes serão capazes de antecipar as ações do Banco Central. Vale ressaltar também, de acordo com o autor, a redução da incerteza como consequência do aumento da transparência das autoridades monetárias é capaz de maximizar os efeitos das políticas adotadas, tendo um impacto significativo na capacidade das políticas adotadas influenciarem tanto o crescimento econômico quanto a taxa de inflação futura.

Ao contrário do que a literatura econômica diz a respeito da transparência de um Banco Central a respeito das políticas monetárias a serem adotadas, o BACEN dos últimos dois anos tem demonstrado falhas em relação à sua transparência com a sociedade, atuando de forma contrária ao que seria esperado em um regime de metas de inflação tradicional.

Para exemplificar, na ata divulgada em março de 2012, quando a taxa Selic foi reduzida para 9,75% ao ano, o Copom escreveu que atribuía probabilidade alta “à concretização de um cenário que contempla a taxa Selic se deslocando para patamares ligeiramente acima dos mínimos históricos, e nesses patamares se estabilizando”¹¹. Tal estratégia foi vista como inovadora, uma vez que o Copom foi claro no objetivo a ser alcançado no futuro, que seria manter a taxa de juros estável e acima do mínimo histórico, que havia sido de 8,75% ao ano. Esta divulgação do BACEN foi, inicialmente, vista como positiva pelo mercado, uma vez que aumentou significativamente o seu grau de transparência perante o público.

Entretanto, ao contrário do que foi divulgado pelo Copom em março de 2012, na decisão de política monetária realizada em julho do mesmo ano, o Copom reduziu a taxa básica de juros para 8,50%, contrariando o comunicado com o qual as autoridades

¹⁰ WOODFORD, M. Central Bank Communication and Policy Effectiveness, Columbia University, set. 2005

¹¹ Banco Central do Brasil, ata de março/2012, 165ª Reunião

monetárias haviam se comprometido anteriormente. Esta mudança na comunicação do Banco Central foi extremamente criticada pelos agentes do mercado, uma vez que tornou evidente um possível erro de política monetária do BACEN ao divulgar de forma excessiva a política monetária futura.

De acordo com Mishkin, o benefício das autoridades monetárias serem transparentes é importante para facilitar a comunicação com o mercado, a fim de aumentar a credibilidade de um Banco Central. Entretanto, no caso do BACEN, o excesso de transparência teve o efeito contrário, reduzindo a credibilidade do Banco Central do Brasil e fornecendo mais evidências da dependência do Copom em relação ao governo.

Tendo em vista as características tradicionais que um Banco Central em um regime de metas de inflação deve ter, e como o BACEN tem-se desviado destas, fica mais compreensível como as políticas monetárias implantadas têm gerado incerteza, não apenas nos agentes privados, como também em outros indicadores econômicos importantes de serem analisados.

Um exemplo desses indicadores foi a piora significativa nas expectativas da principal pesquisa de mercado, FOCUS. Desde 2011, passou a haver uma deterioração das expectativas para a economia nacional cada vez maior, em decorrência de quedas consecutivas nas expectativas de crescimento, ao mesmo tempo em que as expectativas de inflação mantiveram sua trajetória de alta. Essa piora substancial pode ser evidenciada no gráfico 6, que mostra a expectativa de inflação doze meses à frente ancorada em 4,5% até janeiro de 2011, ao mesmo tempo em que as expectativas para o PIB mostram-se estáveis até março de 2011, datas coincidentes com o início das mudanças de política econômica.

Além da piora na margem, é importante notar, no gráfico 7, que até agosto de 2011, quando o Banco Central deu início ao ciclo de redução da taxa de juros, as expectativas para a inflação dois anos a frente, isto é, em 2013, estavam ancoradas no centro da meta, 4,5%. Entretanto, imediatamente após a decisão do Copom, as expectativas passaram a se distanciar do centro da meta rapidamente, demonstrando que, possivelmente, o Banco Central estaria negligenciando o regime de metas de inflação e, conseqüentemente, desancorando as expectativas de inflação do mercado, que são essenciais para a taxa de inflação do período seguinte.

Cabe mencionar que a deterioração das expectativas do mercado relacionadas ao cenário econômico brasileiro é capaz de refletir a incerteza das políticas feitas, que têm um foco cada vez maior com o curto prazo, sem se comprometer com o crescimento sustentável da economia no médio e longo prazo. Como consequência da incerteza gerada, o investimento, o qual deveria ser um dos principais objetivos das medidas intervencionistas feitas pelo governo, além de ser um dos principais componentes responsáveis pelo crescimento da economia nacional, continuou sendo impactado negativamente, piorando ainda mais o cenário econômico brasileiro a frente.

4. Construção do Índice de Surpresa Inflacionária

Tendo em vista o que foi mencionado nos capítulos anteriores a respeito da mudança e, conseqüentemente, da deterioração das políticas econômica e monetária, seja do governo ou do BACEN, diversos questionamentos surgiram em relação ao tripé da política macroeconômica brasileira, uma vez que há problemas a respeito de cada um dos três pilares que deveriam vigorar.

Neste sentido, os pilares do tripé da política macroeconômica, os quais foram essenciais para a estabilidade da economia brasileira até 2010, passaram a ser colocados em questão pelo mercado, dado as políticas mal comunicadas aos agentes. Tanto a política fiscal responsável, com a expansão das despesas do governo e o não cumprimento das metas de superávit primário, quanto o câmbio flutuante, através do intervencionismo constante no mercado de câmbio via autoridades monetárias ou novas regulamentações e impostos, e, por último, o regime de metas de inflação, através da política de redução da taxa básica de juros mal comunicada ao mercado, no auge do processo inflacionário dos últimos anos, começaram tomar rumos incertos e significativamente diferentes dos anos anteriores, responsáveis em dar a estabilidade macroeconômica para a economia brasileira. Desta forma, a credibilidade do BACEN, a qual foi adquirida aos poucos desde o início do regime de metas de inflação, a partir de 2002, foi colocada em risco como consequência das políticas econômicas mal estabelecidas pelo governo e pelo Banco Central.

De acordo com Bernanke, Laubach e Mishkin¹², um dos principais benefícios de um Banco central ter credibilidade e possuir uma meta de inflação crível perante a sociedade, é que as autoridades monetárias terão maior capacidade de manter as expectativas de inflação de longo prazo ancoradas, de tal forma que estas expectativas serão menos voláteis e menos dependentes de dados macroeconômicos de curto prazo. Cabe mencionar que, de acordo com a literatura¹³, os agentes privados utilizam observações passadas da inflação para atualizar a credibilidade dada ao Banco Central,

¹² BERNANKE, B. S., LAUBACH, T., and MISHKIN, F. S., (2001): Inflation targeting: lessons from the international experience

¹³ DAVIS, J. S (2012), Central Bank Credibility and the Persistence of Inflation and Inflation Expectations

de tal forma que uma sequência de divulgações da taxa de inflação mais alta é capaz de deslocar as expectativas do mercado para cima, o que poderá impactar as decisões de preços e salários e, conseqüentemente, levar a uma inflação, de fato, mais elevada nos próximos períodos.

Dessa forma, dada a forte relação entre credibilidade de um banco central e expectativas de inflação à frente, o objetivo deste capítulo será estimar uma equação através de métodos econométricos, com o intuito de comprovar a perda de credibilidade do Banco Central como uma conseqüência das mudanças de política econômica feitas recentemente.

De acordo com a literatura econômica, em condições normais, isto é, quando um Banco Central é crível perante os agentes privados, estes costumam acreditar que, no médio prazo, a inflação irá retornar a um patamar próximo ao centro da meta de inflação, esteja a inflação corrente tanto abaixo quanto acima do centro da meta estabelecida pelo Banco Central.

Sendo assim, de acordo com o que foi mencionado acima, quando um Banco Central tem credibilidade, surpresas inflacionárias no curto prazo, isto é, quando a expectativa do mercado para a inflação diverge da taxa de inflação divulgada pelos institutos de estatística, não deveriam alterar de maneira significativa as projeções de inflação do mercado para períodos mais longos. Esta análise é conseqüência da ideia que, em situações em que as autoridades monetárias possuem credibilidade perante a sociedade, os agentes deveriam acreditar que, os choques inflacionários no curto prazo irão se dissipar com o tempo, caso sejam conseqüências de problemas de oferta, ou que, as autoridades monetárias irão reagir de forma adequada a fim de normalizar as condições econômicas, caso as surpresas de inflação sejam decorrentes de questões relacionadas à demanda interna.

O objetivo da equação econométrica é analisar se a expectativa de inflação da pesquisa feita pelo BACEN, Focus, doze meses à frente sofre variações importante como conseqüência da surpresa do mercado em relação à taxa de inflação mensal divulgada pelo IBGE. Além de medir se este impacto é significativo, o objetivo principal é analisar se houveram mudanças no tamanho do impacto nos últimos anos.

Para isso, foram determinadas como variáveis independentes:

- i) Índice de surpresa inflacionária mensal;
- ii) Diferença da Selic do mês referente ao IPCA em relação à Selic de 12 meses antes.

O índice de surpresa inflacionária mencionado anteriormente e que será usado como uma das variáveis independentes é o cálculo da diferença da expectativa do IPCA mensal da pesquisa Focus em relação ao IPCA divulgado em relação ao mês referente. Neste caso, a expectativa do IPCA usada é a mediana do mercado coletada semanalmente pelo BACEN. O índice de surpresa irá, então, indicar o tamanho da surpresa do mercado em relação à inflação mensal divulgada.

Além do índice de surpresa inflacionária, a diferença da taxa Selic definida pelo BACEN no mês em relação à taxa Selic definida pelo BACEN 12 meses antes também foi utilizada como variável independente. O motivo da diferença de doze meses entre as duas taxas Selic está relacionado ao fato de que está sendo considerado que as decisões de política monetária levam, aproximadamente, de nove a doze meses para ter efeito na economia, o que está de acordo com grande parte da literatura econômica a respeito dos efeitos da política monetária na economia.

Como já foi citado anteriormente, o objetivo da análise será observar se o índice de surpresa mensal passou a exercer um impacto maior na expectativa de inflação doze meses à frente a partir de janeiro de 2011, ou seja, a partir do momento em que as novas políticas econômicas e monetárias mais intervencionistas passaram a vigorar no Brasil. Caso isto seja comprovado, será possível identificar que os agentes privados estão desacreditados que o BACEN irá conseguir acomodar os choques de inflação e agir de forma que a taxa de inflação retorne para o centro da meta estabelecida pelo BACEN.

Desta forma, foi estimada uma regressão na qual a variável dependente é a diferença entre a expectativa do mercado doze meses à frente um dia antes da divulgação do IPCA em relação à expectativa do mercado doze meses à frente dois dias após a divulgação.

Deste modo, a seguinte regressão foi estimada:

$$_{12}\text{MSUAVE} = \beta_1 \text{DI} + \beta_2 \text{SI} + e_t$$

Onde: $_{12}\text{MSUAVE} = [(\text{expectativa do mercado 12 meses suavizada à frente})_{t+2} - (\text{expectativa do mercado 12 meses suavizada à frente})_{t-1}]$; onde $t+2$ é referente a dois dias após a data de divulgação do IPCA, e $t-1$ é referente a um dia antes à data de divulgação do IPCA

SI = índice de surpresa inflacionária, medido através de $[(\text{IPCA divulgado}) - (\text{mediana da expectativa do mercado mensal})_{t-1}]$; onde $t-1$ é referente a um dia antes à data de divulgação do IPCA

DI = $(\text{Selic})_{t-30} - (\text{Selic})_{t-395}$; onde $(\text{Selic})_{t-30}$ é referente à taxa Selic um mês antes da data de divulgação do IPCA e $(\text{Selic})_{t-395}$ é a taxa Selic um ano antes.

A regressão foi estimada para dois períodos diferentes:

- i) Janeiro de 2005 a dezembro de 2010: período no qual o ex – presidente do BACEN, Henrique Meirelles, estava no comando do Banco Central
- ii) Janeiro de 2011 a dezembro de 2012: período marcado pela entrada da Presidente Dilma Rousseff no poder e, também, pela entrada do atual Presidente do BACEN, Alexandre Tombini.

O propósito de estimar a regressão para os dois períodos diferentes foi de buscar entender se o coeficiente β_2 que acompanha o índice de surpresa inflacionária sofreu alterações significativas de um período para o outro, o que poderia ser resultante de mudanças na política econômica adotada pelo governo e pelo Banco Central.

5. Resultados e Análise das Regressões

5.1 Resultados das Regressões:

Após rodar as regressões descritas anteriormente, foram obtidos os seguintes resultados para cada um dos períodos analisados:

Período entre janeiro de 2005 e dezembro de 2010:

Regressão 1:

Dependent Variable: _12MSUAVE
 Method: Least Squares
 Sample: 2005M01 2010M12
 Included observations: 72

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SI	0,563262	0,155607	3,619785	0,0006
DI	0,001378	0,00249	0,553518	0,5817
C	0,01167	0,007808	1,494567	0,1396
R-squared	0,15965	Mean dependent var		0,007361
Adjusted R-squared	0,135292	S.D. dependent var		0,066141
S.E. of regression	0,061504	Akaike info criterion		-2,698646
Sum squared resid	0,261012	Schwarz criterion		-2,603785
Log likelihood	100,1513	Hannan-Quinn criter.		-2,660882
F-statistic	6,554318	Durbin-Watson stat		2,004993
Prob(F-statistic)	0,002477			

Fonte: Elaborado pelo autor

Período entre janeiro de 2011 e dezembro de 2012:

Regressão 2:

Dependent Variable: _12MSUAVE
 Method: Least Squares
 Sample: 2011M01 2012M12
 Included observations: 24

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SI	0,869562	0,50755	1,713255	0,0914
DI	-0,00022	0,005543	-0,039699	0,9687
C	-0,007587	0,017665	-0,429527	0,6719
R-squared	0,123549	Mean dependent var		0,006667
Adjusted R-squared	0,040078	S.D. dependent var		0,075566
S.E. of regression	0,074036	Akaike info criterion		-2,252068
Sum squared resid	0,115107	Schwarz criterion		-2,104812
Log likelihood	30,02482	Hannan-Quinn criter.		-2,213001
F-statistic	1,480138	Durbin-Watson stat		2,465974
Prob(F-statistic)	0,250402			

Fonte: Elaborado pelo autor

A partir dos resultados das regressões, foi possível observar algumas mudanças nos coeficientes das variáveis independentes utilizadas.

Para o primeiro período, de 2005 a 2010, o coeficiente do índice de surpresa inflacionária obtido foi equivalente a 0,56, a uma probabilidade de 0,0006, o que significa que o índice de surpresa inflacionária é estatisticamente significativo a 1%. Já o coeficiente obtido para a variação da Selic foi de 0,0013 a uma probabilidade de 0,58. Aqui, cabe mencionar que apesar o fato do coeficiente da variação da Selic ser positivo não parece fazer sentido do ponto de vista econômico, uma vez que uma variação positiva da Selic deveria gerar um ajuste das expectativas de inflação à frente para baixo, de acordo com a teoria econômica. Entretanto, o fato do coeficiente ter um p-valor equivalente a 0,58 demonstra que a variável não é estatisticamente diferente de zero, indicando que não há nenhuma correlação estatisticamente significativa. Estes resultados demonstram que o índice de surpresa inflacionária durante o período em que o Banco Central do Brasil foi presidido pelo Henrique Meirelles já tinha um impacto relevante nas expectativas de inflação doze meses à frente.

Entretanto, ao rodar a regressão para o período de janeiro de 2011 a dezembro de 2012, o coeficiente do índice de surpresa inflacionária obtido foi equivalente a 0,869, a uma probabilidade de 0,0914, tornando o índice de surpresa inflacionária estatisticamente significativo a 10%. Em relação à variável independente referente à variação da taxa Selic, foi obtido um coeficiente de -0,0002, o que faz sentido do ponto de vista econômico, dado a relação inversa entre o coeficiente da variação da Selic e a mudança da expectativa de inflação doze meses à frente. Entretanto, o coeficiente

possui um p-valor equivalente a 0,96, o que demonstra que não há nenhuma correlação estatisticamente significativa entre a variação da taxa Selic e o ajuste das expectativas após a divulgação do IPCA de curto prazo, assim como na primeira regressão.

5.2. Análise dos Resultados:

De acordo com os resultados descritos anteriormente, é possível chegar a algumas conclusões, uma vez que os resultados variaram de acordo com os períodos diferentes analisados.

Para a primeira regressão, a medida de surpresa inflacionária demonstrou ter um impacto relevante na variação da expectativa de inflação do mercado 12 meses a frente. Este resultado indica que o mercado, normalmente, ajusta suas expectativas a frente de acordo com a taxa de inflação divulgada a cada mês. Entretanto, ao observar os resultados obtidos na segunda regressão, a qual analisa o período entre janeiro de 2011 e dezembro de 2012, é possível notar que o coeficiente relacionado à medida de surpresa inflacionária registrou um aumento significativo, passando de 56,3 *basis points* para 86,9 *basis points*, uma variação equivalente a 30,6 *basis points*.

Este resultado indica que no segundo período analisado, a medida de surpresa inflacionária tem um impacto substancialmente maior na variação das expectativas do mercado a frente do que no período anterior. Cabe mencionar que, apesar do número de observações menor no segundo período, o resultado é relevante, uma vez que o mercado parece estar dando uma importância maior para as divulgações mensais da taxa de inflação de curto prazo do que no período anterior.

Desta forma, é possível observar que o coeficiente do índice de surpresa mensal, de fato, aumentou a partir das mudanças na política econômica e monetária adotadas no Brasil a partir do início de 2011, conforme era esperado. Sendo assim, os resultados encontrados para as duas regressões dão indícios de que o mercado está, de fato, mais suscetível atualmente a ajustar suas expectativas a frente de acordo com pequenas surpresas inflacionárias de curto prazo do que de acordo com a política monetária adotada pelas autoridades monetárias brasileiras, confirmando as hipóteses de que o BACEN perdeu credibilidade com as mudanças nas políticas adotadas desde 2011.

6. Conclusão

Este trabalho procurou quantificar se a mudança de política econômica e monetária no Brasil nos últimos anos realmente teve um impacto significativo na credibilidade do mercado, possivelmente sendo um dos responsáveis pela mudança de *trade-off* entre a taxa de crescimento e a inflação do país.

Em relação às regressões estimadas anteriormente, foi possível demonstrar que, apesar dos resultados de curto prazo já terem, normalmente, uma importância significativa nas expectativas de inflação do Brasil doze meses à frente, desde o início de 2011 este impacto teve um aumento significativo.

Além do efeito do índice de surpresa inflacionária, seria esperado também um impacto considerável, e inversamente proporcional, da variação da taxa Selic na variação das expectativas doze meses à frente do mercado. Entretanto, a variável independente relacionada à variação da taxa Selic não apresentou um coeficiente estatisticamente significativo. Uma das explicações possíveis para este resultado poderia ser devido ao número pequeno de observações durante o segundo período analisado, ou à ausência de outras variáveis independentes que podem ser relevantes para as expectativas do mercado para a taxa de inflação à frente.

Tendo em vista o que foi mencionado ao longo dos capítulos anteriores e, levando em consideração os resultados obtidos, é essencial citar que a literatura econômica menciona que, dependendo da condução das políticas monetária e econômica, as expectativas de inflação podem se tornar mais ou menos ancoradas, isto é, podem ser mais ou menos dependentes de pequenas mudanças de curto prazo.

Em relação ao caso do Brasil, os resultados encontrados nas regressões indicam que os agentes privados parecem ter mudado suas respectivas funções de reação para pequenos períodos de inflação acima ou abaixo do que era esperado pelo mercado, a fim de ajustarem suas expectativas de longo prazo de forma considerável, tornando as expectativas de inflação no longo prazo mal ancoradas. Dessa forma, vale ressaltar que, estes ajustes feitos refletem, entre outros fatores, a perda de credibilidade recente do BACEN, o qual tem, ultimamente, demonstrado buscar uma taxa de inflação acima do centro da meta estabelecido por ele, agindo como se, implicitamente, tivesse alterado a meta determinada.

Estas mudanças, assim como outros fatores que podem indicar que o BACEN está focado em outros objetivos que não a estabilidade de preços, tem como consequência, de acordo com modelos de política monetária, o aumento da volatilidade tanto do hiato do produto quanto da inflação, gerando uma alteração significativa do *trade-off* entre estas duas variáveis, que é o que tem sido observado recentemente no Brasil. Desta forma, é possível concluir que, as mudanças recentes na política brasileira, junto com a perda de credibilidade do BACEN tem feito com que as expectativas de inflação do mercado a frente se tornem mais voláteis e menos ancoradas em torno do centro da meta, fazendo com que para um mesmo nível de crescimento, a taxa de inflação brasileira seja mais alta.

7. Fonte de dados

- 1) Banco Central do Brasil: <http://www.bc.gov.br/>
- 2) Bloomberg
- 3) CEIC
- 4) FMI: <http://www.imf.org/external/data.htm>
- 5) OECD: [http:// stats.oecd.org/](http://stats.oecd.org/)

8. Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL DO BRASIL. “Comunicados das Decisões”. <www.bcb.gov.br>.

BERNANKE, B. S. A Perspective on Inflation Targeting. Discurso na *Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists*, em Washington D.C., mar. 2003

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030325/>

BERNANKE, B. S. “Constrained Discretion” and Monetary Policy. Discurso na New York University, fev. 2003.

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030203/>

BERNANKE, B. S. Monetary Policy Under Uncertainty. Discurso na 32^o Conferência Anual de Política Econômica, no Federal Reserve de St. Louis, out. 2007.

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20071019a.htm>.

BERNANKE, B. S., MISHKIN F. S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? National Bureau of Economic Research, Working Paper 5893, jul. 1997. <http://www.nber.org/papers/w5893>

BOLLE, M. B., Carta Econômica Galanto, set. 2011

BOLLE, M. B., Carta Econômica Galanto, abr. 2012

BOLLE, M. B., Carta Econômica Galanto, set. 2012

BOLLE, M. B., Carta Econômica Galanto, dez. 2012

DAVIS, J. S. Central Bank Credibility and the Persistence of Inflation and Inflation Expectations, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper 117, maio 2012

<http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0117>

FMI, Prepared by Mercedes García-Escribano, Joana Pereira, and Karlye Dilts, Brazil Selected Issues, jun. 2012 <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12192>>

GARCIA, M. Riscos da Política Monetária, Valor Econômico, fev. 2012

<http://www.valor.com.br/opiniao/2516728/riscos-da-politica-monetaria>

GIAMBIAGI, F., VILLELA, A., Economia Brasileira Contemporânea Marialuz Moreno Badía, Alex Segura-Ubiergo (FAD), and Joonkyu Park (MCM).

HAUSMANN, R., In Search of the Chains That Hold Brazil Back, Center for international Development at Harvard University, Working Paper n^o 180, set. 2008

MISHKIN, F. Can Central Bank Transparency Go Too Far? National Bureau of Economic Research, Working Paper 10829, out. 2004.

<<http://www.nber.org/papers/w10829>>

MOFFITT, R., BALL, L. Productivity Growth and the Phillips Curve. National Bureau of Economic Research, Working Paper 8421, ago. 2001.

<<http://www.nber.org/papers/w8421>>

OECD, Economic Survey of Brazil, out. 2011

SAFATLE, Claudia. Os Compromissos de Mantega, Valor Econômico, ago. 2011

<<http://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/1029668/os-compromissos-de-mantega>>

SEGURA-UBIERGO, A. The Puzzle of Brazil's Hight Interest Rate, IMF Working Paper 12/62, fev. 2012 < <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1262>>

WALSH, C. E. Teaching Inflation Targeting: An Analysis for Intermediate Macro. Journal of Economic Education. 2002.

<http://people.ucsc.edu/~walshc/MyPapers/walsh_je>

WOODFORD, M. Central Bank Communication and Policy Effectiveness, Columbia University, set. 2005

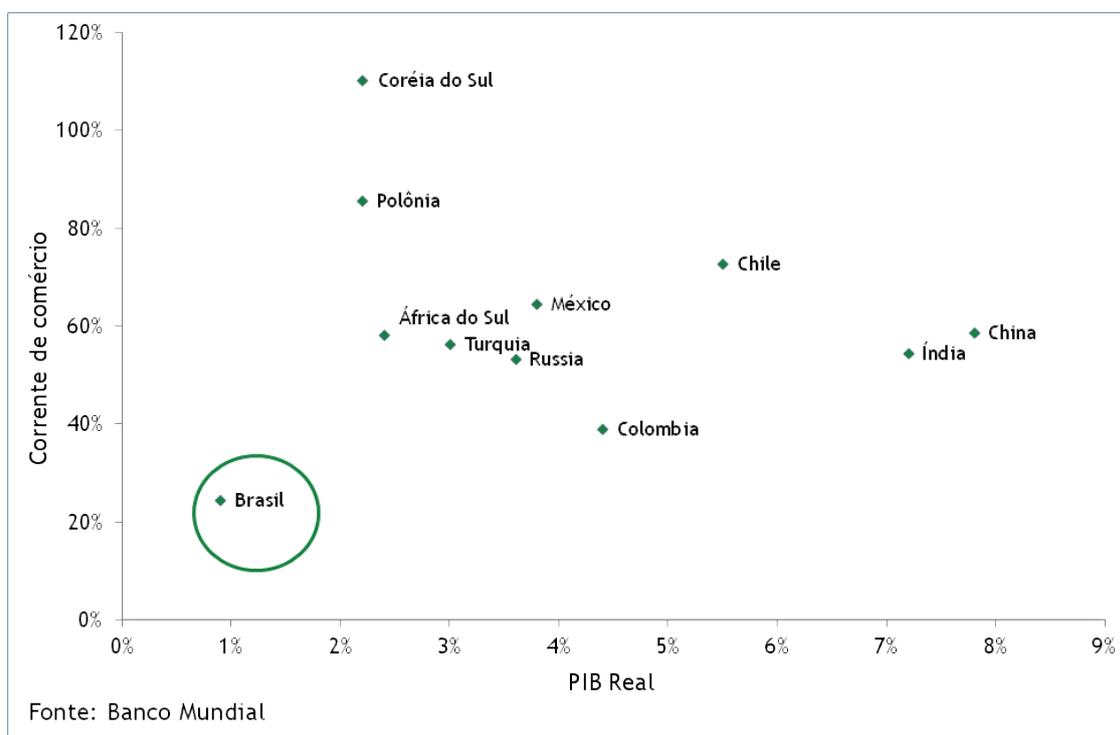
9. Tabelas e gráficos:

Tabela 1:

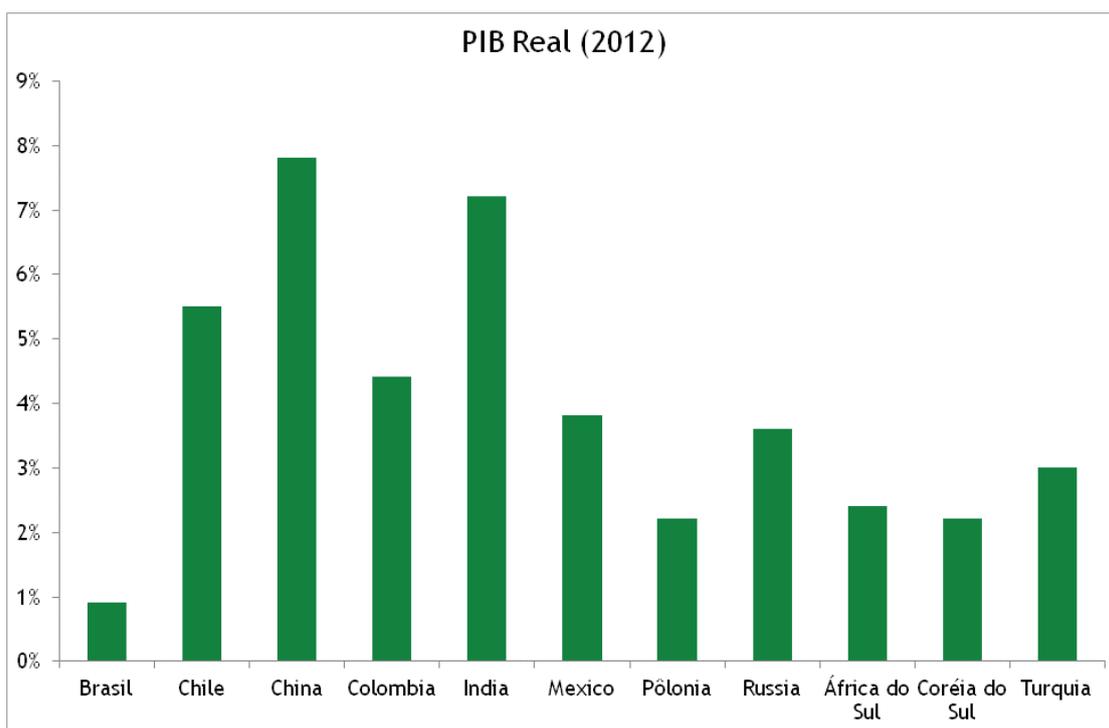
Dados de 2012				
	PIB Real	Corrente de comércio	Exportações (%PIB)	Importações (%PIB)
Brasil	0.9%	24.5%	11.9%	12.6%
Chile	5.5%	72.8%	38.1%	34.7%
China	7.8%	58.7%	31.4%	27.3%
Colombia	4.4%	39.1%	19.0%	20.1%
India	7.2%	54.5%	24.6%	29.8%
Mexico	3.8%	64.7%	31.7%	33.0%
Polônia	2.2%	85.7%	42.2%	43.5%
Russia	3.6%	53.3%	31.1%	22.3%
África do Sul	2.4%	58.2%	28.8%	29.4%
Coréia do Sul	2.2%	110.3%	56.2%	54.1%
Turquia	3.0%	56.4%	23.7%	32.6%

Fonte: Banco Mundial

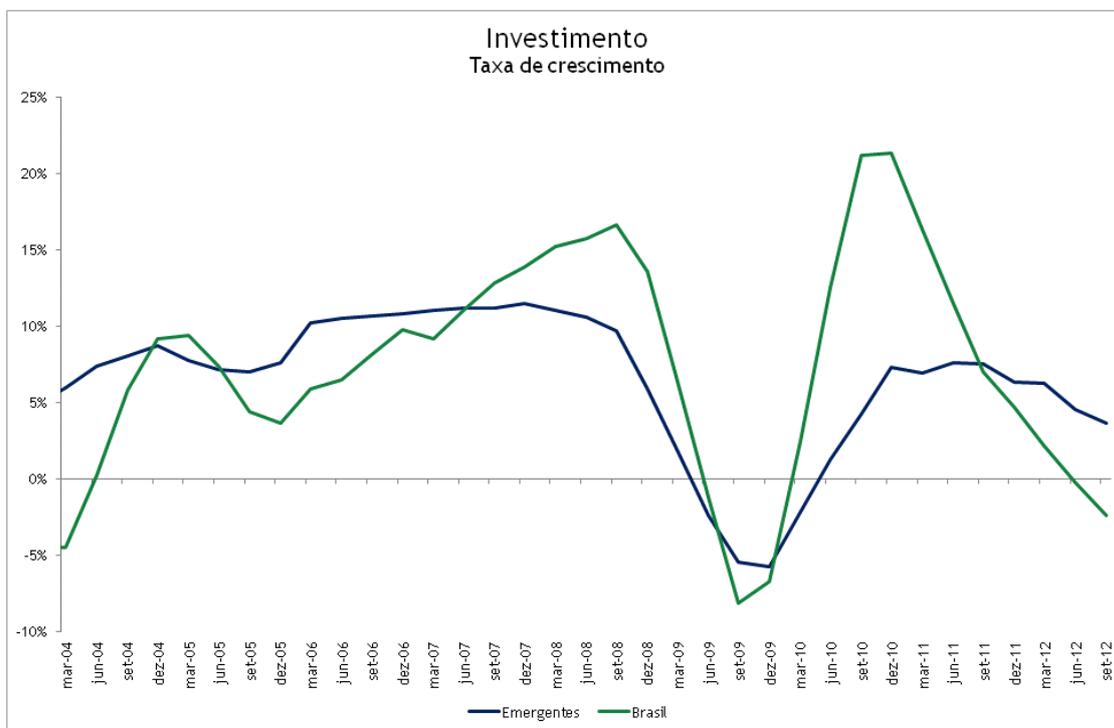
Gráfico 1:



Fonte: Banco Mundial

Gráfico 2:

Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI)

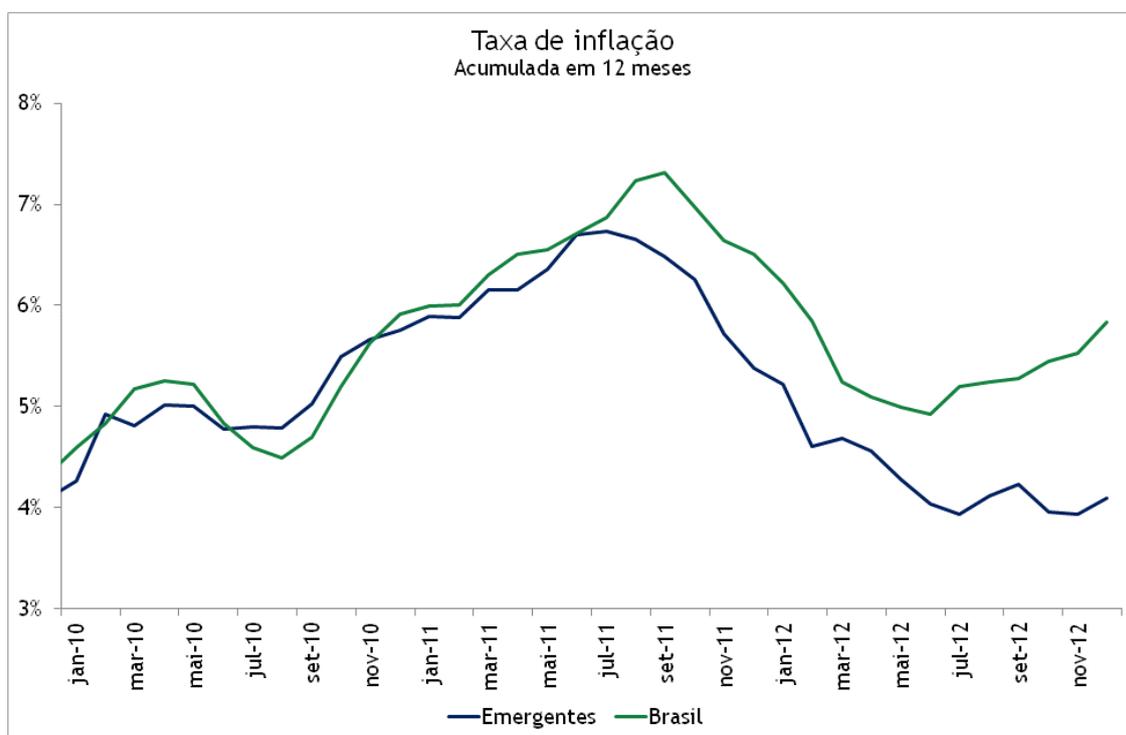
Gráfico 3:

Fonte: CEIC, IBGE

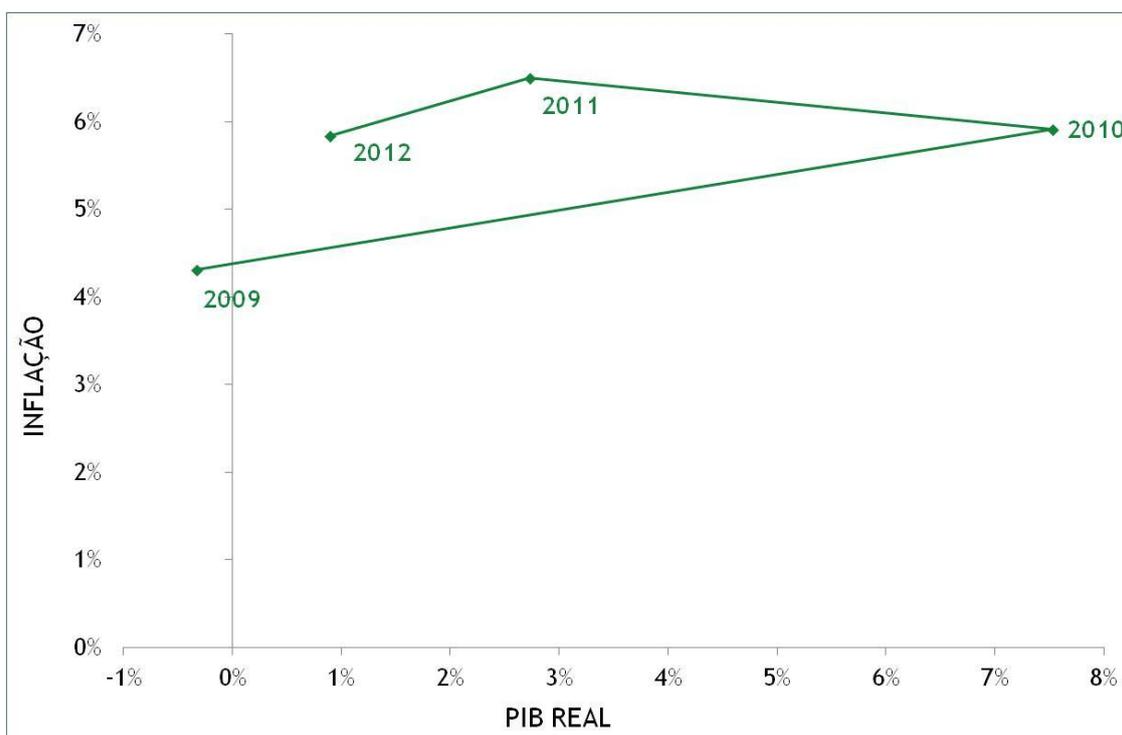
Tabela 2:

	PIB Real	Taxa de inflação
2002	2.7%	12.5%
2003	1.2%	9.3%
2004	5.7%	7.6%
2005	3.2%	5.7%
2006	4.0%	3.1%
2007	6.1%	4.5%
2008	5.2%	5.9%
2009	-0.3%	4.3%
2010	7.5%	5.9%
2011	2.7%	6.5%
2012	0.9%	5.8%

Fonte: IBGE

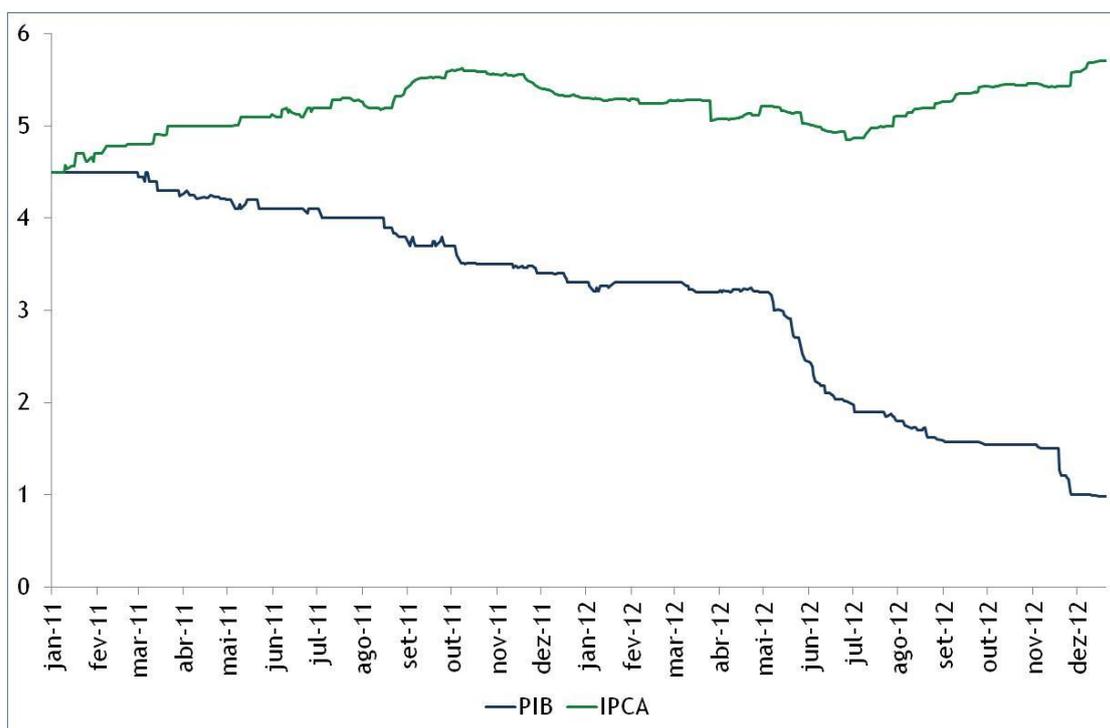
Gráfico 4:

Fonte: CEIC, IBGE

Gráfico 5:**Fonte: IBGE****Tabela 3:**

Estoque de crédito Total (%PIB)	
2003	24.1%
2004	24.5%
2005	28.1%
2006	30.3%
2007	34.6%
2008	39.7%
2009	45.0%
2010	46.4%

Fonte: BACEN

Gráfico 6:

Fonte: Pesquisa Focus (BACEN)

Gráfico 7:

Fonte: Pesquisa Focus (BACEN)