

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UM ESTUDO SOBRE A DETERIORAÇÃO DAS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO
EM 2011

Camila Alhadef Monteiro

Nº de matrícula: 0720493

Orientador: Solange Srour Chachamovitz

Dezembro de 2011

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UM ESTUDO SOBRE A DETERIORAÇÃO DAS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO
EM 2011

Camila Alhadeff Monteiro

Nº de matrícula: 0720493

Orientador: Solange Srouf Chachamovitz

Dezembro de 2011

“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”.

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

SUMÁRIO

1) Resumo	5
2) Introdução	6
3) Referencial Teórico	10
3.1. Primeiro ciclo de aperto monetário: 2004	10
3.2. Segundo ciclo de aperto monetário: 2008	14
3.3. Terceiro ciclo de aperto monetário: 2010	17
3.4. Quarto ciclo de aperto monetário: 2011	21
4) Metodologia	27
5) Resultados	31
5.1. Método 1	31
5.2. Método 2	36
5.2.1. Mediana das expectativas das 100 instituições do Focus	37
5.2.2. Mediana das expectativas de curto-prazo do <i>top 5</i>	38
5.2.3. Mediana das expectativas de longo-prazo do <i>top 5</i>	39
5.3. Método 3	40
6) Conclusão	42
7) Referência bibliográfica	49

LISTA DE GRÁFICOS E TABELAS

Gráfico 1: Mediana das expectativas de Inflação (%): 2004	12
Gráfico2: Mediana das expectativas de inflação do <i>top 5</i> (%): 2004	13
Gráfico 3: Mediana das expectativas de Inflação (%): 2008	15
Gráfico 4: Mediana das expectativas de inflação do <i>top 5</i> (%): 2008	15
Gráfico 5: Mediana das expectativas de Inflação (%): 2010	18
Gráfico 6: Mediana das expectativas de inflação do <i>top 5</i> (%): 2010	19
Gráfico 7: Mediana das expectativas de Inflação (%): 2011	23
Gráfico 8: Mediana das expectativas de inflação do <i>top 5</i> (%):	23
Tabela 1: Mediana das expectativas das 100 instituições do Focus	32
Tabela 2: Mediana das expectativas do <i>top 5</i> (curto prazo)	34
Tabela 3: Mediana das expectativas do <i>top 5</i> (longo prazo)	35
Tabela 4: Medidas de credibilidade e taxas de sucesso	36
Tabela 5: Desvio padrão das expectativas das 100 instituições	39

1. Resumo

A economia brasileira comporta um histórico de taxas de juros elevadas, dado os períodos de forte deterioração inflacionária enfrentados. O fato de o país sustentar uma das maiores taxas de juros reais do mundo torna a condução da política monetária um tema bastante recorrente, sobretudo em um momento em que a inflação acumulada em 12 meses ameaça fechar o ano-calendário acima do teto da meta oficial. Foi o regime de metas para inflação, implementado em 1999, que auferiu às autoridades monetárias maior credibilidade no combate ao contínuo avanço dos preços, dando início a um longo período de convergência da inflação e redução da taxa de juros para patamares significativamente mais baixos.

Entretanto, de 2003 à 2011, este processo foi interrompido por quatro ciclos de aperto monetário, nos quais a taxa Selic foi novamente elevada como resposta ao sobreaquecimento da atividade doméstica, que ameaçava levar à uma nova rodada de aceleração inflacionária. Mais especificamente, estes ciclos consolidaram-se em 2004-2005, 2008, 2010 e 2011, e variaram em magnitude de acordo com a conjuntura macroeconômica vigente.

Em 2011, a substituição do presidente do Banco Central ocorreu no mesmo período em que as políticas macroprudenciais começaram a ser introduzidas e popularizadas mundialmente. Além da exacerbação das tradicionais incertezas em relação a execução da política monetária, instaurou-se no cenário doméstico um período de intensos debates acerca da autonomia do Banco Central e o seu comprometimento com a estabilidade de preços. De modo a avaliar o grau de deterioração da credibilidade dos agentes na condução da política monetária em 2011, três exercícios foram realizados, baseados na evolução das expectativas de inflação ao longo dos quatro últimos ciclos de contração monetária. A análise dos resultados obtidos permitiu que se traçasse comparações entre o impacto do processo de aumento da taxa Selic sobre as expectativas em 2011, vis-à-vis àqueles ocorridos nos três ciclos anteriores. Reconhece-se a existência de inúmeras abordagens alternativas àquelas utilizadas neste trabalho, que devem assegurar a continuidade da exploração deste tema ao longo dos próximos anos.

2. Introdução:

No curto prazo, a política monetária deixou incontestavelmente a desejar, embora seu histórico não divirja em larga escala daquela vivenciada por outras economias emergentes que, como o Brasil, recorreram ao regime de metas na busca por um maior controle inflacionário e estabilização econômica. As consequências negativas da inflação para a economia real são incomensuráveis, na medida em que introduz uma gama de distorções, entre as quais vale-se destacar a corrosão da renda nominal da população, perda de competitividade no mercado internacional e a própria realimentação deste processo através do impacto que exerce na formação das expectativas e, por conseguinte, na rigidez dos preços.

De fato, a adoção do regime de metas para inflação representou um divisor de águas, dando às autoridades monetárias uma maior credibilidade que possibilitou o combate mais eficaz às elevadas taxas de inflação que vigoravam no passado. Entretanto, a condução da política monetária na última década representou um desafio às autoridades à frente do Banco Central, dado o histórico recente de hiperinflação que ainda assombra a população brasileira. Desde então, o processo de convergência da taxa de juros provou-se mais desafiador do que o desejável, e tem se consolidado ao longo dos últimos anos a um ritmo mais moderado do que o planejado, constantemente interrompido por novos ciclos de aperto da política monetária na medida em que estes se fizeram necessários. Os mais recentes ocorreram em 2004, 2008, 2010 e 2011. O Brasil ainda comprime uma das mais elevadas taxas de juros do mundo, gerando inúmeras ineficiências, incluindo uma das menores taxas mundiais de investimento, hoje ligeiramente acima de 18% do PIB. Não obstante, muitas medidas adotadas pelo governo visando minimizar os problemas subjacentes a este processo, como os subsídios fornecidos pelo BNDES através da TJLP, se traduzem em soluções ineficientes que acabam por reduzir a potência da implementação da política monetária.

O processo gradual de redução da taxa de juros esteve atrelado à coordenação das expectativas dos agentes econômicos, na medida em que estas refletem um dos principais mecanismos de transmissão da política monetária para a economia real, afetando preços e produtos. Em outras palavras, o canal das expectativas orienta o processo de formação de preços na economia – quanto maior a credibilidade da política monetária, mais os reajustes de preços tendem a se aproximar da meta de inflação

vigente. Logo, é de suma importância que a comunicação do Banco Central ocorra consistentemente de forma clara e transparente, assegurando maior credibilidade e abrindo espaço para a convergência das expectativas dos agentes e, logo, da própria inflação para a meta estipulada.

Valendo-se do Sistema Expectativas de Mercado, administrado pela Gerin¹, o Banco Central tem acesso às projeções de diversas instituições financeiras, consultorias e empresas do setor não-financeiro, divulgadas semanalmente no relatório de mercado Focus. São esses dados que permitem ao Comitê de Política Monetária o acompanhamento das expectativas do mercado, e a sua coordenação através da execução da política monetária.

Um breve resumo do comportamento inflacionário ao longo da década de 2000 traduz o sucesso da implementação do regime de metas. Nos primeiros anos, a inflação efetiva ultrapassou o intervalo de tolerância estabelecido de 2001 a 2003, mas nos anos seguintes até 2010 manteve-se dentro deste intervalo, ora acima, ora abaixo da meta prevista. Em 2011, porém, a inflação ameaça novamente romper a banda superior da meta de 4,5% (no caso, 6,5%), na medida em que a elevação da taxa Selic em 200 pontos base no ano anterior não foi capaz de conter o sobreaquecimento da economia, fazendo-se necessária a iniciação de um novo ciclo de ajuste monetário.

Mais especificamente, a rápida aceleração da taxa de inflação brasileira verificada no segundo semestre de 2010 foi estimulada tanto por fatores no âmbito externo como interno. No cenário externo, o afrouxamento da política monetária dos Estados Unidos desde a crise de 2008, através da sustentação de uma taxa de juros próxima à zero e a implementação de um programa de expansão do balanço do Federal Reserve, denominado *Quantitative Easing*, ajudou a inflar a liquidez mundial e redirecionar fluxos de capitais para países com alto potencial de crescimento, como o Brasil. Este forte aumento de liquidez, aliado à uma demanda robusta advinda do China (o país apresentou um crescimento do PIB de 10,3% em 2010) pressionou os preços internacionais das *commodities*, que rapidamente se aceleraram como resposta aos choques descritos.

¹ Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores faz parte do arcabouço do regime de metas para a inflação, objetivando o aperfeiçoamento da comunicação entre o Banco Central e o setor privado, através da divulgação dos principais relatórios do banco.

No cenário doméstico, a demanda foi sustentada por um mercado de trabalho aquecido, que possibilitou uma taxa de crescimento de 7,5% do PIB em 2010. O período foi marcado também pela eleição presidencial que levou à ascensão de Dilma Roussef ao poder, após oito anos do governo Lula, em um ambiente onde a inflação já se encontrava ameaçada não apenas por uma atividade pujante e um cenário externo favorável, mas também pela forte onda de estímulos fiscais vigentes desde 2009. Estes estímulos foram inicialmente implementados como resposta à crise financeira de 2008, através da desoneração de diversos setores, incluindo aqueles de automóveis e linha branca, e acabaram sendo tradicionalmente reforçados durante o período eleitoral, com a elevação de gastos em projetos governamentais. Ainda, a reconfiguração do quadro político que sucedeu a eleição da nova chefe de Estado exacerbou as incertezas frente ao comprometimento do Banco Central em assegurar a estabilidade de preços.

Durante todo o governo Lula, a gestão do Banco Central foi presidida por Henrique Meirelles, que sinalizara em março de 2010 a sua pretensão em deixar o cargo, meses antes do início do novo governo. O imbróglio político acabou adiando o início da elevação da taxa Selic para a reunião de abril. Na época, à pedido do presidente Lula, Henrique Meirelles acabou retrocedendo em sua decisão de deixar a presidência do Banco Central, mas as expectativas de inflação acabaram por se deteriorar ainda mais com a injeção de incerteza quanto à liderança da política monetária.

A situação agravou-se, caracterizada por uma deterioração acentuada das expectativas, quando novamente foi postergado o início de um novo ciclo de aperto monetário para janeiro de 2011, com a entrada de Alexandre Tombini na presidência do Banco Central, nomeado pela presidente eleita Dilma Roussef. Isto porque, no lugar de se promover um aumento da taxa de juros na última reunião do Copom a ser comandada por Meirelles, em dezembro de 2010, acabou-se optando pela introdução das polêmicas medidas macroprudenciais dias antes da reunião. A incapacidade de mensuração dos impactos destas medidas sobre a atividade, além da incerteza em relação à substituíbilidade entre as macroprudenciais e os instrumentos clássicos de política monetária, acabaram elevando a descrença dos agentes em relação ao cumprimento do mandato do Banco Central.

Em suma, a forte deterioração inflacionária iniciada em 2010 se propagou para o ano posterior, impulsionada tanto por choques externos quanto fatores domésticos e justificando, portanto, o início de um novo ciclo de aperto da política monetária. Este processo foi concluído na reunião de julho de 2011, que levou a taxa de juros para 12,50% a.a. Entretanto, esta última elevação foi imediatamente seguida por uma queda da Selic na reunião seguinte, realizada em setembro, transparecendo a preocupação da autoridade monetária com o rápido agravamento da crise externa, concentrada nos países membros da Zona do Euro e na economia norte-americana. Essa mudança de postura por parte de um Banco Central já duramente criticado pela deficiência na sua estratégia de comunicação alimentou uma nova rodada de deterioração das expectativas de inflação, frente a um mercado doméstico que, embora em curso de moderação, mostrava-se ainda extremamente resiliente à deterioração externa. A mediana das expectativas para o ano corrente saltou de 6,3% para 6,5% entre o início e final de setembro, mantendo-se no teto do intervalo de tolerância até o final de 2011. As expectativas para 2012 e 2013 também se aceleraram na mesma magnitude ao longo de setembro, alcançando 5,5% e 4,8%, respectivamente. Expressivo também foi o aumento das expectativas das instituições *top 5* para os dois anos subsequentes – para 2012, as expectativas aceleraram de 5,4% para 5,7%, e para 2013 avançaram de 5,7% para 6,3%. Embora esteja fora do escopo desta análise, vale ressaltar que esta deterioração das expectativas de inflação foi extrapolada inclusive para os anos subsequentes a 2013. A inflação seguia ameaçando romper o teto da meta oficial, delineado em 6,50%, e a robustez do mercado de trabalho e crédito contribuía com a sustentação da demanda doméstica. Desse modo, a economia doméstica contrapunha-se ao pobre desempenho das economias desenvolvidas, cujo crescimento comprimia inclusive um potencial recessivo.

É este cenário que respaldará a análise subsequente. Tendo em vista os desdobramentos específicos da economia doméstica e internacional ao longo dos últimos quatro ciclos de elevação da taxa básica de juros, buscar-se-á uma comparação mais profunda do comportamento das expectativas que sucedeu o último processo de ajuste, vis-à-vis os ciclos anteriores.

3.1. Primeiro ciclo de aperto monetário: 2004-2005

A reação adversa do mercado financeiro à primeira vitória do Partido dos Trabalhadores nas eleições presidenciais em 2002 somaram-se aos impactos da crise cambial iniciada antes da virada do século, que resultou em uma queda da taxa de crescimento, desemprego e elevação da dívida pública associada à forte desvalorização da moeda brasileira. Muitos investidores temiam mudanças abruptas no rumo da política econômica caso a esquerda assumisse o poder, na medida em que associava-se o compromisso com a estabilidade financeira e ajuste fiscal ao governo anterior, regido por Fernando Henrique Cardoso.

Tendo em vista a recuperação da confiança do mercado financeiro, clamava-se por um *overshooting* fiscal e monetário, de modo a evitar a decretação da moratória da dívida externa, controlar a dívida pública e combater a inflação que vinha acelerando desde o final de 2002. À despeito da forte elevação da taxa de juros em 7 pontos percentuais ao longo do segundo semestre daquele ano, defendia-se a extensão desse processo para o ano subsequente dado a ineficácia do anterior em controlar a inflação.

A ascensão do candidato do Partido dos Trabalhadores nas pesquisas de intenção de votos foi acompanhada pela aceleração do risco Brasil, a desvalorização acentuada do câmbio ao fim do período eleitoral para valores próximos à R\$ 4,00 e o aumento significativo das expectativas de inflação para 2003 a partir do final do terceiro trimestre de 2002. O severo quadro de desconfiança levou o futuro presidente a assinar a Carta aos Brasileiros, na qual se comprometera com a manutenção dos rumos da política econômica brasileira, caso vencesse as eleições.

A promessa foi executada no ano seguinte, que marcou o início da era Lula. A taxa de juros iniciou 2003 em 25%, mas foi elevada nas duas primeiras reuniões do Copom do novo mandato, alcançando 26,50% já em fevereiro, e os aumentos adicionais nos meses à frente permitiram a consolidação do mais longo processo de contração monetária entre os ciclos analisados. A continuidade do processo de elevação da Selic foi emblemática no sentido de assegurar a manutenção da postura monetária, reconquistando a confiança do mercado após a repaginação dos membros à frente do Ministério da Fazenda e do Banco Central ter suscitado questionamentos quanto às políticas a serem implementadas. Henrique Meirelles iniciou sua gestão como presidente do Banco Central em janeiro de 2003, um momento em que a inflação

prevista para o ano encontrava-se acima de 11%. Ainda, foram decretadas no início do governo Lula metas ajustadas para a inflação em 2003 e 2004, de 8,5% e 5,5%, respectivamente.

Assim, a manutenção da postura da política monetária do governo anterior, aliada à renovação do acordo com o Fundo Monetário Internacional (que deixou à disposição do país capital suficiente para elevar as reservas de modo a tranquilizar o mercado) e a ortodoxia na área fiscal foram cruciais para o combate à inflação, auxiliado pela apreciação cambial ocorrida ao longo de 2003. A ancoragem das expectativas abriu espaço para que se ingressasse, poucos meses depois, na primeira sequência de queda da taxa básica de juros. O processo iniciado em junho de 2003, com uma queda de 250 pontos base da Selic, foi interrompido em dezembro do mesmo ano, completando um ciclo de afrouxamento de 1000 pontos base da Selic. Em março de 2004, este processo foi retomado com uma queda adicional de 50 pontos base em duas reuniões, alcançando-se a taxa de 16,00%, em abril.

Neste período, a economia começou a demonstrar sinais de sobreaquecimento, e os preços passaram a apresentar aceleração expressiva – em dezembro de 2004, o IPCA acumulado em 12 meses alcançaria 7,60%. A ata da reunião do Copom realizada em setembro revelou preocupação com um mercado de trabalho reativo à retomada da atividade, com uma taxa de desemprego retornando aos níveis alcançados em dezembro do ano anterior (10,9%, recuando 2 pontos percentuais desde abril) e uma tendência ascendente da massa salarial real. Esse movimento era visto como fator relevante de sustentação da demanda. Ainda, a aceleração da produção industrial a partir de patamares historicamente elevados sugeria níveis reduzidos de ociosidade, gerando dúvidas quanto à capacidade do setor de acompanhar a robustez da demanda doméstica. Aliado a este perigo de descompasso entre a demanda e a oferta, estava um quadro de crescimento controlado dos mercados financeiros internacionais e a disseminação do risco de uma forte elevação do *fed funds*², tornando favoráveis as condições de financiamento externo, explícito na queda do prêmio de risco-Brasil e na apreciação cambial para aproximadamente R\$ 2,90. Por outro lado, os preços internacionais do petróleo, ainda em níveis elevados, e a nova deterioração das expectativas de inflação desde a última reunião do Copom eram também vistos como fatores expressivos de

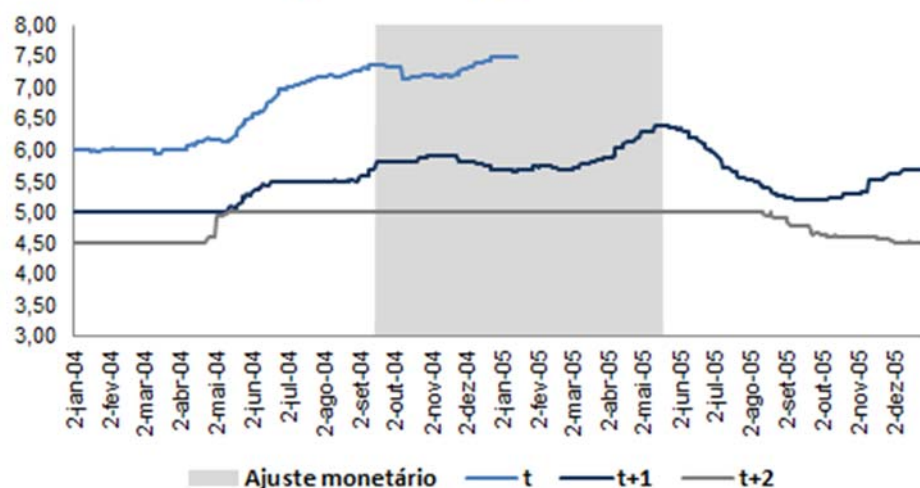
² O federal funds é a taxa básica de juros dos Estados Unidos, utilizada como referência pela política monetária do país.

preocupação. É importante frisar que foi estabelecido no ano em questão um objetivo de 5,1% para a inflação em 2005, refletindo a meta de 4,5% acrescida 2/3 da inércia inflacionária herdada de 2004. A decisão visava um tratamento assimétrico de novos choques que viriam a perturbar a dinâmica inflacionária, ajudando a suavizar os movimentos de juros em direção à meta e permitindo que o Banco Central se mantivesse em sintonia com as expectativas de inflação.

Em suma, nesse cenário de forte expansão da atividade econômica, risco de uma taxa de inflação rodando acima da trajetória de metas, indefinição do mercado internacional do petróleo, e pressão potencial advinda da aceleração dos preços industriais no atacado levaram o Copom a elevar a taxa Selic, no que se consolidou no primeiro ciclo de aperto introduzido e encerrado na gestão de Meirelles. Iniciado em setembro, o ciclo total elevou a taxa de 16,00% para 19,75% até maio de 2005.

A mediana das expectativas de inflação para o ano vigente recuaram de 7,4% para 6,4% entre o início e término do processo de ajuste. As expectativas para o ano seguinte também cederam, em um total de 0,70 pontos percentuais, alcançando 5,1% em maio de 2005. As projeções feitas para 2006 não foram contaminadas pelo processo de ajuste, permanecendo estáveis em 5,0%.³

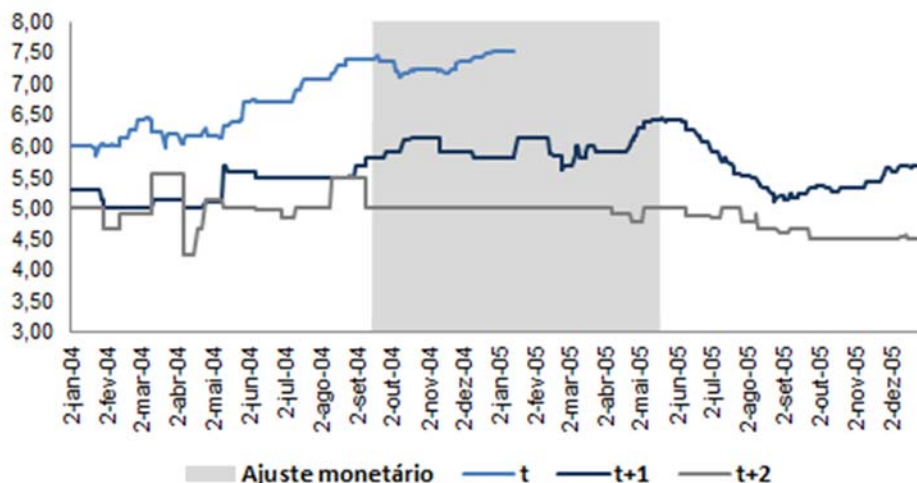
Gráfico 1: Mediana das expectativas de inflação (%): 2004



³ Os gráficos foram construídos a partir das séries das expectativas de inflação do Relatório de Mercado Focus, encontradas no site do Banco Central.

No caso das expectativas das instituições *top 5*⁴, a mediana para o ano corrente indicava os mesmos resultados daqueles sugeridos pelo mercado, enquanto as projeções para o ano seguinte apresentaram queda marginalmente maior, encerrando maio em 5,0%. Aqui as expectativas para dois anos à frente também não se alteraram, acusando uma inflação de 5,0%.

Gráfico 2: Mediana das expectativas de inflação do top 5 (%): 2004



Quatro meses após a última reunião de alta do Copom, iniciou-se o mais longo período de redução da taxa Selic da história do Brasil. Em dois anos, ocorreram ao todo 18 cortes da taxa básica de juros da economia, que convergiu para 11,25% em setembro de 2007, representando uma queda ininterrupta de 850 pontos base.

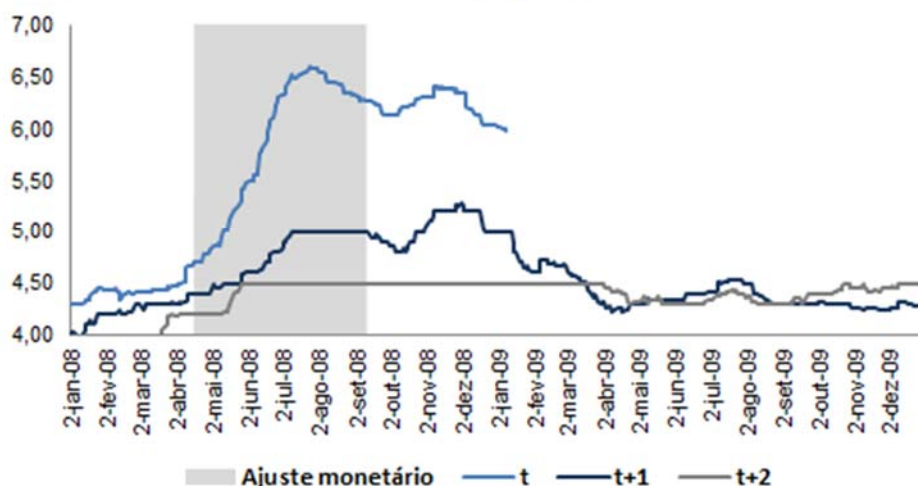
⁴ Consiste na mediana das expectativas de inflação das cinco instituições que mais acertam as projeções para a inflação de curto-prazo.

3.2. Segundo ciclo de aperto monetário: 2008

O segundo ciclo de aperto monetário da era Lula iniciou-se poucos meses antes do estouro da crise financeira que levaria à mais recente recessão global. Ele foi marcado por uma alta inicial de 50 pontos base em abril de 2008, e consolidou-se em quatro reuniões que elevaram a taxa Selic para 13,75%. Na ata da reunião que iniciou o ajuste, o Comitê de Política Monetária ressaltava o ritmo robusto de expansão da demanda doméstica como fonte ao menos parcial das pressões inflacionárias, a despeito do forte aumento das importações e comportamento benigno dos investimentos. A expansão do crédito e da massa salarial real, e as expectativas de impulsos fiscais (vide transferências governamentais) nos próximos trimestres foram vistos como fontes relevantes de sustentação da atividade econômica. Explicitou-se as incertezas quanto à extensão dos desdobramentos da crise sobre as instituições financeiras nos Estados Unidos e Europa e seus impactos sobre as condições de acesso ao crédito. Em contrapeso, observava-se a intensificação de pressões inflacionárias sobretudo em economias emergentes, que vivenciavam a manutenção de um forte crescimento. A potencial consolidação de um risco inflacionário global justificava a vigência do ciclo de contração monetária no qual muitos países em desenvolvimento já se encontravam. O Brasil, aliás, se inseria neste quadro de resiliência à deterioração da confiança dos mercados financeiros globais. O preço do petróleo permanecia altamente volátil e os preços das demais *commodities*, especialmente grãos, continuavam a mostrar altas expressivas no ano.

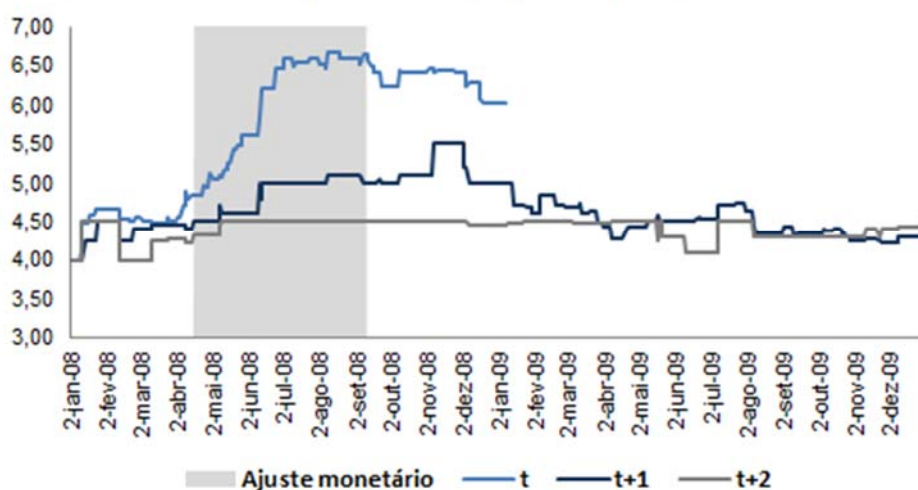
As expectativas de inflação encontravam-se em patamares inferiores àqueles observados no início do último ciclo de aperto, mas a rápida deterioração já no segundo trimestre de 2008 corroborou as preocupações do Banco Central. Mesmo após a primeira elevação da Selic, estas continuaram a se deteriorar, e saltaram de 4,7% em meados de abril para 6,3% no momento da última elevação da taxa de juros, dias antes do estopim da crise ser marcado pela quebra do Lehman Brothers. A mediana das expectativas para 2009 também se agravou, acelerando de 4,4% em abril para 5,0% em setembro.

Gráfico 3: Mediana das expectativas de inflação (%): 2008



As instituições *top 5*, que vislumbravam uma deterioração inflacionária maior em 2008 ao início do processo de ajuste (4,9%), também mantiveram suas expectativas acima da mediana do mercado no momento da última alta da Selic, projetando um IPCA de 6,6% para o ano. Para 2009, as expectativas de inflação se comportaram de maneira similar ao do mercado, acelerando de 4,5% para 5,0% entre abril e setembro.

Gráfico 4: Mediana das expectativas de inflação do top 5 (%): 2008



O pânico financeiro que se instaurou no cenário internacional, o congelamento dos canais de crédito e o início de um longo processo de ajuste recessivo ao qual nem a economia brasileira estava blindada foram determinantes para a interrupção do ciclo de alta na reunião de outubro, dado o potencial impacto deflacionário deste processo sobre a atividade doméstica. Desse modo, encerrou-se a elevação da taxa de juros de modo a evitar uma desaceleração mais contundente da economia brasileira, e já em 2009 a taxa

de juros retornou a cair entre janeiro e julho, até alcançar o menor patamar já visto, de 8,75% ao ano.

É possível afirmar que o colapso do quadro financeiro internacional contribuiu, em larga escala, para o arrefecimento da atividade doméstica e a desaceleração da tendência inflacionária no qual o país se encontrava. Muito provavelmente, a ausência deste choque seria suficiente para que o Banco Central desse continuidade ao processo de ajuste monetário. Essa hipótese se baseia na reversão do movimento de piora das expectativas de inflação para o ano corrente, com o estouro da crise no mesmo mês em que o Copom interrompeu o processo de elevação da Selic. Desse modo, a mediana das projeções se estabilizou pouco acima de 6,0% até o final do ano, convergindo em dezembro para a inflação fechada de 2008, de 6,1%. Já as expectativas para 2009 se mantiveram estáveis em relação à setembro, em 5,0%, apostando na resiliência dos preços no ano seguinte. A mediana das expectativas das instituições *top 5* também retrocedeu após a interrupção do ajuste, embora tenha se sustentado em patamar mais elevado: o dado convergiu de 6,6% para 6,0% ao final do ano. Entretanto, assim como as expectativas do mercado, o dado não se alterou para o ano seguinte, estabilizando-se em 5,0%.

3.3. Terceiro ciclo de aperto monetário: 2010

Do início da era Lula, em janeiro de 2003, até abril de 2010, mês no qual foi iniciado um novo ciclo alta de juros, a Selic acumulou queda de 16,25 pontos percentuais, ao recuar de 25% para 8,75%. Porém, a partir de meados daquele ano, o Banco Central parecia incapaz de coordenar as expectativas dos agentes econômicos, em um momento em que a economia crescia acima do potencial, dando sinais de sobreaquecimento e pressão inflacionária elevada. Somava-se a esse cenário a aceleração dos preços das *commodities* internacionais. A retomada da elevação da taxa de juros em abril de 2010 consolidou-se no início da terceira rodada de aperto monetário conduzido exclusivamente pelo governo Lula.

A ata da reunião do Copom atribuía o início do aperto monetário à forte recuperação da demanda doméstica, movida em grande parte pelo crescimento da renda e a retomada da expansão do crédito. Estímulos fiscais e creditícios implementados nos trimestres anteriores também deveriam contribuir para a expansão da atividade nos meses à frente, e a confiança dos agentes econômicos encontrava-se em níveis historicamente elevados. Segundo o Comitê, a economia brasileira via-se em um novo ciclo de expansão, haja vista o período marcado pela continuidade do processo de normalização dos mercados financeiros internacionais, em meio a maior volatilidade dos preços dos ativos e preocupações com as dívidas soberanas dos países europeus. Enquanto as incertezas perante a sustentabilidade do crescimento das economias maduras vigoravam no cenário externo, as economias emergentes continuavam a dar sinais de crescimento saudável, potencialmente sobreaquecido, refletido no despontamento da inflação para níveis acima daqueles considerados adequados. Era como se o processo vivenciado ao longo de 2008 pelas economias emergentes tivesse sido retomado, após temporariamente interrompido pelo contágio da crise financeiro internacional.

As perspectivas para o financiamento externo da economia brasileira seguiam favoráveis, sustentadas pela liquidez abundante, impulsionando os preços de ativos e de determinadas *commodities*. Acrescia-se a isto a aceleração dos preços do petróleo, que juntos compunham o principal fator de risco do âmbito externo. A inflação já ameaçava desviar da trajetória de convergência para a meta oficial, dado a pressão nos mercados

de fatores e sobre os preços dos serviços, impactados por indícios de escassez de mão-de-obra em determinados segmentos. As expectativas de inflação vinham acelerando.

A mediana das expectativas de inflação para o ano corrente não se alterou no final do processo de ajuste monetário em relação ao início em abril, apresentando-se em 5,4%. O mesmo ocorreu às expectativas das instituições *top 5*, indicando inflação de 5,5% tanto no final de abril quanto em meados de julho, momento em que ocorreu a última elevação. Ainda, a inflação oficial para o ano fechou em 5,9%, patamar para o qual as expectativas convergiram até dezembro, evidenciando a ineficácia da política monetária em assegurar a retomada da inflação para a trajetória compatível com a meta oficial de 4,5%. As projeções para a inflação de 2011 também não mudaram iniciado e findo o processo de ajuste, permanecendo em 4,8% tanto para o mercado quanto para as instituições *top 5*. Aliás, levando-se em consideração esse segundo grupo, a mediana das expectativas para 2012 (isto é, dois anos a frente) terminaram 2010 em 4,8%, sugerindo descrença na capacidade do Banco Central em alcançar a meta no médio prazo.

Gráfico 5: Mediana das expectativas de inflação (%): 2010

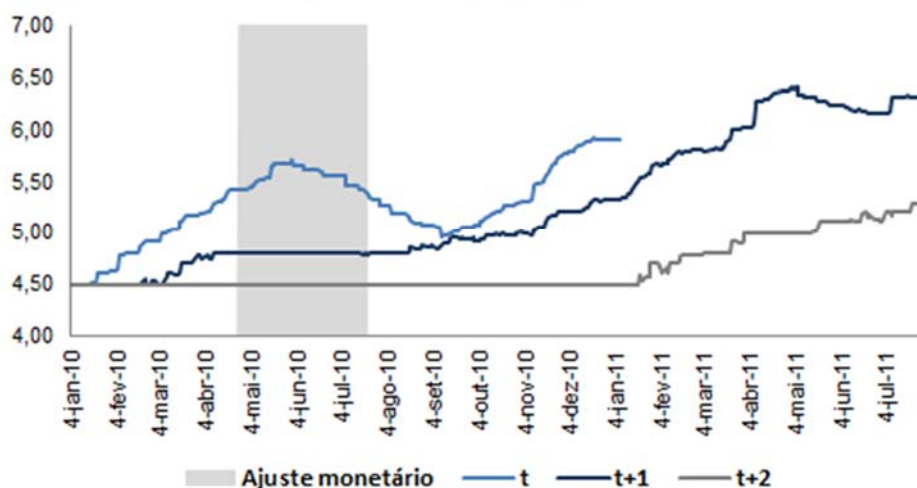
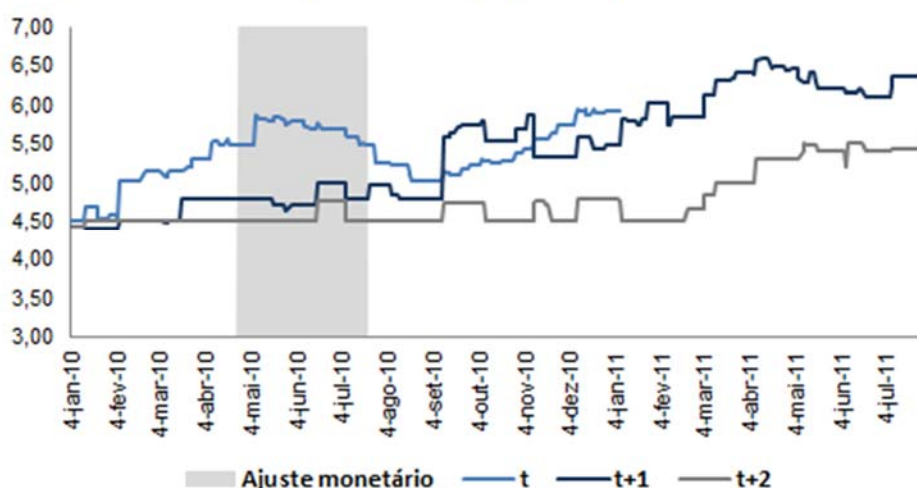


Gráfico 6: Mediana das expectativas de inflação do top 5 (%): 2010



O processo de elevação da taxa Selic, que até julho alcançara uma taxa de 10,75% (correspondendo a um ciclo de 200 pontos base), foi interrompido na reunião do início de setembro. A postura foi justificada⁵ pela compreensão de que os riscos à concretização de um cenário inflacionário benigno haviam se reduzido, dado à reversão de parcela substancial dos estímulos introduzidos durante a crise financeira internacional de 2008/2009, e ao ajuste da taxa básica implementado nas reuniões anteriores. O cenário internacional também corroborou o movimento, atribuindo-se uma maior probabilidade de desaceleração do processo de recuperação das economias desenvolvidas. Desse modo, o Banco Central julgou adequado o nível da taxa básica de modo a assegurar a convergência da inflação para a meta oficial de 4,5%. Isto, entretanto, não ocorreu.

Terminado o ano, a inflação encontrava-se 1,4 p.p. acima da meta vigente, e o crescimento do PIB de 7,5% era respaldado por uma economia pujante, estimulada pela forte expansão creditícia e aceleração da renda real, além da baixa capacidade ociosa dos fatores. No âmbito externo, dominavam as injeções extraordinárias de liquidez e a forte aceleração das *commodities*. Em outras palavras, o cenário pouco divergia daquele que levara o Banco Central a adotar uma política contracionista no primeiro semestre do ano.

Contrariando os clamores dos agentes econômicos por uma retomada do ciclo de aperto monetário já em dezembro, o Banco Central optou por postergá-lo,

⁵ Conforme expresso na ata da 153ª reunião do Comitê de Política Monetária realizada em setembro de 2010.

implementando em seu lugar um conjunto de medidas (incluindo a elevação do compulsório sobre depósitos à vista e a prazo) em um movimento que deu início a uma série de ações denominadas macroprudenciais, que tinham por finalidade serem complementares aos instrumentos tradicionais de política monetária. As medidas implementadas dias antes da reunião do Copom visavam conter a expansão da demanda e o seu impacto na inflação, e acabou por fomentar incertezas quanto aos próximos passos do Comitê. Até então, o mercado atribuía alta probabilidade de elevação da taxa Selic na reunião seguinte, mas a implementação das macroprudenciais dias antes acabou diluindo as certezas em relação à uma retomada do aperto monetário, dividindo as apostas do mercado.

O comunicado da reunião de dezembro do Copom, assim como a ata que o procedeu, deixou claro a decisão de aguardar os impactos das restrições impostas ao crédito e maior recolhimento dos compulsórios de modo a avaliar a necessidade de um eventual reforço da política de juros. Avaliou-se ainda as macroprudenciais como providências com força equivalente ao aumento dos juros, o que levou a um questionamento do seu caráter substitutivo à política monetária, e não complementar, por parte dos economistas. Entretanto, é evidente que a atuação dos instrumentos tradicionais e heterodoxos de política monetária divergem no alcance e nos mecanismos de transmissão, como alegado pelo próprio Comitê na ata.

Em outras palavras, tornou-se evidente que os efeitos ainda não incorporados das macroprudenciais à dinâmica dos preços respaldavam o argumento de que se faria necessário tempo adicional para melhor auferir os seus impactos sobre as condições monetárias, para então deliberar sobre a implementação de uma nova etapa de elevação da Selic.

3.4. Quarto ciclo de aperto monetário: 2011

A chegada de 2011 deu sequência à deterioração das expectativas de inflação, que saltaram para 5,7% já no final de janeiro, correspondendo à um aumento de 40 bps ao longo do mês. A mediana das expectativas para 2012 permaneceu ancorada por pouco tempo, alcançando 4,7% ao fim do mesmo mês. Considerando-se a mediana das expectativas das instituições *top 5*, o processo de deterioração ocorreu de forma mais acelerada nas projeções para 2011, sugerindo uma inflação de 6,0%, embora para 2012 as expectativas seguiram ancoradas em 4,5% ao final do primeiro mês do ano.

No que tange à política econômica, o início do ano foi marcado pela substituição do então presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, por Alexandre Tombini, que já havia participado da última reunião realizada no ano anterior como substituto do seu antecessor, na qual optou-se pela manutenção da Selic em 10,75%. A primeira reunião do Comitê comandada pelo novo presidente consolidou-se em meio à incertezas dos agentes econômicos quanto ao momento e magnitude da próxima alta de juros. Entretanto, a elevação da Selic para 11,25% na mesma confirmou as expectativas de grande parte dos analistas do mercado financeiro, levando a taxa de juros para o mesmo patamar vigente em março de 2009, e o mais elevado dos últimos dois anos. Com essa alta, o Brasil disparou na liderança isolada no ranking mundial de juros reais, arriscando atrair mais capital estrangeiro para a economia e consequentemente a pressionar ainda mais um câmbio já apreciado, com o dólar registrando R\$ 1,67 ao final de janeiro.

Na ata da reunião, tradicionalmente divulgada uma semana após a decisão, voltou-se a destacar a continuidade do processo de recuperação da economia global, sobretudo americana, que no início do ano parecia despertar maior otimismo, respaldado pela divulgação dos dados macroeconômicos do país. As perspectivas para a Zona do Euro continuavam desanimadoras, ao persistirem as dúvidas quanto à solvência das economias periféricas, ao passo que a Alemanha parecia isolar-se em um cenário de crescimento ainda robusto. As *commodities* agrícolas alcançaram preços mais elevados, e até mesmo níveis históricos, influenciadas pela ampla liquidez global provida sobretudo pela adoção do programa de expansão do balanço do Federal Reserve, denominado *quantitative easing II*. Este processo alimentava a volatilidade e aversão ao risco no mercado internacional, já mergulhado em temores de uma desaceleração acentuada da economia chinesa em resposta ao endurecimento da política monetária

adotada pelo PBOC⁶, com aumento da taxa de juros e forte elevação dos compulsórios. As perspectivas de financiamento da economia brasileira ainda eram favoráveis. A atividade doméstica seguia sustentada pela alta confiança dos consumidores e empresários, o vigor do mercado de trabalho e a expansão das concessões de crédito. Desse modo, o Copom entendeu que o balanço para inflação havia se deteriorado desde a última reunião. O potencial impacto altista nas *commodities* decorrente de condições climáticas adversas verificadas no início do ano agravavam esta percepção. No caso das macroprudenciais, acreditava-se que os seus efeitos ainda seriam incorporados à dinâmica de preços, ajudando a conter a inflação mais à frente.

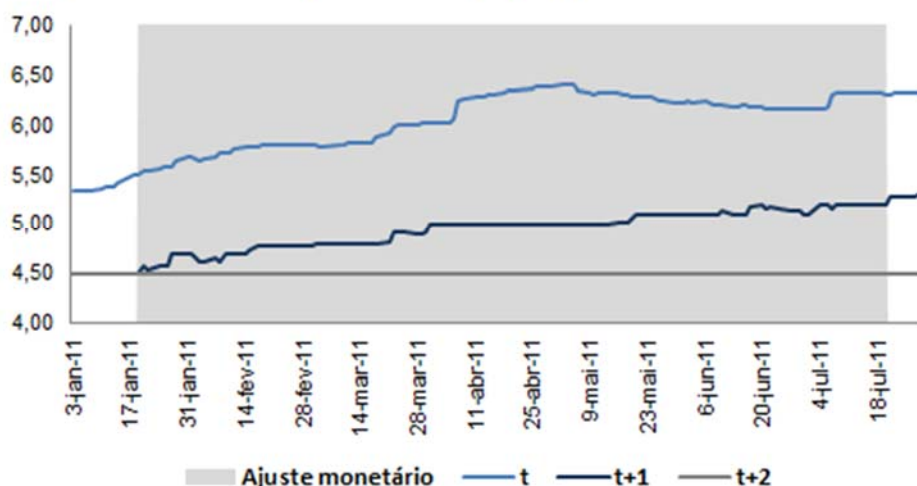
Em suma, pode-se dizer que o cenário em 2011 não havia se alterado muito em relação àquele contemplado no início do ciclo de alta da Selic em 2010. Salvo maior pressão altista advinda das *commodities* agrícolas e a introdução de medidas macroprudenciais, ainda vigoravam as incertezas em relação à crise soberana europeia e a recuperação da economia americana, ao passo que o dinamismo da atividade doméstica seguia elevado e o otimismo generalizado. As expectativas de inflação se deterioraram em ambos os períodos, e as condições de financiamento externo mantiveram-se favoráveis.

Logo, pode-se dizer que o ciclo de aperto iniciado em 2011 nada mais foi do que uma continuidade inevitável do aperto feito em 2010, que mostrou-se insuficiente para segurar o avanço das pressões inflacionárias. A interrupção do primeiro não foi seguido por um ciclo de afrouxamento monetário, como tradicionalmente ocorrera nos dois ciclos anteriores aqui estudados (2004 e 2008).

O novo ciclo de ajuste se consolidou em cinco elevações da Selic, totalizando um aumento de 175 pontos base. A reunião que encerrou o processo, realizada no dia 20 de julho, levou a Selic para 12,50%, o maior nível desde março de 2009. Neste momento, a mediana das expectativas para o ano corrente encontravam-se em 6,3%, ameaçando exceder o intervalo de tolerância da meta de 4,5%. As projeções para 2012 também encontravam-se desancoradas, em 5,3%, embora a leitura para 2013 já indicasse o retorno do IPCA para a variação perseguida pelo Banco Central.

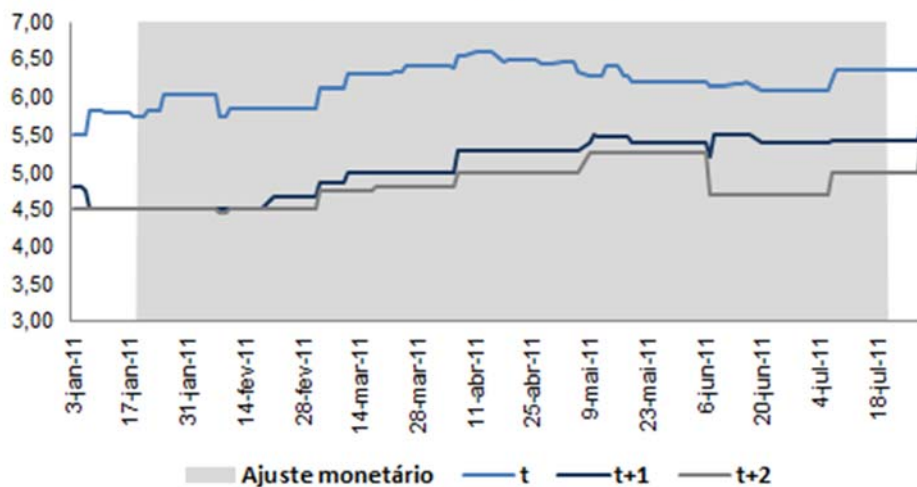
⁶ People's Bank of China é o banco central da China.

Gráfico 7: Mediana das expectativas de inflação (%): 2011



Já as expectativas das instituições *top 5* sugeriam uma inflação de 6,4% em 2011, também flertando com a banda superior da meta, enquanto as projeções para 2012 e 2013 haviam se deteriorado em relação à janeiro, alcançando 5,4% e 5,0%, respectivamente.

Gráfico 8: Mediana das expectativas de inflação do top 5 (%): 2011



Por este ter sido o mais recente ciclo de elevação da taxa de juros, este projeto visa estudar os dados até aí divulgados, estabelecendo a data de corte em julho de 2011. Contudo, considera-se relevante um breve resumo das turbulências econômicas que dominaram o cenário global nos dois meses seguintes, dado que estas pautaram a postura do Banco Central nas reuniões subsequentes, e refletem de forma mais clara o seu comportamento mais heterodoxo em relação à sua composição anterior. A maior ameaça de uma desaceleração global acentuada nos próximos anos, com potencial

recessivo sobretudo na Europa e nos Estados Unidos, tornou-se argumento suficiente para que o Copom não apenas interrompesse o processo de contração monetária, como também iniciasse um ciclo de afrouxamento na reunião imediatamente seguinte àquela de julho. A postura inesperada do Copom fez analistas importantes acreditarem que o Banco Central havia rasgado a cartilha do regime de metas. A mudança não surpreendeu o mercado apenas pela magnitude da queda da Selic (em 50 pontos base), mas também por ter sido a primeira vez em que não houve ao menos uma reunião em que a taxa de juros fosse mantida inalterada entre a mudança de direção da postura monetária. Ainda, o comunicado divulgado foi o maior já publicado na história do Banco Central, transparecendo um esforço desmedido da instituição em busca de um melhor entendimento do mercado em relação à estratégia adotada.

Não bastasse a reversão do ciclo de aperto, a dificuldade em decifrar os próximos passos de uma política monetária turva, além das teorias criadas por agentes do mercado que pudesse fundamentar o processo decisório somaram-se às incertezas vigentes. Entre outros fatores, interpretou-se a queda da taxa de juros como um acato à decisão da Presidente Dilma Rousseff, ou até mesmo como uma confirmação da tese de que o Banco Central teria um novo objetivo à cumprir, além da estabilidade de preços – o estímulo ao crescimento. De um modo ou de outro, parecia tornar-se cada vez mais clara a interferência do Planalto no processo decisório de política monetária.

Ainda, vale a pena ressaltar que a decisão do Copom não foi unânime, havendo dois dissidentes. O fato revelava que membros do próprio comitê consideravam o movimento precipitado.

O rebaixamento inédito da nota atribuída à dívida soberana americana pela agência de classificação de risco S&P, a crescente deterioração da crise na Zona do Euro, com o aumento da probabilidade de uma reestruturação da dívida grega fomentando temores de uma ruptura do sistema financeiro, e piores dados macroeconômicos em ambas as regiões corroboravam, aos olhos do Banco Central, a percepção de uma maior desaceleração da atividade doméstica. Isto porque a moderação já em curso seria acentuada pela piora no setor externo, que atuaria sobre a economia interna via diversos canais, como a redução da corrente de comércio, menores fluxos de investimento, crédito mais restritivo e piora nos sentimento dos consumidores e

empresários⁷. Desse modo, a visão de que o balanço para a inflação tornar-se-ia mais favorável, e a preocupação do governo em assegurar taxas de crescimento saudáveis, levantaram questionamentos quanto à postura do Banco Central, seja como maior tomador de risco na medida em que se antecipou em relação aos movimentos previstos, seja pelo o grau de independência em relação aos *policymakers* e até mesmo a adoção implícita de um segundo mandato. O fato é que o maior ajuste fiscal ao qual o governo se comprometera (embora questionável para muitos) buscava reduzir a dominância fiscal na política econômica, abrindo espaço para uma queda mais acentuada da taxa de juros nos próximos anos. Este objetivo, aliado à forte deterioração das expectativas que precedeu a reunião de agosto, deixou claro o ceticismo dos agentes econômicos em relação à essa nova postura, agravando a perda de credibilidade na instituição já duramente criticada pela sua comunicação falha.

A tradição do regime de metas no Brasil mostra que a decisão de agosto foi de fato diferente, dado que anteriormente, o Banco Central não reduzia a taxa de juros com a inflação acumulada em 12 meses acima da meta.

Essa pequena síntese dos acontecimentos que sucederam a última rodada de aperto monetário tem por objetivo explicitar a mudança de postura do Banco Central que, anteriormente regido por Henrique Meirelles, parecia obter mais êxito no que tange a comunicação com os agentes de mercado. A posse de Alexandre Tombini foi seguida por maiores questionamentos quanto à manutenção do tripé econômico: o regime de metas parecia ser deixado de lado conforme preocupações com o crescimento econômico prevaleciam sobre a deterioração inflacionária; a contínua intervenção no mercado de câmbio, sobretudo visando conter uma apreciação mais expressiva do real, ameaçava a vigência do regime flutuante; e por fim, o compromisso com a manutenção de superávits fiscais elevados, disfarçados pela adoção de manobras fiscais⁸ de modo a compensar despesas exorbitantes com o custeio da máquina pública. Embora não haja uma forma de controlarmos essa mudança de postura do Banco Central, originada pela entrada de um novo presidente a partir de 2011, é importante ter em mente que os resultados obtidos nos exercícios que prosseguirão não estão livres dos ruídos da

⁷ Conforme expresso na ata da 161ª reunião do Comitê de Política Monetária realizada ao final de agosto de 2011.

⁸ Em 2010, o governo recorreu aos abatimentos de despesas pagas em projetos incluídos no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) para alcançar o cumprimento pleno da meta de superávit primário, de 3,1% do PIB. Excluindo-se os abatimentos, o superávit efetivo totalizou 2,78%.

política econômica do governo neste período. Em outras palavras, a trajetória das expectativas de inflação dos agentes é parcialmente explicada pelas mudanças ocorridas no corpo do Banco Central, e não apenas pelo quadro doméstico e externo.

Em suma, o estudo mais aprofundado acerca da evolução das projeções dos agentes de mercado a ser realizado nas próximas seções visa responder se, de fato, houve uma mudança de regime na formação destas expectativas diante da reforma no quadro do Banco Central, bem como na sua forma de conduzir a política monetária.

4. Metodologia:

O objetivo deste projeto consiste em analisar a deterioração das expectativas de inflação em 2011, que levou ao ingresso de um novo ciclo de aperto da política monetária após o ciclo anterior, implementado em 2010, ter-se provado ineficaz para combater a rápida aceleração inflacionária.

Mais especificamente, através de comparações do ciclo de elevação da taxa Selic ocorrido no ano deste trabalho com os três ciclos anteriores iniciados em 2004, 2008 e 2010, pretende-se analisar a evolução das expectativas de inflação formadas em 2011 e o seu desvio em relação à meta oficial, e conseqüentemente o nível de credibilidade dos agentes nos novos membros a cargo do Banco Central ao longo da execução da política monetária no mesmo ano.

Para a elaboração desta análise, serão utilizadas as medianas das projeções para a inflação anual presentes no Relatório de Mercado *Focus* divulgado semanalmente pelo Banco Central. Essas projeções traduzem as expectativas dos agentes econômicos para a inflação corrente e futura, e quanto maior o desvio destas projeções em relação à meta oficial, maior a deterioração das expectativas de inflação. Em outras palavras, menor a credibilidade auferida ao Banco Central em assegurar a estabilidade dos preços no longo prazo, objetivo primordial delineado pelo regime de metas para inflação adotado em 1999.

Serão analisadas tanto as medianas das projeções para a inflação anual das aproximadamente cem instituições financeiras pesquisadas (representando uma amostra do mercado agregado), quanto a mediana das expectativas de curto e longo prazo⁹ para a inflação anual do grupo *top 5* - isto é, as cinco instituições que mais acertam as projeções dentro dos intervalos determinados. A inclusão deste subgrupo da amostra pretende minimizar o fenômeno de rigidez de informação proposta por Mankiw e Reis (2002), que sugere que apenas parte dos agentes econômicos atualiza as projeções em um determinado momento, enfraquecendo a teoria das expectativas racionais.¹⁰ Assim, a utilização da mediana das projeções das cem maiores instituições poderia introduzir

⁹ No *ranking* do curto-prazo, avalia-se a precisão das projeções com defasagem de um mês em relação à publicação do indicador oficial; já o *ranking* de longo-prazo considera a precisão das projeções informadas em 12 meses para o indicador anual publicado no mês de janeiro subsequente.

¹⁰ Conceito econômico formulado por John Muth em 1961 e popularizado por um artigo de Robert Lucas e Leonard Rapping em 1969, a teoria das expectativas racionais se baseia na hipótese de que os agentes utilizam toda a informação disponível sobre o comportamento atual e as previsões futuras do crescimento econômico ao formar as suas projeções acerca das políticas públicas.

maior inércia às expectativas, dado que revisões nos cenários não são feitas a todo o momento, conforme são disponibilizados novos fragmentos de informação essenciais à formação destas expectativas. Acredita-se na validade do argumento de Emanuel Kohlscheen¹¹ em seu *paper* sobre erros de previsão de inflação no curto prazo, transcrito abaixo:

“(...) se os melhores economistas-chefe atualizam suas informações e projeções de forma mais frequente do que os economistas das demais instituições e, se a teoria de Mankiw e Reis estiver correta, observaremos maior consistência das projeções das instituições top-5 com a teoria de expectativas racionais”.

Para chegar aos resultados, três métodos de análise serão empregados. O primeiro será uma versão mais simples do segundo, onde se observará o desvio das projeções de inflação em relação à meta oficial¹² correspondente ao ano em questão, assim como para os dois anos subsequentes. A equação está explicitada abaixo. As datas escolhidas para analisar o comportamento destes desvios são aquelas referentes às reuniões do Comitê de Política Monetária, em 2004-2005, 2008, 2010 e 2011, nos quais houve aumento da taxa Selic. A ideia será observar a magnitude dos desvios no ano corrente e dois anos seguintes, assim como a tendência e o comportamento destes após as primeiras reuniões que deram início aos ciclos de ajuste.

$$\text{Desvio das expectativas} = \text{Exp}_t(\pi_{t+n}) - \text{Meta oficial}_{t+n}, \text{ onde } n=0,1,2$$

O segundo método será realizado em três etapas. Primeiro, calcular-se-á o esforço necessário para trazer a inflação de volta para meta, isto é, a taxa de desinflação necessária, um mês antes da primeira reunião do Copom para cada um dos quatro períodos analisados. Para tal, descontar-se-á a meta oficial da taxa de inflação¹³ acumulada em 12 meses correspondente ao mês imediatamente anterior à reunião.

¹¹ Kohlscheen, Emanuel 2010.

¹² Tanto a meta ajustada de 5,5% para 2004 quanto a alteração no centro da meta de 4,5% para 5,1% serão consideradas como metas oficiais na análise dos desvios das expectativas.

¹³ A medida utilizada será o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), indicador de referência para a inflação oficial.

Taxa de desinflação = $\pi_{t+n} - \text{Meta oficial}_{t+n}$, onde $n=0,1,2$

$$\left\{ \begin{array}{l} >0: \text{inflação acima da meta no período considerado} \\ =0: \text{inflação na meta no período considerado} \\ <0: \text{inflação abaixo da meta no período considerado} \end{array} \right.$$

Em seguida, será construída uma “medida de credibilidade” do Banco Central, descontando-se da taxa de desinflação necessária o desvio das expectativas em relação à meta (os mesmos observados no primeiro exercício). Um resultado positivo significará que os agentes vislumbram uma queda da inflação em relação aos patamares vigentes mais à frente, e logo, pode-se dizer que há credibilidade na política monetária adotada. Quanto maior o valor, maior a credibilidade da instituição. Quando negativa, essa medida de credibilidade revelará que o desvio das expectativas é superior à desinflação necessária, e logo, os agente acreditam que, a despeito dos esforços de ajustes da política monetária, a inflação irá se acelerar nos meses subsequentes. Em outras palavras, a medida de credibilidade nos dirá a magnitude do ajuste que os agente acreditam que o Banco Central é capaz de fazer.

Medida de credibilidade = *Taxa de desinflação* – *Desvio das expectativas*

$$\left\{ \begin{array}{l} >0: \text{há credibilidade na atuação do Banco Central} \\ \leq 0: \text{não há credibilidade na atuação do Banco Central} \end{array} \right.$$

A terceira e última etapa visa tornar estes resultados mais claros, através da construção de uma “taxa de sucesso” para Banco Central, estimada pela razão entre a medida de credibilidade e a desinflação necessária. Quanto mais elevada, maior a capacidade de êxito atribuído ao Banco Central pelos agentes na convergência da inflação para a meta, isto é, maior a taxa de desinflação necessária que será alcançada. Uma taxa superior a 1 ocorrerá quando as projeções dos agentes apontarem para a manutenção da inflação abaixo da meta oficial. Por outro lado, uma taxa de sucesso negativa está associada a um desvio das expectativas em relação à meta superior à desinflação necessária para alcançar convergência do IPCA, sugerindo a completa perda de credibilidade do Banco Central, dado que os agentes acreditam que a inflação irá se acelerar no período de ajuste. Quanto mais negativa a taxa, maior a aceleração inflacionária vislumbrada.

$Taxa\ de\ sucesso = (Medida\ de\ credibilidade) / (Taxa\ de\ desinflação)$

$$\left\{ \begin{array}{l} >1: \text{expectativas sugerem certo recuo da taxa de inflação} \\ =1: \text{expectativas são de total convergência da inflação para a meta} \\ <1: \text{expectativas apostam em uma aceleração da taxa de inflação} \end{array} \right.$$

Um terceiro método de investigação consiste em estudar o desvio padrão da mediana das expectativas para o ano corrente e os dois anos subsequentes, nas datas de início do ajuste em 2004, 2008, 2010 e 2011. Seguindo o raciocínio de que a magnitude desta medida associa-se ao grau de dispersão das expectativas, tentar-se-á mostrar que quanto maior o desvio padrão, maior a perda de credibilidade dos agentes na convergência da inflação para a meta oficial¹⁴.

Em suma, através dos métodos explicitados acima, busca-se analisar o grau de credibilidade do Banco Central ao início e no decorrer dos quatro últimos períodos de aperto da política monetária. Para a obtenção dos resultados, serão utilizadas primordialmente as medianas das expectativas das cem principais instituições, divulgadas semanalmente no *Relatório de Mercado Focus*, assim como das instituições *top 5*, de modo a minimizar o problema de rigidez de informação.

¹⁴ Este exercício se limitará à observar a mediana das expectativas das 100 instituições pesquisadas, dado que a medida de desvio padrão não encontra-se disponível para as expectativas das instituições *top 5*.

5.1. Resultados: Método 1

Os resultados para o primeiro método de análise foram explicitados na Tabela 1, 2 e 3. Na primeira, encontram-se os desvios das medianas das expectativas do grupo mais abrangente da amostra, envolvendo as 100 instituições do Focus. Os resultados para o desvio das medianas das expectativas em relação à meta oficial do subgrupo *top 5* preenchem as duas últimas tabelas, com o diferencial de que na primeira, as projeções foram feitas para o curto prazo, enquanto na segunda, os desvios referem-se às expectativas de longo prazo.

Entre 2004 e 2005, o ciclo de aperto comprimiu nove reuniões consecutivas. Já em 2008, houve apenas quatro reuniões de elevação da taxa Selic, e em 2010, este número caiu para três. Em 2011, o ciclo de ajuste se consolidou em cinco reuniões, finalizado em julho.

Alguns pontos interessantes sobressaem ao examinar-se o comportamento dos desvios, permitindo a generalização de alguns resultados para os três grupos analisados. Em todas as tabelas, observa-se a forte deterioração das expectativas no ano $t=0$ em todos os ciclos de ajuste examinados. De fato, em todos os casos estudados as projeções para o ano corrente alcançam, ao longo do processo, patamares mais elevados do que aqueles apresentados na primeira reunião do ciclo de ajuste. O mesmo ocorre no caso das expectativas para um ano à frente, em praticamente todos os ciclos. Um caso particular é o ano de 2011, no qual os desvios das expectativas para os anos $t=0$ e $t=1$ no momento da última reunião é superior àquele apresentado na reunião que inicia o ajuste monetário. Ainda, em todos os anos as expectativas para o ano corrente e para aquele imediatamente subsequente permaneceram acima da meta oficial ao final do aperto monetário, à exceção das expectativas de longo prazo das instituições *top 5* em 2008, para o ano seguinte. Outro destaque relevante está associado à contínua aceleração das expectativas para o ano corrente, ao longo das duas reuniões que sucederam o início do ciclo de ajuste em 2011, começando a ceder apenas no momento da quarta elevação da taxa Selic. Este padrão só também foi verificado em 2008.

Uma análise mais cautelosa do desvio das expectativas para cada grupo de interesse nos permite a obtenção de informações mais detalhadas acerca de sua evolução. Concentrando-se primeiramente nos desvios da mediana das expectativas de todas as instituições pesquisadas no Relatório Focus, observamos:

- Na última reunião que encerra o processo de ajuste monetário em 2011, os desvios das expectativas para $t=0$ (1,80) e $t=1$ (0,70) se encontram em níveis superiores àqueles encontrados nas últimas reuniões dos ciclos anteriores.
- Em linha com os resultados para os demais grupos comentados anteriormente, os desvios das expectativas em 2011 para os anos $t=0$ e $t=1$ apresentaram uma deterioração de 0,80 e 0,70 pontos base, respectivamente, entre o início e final da elevação da Selic. Algo similar ocorreu apenas em 2008, onde esta aceleração das expectativas foi ainda mais expressiva para $t=0$ (1,67 em $t=0$ e 0,60 em $t=1$). Os demais ciclos alcançaram certa convergência das expectativas entre a primeira e última reunião.
- Em todos os anos considerados, as medianas das expectativas para o ano $t=2$ já se encontravam ancoradas no momento da última reunião do ciclo (isto é, convergiram para a meta oficial, apresentando desvios nulos). As expectativas de inflação para dois anos à frente se apresentaram acima da meta oficial apenas nas quatro primeiras reuniões do Copom em 2004.

Tabela 1: Mediana das expectativas das 100 instituições do Focus

Data	Nº reunião	% Selic	Meta Selic	t=0	t=1	t=2
2004-2005						
15-set	100	0,25 bps	16,25	1,87	0,63	0,50
20-out	101	0,50 bps	16,75	1,68	0,72	0,50
17-nov	102	0,50 bps	17,25	1,68	0,80	0,50
15-dez	103	0,50 bps	17,75	1,88	0,69	0,50
19-jan	104	0,50 bps	18,25	0,59	0,50	0,00
16-fev	105	0,50 bps	18,75	0,62	0,50	0,00
16-mar	106	0,50 bps	19,25	0,68	0,50	0,00
20-abr	107	0,25 bps	19,50	1,05	0,50	0,00
18-mai	108	0,25 bps	19,75	1,28	0,50	0,00
2008						
16-abr	134	0,50 bps	11,75	0,20	-0,10	-0,30
4-jun	135	0,50 bps	12,25	1,00	0,10	0,00
23-jul	136	0,75 bps	13,00	2,08	0,50	0,00
10-set	137	0,75 bps	13,75	1,77	0,50	0,00
2010						
28-abr	150	0,75 bps	9,50	0,91	0,30	0,00
9-jun	151	0,75 bps	10,25	1,11	0,30	0,00
21-jul	152	0,50 bps	10,75	0,88	0,29	0,00
2011						
19-jan	156	0,50 bps	11,25	1,00	0,00	0,00
2-mar	157	0,50 bps	11,75	1,30	0,28	0,00
20-abr	158	0,25 bps	12,00	1,84	0,50	0,00
8-jun	159	0,25 bps	12,25	1,70	0,60	0,00
20-jul	160	0,25 bps	12,50	1,80	0,70	0,00

O segundo grupo analisado é aquele composto pela mediana das expectativas de curto prazo das instituições *top 5*:

- Apenas em 2004 ocorreu uma convergência clara das expectativas para o ano corrente ao longo do processo de contração monetária, cujo desvio recuou de 1,90 para 1,31 pontos-base. No demais anos, as expectativas aceleraram entre a primeira e última reunião – em 2008 houve um aumento de 1,79 pontos-base, enquanto em 2010 este aumento foi de apenas 0,02 e em 2011, de 0,62 pontos-base.
- Observa-se que em 2011 houve forte deterioração das expectativas de inflação para o ano $t=1$ (2012) nas três reuniões subsequentes ao início do período de ajuste, no qual estas ainda se encontravam ancoradas. Na última reunião, este desvio consolidara-se em 0,93 pontos-base. Esta tendência de aceleração não foi observada nos anos anteriores.
- Nota-se também o fato de que as expectativas de inflação para o ano $t=2$ em 2011 desancoraram após o início do ciclo de aperto, algo que havia ocorrido apenas na última reunião de 2004. Em ambos os casos, o desvio verificado na última reunião foi de 0,50 pontos-base. Já em 2008 e 2010, as expectativas de inflação para dois anos à frente encerraram o ciclo na meta vigente.

Tabela 2: Mediana das expectativas do top 5 (curto prazo)

Data	Nº reunião	% Selic	Meta Selic	t=0	t=1	t=2
2004-2005						
15-set	100	0,25 bps	16,25	1,90	0,70	0,50
20-out	101	0,50 bps	16,75	1,71	1,03	0,50
17-nov	102	0,50 bps	17,25	1,65	0,80	0,50
15-dez	103	0,50 bps	17,75	1,93	0,70	0,50
19-jan	104	0,50 bps	18,25	1,03	0,50	0,50
16-fev	105	0,50 bps	18,75	0,78	0,50	0,00
16-mar	106	0,50 bps	19,25	0,70	0,50	0,00
20-abr	107	0,25 bps	19,50	0,80	0,40	0,00
18-mai	108	0,25 bps	19,75	1,31	0,50	0,50
2008						
16-abr	134	0,50 bps	11,75	0,35	0,00	-0,17
4-jun	135	0,50 bps	12,25	1,10	0,10	0,00
23-jul	136	0,75 bps	13,00	2,10	0,50	0,00
10-set	137	0,75 bps	13,75	2,14	0,50	0,00
2010						
28-abr	150	0,75 bps	9,50	0,97	0,30	0,00
9-jun	151	0,75 bps	10,25	1,24	0,20	0,00
21-jul	152	0,50 bps	10,75	0,99	0,30	0,00
2011						
19-jan	156	0,50 bps	11,25	1,23	0,00	0,00
2-mar	157	0,50 bps	11,75	1,35	0,17	0,00
20-abr	158	0,25 bps	12,00	1,99	0,80	0,50
8-jun	159	0,25 bps	12,25	1,65	1,00	0,20
20-jul	160	0,25 bps	12,50	1,85	0,93	0,50

- Por fim, optou-se pela inclusão da terceira tabela contendo as expectativas de longo prazo do grupo *top 5* por comprimir resultados interessantes. No caso das expectativas para o ano corrente, novamente observa-se uma convergência clara em 2004, quando o desvio caiu de 1,85 para 1,29 pontos-base. Nos demais ciclos, as expectativas apresentaram-se no mesmo patamar entre o início e final do processo de ajuste em 2010, ao passo que em 2008 e 2011 estas se deterioraram em 1,59 e 0,56 pontos-base, respectivamente.
- Como no caso da mediana das expectativas das 100 instituições pesquisadas, aqui o desvio das expectativas de inflação em 2011 para o ano t=0 é superior àquele observado nos demais anos, no momento da última reunião de aumento de juros.
- Observa-se que em 2011, as expectativas de inflação para o ano t=1 se deterioraram de forma significativa (em 0,70 pontos-base) após o início do ciclo de aperto monetário, enquanto aquelas de 2004, 2008 e 2010 ficaram praticamente estáveis. Aqui, a leitura no momento da última reunião do ciclo de 2011 também supera àquelas apresentadas nos anos anteriores.

- Entretanto, o principal destaque desta categoria está associado às projeções elaboradas para dois anos à frente. Estas também se deterioraram de forma significativa nas três reuniões seguintes à que deu início ao ajuste em 2011, e apesar da modesta desaceleração ocorrida na reunião que encerrou o ciclo, o desvio permaneceu significativamente elevado (0,75 pontos-base). Em outras palavras, os agentes econômicos não conferiram ao Banco Central a credibilidade de que a convergência da inflação para a meta seria alcançada nos próximos dois anos. Nos demais anos, a convergência das expectativas para t=2 é clara, encerrando na meta de inflação ou ligeiramente abaixo dela, como no caso de 2008. Este resultado se assemelha àquele encontrado na segunda tabela, embora aqui esta deterioração ocorra de forma mais acentuada e exclusivamente em 2011.

Tabela 3: Mediana das expectativas do top 5 (longo prazo)

Data	Nº reunião	% Selic	Meta Selic	t=0	t=1	t=2
2004-2005						
15-set	100	0,25 bps	16,25	1,85	0,60	0,36
20-out	101	0,50 bps	16,75	1,75	0,80	0,50
17-nov	102	0,50 bps	17,25	1,76	0,70	0,36
15-dez	103	0,50 bps	17,75	1,89	0,65	0,36
19-jan	104	0,50 bps	18,25	0,65	0,50	0,45
16-fev	105	0,50 bps	18,75	0,70	0,50	0,00
16-mar	106	0,50 bps	19,25	0,75	0,50	0,00
20-abr	107	0,25 bps	19,50	1,20	0,50	0,00
18-mai	108	0,25 bps	19,75	1,29	0,60	0,00
2008						
16-abr	134	0,50 bps	11,75	0,18	-0,32	-0,44
4-jun	135	0,50 bps	12,25	0,90	-0,16	-0,50
23-jul	136	0,75 bps	13,00	2,10	-0,37	-0,19
10-set	137	0,75 bps	13,75	1,77	-0,31	-0,09
2010						
28-abr	150	0,75 bps	9,50	0,77	0,00	0,20
9-jun	151	0,75 bps	10,25	1,07	0,20	0,00
21-jul	152	0,50 bps	10,75	0,77	0,15	0,00
2011						
19-jan	156	0,50 bps	11,25	1,50	0,40	0,00
2-mar	157	0,50 bps	11,75	1,64	0,90	0,25
20-abr	158	0,25 bps	12,00	2,12	0,80	0,50
8-jun	159	0,25 bps	12,25	1,95	1,25	1,00
20-jul	160	0,25 bps	12,50	2,06	1,10	0,75

5.2. Resultados: Método 2

O segundo método de análise, cujos resultados encontram-se resumidos na Tabela 4, é uma versão mais sofisticada do primeiro, consistindo em avaliar a deterioração das expectativas através de uma medida de credibilidade auferida ao Banco Central e uma taxa de sucesso atribuída à política monetária. Estas medidas estão expressas nas seis últimas colunas, sendo as duas primeiras referentes à mediana das expectativas das cem instituições expressas no Focus, enquanto a últimas quatro foram construídas com base na mediana das projeções de curto e longo prazo das instituições *top 5*. Na primeira coluna estão expressas as datas das reuniões de elevação da taxa Selic; na segunda, a inflação acumulada em 12 meses medida pelo IPCA, referente ao mês imediatamente anterior¹⁵ ao da reunião em questão; na terceira foram incluídas as metas oficiais correspondentes aos anos para os quais foram formadas as expectativas, de modo a permitir a construção da desinflação necessária para se alcançar a convergência do IPCA, inserida na quarta coluna.

Tabela 4: Medidas de credibilidade e taxas de sucesso

Primeira reunião do ciclo	IPCA (mês anterior)	Meta Oficial	Desinflação necessária para convergência	Medida de credibilidade (mediana das expectativas)	Taxa de sucesso	Medida de credibilidade (top 5 CP)	Taxa de sucesso	Medida de credibilidade (top 5 LP)	Taxa de sucesso
t=0									
15-set-04	7,18	5,5	1,68	-0,19	-0,11	-0,22	-0,13	-0,17	-0,10
16-abr-08	4,73	4,5	0,23	0,03	0,13	-0,12	-0,52	0,05	0,22
28-abr-10	5,17	4,5	0,67	-0,24	-0,36	-0,30	-0,45	-0,10	-0,15
19-jan-11	5,91	4,5	1,41	0,41	0,29	-0,82	-0,58	-0,09	-0,06
t=1									
15-set-04	7,18	5,1	2,08	1,45	0,70	1,38	0,66	1,48	0,71
16-abr-08	4,73	4,5	0,23	0,33	1,43	0,23	1,00	0,55	2,39
28-abr-10	5,17	4,5	0,67	0,37	0,55	0,37	0,55	0,67	1,00
19-jan-11	5,91	4,5	1,41	1,41	1,00	1,41	1,00	1,01	0,72
t=2									
15-set-04	7,18	4,5	2,68	2,18	0,81	2,18	0,81	2,32	0,87
16-abr-08	4,73	4,5	0,23	0,53	2,30	0,40	1,74	0,67	2,91
28-abr-10	5,17	4,5	0,67	0,67	1,00	0,67	1,00	0,47	0,70
19-jan-11	5,91	4,5	1,41	1,41	1,00	1,41	1,00	1,41	1,00

As casas em destaque revelam credibilidade plena na convergência da inflação para a meta no período considerado.

¹⁵ A divulgação do IPCA para um determinado mês ocorre apenas no início do mês seguinte, e logo, optou-se pela utilização da leitura imediatamente anterior ao mês da primeira reunião do ciclo de ajuste, que corresponde ao último dado divulgado.

5.2.1. Mediana das expectativas das 100 instituições do Focus

Os resultados obtidos propiciam um outro ângulo para a análise da deterioração das expectativas em 2011 comparativamente aos demais ciclos estudados. Olhando primeiramente para o grupo mais abrangente da amostra, observa-se a descridibilidade dos agentes em relação à desinflação que será alcançada pelo Banco Central no ano corrente, ao início dos ciclos de 2004 e 2010. Para 2008 e 2011, a credibilidade auferida ao Banco Central em desinflacionar a economia é positiva, de modo que se acredita em certa desaceleração inflacionária até o fim do ano. A taxa de sucesso atribuída ao Banco Central apresenta este resultado de forma mais clara. Enquanto em 2004 e 2010, estas taxas são negativas, indicando que o desvio das expectativas dos agentes supera a desinflação necessária (uma vez que suas expectativas superam a última leitura do IPCA), em 2008 e 2011 estas taxas são positivas, indicando que os agentes de fato acreditam no êxito do Banco Central em reduzir a taxa de inflação vigente. Entretanto, é importante notar que nenhuma destas taxas chega a 1, sustentando valores baixos, o que implica que o Banco Central não possui credibilidade total no combate a inflação, e os agentes ainda incorporam em suas projeções uma taxa de inflação acima da meta oficial ao final do ciclo de aperto.

Ao considerarmos as expectativas para a inflação no ano seguinte, a taxa de sucesso nos permite observar que em 2008 e 2011, a credibilidade dos agentes no cumprimento da meta oficial é total (em 2008, o resultado ultrapassa 1 dado que as expectativas são de uma taxa de inflação inferior à meta estipulada). Embora em 2004 e em 2010 o Banco Central tenha recuperado alguma credibilidade no combate à inflação no ano $t=1$, ainda não se acreditava na convergência para a meta estabelecida.

Por fim, os resultados para o ano $t=2$ revelam que apenas em 2004 não havia credibilidade de que o Banco Central alcançaria a plena convergência da inflação para a meta nos dois anos seguintes, enquanto nos demais ciclos, a credibilidade na instituição estava plenamente restaurada. Novamente em 2008, as expectativas de inflação dos agentes se sustentaram abaixo da meta oficial.

5.2.2. Mediana das expectativas de curto-prazo do *top 5*

Passando agora para o grupo mais restrito da amostra, percebe-se uma clara descredibilidade na atuação do Banco Central em combater a inflação no ano corrente em todos os ciclos. Em todos os casos, a taxa de sucesso é negativa, apresentando magnitude mais elevada em 2011 e 2008. Em outras palavras, os agentes acreditam que a inflação deverá se deteriorar ainda mais à despeito dos ajustes de política monetária implementados. Vale enfatizar que apesar do esforço de desinflação necessário ser pequeno em 2008, os agentes ainda assim desconfiam da sua concretização.

Nas expectativas para o ano seguinte, este quadro muda completamente. O Banco Central ganhou credibilidade dos agentes em relação à sua atuação em todos os anos – entretanto, enquanto em 2008 e 2011 essa credibilidade é completa, em 2004 e 2010 ainda existiu ceticismo em relação à convergência da inflação para a meta já no ano seguinte.

Olhando para a taxa de sucesso referente ao cumprimento da meta dois anos à frente, apenas em 2004 o Banco Central ainda não havia recuperado plena credibilidade dos agentes *top 5*. Novamente em 2008 a taxa de sucesso é superior a 1.

5.2.3 Mediana das expectativas de longo-prazo do *top 5*

Seguindo a análise das instituições *top 5*, mas passando para as expectativas de longo-prazo, verifica-se que apenas as projeções feitas em 2008 para a inflação no final do ano corrente atribuem certa credibilidade ao Banco Central, na medida em que se acredita no cumprimento de 0,22 da desinflação necessária no período, patamar ainda significativamente reduzido. As taxas de sucesso para os demais anos são negativas, mas assumem montantes próximos de zero, revelando que as expectativas são de que a inflação apresente ligeira aceleração ao decorrer dos meses seguintes.

Quanto às expectativas para o ano seguinte, as taxas de sucesso demonstram que apenas em 2004 e 2011 ainda se duvidava do cumprimento integral da meta, à despeito de uma credibilidade elevada em relação ao esforço do Banco Central em reduzir a aceleração inflacionária – em ambos os anos, acreditava-se que cerca de 0,70 da desinflação necessária seria alcançada.

Em relação às expectativas para $t=2$, é interessante notar a nova perda de credibilidade ocorrida em 2010 – apesar de se acreditar no cumprimento da meta no ano seguinte, as perspectivas são de uma nova deterioração inflacionária em 2012. Aqui, o ano de 2004 também não apresenta credibilidade total na convergência da inflação para a meta nos próximos dois anos. Já em 2008 e 2011, a taxa de sucesso revela a atribuição de êxito completo nos esforços do Banco Central, embora novamente no primeiro as expectativas são de uma inflação inferior à meta estipulada.

5.3. Resultados: Método 3

O terceiro e último método é mais direto do que os dois primeiros, consistindo em simplesmente avaliar o desvio padrão das expectativas de inflação para o ano corrente e dois anos subsequentes. A tabela abaixo explicita de forma clara a evolução desta medida.

Tabela 5: Desvio padrão das expectativas das 100 instituições financeiras do Focus

Data	Nº reunião	% Selic	Meta Selic	t=0	t=1	t=2
2004-2005						
15-set	100	0,25 bps	16,25	0,18	0,53	0,53
20-out	101	0,50 bps	16,75	0,21	0,54	0,59
17-nov	102	0,50 bps	17,25	0,17	0,49	0,57
15-dez	103	0,50 bps	17,75	0,09	0,47	0,58
19-jan	104	0,50 bps	18,25	0,40	0,45	0,53
16-fev	105	0,50 bps	18,75	0,37	0,53	0,65
16-mar	106	0,50 bps	19,25	0,30	0,44	0,63
20-abr	107	0,25 bps	19,50	0,29	0,45	0,63
18-mai	108	0,25 bps	19,75	0,27	0,45	0,56
2008						
16-abr	134	0,50 bps	11,75	0,22	0,28	0,34
4-jun	135	0,50 bps	12,25	0,29	0,27	0,31
23-jul	136	0,75 bps	13,00	0,27	0,36	0,25
10-set	137	0,75 bps	13,75	0,23	0,34	0,24
2010						
28-abr	150	0,75 bps	9,50	0,32	0,45	0,26
9-jun	151	0,75 bps	10,25	0,29	0,45	0,28
21-jul	152	0,50 bps	10,75	0,25	0,40	0,19
2011						
19-jan	156	0,50 bps	11,25	0,41	0,30	0,26
2-mar	157	0,50 bps	11,75	0,38	0,34	0,32
20-abr	158	0,25 bps	12,00	0,33	0,45	0,31
8-jun	159	0,25 bps	12,25	0,24	0,43	0,36
20-jul	160	0,25 bps	12,50	0,20	0,36	0,32

Quanto à evolução das expectativas de inflação para o ano corrente, os dados apontam para uma dispersão mais acentuada no início do último ciclo de aperto. Entretanto, após a primeira reunião de aumento da Selic, as expectativas para o IPCA do ano parecem ter se restringido à um intervalo menor, provavelmente impactadas por um maior ganho de credibilidade dos agentes na política monetária implementada. Quanto aos demais ciclos, essa convergência das expectativas dos agentes para resultados semelhantes se torna menos óbvia, talvez porque os três ciclos de ajuste iniciaram-se em um momento em que as expectativas já apresentavam um baixo grau de dispersão. De fato, o desvio padrão das projeções em 2004 encerrou o ciclo de ajuste acima do nível registrado no dia da primeira reunião. Em 2008, o desvio padrão apresentou-se

praticamente estável nas datas do início e final do processo de contração monetária, ao passo que em 2010 esta medida recuou de forma discreta.

Para o ano subsequente, o desvio padrão das expectativas sugere trajetórias opostas ao verificado anteriormente. Neste caso, são as expectativas no início do ajuste de 2004 que revelam maior dispersão, ao passo que aquelas formuladas em 2008 e 2011 apresentam dispersões menores. Ainda, os últimos três ciclos implementados parece não ter alterado muito o comportamento das expectativas dos agentes, cujas dispersões variaram marginalmente – em 2008 e 2011, houve ligeira aceleração, enquanto 2010 revela uma queda sutil das projeções. Desse modo, 2004 é o único ano no qual as expectativas parecem ter convergido de forma mais expressiva, ainda que tenham sustentado um grau de dispersão elevado.

Por fim, os resultados referentes às expectativas para dois anos à frente também sugerem pouco impacto do aumento da taxa Selic sobre a evolução da dispersão das expectativas. Enquanto houve certa aceleração do desvio padrão ao longo do ajuste de 2004 e 2011, em 2008 e 2010 não houve queda acentuada do dado, embora este tenha se apresentado em um nível razoavelmente baixo.

6. Conclusão

A utilização dos métodos de análise desenvolvidos acima nos permite fazer algumas considerações importantes sobre a deterioração das expectativas em 2011, em relação àquelas ocorridas nos quatro ciclos anteriores.

Partindo do primeiro exercício, no qual se examinou puramente os desvios das expectativas na data de cada elevação da taxa Selic, observa-se uma forte deterioração das expectativas para o ano corrente em 2011 nas duas reuniões subsequentes ao início do ajuste nos três casos analisados. Isto é um indicativo de que, em 2011, o Banco Central se viu diante de uma maior perda de credibilidade dos agentes, dado a forte piora do desvio das expectativas mesmo em um cenário de aperto monetário. Provavelmente, o ceticismo dos agentes está associado ao ritmo moderado de elevação da taxa Selic, consistente com um Banco Central que se mostrava resistente em acelerar o processo de ajuste – após duas altas de 50 pontos-base nas reuniões iniciais, o Copom reduziu o ritmo de ajuste para 25 pontos-base em abril, indo na direção contrária àquela demandada pelo mercado. Isso ajudou a fomentar especulações quanto à interferência política na autonomia do Banco Central e a adoção implícita do crescimento da economia (que aqui já começava a dar sinais de moderação) como segundo mandato. Este padrão de piora das expectativas nas duas reuniões subsequentes ao início do ajuste só havia ocorrido em 2008. Entretanto, vale lembrar que neste ano as expectativas partiam de um patamar mais baixo – de fato, a deterioração foi mais acentuada, mas a consolidação da crise financeira ao final do mesmo ano permitiu a rápida convergência das expectativas em 2009. Ainda, os desvios das mesmas em 2008 para os dois anos à frente são inferiores aos níveis encontrados em 2011, chegando a ser inclusive negativos em alguns casos – isso porque, à despeito das expectativas elevadas no ano corrente, acreditava-se em uma maior convergência da inflação já nos anos subsequentes, podendo esta inclusive ficar abaixo da meta oficial. Por outro lado, em 2011, as expectativas das instituições *top 5* evidenciam a descredibilidade dos agentes na capacidade do Banco Central de trazer a inflação para a meta pelo menos nos próximos dois anos.

Outro resultado interessante é o fato de que ao longo de todos os processos de ajuste monetário, as expectativas para o ano corrente e para um ano à frente alcançam níveis superiores àqueles verificados na data da primeira reunião do ciclo. Ainda, em todos os anos, as expectativas de inflação formadas para o ano $t=0$ e $t=1$ na data do último ajuste permanecem acima da meta de inflação oficial. A única exceção, neste

caso, são as expectativas de longo prazo para um ano à frente das instituições *top 5* em 2008. Entretanto, novamente vale ressaltar que 2008 foi um caso particular, dado o ruído trazido pela crise financeira internacional que levou à uma rápida reversão da piora das expectativas, e por isso torna-se difícil mensurar o quanto desta convergência pode ser atribuída ao Banco Central. De todo modo, pode-se inferir a partir dos resultados citados que a autoridade monetária leva em consideração as defasagens de atuação da política monetária (entre seis a nove meses) sobre a atividade, e consequentemente sobre a inflação, o que explica as expectativas ainda desancoradas ao término do aumento da taxa básica de juros. Também pode-se concluir que a introdução de um ciclo de aperto monetário é condição necessária, porém não suficiente, para impactar as expectativas da forma desejada. Para isso, é preciso que o ciclo implementado seja crível, e em muitos casos essa credibilidade é obtida através da duração e da magnitude da contração monetária, que depende das condições econômicas vigentes.

Importante mencionar também o fato dos desvios dos agentes expressos na data da última reunião de 2011 serem superiores àqueles divulgados na primeira reunião, novamente para as expectativas formadas no ano $t=0$ e $t=1$. Este padrão ocorre em todos os segmentos analisados (isto é, a mediana das expectativas em geral e o grupo *top 5*), diferentemente dos ajustes nos três anos anteriores. Ainda, percebe-se que a magnitude do desvio das expectativas para o ano $t=0$ na última reunião em 2011 é superior àquele dos anos anteriores em praticamente todos os casos. A análise feita por este ângulo sugere ser disseminada a perda de credibilidade dos agentes, cujas expectativas se aceleram mesmo após a atuação do Banco Central, algo particular do ano de 2011 que não se configurou nos anos anteriores.

Olhando agora para as projeções para dois anos à frente ($t=2$), a análise dos resultados deixa claro que, em ambos os casos estudados envolvendo as instituições *top 5*, as expectativas dos agentes não convergem para a meta na data da última reunião do ajuste de 2011. No caso das expectativas de curto-prazo, tanto em 2004 quanto em 2008 os desvios destas terminam o ciclo 50 pontos-base acima da meta oficial, mas no caso das expectativas de longo-prazo, isto ocorre apenas em 2011, e o desvio se revela ainda maior, além da sua deterioração contínua nas três reuniões subsequentes ao início do ciclo. Foi este comportamento atípico que levou à inclusão das expectativas de longo prazo deste subgrupo da amostra. Logo, parece que a política monetária implementada provou-se ineficiente em assegurar aos agentes a convergência da inflação para a meta

no horizonte de tempo estudado. Este resultado chama a atenção, não apenas por ser algo particular de 2011, mas também porque explicita bem a idéia de que a falta de credibilidade dos agentes não se resume apenas à contenção da inflação no ano vigente – não há perspectivas de que ela seja plenamente alcançada mesmo no longo prazo. Isso agrava a situação do Banco Central, dado a extrapolação do ceticismo em relação à sua atuação do ano corrente para aqueles posteriores, ainda que haja um maior espaço de tempo para que o BC aja de forma a alcançar a estabilidade de preços. Provavelmente, as expectativas não embutem apenas o grau da inércia inflacionária, mas também põe em xeque o caráter pró-ativo do Banco Central e a sua disposição para combater a aceleração inflacionária a qualquer custo.

Em suma, a aceleração significativa das expectativas de inflação em 2011 não apenas para o ano corrente, mas também para os dois anos seguintes tornam este um ano peculiar. O primeiro exercício revela ocorrer em 2011 uma deterioração mais acentuada das expectativas, desvios mais elevados em relação à meta e aos ajustes anteriores, sobretudo ao final do ciclo, e a extensão da perda de credibilidade dos agentes para os dois anos subsequentes. Esses resultados corroboram a surpresa derivada da interrupção do ciclo de ajuste monetário em agosto, em um momento em que as expectativas verificadas na data da última reunião não seguiam o mesmo padrão daquelas expressas nas últimas reuniões dos ciclos de 2004, 2008 e 2010. De fato, se analisássemos apenas a trajetória das expectativas, poderíamos pressupor que o processo de elevação da Selic seria estendido por mais alguns meses. Na última reunião, ainda era debatido pelo mercado a necessidade de esforços adicionais por parte do Banco Central no combate à inflação através de uma aceleração do ritmo de alta da taxa Selic, o que se traduziria em um choque de credibilidade.

É verdade que grupo *top 5* parece transparecer uma menor tolerância com a atuação gradual do Banco Central no ciclo de aperto vigente, especialmente no que tange as expectativas de inflação para o longo prazo. Entretanto, pode-se observar que nos dois ciclos imediatamente anteriores (2008 e 2010), essas expectativas foram as primeiras a desacelerar conforme a contração monetária parecia devolver gradualmente ao Banco Central a sua credibilidade. Além disso, vale enfatizar novamente a tendência deste grupo revisar as projeções para a inflação com maior frequência, e logo, essas expectativas são mais sensíveis a mudanças na postura da política monetária, e por isso tendem a se ajustar de forma mais acelerada frente a mudanças na credibilidade atribuída pelos agentes ao Banco Central.

O segundo método de análise sustenta essa ideia. Quando observamos a taxa de sucesso atribuída pelos agentes aos esforços do Banco Central em desinflacionar a economia no montante necessário, vemos que enquanto o grupo mais abrangente da amostra sugere a crença em uma menor variação dos preços em 2011 (a medida de credibilidade revela que as expectativas encontram-se abaixo da desinflação necessária), no *top 5* enxerga-se uma aceleração da inflação à despeito do início do ciclo de ajuste (as medidas de credibilidade são negativas). Em nenhum ano estudado a taxa de sucesso auferida ao Banco Central chega a 1, ou seja, não se acredita na convergência da inflação para meta no ano corrente.

Os resultados derivados das expectativas de inflação para os próximos dois anos revelam que os agentes acreditam em algum grau de desaceleração inflacionária, ainda que não suficiente para levar o IPCA à meta oficial. Naturalmente, conforme maior for o horizonte de tempo para o qual as expectativas são feitas, maior a taxa de sucesso atribuída uma vez que o Banco Central terá mais espaço para atuar e a política monetária adotada exercerá maior impacto sobre atividade. Em 2011, apenas as expectativas do *top 5* de longo-prazo não revelam credibilidade plena na convergência da meta em $t=1$ – isto ocorre apenas nas expectativas para 2013.

Duas observações devem ser feitas em relação a este segundo método. A primeira concerne o ano de 2008, o único no qual a taxa de sucesso atribuída ao Banco Central supera a marca de 1 quando consideradas as expectativas nos dois anos à frente. Aqui, vale ressaltar que a chegada da crise financeira e as expectativas de uma deterioração do cenário global podem ter contaminado as projeções para os próximos anos, dado que neste quadro o balanço para a inflação tornava-se mais favorável. Aqui, acreditava-se em um impacto tão forte da crise, que passava-se a vislumbrar uma desinflação acima do necessário para alcançar a meta oficial.

A segunda observação a ser feita é o certo antagonismo existente entre os resultados do primeiro e do segundo método – enquanto o primeiro parece demonstrar um agravamento maior das expectativas em 2011, o segundo sugere que isto parece ocorrer com maior intensidade em 2004. Isto porque as taxas de sucesso mostram-se, em geral, menores em 2004 do que em 2011 para as expectativas formadas em $t=0$, $t=1$ e $t=2$. Ainda, enquanto em 2004 todas as taxas de sucesso atribuídas ao Banco Central se sustentam abaixo de 1 para qualquer horizonte de tempo considerado, as expectativas de inflação formadas em 2011 para os dois anos seguintes sugerem a credibilidade plena

dos agentes na atuação do Banco Central. Em suma, este método, diferentemente do anterior, demonstra um problema maior de credibilidade sobretudo em 2004.

Algumas críticas podem ser feitas a esta segunda avaliação. Diante de uma taxa de inflação média de 14,8% no ano (medida pelo IPCA), a meta ajustada em 2003 passou de 4,00% para 8,50%, aliviando o esforço de desinflação necessário naquele ano, mas transferindo a maior necessidade de ajuste monetário para 2004, no qual o centro da meta despencou para 5,5%. Da mesma forma que a queda da meta oficial aumentou a necessidade de desinflação de forma imediata e substancial, ela também elevou os desvios das expectativas. Entretanto, dado que o recuo da inflação oficial foi mais contundente do que o recuo das projeções, os desvios das expectativas aumentaram a uma taxa proporcionalmente maior do que a necessidade de desinflação. Em outras palavras, passou-se a esperar uma aceleração da inflação, e portanto, a se exigir um esforço desinflacionário maior do que aquele necessário para trazer a inflação corrente de volta para a meta.

Logo, é possível dizer que a validade desta análise esteja condicionada ao controle dos efeitos das variações bruscas das metas de inflação sobre os desvios das expectativas e a necessidade de desinflação, que podem acabar por impactar os resultados de forma ambígua, como ocorreu em 2004. Esse risco de distorção é eliminado ao olharmos apenas para o desvio das expectativas como uma medida de credibilidade, dado que o impacto da meta de inflação ocorre apenas sobre esta variável, sem o risco de maiores distorções.

O último método adotado, à despeito da sua objetividade, não permite a extração de conclusões precisas. A pouca variabilidade dos desvios padrões das medianas das projeções ao longo dos ciclos de ajuste não revelam trajetória clara das dispersões destas expectativas, indicando pouco impacto das medidas contracionistas. Uma redução da dispersão das expectativas só ocorre de forma mais nítida em 2011, para as projeções elaboradas para a inflação do ano corrente. Entretanto, o último ciclo de ajuste foi o único a ser iniciado em janeiro, enquanto os demais ocorreram nos meses de setembro (2004) e abril (2008 e 2010). A idéia é que quanto mais próximo se está do fim do ano, maior a certeza detida em relação à trajetória da inflação no período em questão. Logo, é natural que a dispersão das expectativas se dê em um intervalo menor nos anos anteriores do que em 2011, dado a maior informação disponibilizada tal como os dados mensais do IPCA, a magnitude dos reajustes dos preços administrados ou a tendência dos preços das commodities internacionais.

Outro ruído neste tipo de análise está associado ao fato de que em 2004, o sistema financeiro brasileiro ainda caminhava para um maior grau de estabilidade, na medida em que vinha se recuperando da crise cambial sofrida nos anos anteriores. Logo, neste período a inflação ainda era significativamente elevada, o regime de metas conservava um histórico recente e a taxa de juros ainda se encontrava em patamares exorbitantes. Dessa forma, os indicadores econômicos ainda revelavam alta volatilidade, e as incertezas quanto ao rumo da economia ainda eram altas. Tudo isso explica o fato do desvio padrão das expectativas em 2004 para os dois anos seguintes apresentar magnitude superior àqueles verificados nos demais anos.

Em suma, o simples acompanhamento do desvio padrão sem o controle dos demais fatores, como fundamentos da economia e período do ano no qual foi implementado o ajuste monetário impossibilita comparações entre os ciclos. Esta medida está muito associada à ruídos externos que acabam por distorcê-la, diferentemente da análise da mediana das expectativas.

Em relação ao objetivo visado, o primeiro método desenvolvido parece aproximar-se das conclusões pretendidas. Ainda que a evolução das expectativas difira em cada ciclo, este método aponta para um maior grau de deterioração em 2011, especialmente (mas não unicamente) quando olhamos para as projeções das expectativas das instituições *top 5*. O fato da piora das expectativas ser extrapolada para os anos subsequentes chama a atenção, uma vez que em boa parte dos casos, o ciclo se inicia visando a convergência da inflação no ano seguinte, de modo a evitar que um ajuste acelerado acarrete em um impacto fortemente contracionista sobre a economia. Como o segundo exercício incorpora medidas mais complexas, que podem gerar distorções nos resultados observados, e o terceiro não gera dados conclusivos, considera-se esta primeira abordagem a mais confiável na geração de resultados que permitam a comparação entre os ciclos estudados.

Reconhece-se a existência de uma gama de abordagens que podem ser utilizadas para analisar o objeto de estudo deste projeto. É justamente a diversidade de métodos existentes que dificilmente tornarão a exploração do tema, bastante popularizado nos últimos anos, exaustiva. Aqui, foram escolhidos três métodos que buscam explicitar a evolução das expectativas de inflação nos últimos quatro ciclos de aperto, embora estes comportamentos possam ser captados por outras formas de avaliação. O que se pode concluir a partir deste estudo é que cada ciclo de contração monetária detém as suas particularidades, divergindo dos demais seja pela estrutura ou conjuntura econômica,

seja por ruídos externos, característica dos choques ou histórico político das instituições. Em outras palavras, a combinação de fatores que levam à consolidação de um novo aperto monetária é diferente em cada período, e por isso o ideal seria um maior controle destes ruídos para que se pudesse observar exclusivamente o comportamento das expectativas em resposta ao grau de credibilidade, medida esta também difícil de se obter.

7. Referência Bibliográfica:

- Giambiagi, Fábio. 2004. **“Economia Brasileira Contemporânea”**, Editora Campus, pp. 196-217.
- Mankiw, N.G. and R. Reis. 2002. **“Sticky information vs. sticky prices: a proposal to replace the New Keynesian Phillips Curve”**, Quarterly Journal of Economics 117, 4, pp. 1295-1328.
- Kohlscheen, Emanuel. 2010. **“Uma nota sobre erros de previsão da inflação de curto prazo”**, Banco Central do Brasil Working Paper 227, pp 8.
- Brainard, William. 1967. **“Uncertainty and the effectiveness of policy”**, American Economic Review, 57, pp 411-425.
- Nakagawa, Fernando. Abril de 2010. **“BC vai abrir 3a rodada de aperto de juros sob Lula”**, O Estado de São Paulo.
- Fábio Graner e Fernando Nakagawa. Dezembro de 2010. **“BC reitera que observará efeitos das medidas macroprudenciais”**, O Estado de São Paulo.
- Romero, Cristiano. Setembro de 2011. **“Uma nova política econômica”**, Valor Econômico.
- Safatle, Cláudia. Outubro de 2011. **“2008 e 2011 são crises com impactos distintos sobre o Brasil”**, Valor Econômico.
- **“Regime de Metas para a Inflação no Brasil”**, Banco Central do Brasil. 2010.
- Romero, Cristiano. Novembro de 2011. **“A atuação do BC em dias anormais”**, Valor Econômico.