



Departamento de Ciências Econômicas

Monografia de Final de Curso

**Análise sobre a decomposição da inflação a partir
da estabilização da moeda**

Catherine Howes Coimbra Thomé
Matrícula: 1411690

Orientador: Luiz Roberto Cunha
Tutor: Márcio Garcia

Rio de Janeiro, junho de 2017



Departamento de Ciências Econômicas

Monografia de Final de Curso

**Análise sobre a decomposição da inflação a partir
da estabilização da moeda**

Catherine Howes Coimbra Thomé
Matrícula: 1411690

Orientador: Luiz Roberto Cunha
Tutor: Márcio Garcia

Rio de Janeiro, junho de 2017

"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".

Catherine Howes Coimbra Thomé

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

Agradecimentos

Obrigada primeiramente aos meus pais, que durante toda vida se dedicaram a mim e meus irmãos e nos proporcionaram a oportunidade de realizar nossos maiores objetivos, sendo um dos meus estudar Economia na PUC.

Gostaria de agradecer ao meu professor e orientador Luiz Roberto Cunha que me ajudou neste último ano a desenvolver esse trabalho e me incentivou escrever sobre inflação por toda sua experiência acadêmica e entusiasmo com a temática.

Por último, obrigada a todos os meus amigos, os da PUC pela sinergia nessa jornada que enfrentamos juntos e os de fora pelo constante apoio e compreensão nos momentos de ausência.

Sumário

| | | |
|-------------|--|-----------|
| I. | Introdução ao tema e Motivação | 7 |
| | 1.1. Introdução ao tema | 7 |
| | 1.2. Motivação | 8 |
| II. | Análise histórica da inflação no Brasil | 10 |
| III. | O principal índice de inflação no Brasil – IPCA | 20 |
| IV. | Análise dos componentes de inflação | 23 |
| | 4.1. Inércia | 25 |
| | 4.2. Expectativa de Inflação..... | 27 |
| | 4.3. Repasse Cambial | 29 |
| | 4.4. Coque de Oferta | 32 |
| | 4.5. Preços Livres | 34 |
| | 4.6. Preços administrados | 35 |
| V. | Decomposição da inflação por ano de 2001 a 2016..... | 37 |
| | 5.1. 2001 | 37 |
| | 5.2. 2002 | 39 |
| | 5.3. 2003 | 40 |
| | 5.4. 2004 | 42 |
| | 5.5. 2005 | 43 |
| | 5.6. 2006 | 43 |
| | 5.7. 2007 | 44 |
| | 5.8. 2008 | 44 |

| | |
|-------------------------|----|
| 5.9. 2009 | 45 |
| 5.10. 2010 | 45 |
| 5.11. 2011 | 46 |
| 5.12. 2012 | 47 |
| 5.13. 2013 | 48 |
| 5.14. 2014 | 49 |
| 5.15. 2015 | 49 |
| 5.16. 2016 | 52 |
| VI. Conclusão | 53 |
| VII. Bibliografia | 56 |

Lista de Gráficos e Tabelas

Gráficos

| | |
|--|----|
| Gráfico 1 – IPCA por ano de 1996 – 2016 | 20 |
| Gráfico 2- Variação da proporção do component.e inércia sobre a inflação de 2001 a 2016 | 26 |
| Gráfico 3 – Variação da proporção do componente expectativa sobre a inflação de 2001 a 2016 | 28 |
| Gráfico 4- Variação da proporção do componente repasse cambial sobre a inflação de 2001 a 2016..... | 31 |
| Gráfico 5 – - Variação da proporção do componente choque de oferta sobre a inflação de 2001 a 2016..... | 33 |
| Gráfico 6 - Variação da proporção da componente inflação livre sobre a inflação de 2001 a 2016..... | 34 |
| Gráfico 7 – Variação da proporção da componente inflação administrados sobre a inflação de 2001 a 2016 | 36 |
| Gráfico 8 – Decomposição da inflação em 2001..... | 38 |
| Gráfico 9 – Variação da inflação em 2002..... | 40 |
| Gráfico 10 – Decomposição da inflação em 2003..... | 41 |
| Gráfico 11 – Decomposição da inflação em 2004 | 42 |
| Gráfico 12 – Preço das <i>commodities</i> em 2011..... | 47 |
| Gráfico 13 – Variação cambial em 2014 e 2015..... | 51 |

Tabelas

| | |
|---|----|
| Tabela 1 – Peso dos bens e serviços no índice IPCA antes e depois de 2012 | 21 |
| Tabela 2- IPCA acumulado por ano de 2001-2016 e a decomposição pelo Banco Central | 24 |
| Tabela 3 – Decomposição do índice de inflação em termos percentuais..... | 25 |
| Tabela 4 - Decisão do COPOM para taxa de juros em 2012 | 48 |
| Tabela 5 - Inflação no ano de 2017 – até maio | 54 |

Capítulo I: Introdução ao tema e Motivação

1.1. Introdução ao tema

Em 2015 completou-se 50 anos de desindexação da economia brasileira. Neste ano, iniciou-se também um novo ciclo de inflação alta no nosso país, tema importante que também será discutido nesse trabalho.

Para podermos levantar uma boa discussão sobre a inércia inflacionária e sobre outros determinantes do aumento e evolução do nível de preços ao longo da história do nosso país, iremos neste estudo analisar a inflação num intervalo de 17 anos no Brasil, que se inicia a partir da implantação do sistema de Metas de Inflação em 1999, destacando, principalmente, os anos em que ocorreram processos de inflação alta. Vamos buscar entender e ressaltar os principais determinantes destes processos inflacionários e apontar para quais deles são processos internos e intrínsecos à economia brasileira e quais se traduzem em processos externos e em qual medida estes afetam os preços no Brasil.

Isso vai ser feito principalmente através de uma análise dos dados do próprio Banco Central Brasileiro, que divulga todo ano um relatório oficial, o qual ele decompõe a inflação total em seis componentes, sendo eles: Inércia, expectativa, repasse cambial, choque de oferta, inflação livre e inflação dos bens administrados. Nosso foco aqui será analisar o nível em que estes componentes afetaram a evolução dos preços ao longo dos anos, observando com mais detalhe em quais momentos se por qual motivo algum deles tenha surtido maior efeito na determinação do índice de inflação de um determinado ano.

Não menos importante aqui é entender de que forma o IPCA - índice de inflação que é utilizado pelo Banco Central para tomada de decisão de política monetária brasileira- é calculado, sua formação e como que suas metodologias foram mudando ao longo do tempo. É fundamental sabermos a forma pela qual sua composição pode influenciar nossa percepção da evolução dos preços. O índice é nosso principal objeto de estudo, pois é ele que é decomposto pelo Banco Central em seis componentes como descrito acima, e por isso a importância em entendê-lo de forma detalhada. Isso será feito no capítulo 3 desta monografia.

Antes de entrar com mais detalhe em toda análise descrita acima, nosso estudo também vai focar em entender a história dos preços no Brasil, uma vez que isso pode nos ajudar a compreender as dinâmicas próprias da sociedade brasileira. Dessa forma, vamos analisar governos e políticas econômicas adotadas no Brasil para contenção inflacionária desde 1965. Vamos começar na Ditadura Militar onde o Banco Central perde sua autonomia e se torna mais um órgão do governo, passar pelos anos pré-Plano Real - que são de extrema importância, pois foi um espaço curto de tempo que nosso país teve quatro moedas, cinco congelamentos de preços, nove planos de estabilização, diversos índices para medir a inflação e inúmeras mudanças na política de preços.

Depois falaremos sobre os anos pós estabilização econômica pelo Plano Real e por fim, chegaremos aos dias atuais, quando iremos analisar as dinâmicas próprias do processo inflacionário vigente, assim como traçar uma comparação com os processos do passado e entender que aspectos são próprios da nossa sociedade. Além disso, vamos definir o que é inércia inflacionária através de textos e artigos de autores renomados no Brasil, como Gustavo Franco. Isso tudo estará resumido no segundo capítulo desse artigo.

Tudo isso posto, nosso objetivo aqui será entender como esses processos inflacionários já se deram no passado da economia brasileira, para que sirva como base para o entendimento da situação atual. O que observamos nos dias de hoje é um enorme esforço pelo lado do Banco Central atuando sobre as expectativas para fazer convergir a inflação para o centro da meta, através de uma política monetária contracionista pela qual vinha, até o outubro de 2016 mantendo o a taxa de juros básica da economia em patamares altos – 14,25%. Nas últimas reuniões do COPOM, o Comitê ao observar um ganho de confiança da população na sua condução da política monetária, começou a diminuir a taxa básica da economia, contudo, ainda assim, se forma cautelosa.

1.2. Motivação

A principal motivação por trás desse estudo é a crise política e econômica que se iniciou no Brasil em 2015. Claro que quando falamos de crise econômica, processos de inflação crescente se iniciam, como de fato ocorreu em 2015 e 2016. Desde 2014 era perceptível que o país estava passando por ajustes econômicos, a inflação já se mostrava alta (tanto que quase ultrapassou o limite superior da banda de 2 p.p) e a taxa de juros já

havia ultrapassado o nível de 10% ao ano. Era evidente para quem quisesse ver que em breve entraríamos numa crise. Contudo, as eleições para Presidente da República em 2014, fez com que houvesse toda uma tentativa por parte do governo em maquiagem os dados econômicos para tentar vender um bom governo e alcançar a reeleição.

No entanto, como não é possível esconder um rombo fiscal durante muito tempo, logo no início de 2015 o país já começou a sofrer fortes ajustes. A taxa de juros chegou a atingir mais de 14% ao ano, uma vez que havia uma necessidade de controlar a inflação que disparava. Esta última, por sua vez, foi vítima principalmente de um aumento significativo no preço dos produtos administrados pelo governo, como ônibus urbano, água, esgoto, mas principalmente combustíveis e energia elétrica.

Diante de um cenário de inflação alta, juros alto e produto interno bruto decrescente, era irrefutável que nos encontrávamos numa grave crise econômica. Iniciaram - se, com isso, diversos debates e estudos sobre tamanho da dívida pública, medidas econômicas para vencer a crise, análise das próprias contas públicas e sua possível maquiagem e essa busca por razões incentivou ainda o aumento das investigações da polícia federal de diversos contratos públicos. Não é à toa que hoje a Operação Lava Jato já teve mais de 38 fases, mantém em torno de 90 políticos corruptos e grandes empresários presos acusados de desvio de dinheiro público para benefício privado. Foram mais de 10 bilhões de reais devolvidos aos cofres públicos e o tamanho desse número pode explicar em parte a crise fiscal que o Brasil vive até os dias de hoje.

Frente à essa crise, voltaram-se também as atenções para o fato de o Brasil ter uma memória inflacionária muito recente e um plano de estabilização que completou pouco menos de 25 anos. Não é à toa que a inflação alta de 2015 respingou em 2016, deflagrando uma inércia inflacionária foi muito alta.

Esse cenário de grande incerteza econômica e política provocaram em mim um grande interesse e curiosidade para entender os mecanismos que de fato provocam a desvalorização da moeda – principal meio pelo qual nossa sociedade é afetada numa crise econômica. É por isso que essa monografia vai focar em entender como que se deram os principais momentos de desvalorização do real na economia brasileira.

Capítulo II: Análise histórica da inflação no Brasil

O trabalho de Gustavo Franco em “Inércia e coordenação: pactos, congelamentos e seus problemas” desenvolve a noção de inércia inflacionária não só como uma memória inflacionária, mas também como uma resistência da sociedade a uma iniciativa de estabilização. O artigo procura oferecer uma racionalização para os mecanismos responsáveis pela geração da inércia inflacionária e para as dificuldades de implementação de programas de estabilização – conhecidas como políticas de desindexação – e ainda discute a mudança nos preços relativos no Brasil após os chamados choques heterodoxos. Isso será importante na nossa análise para compreensão do fracasso das tentativas de controle inflacionário que ocorreram durante 30 anos no Brasil até a criação do Plano Real e ainda dos momentos de crise desse plano de estabilização no final década de 90 e início dos anos 2000.

A ideia principal do autor é que parar uma espiral inflacionária envolve um problema de decisão coletiva, conhecido como problema do franco-atirador. Resumidamente, os agentes não contribuem ao esforço coletivo quando percebem que o impacto de suas decisões sobre os resultados do plano é desprezível. A partir daí ele discute condições e instituições que melhor favorecem o desenho de mecanismos de coordenação de decisões de preços e salários e sugere que quanto maior o grau de organização dos agentes econômicos e mais centralizada for uma economia, menos propensa à inércia inflacionária ela se encontrará.

Não menos importante é a separação que o ex-presidente do Banco Central faz entre as causas fundamentais da inflação e a questão inercial, e também entre as políticas específicas que devem ser adotadas para solucionar cada uma. Vamos discutir nesse trabalho a contribuição de cada um desses fatores para evolução da taxa de inflação ao longo dos anos, dando uma atenção especial aos períodos de “crise” do Plano Real. Podemos adiantar aqui que, o nosso país possui um forte fator de inércia inflacionária, ou seja, é pouco organizado, e isso vai influenciar os momentos de descontrole do nível de preços ao longo da nossa história.

No livro 30 anos de indexação, por Mario Henrique Simonsen, o autor analisa os principais erros e acertos na política econômica brasileira no período de 1964 até 1994. Ele mostra a influência do “varguismo” na política econômica brasileira com a ideia da

necessidade de uma política salarial, que desencadeou “um sistema informal de indexação de salários”, segundo o próprio Simonsen, que perdurou por três décadas.

O livro tem como foco principal a indexação e suas principais causas e consequências para a economia brasileira. Assim, ele descreve as primeiras tentativas dos governos da ditadura brasileira em tentar manter o valor de compra da moeda, através das chamadas correções monetárias e como que esse processo desencadeou a espiral preço- salário: "A experiência do governo Geisel e, sobretudo, a do governo Figueiredo deixava um recado explícito: numa economia fonualmente superindexada, combater a inflação pelo simples receituário monetário e fiscal é dar murro em ponta de faca. Nesse sentido, o Brasil foi desnecessariamente sacrificado pela miopia (...) de nossos economistas ortodoxos (...). (...) não se pode falar de livre funcionamento dos mercados com indexação compulsória."

Historicamente, a indexação começou a ser implementada no Brasil no início da Ditadura Militar, em 1964, através de um sistema informal de indexação de salários. Acreditava-se naquela época que os salários nominais deveriam ser reajustados conforme o aumento de custo de vida, o qual era pesquisado pelo Ministério do Trabalho. Com isso, em 1965 ocorreu o primeiro reajuste de salário mínimo, segundo as normas de política salarial da PAEG – Programa de Ação Econômica do Governo. A partir daí, iniciou-se a conhecida espiral preços- salários: os salários eram ajustados segundo decretos do governo para compensarem o aumento do custo de vida e com isso os preços eram corrigidos para anular o aumento do custo da mão de obra.

Essa política salarial passou a ser aplicada de forma automática e com o objetivo claro de combater a inflação. No entanto, os aumentos de custo de vida verificados foram maiores que o aumento dos salários nominais, tendo como consequência uma desvalorização dos salários nominais e aumento da taxa de inflação. Ou seja, a PAEG estabelecia um ciclo de retroalimentação de aumento de preços e fora considerada autodestrutiva, pois, além de gerar um arrocho salarial (real), ela regulava a correção monetária de determinados preços da economia, como aluguéis, impostos e serviços públicos resumindo uma política de “dois pesos e duas medidas”¹, insustentável no longo prazo.

¹ SIMONSEN, Mario Henrique. **30 Anos de Indexação**

Contudo, a partir de 1968, por conta do crescimento forte do produto real que ficou conhecido como milagre econômico, os salários reais seguiram essa tendência de crescimento até 1974, quando ocorreu o choque do petróleo. O choque aliado ao ritmo de crescimento da demanda interna brasileira acarretou num novo aumento da inflação neste ano. A partir daí, estabeleceu-se uma nova fórmula para política salarial que compensaria integralmente em cada novo reajuste o erro de estimativa da inflação do último reajuste. Ou seja, essa nova política mantivera o princípio da política salarial do PAEG, mas, ao mesmo tempo, compensava inteiramente o erro de projeção do aumento de preços do período imediatamente anterior.

No governo seguinte, último da Ditadura Militar, a política salarial antiga fora substituída por uma correção monetária semestral dos salários. Essa correção era feita segundo o IPC- Índice de Preços ao Consumidor- e variava de acordo com uma faixa salarial. Em 1983, teve a crise da dívida externa da América Latina, a qual obrigou o Brasil a desvalorizar o câmbio em 30%. Essa medida teve como consequência direta a queda dos salários reais, contudo fora mantida o reajuste de 100% dos salários (em até 3 salários mínimos) e uma escala de reajuste decrescente conforme maiores salários².

O próximo passo do autor foi examinar cinco choques heterodoxos que antecederam o Plano Real entre 1986 e 1991. São eles: Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor I e Plano Collor II. Dos cinco, três trocaram a moeda legal do país, no entanto todos foram igualmente fracassados após 12 meses de duração. Mais uma vez o objetivo dos governos era a desindexação da economia e a ideia principal dos planos era reduzir a taxa de inflação à zero, através de choques que teriam efeitos surpresa.

Esses choques foram feitos por meio do congelamento de preços e criavam armadilhas em si mesmos, pois apenas enquanto os custos eram fixos havia uma ideia de controle sobre a inflação- o que era uma ilusão. No momento em que ficava claro que esse processo não era capaz de equilibrar a oferta e procura nos mercados, o plano de estabilização se tornava insustentável. Descreverei a seguir resumidamente os 5 planos heterodoxos.

O primeiro deles, conhecido como Plano Cruzado se baseou na indicação que a inflação brasileira era apenas inercial, ou seja, a causa da inflação hoje era a inflação de

² SIMONSEN, Mario Henrique. **30 Anos de Indexação**

ontem e esse processo gerava uma espiral de crescimento dos preços. Dessa forma, a idéia seria através de um congelamento de preços acabar com a correção monetária e estabilizar as expectativas de inflação. Contudo, um dos problemas eram os altos salários nominais que existiam naquele momento e que não foram reajustados. Preços congelados somados a salários inflados e falta de disciplina fiscal fracassaram o Plano.

O novo plano que ganhou o sobrenome de Luiz Carlos Bresser, o novo Ministro da Fazenda, decretou três fases para a administração dos preços. Haveria primeiro um congelamento que duraria 90 dias, depois uma flexibilização para reajustes dos preços e salários que seriam balizados por uma nova unidade de conta, a URP e por fim, uma fase de estabilização. Contudo, esta última fase não se concretizou uma vez que, o Plano Bresser só conseguira quebrar a inércia inflacionária no período de congelamento. Após os 90 dias ocorria uma projeção da inflação que, mais uma vez aliada à uma má política fiscal e dessa vez com uma crise cambial, estabeleceu o fracasso do plano.

O Plano Verão, terceiro a fracassar, introduziu uma nova moeda legal chamada Cruzado Novo. Dessa vez fora estabelecido um congelamento de preços por prazo indeterminado e foram extintas unidades de conta indexadas. Entretanto, havia uma suspeita de que o novo governo (esse plano ocorreu em ano de eleição) tinha chances de decretar moratória da dívida e isso afetaria a política fiscal e monetária, o que fez a inflação novamente avançar até níveis além de 50%³.

O quarto e mais brutal dos planos, conhecido como Plano Collor I decretou um sequestro de liquidez para acabar com a inflação. Foram também proibidos reajustes de preços por tempo indeterminado. Apesar de conseguir por alguns meses diminuir a taxa de inflação, colocou o país em uma recessão jamais vista antes – tudo isso porque o sequestro de liquidez indisponibilizou mais de 75%⁴ dos ativos financeiros da sociedade. Isso gerou uma total falta de credibilidade do Banco Central, que, após algum tempo, para compensar essa descrença da sociedade, colocou liquidez na economia muito rápido e, conseqüentemente, gerou um aumento de preços.

O último, Plano Collor II, determinava que os preços só deveriam ser ajustados caso houvesse uma autorização prévia do governo, através do Ministério da Fazenda e

³ SIMONSEN, Mario Henrique. **30 Anos de Indexação**

⁴ SIMONSEN, Mario Henrique. **30 Anos de Indexação**

de Planejamento. Esse plano também fracassou e deixou, juntamente com os outros quatro planos acima, um trauma na econômica brasileira.

Apesar da análise do índice de inflação que faremos aqui começar somente após 1994, e, portanto, não incorporar o período acima, os fracassos das políticas econômicas neste capítulo descritas são importantes para a compreensão do plano de estabilização da economia brasileira que vem a dar certo em 1994: O Plano Real.

Além disso, como já foi dito acima, a análise histórica nos permite entender aspectos próprios da nossa sociedade que podem fazer parte da evolução dos preços que queremos analisar.

“Por várias razões o Plano Real nasceu com chances de sucesso bem superiores às dos fracassados choques heterodoxos”, escreveu Simonsen. Foram cinco os pontos principais para a estabilização: ajuste fiscal como pré-condição, criação das URVs, as quais sincronizaram a indexação e depois a eliminavam pela transformação do próprio indexador em moeda, controle monetário e ausência tanto de congelamento dos preços como de surpresas. Em síntese, o Plano Real restaurou a confiança da população no governo, também fundamental para perpetuação do equilíbrio monetário.

O Plano de estabilização não pretendeu ser uma surpresa e por isso foi preanunciado, para evitar relações com os choques heterodoxos anteriores. Logo, os erros do passado recente foram fundamentais para formulação do novo plano, que veio a dar certo. O ponto base para sucesso do plano era o ajuste fiscal e controle monetário. Em termos mais diretos, foi criada uma nova unidade de conta, que seria indexada diariamente, conhecida como Unidade Real de Valor (URV) que converteria os salários, aluguéis, preços administrados e quaisquer outras tarifas que fossem expressas nessa unidade. Com isso, haveria uma confluência entre os ajustes dos preços e a função da moeda de unidade de conta estava recuperada. Depois disso, com aumento da confiança, as URVs passam a ser reservas de valor e finalmente, a introdução de uma nova moeda garante a terceira função: meio de pagamento.

Armínio Fraga Neto⁵, no seu trabalho em Dez Anos de Metas para a Inflação, começa mostrando que passados apenas alguns anos, em 1998, a âncora cambial se viu ameaçada não só por uma conjuntura global adversa, como também por uma política

⁵ Ex-presidente do Banco Central Brasileiro

fiscal frágil. Ainda que o governo do então presidente Fernando Henrique Cardoso (Ministro da Fazenda no governo Itamar Franco e autor do Plano Real) tenha anunciado um importante ajuste fiscal antes das eleições presidenciais, não foi possível resistir à pressão sobre a taxa de câmbio no início de 1999. O real foi forçado pelo mercado a flutuar, e as expectativas de inflação se desancoraram.

Simonsen já havia alertado: “ (...) é cedo para fazer prognósticos (...). O Plano Real não acabou de fato com a indexação na economia brasileira. Apenas espaçou os intervalos de reajustes (...). (...) a inflação está na memória de qualquer brasileiro com 30 anos ou mais. Procurar apagar a memória inflacionária (...) é tão esquizofrênico quanto pesquisar a quadratura do círculo, pois ainda não se inventou o vírus da amnésia coletiva”

Foi nesse contexto que surgiu a ideia de se adotar um sistema de metas para a inflação, que seguiria o exemplo de países como o Reino Unido e a Nova Zelândia. Assim, foi publicado no primeiro Relatório de Inflação pelo Banco Central do Brasil: “Conforme o determinado no Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, o Conselho Monetário Nacional fixou, em sua reunião de 30 de junho de 1999, as metas para a inflação, bem como seus respectivos intervalos de tolerância, para os anos de 1999, 2000 e 2001. Com isso, está iniciada a nova sistemática de metas para a inflação como diretriz da política monetária. Compete ao Banco Central do Brasil executar as políticas necessárias para o cumprimento das metas fixadas. ”

Isso significa dizer que a oferta de moeda pelo Banco Central segue uma estratégia para atingir uma banda de inflação determinada pelo Conselho Monetário Nacional. O modelo operacional consiste em ajustar o instrumento de política monetária, a taxa de juros no Brasil, de forma que a projeção da inflação seja igual à meta.

O modelo novo-keynesiano, que faz parte do arcabouço teórico utilizado pelo Banco Central Brasileiro em seus relatórios trimestrais⁶, é uma alternativa para estudar a dinâmica da inflação e sua relação com as variáveis reais da economia. Ele é

⁶ Boxe “Inércia Inflacionária e Determinantes das Expectativas de Inflação”, do Relatório de Inflação de setembro de 2015

explicado por Nunes Clemens⁷ como um modelo ao mesmo tempo em que se baseia em elementos tradicionais keynesianos de competição imperfeita e rigidez nominal para definição de equilíbrio geral dinâmico, incorpora importantes contribuições de M. Friedman, E. Phelps e R. Lucas a um modelo com fundamentação microeconômica. Ele também estabelece como determinantes da dinâmica da inflação, além da atividade econômica de choques de oferta e dos componentes de inércia inflacionária, as expectativas de inflação.

Dito isso, podemos dizer que a opção do governo pelo cumprimento do sistema de metas para a inflação em momento de crise e incerteza refletiu a sua preocupação em manter o controle sobre essas expectativas. O componente da esperança inflacionária captura o impacto das perspectivas futuras dos agentes sobre a inflação, que está relacionado diretamente com a credibilidade do Banco Central. Dessa forma, num país com nossa história de inflação e de recente estabilização, haver um descontrole monetário poderia retomar toda instabilidade que existia antes do Plano Real. A explicitação de metas, ao comprometer as ações de governo com seus objetivos de médio e longo prazo, restaurou a confiança dos agentes e iniciou um precioso capital de credibilidade.

Em 2002, o Brasil viveu novamente um novo período de desvalorização da moeda. Nas eleições para Presidente do Brasil neste ano, houve um aumento de incertezas acerca da economia com a vitória de um líder de esquerda. Olivier Blanchard, no artigo “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil”, descreve o processo de elevação acentuado dos juros sobre a dívida pública brasileira, o qual teve suas raízes na avaliação do mercado sobre uma maior probabilidade de inadimplência da dívida pública. Com isso, a moeda brasileira, o Real, depreciou-se gravemente em relação ao dólar, e, conseqüentemente, desencadeou um aumento inflacionário.

No final do ano, foi eleito o novo presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Nos meses seguintes, o seu compromisso com o superávit primário, juntamente com o anúncio de uma reforma do sistema de aposentadoria, convenceu os mercados financeiros de que o

⁷ NUNES, Clemens – Dinâmica de inflação e custo do trabalho no Brasil: Uma abordagem novo keynesiana pelo modelo de valor presente

a perspectiva econômica era melhor do que eles temiam e que o discurso radicalista do PT poderia ter ficado para trás.

Em carta aos brasileiros, lida por Lula em 2002, ele diz: “(...) lembrem-se todos: em 1998, o governo, para não admitir o fracasso do seu populismo cambial, escondeu uma informação decisiva. A de que o real estava artificialmente valorizado e de que o país estava sujeito a um ataque especulativo de proporções inéditas. Estamos de novo atravessando um cenário semelhante. Substituímos o populismo cambial pela vulnerabilidade da âncora fiscal. O caminho para superar a fragilidade das finanças públicas é aumentar e melhorar a qualidade das exportações e promover uma substituição competitiva de importações no curto prazo. Aqui ganha toda a sua dimensão de uma política dirigida a valorizar o agronegócio e a agricultura familiar. A reforma tributária, a política alfandegária, os investimentos em infraestrutura e as fontes de financiamento públicas devem ser canalizadas com absoluta prioridade para gerar divisas. Nossa política externa deve ser reorientada (...). Estamos conscientes da gravidade da crise econômica. Para resolvê-la, o PT está disposto a dialogar com todos os segmentos da sociedade e com o próprio governo(...). Superando a nossa vulnerabilidade externa, poderemos reduzir de forma sustentada a taxa de juros. Poderemos recuperar a capacidade de investimento público tão importante para alavancar o crescimento econômico. (...). Quero agora reafirmar esse compromisso histórico com o combate à inflação, mas acompanhado do crescimento, da geração de empregos e da distribuição de renda, construindo um Brasil mais solidário e fraterno, um Brasil de todos. (...)”

Segundo descrito no relatório do próprio Banco Central, em setembro de 2002, “(...) o repasse cambial e as expectativas de inflação mais baixas são os principais fatores determinantes da queda da inflação entre 2002 e 2003”, e os dados confirmam: o comportamento das expectativas de inflação abaixou a inflação em 0,6 pontos percentuais no ano de 2003. Isso é importante para observar mais uma vez o papel da credibilidade do Banco Central ao ter o compromisso com o regime de metas de inflação, pois, ainda que a inflação projetada para 2002 fosse de 6,7%, as expectativas de inflação para 2003 estavam próximas à meta divulgada pelo BC. Tal fato mostra que havia uma percepção da sociedade de que a inflação alta em 2002 era devida a choques e que o Banco Central viria conduzindo a política monetária de forma a impedir que esses choques levassem a uma espiral inflacionária. Portanto, na ausência de choques

previstos para 2003, a expectativa de que inflação voltaria para valores próximos à meta foi um fator importante para a redução da inflação no próximo ano.

Vivemos, até 2014, mais de dez anos de estabilização monetária, comprimento das metas e credibilidade do Banco Central. Contudo, a nos últimos dois anos foi deflagrado um novo processo de alta inflacionária. A bibliografia a respeito deste fenômeno ainda é pouca, contudo alguns estudos sugerem uma desancoragem das expectativas de inflação no Brasil ao longo dos últimos 4-5anos, associada a uma gestão fiscal ruim que agravou antigas distorções e criou novos desequilíbrios fiscais para o país⁸. Tal fato compromete nosso regime de metas de inflação uma vez que abala a credibilidade dos *policymakers*. Isto posto, nascem suspeitas acerca do desenvolvimento de um processo de dominância fiscal onde a política monetária perdeu sua eficácia no combate à inflação.

Em uma carta para seus investidores, a gestora de investimentos Pacífico Gestão de Recursos explica de forma simples e organizada o que significa dominância fiscal⁹: “O que a literatura econômica caracteriza como dominância fiscal? A ideia é bem simples: a restrição orçamentária do governo precisa ser sempre satisfeita. Caso os superávits primários, correntes e esperados, não sejam suficientes para estabilizar a dívida, a taxa de retorno sobre o estoque da dívida – ou o próprio valor da dívida corrente – tem que cair. Como normalmente há limitações para um default total da dívida e está costuma ser nominal, um ajuste no nível de preços e na dinâmica inflacionária atuaria no sentido de estabilizar a dinâmica da dívida, independentemente da política monetária. Assim, dizemos que a determinação do nível de preços e da dinâmica inflacionária se dá no lado fiscal da economia, ou seja, há dominância fiscal.”

E eles continuam: “O mecanismo econômico pelo qual esse ajuste inflacionário ocorre é menos óbvio. A dívida do governo é vista como um direito de seus detentores sobre os superávits fiscais futuros. Uma vez que o superávit primário esperado é reduzido, o valor do direito sobre ele também deveria ser reduzido em termos reais e relativamente a outros ativos. Em outras palavras, as pessoas migrariam para ativos reais, como imóveis, moedas estrangeiras ou metais preciosos, desvalorizando a dívida

⁸ Dissertação de Mestrado FGV da Marcela Moraes. Efeitos dos choques de políticas monetária e fiscal sobre as expectativas de inflação no Brasil (link na bibliografia)

⁹ Carta da Pacífico 9 – Dominância Fiscal (link na bibliografia)

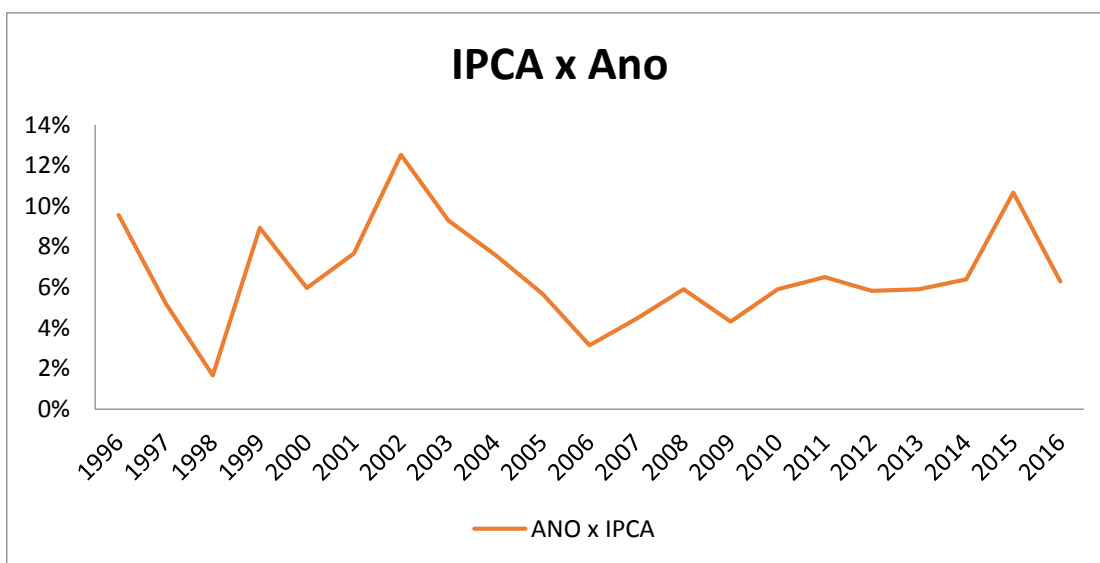
nominal e, através de um *pass-through* imperfeito dos ativos reais para os produtos da economia como um todo, elevando o nível de preços. ”

Como consequência desse novo momento de inflação alta no nosso país, é interessante entender quais fatores que estão contribuindo para uma alta dos preços. Junto a isso, voltam-se as atenções aos debates acerca do fenômeno da inércia inflacionária, se ela aumentou ou diminuiu nos últimos anos. Sabemos que no Brasil as evidências não são consensuais uma vez que alguns trabalhos indicam redução na inércia da inflação nos últimos anos, enquanto outros mostram resultados opostos. Roache (2014) compara a inércia inflacionária do Brasil com outros países que adotam regime de metas para a inflação e conclui que a persistência aumentou no Brasil até 2013, principalmente em momentos de choques que aumentam a inflação. Machado e Portugal (2014) concluem que a persistência intrínseca se reduziu entre 1995 e 2011, enquanto que as parcelas de expectativas e extrínseca parecem não ter se alterado o Brasil. Em sentido oposto, Chan e Matos (2010) sugerem que o coeficiente de persistência declinou a partir de 2003.

Capítulo III: O principal índice de inflação no Brasil – IPCA

O IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – é muito importante nesta análise, pois é a medida de inflação utilizada pelo Banco Central no regime de metas de inflação. Ou seja, é para esse índice que o BC olha para saber se a meta de inflação está sendo cumprida e a partir dele estabelece o nível da SELIC, taxa que baliza os juros da economia brasileira.

Gráfico 1: IPCA por ano de 1996 – 2016 (dados do índice do Banco Central)



Fonte: Banco Central

Esse índice é calculado pelo IBGE desde 1979 e tem como principal objetivo medir o aumento de preços de um conjunto de bens e serviços que constam no consumo das famílias brasileiras com renda entre 1 e 40 salários mínimos. O IPCA mede a variação desses custos entre o primeiro e último dia de cada mês de referência. Esse cálculo é feito através de índice de Laspeyres¹⁰.

O IPCA atinge geograficamente as regiões metropolitanas de Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba e Porto Alegre, Brasília e município de Goiânia. A partir de 2012 o IPCA passou a usar como peso dos bens e serviços os valores obtidos na Pesquisa de Orçamentos Familiares. Essa pesquisa é realizada a cada cinco anos pelo IBGE em todo o território brasileiro para entender

¹⁰ IBGE - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA e Índice Nacional de Preços ao Consumidor - INPC

qual a participação relativa do valor da despesa de cada item consumido em relação à despesa total dos produtos e serviços no orçamento das famílias do padrão estabelecido para o IPCA.

Tabela 1: Peso dos bens e serviços no índice IPCA antes e depois de 2012

| Tipo de Gasto | Peso % do Gasto (até 31.12.2011) | Peso % do Gasto (a partir de 01.01.2012) |
|---------------------------|----------------------------------|--|
| Alimentação e bebidas | 23,46 | 23,12 |
| Transportes | 18,69 | 20,54 |
| Habitação | 13,25 | 14,62 |
| Saúde e cuidados pessoais | 10,76 | 11,09 |
| Despesas pessoais | 10,54 | 9,94 |
| Vestuário | 6,94 | 6,67 |
| Comunicação | 5,25 | 4,96 |
| Artigos de residência | 3,90 | 4,69 |
| Educação | 7,21 | 4,37 |
| Total | 100,00 | 100,00 |

Fonte: <https://www.portalbrasil.net/ipca.htm>

Dessa forma, olhando o índice aberto por categorias nos permite entender se houve um aumento geral de preços ou se ocorreu em algum setor particular. Como existe toda uma discussão a respeito de quais e em que magnitude os fatores estão contribuindo para evolução do índice, o próprio Banco Central faz uma categorização desses itens¹¹:

- Administrado: categoria composta pelos itens serviços públicos e residenciais, transporte público, plano de saúde, combustíveis, pedágio e licenciamento (veículos). Apresenta peso de 25,9%.

- Agrícola: formada pelo item alimentação, excluídos os itens industrializados que integraram o grupo câmbio. O grupo representa aproximadamente 18,2% do índice geral.

- Câmbio: inicialmente foram calculados os coeficientes de correlações das variações em 12 meses da taxa de câmbio e dos 330 itens do grupo comercializáveis, no período de janeiro de 1996 a março de 2001. Integraram o grupo os itens com correlação maior ou igual a 0,25, representando 9,8% dos índices. A maior correlação registrou 0,79.

¹¹ Boxe “Inflação e fatores subjacentes”, do Relatório de Inflação de junho de 2001.

- Outros: agrega toda parte de serviços privados e, ainda, os produtos não considerados nos itens anteriores. Incorporam, assim, os itens aluguel, recreação e cultura, matrícula e mensalidade escolar, serviços médicos e pessoais e habitação (despesas operacionais), além de fumo e bebidas e material escolar. Tem participação em torno 46% no IPCA e IPCA-15.

Ao identificar a presença de cada fator na evolução dos índices, é possível entender a dinâmica da evolução dos preços no período determinado. Isso significa primeiramente entender se houve um aumento geral dos preços ou então em algum grupo específico. Isso nos permite entender casos particulares ou até inferir sobre tendências futuras dos preços. Por exemplo, o pode haver um problema na colheita de algum produto agrícola e isso acaba diminuindo a oferta e elevando os preços, o que caracteriza um processo temporário. Já uma lei que estabelece que a colheita desse produto passe a usar uma máquina específica que aumenta os custos de produção, caracterizaria um processo permanente. Esse tipo de análise vai ser fundamental no nosso trabalho.

Outra questão importante para analisar no índice é a metodologia de cálculo de preços em cada item. Dentro de cada grupo listado na Tabela 1, existem diversos itens e cada um desses itens é calculado de uma forma diferente. O ponto relevante aqui é que essa metodologia de cálculo para cada item pode ser mudada pelo IBGE – caso eles acreditem que alguma outra capta melhor os efeitos de preço de determinado produto ou serviço – e isso impacta o valor do índice. Um artigo do Bradesco – Destaque Depec de maio de 2016¹² – relata uma mudança de metodologia feita pelo IBGE para o cálculo dos itens empregado doméstico e mão de obra. O artigo mostra como essa mudança de metodologia afeta o valor do índice. Esse exemplo é importante mostrar que esse tipo de mudança pode acontecer com qualquer item do IPCA e por isso vai ser alvo da nossa pesquisa também.

¹² Mudança metodológica proposta pelo IBGE reduz a sensibilidade da inflação de serviços ao ciclo Econômico, por Leando Câmara Negrão – Destaque Depec Bradesco (link na bibliografia)

Capítulo IV: Análise dos componentes de inflação

Como falamos no capítulo dois, o Banco Central Brasileiro assumiu o compromisso em 1999, de seguir o novo modelo de condução monetária a partir de metas para inflação. Fazia parte desse compromisso ainda que o Banco Central devesse explicar publicamente casos de descumprimento da meta.

“O Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:

- I - Descrição detalhada das causas do descumprimento;
- II - Providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e
- III - O prazo no qual se espera que as providências produzam efeito. ”

De acordo com o decreto 3.088, estabelecido em 21 de junho de 1999, os objetivos principais do Copom são: implementar a política monetária, definir a meta da Taxa Selic e seu eventual viés, e analisar o Relatório de Inflação. A taxa de juros fixada na reunião do Copom é a meta para a Taxa Selic - taxa média dos financiamentos diários entre o Banco Central e os bancos comerciais, com lastro em títulos federais e apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia - a qual vigora por todo o período entre as reuniões do Comitê a cada 45 dias (salvo casos de eventual viés).

Com isso, o Banco Central passa a divulgar trimestralmente um relatório de inflação o qual ele descreve situação de diversos tópicos que afetaram a inflação naquele período, entre eles: produto e demanda, preços, moeda e crédito, finanças públicas, setor externo, etc. Como descrito no primeiro relatório de inflação em junho de 1999 : “Este Relatório apresenta à sociedade as condições da economia brasileira e internacional que subsidiaram as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) quanto à condução da política monetária. ”

Dentro desse relatório trimestral (o primeiro que é divulgado em março de cada ano) existe um box onde o Banco Central se propõe exclusivamente a fazer uma análise da inflação, na qual eles separam os motivos de sua ocorrência. A metodologia desta análise considera o IPCA acumulado do ano anterior, o dividido em seis

categorias, que indicam o conjunto de variáveis que determinam a variação do IPCA no período: a) variação cambial; b) inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta do ano anterior; c) diferença entre as expectativas de inflação dos agentes e a meta; d) choque de oferta; e) inflação dos preços livres (excluindo os efeitos das quatro categorias anteriores) e f) inflação dos preços administrados (retirando os efeitos da variação cambial e da inércia). O objetivo deles é verificar os efeitos de diferentes fatores na determinação da taxa de inflação de cada ano.

Para nós, essa parte do relatório vai servir como principal fonte de dados nesse estudo. Vamos compilar os dados da decomposição que o Banco Central faz a partir de 2001, que é o primeiro ano em que o BC faz essa decomposição, até 2016, e, a partir disso, buscar entender a evolução do nível de preços ao ano desses anos no nosso país.

Tabela 2: IPCA acumulado por ano de 2001-2016 e a decomposição pelo Banco Central

| Componente | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| IPCA Total | 7.7 | 12.5 | 9.3 | 7.6 | 5.7 | 3.14 | 4.46 | 5.9 |
| Inércia | 0.7 | 0.9 | 5.92 | 0.28 | 0.77 | 0.47 | 0.01 | 0.23 |
| Expectativa | 0 | 1.7 | 1.71 | 0.37 | 0.27 | -0.13 | -0.43 | 0.22 |
| Repassé Cambial | 2.9 | 5.8 | -1.11 | -0.34 | -2.06 | -0.55 | -1.12 | 0.63 |
| Choque de Oferta | 0 | 0 | 1.24 | 3.52 | -0.88 | 0.18 | 2.12 | 1.52 |
| Inflação Livre | 2.4 | 2.3 | -0.12 | 0.83 | 4.29 | 1.58 | 2.92 | 2.25 |
| Inflação administrados | 1.7 | 1.9 | 1.66 | 2.93 | 3.31 | 1.6 | 0.96 | 1.05 |

| Componente | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| IPCA Total | 4.31 | 5.91 | 6.5 | 5.84 | 5.91 | 6.41 | 10.67 | 6.29 |
| Inércia | 0 | -0.09 | 0.78 | 0.34 | 0.79 | 0.7 | 0.5 | 1.84 |
| Expectativa | -0.1 | 0.21 | 0.51 | 0.48 | 0.63 | 0.69 | 0.73 | 0.69 |
| Repassé Cambial | -0.24 | -0.22 | -0.22 | 0.6 | 0.35 | -0.03 | 1.57 | -0.17 |
| Choque de Oferta | -0.25 | 1.97 | 0.94 | 0.73 | 0.19 | 0.87 | 0.86 | 0.67 |
| Inflação Livre | 3.72 | 2.95 | 2.85 | 2.9 | 3.8 | 3.14 | 2.91 | 2.62 |
| Inflação administrados | 1.18 | 1.1 | 1.64 | 0.79 | 0.15 | 1.04 | 4.1 | 0.64 |

Fonte: Banco Central

Com esses dados reunidos, verificamos a importância e necessidade de observá-los em termos percentuais, pois dessa forma, será possível entender ano a ano, dentro do valor total de determinado ano, qual a influência de cada um dos componentes. Além disso, é possível analisar como que cada componente variou percentualmente ao longo dos anos, ou seja, entender como variou a influência de cada um durante esse período de

tempo, indicando sua importância relativa a cada ano. Para isso, sobre o valor total de cada índice anual, vimos proporcionalmente quanto que cada componente representou:

Tabela 3: Decomposição do índice de inflação em termos percentuais

| Componente | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| IPCA Total | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Inércia | 56.0% | 47.3% | 69.9% | 76.8% | 103.7% | 204.1% | 239.2% | 106.6% |
| Expectativa | 0.0% | -0.7% | 8.4% | 4.5% | 13.9% | 22.3% | 11.2% | 31.2% |
| Repasso Cambial | -1.3% | 1.7% | 5.5% | 6.3% | 11.1% | 22.0% | 16.4% | 11.7% |
| Choque de Oferta | -3.1% | -1.8% | -2.4% | 7.9% | 6.1% | -1.0% | 35.2% | -2.9% |
| Inflação Livre | -3.2% | 15.8% | 10.1% | 9.6% | 3.3% | 27.7% | 19.3% | 11.4% |
| Inflação admin. | 48.3% | 23.6% | 30.6% | 38.2% | 66.7% | 100.0% | 65.2% | 44.4% |

| Componente | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| IPCA Total | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Inércia | 0.0% | -1.5% | 12.0% | 5.8% | 13.4% | 10.9% | 4.7% | 29.3% |
| Expectativa | -2.3% | 3.6% | 7.8% | 8.2% | 10.7% | 10.8% | 6.8% | 11.0% |
| Repasso Cambial | -5.6% | -3.7% | -3.4% | 10.3% | 5.9% | -0.5% | 14.7% | -2.7% |
| Choque de Oferta | -5.8% | 33.3% | 14.5% | 12.5% | 3.2% | 13.6% | 8.1% | 10.7% |
| Inflação Livre | 86.3% | 49.9% | 43.8% | 49.7% | 64.3% | 49.0% | 27.3% | 41.7% |
| Inflação admin. | 27.4% | 18.6% | 25.2% | 13.5% | 2.5% | 16.2% | 38.4% | 10.2% |

Fonte: Banco Central

Vamos agora, antes de entrar na análise detalhada em cada ano, fazer uma introdução a cada um dos seis componentes mostrados acima para facilitar o que faremos posteriormente na descrição dos anos. Vamos também entender a relação entre esses componentes e como que eles podem afetar uns aos outros. A intenção aqui é deixar claro o que cada fator representa, em termos de seu efeito sobre a inflação no período, e de que forma eles se relacionam entre si para que, em um segundo momento, quando explorarmos esses fatores separadamente por ano, saibamos interpretar o tamanho da sua proporção de acordo com cada momento e situação econômica vigente.

Os dados da tabela 3, onde se apresentam os percentuais dos componentes da inflação, servirão para faremos gráficos com a evolução de cada índice, o que facilita a percepção visual da contribuição de cada um deles.

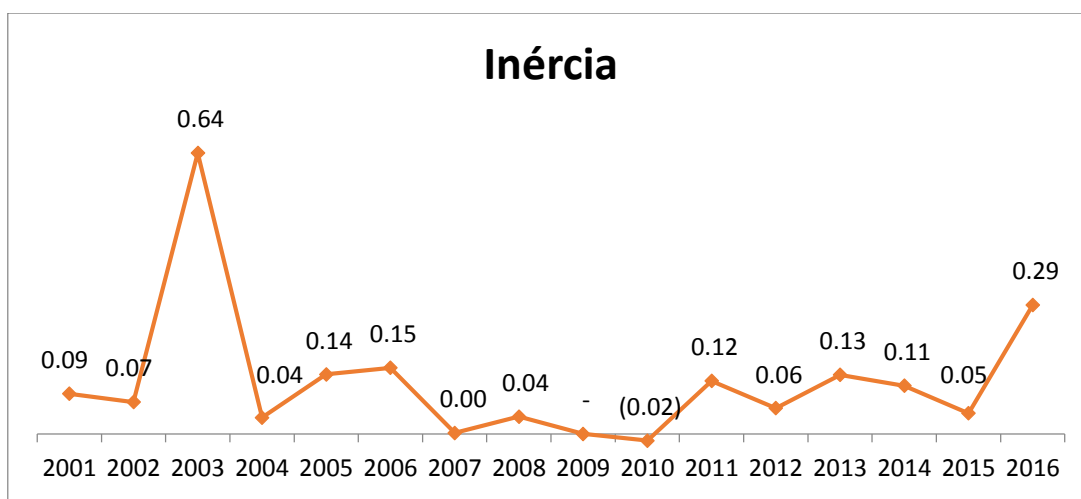
4.1. Inércia

Como falamos no capítulo 2, Gustavo Franco define a inércia inflacionária um artigo que trata sobre o assunto como: “inércia – aí entendida de forma ampla não somente como a “memória” inflacionária, mas também como a resistência da sociedade

a uma iniciativa de estabilização”. Isso significa dizer que a inflação corrente está atrelada à dinâmica inflacionária dos períodos anteriores, porém para saber quantos períodos anteriores afetam a inflação hoje é preciso medir o grau de inércia de cada país. Existem diversas formas de fazer esse cálculo, contudo a forma mais simples consiste em regredir a taxa de inflação em suas várias defasagens e calcular a soma dos coeficientes desses termos defasados. No entanto, não vamos entrar no detalhe desses cálculos, o importante é saber que, como descrito no boxe do relatório de inflação de setembro de 2015¹³, “A literatura empírica usualmente decompõe a inércia da inflação em: (i) persistência intrínseca, relacionada à própria natureza do processo de fixação de preços; (ii) persistência gerada pelas expectativas, advinda, por exemplo, da rigidez de informação, como em Mankiw e Reis (2002); e (iii) persistência extrínseca, produzida por outros fatores, tais como hiato do produto, juros e choques, que é transmitida para a inflação”. Esse efeito de defasagem na prática se manifesta principalmente a partir dos mecanismos de indexação.

Como podemos ver no gráfico abaixo, a proporção em que a inércia afetou a inflação ao longo dos anos variou bastante, ou seja, o grau de inércia mudou ao longo do tempo, refletindo condições econômicas próprias de cada ano.

Gráfico 2: Variação da proporção da componente inércia sobre a inflação de 2001 a 2016



Fonte: Banco Central

¹³ Boxe “Inércia Inflacionária e Determinantes das Expectativas de Inflação” do Relatório de Inflação de setembro de 2015

Em destaque, temos os anos de 2003 e 2016, onde a inércia representou de acordo com os cálculos do Banco Central, respectivamente, 64% e 29%, do total da inflação de cada ano, respectivamente. Esses números fazem sentido quando olhados juntamente com o índice de inflação dos anos imediatamente anteriores, nos quais a inflação ultrapassou os limites de meta de inflação. Em 2002 o índice chegou a 12,5% a.a e em 2015, 10,67% a.a. Isso nos mostra que, quando no ano anterior o índice de inflação ultrapassa as expectativas da sociedade, no ano imediatamente posterior o medo da desvalorização real da moeda se traduz em inércia inflacionária alta. Isso prejudica a ação do Banco Central para condução da política monetária e significa para a economia como um todo maior custo em termos de produto para fazer com que a inflação retorne à meta pré-estabelecida.

Dessa forma, podemos dizer que a inércia é um componente intrínseco à economia e influenciado por outros componentes. Em 2003 ele foi influenciado principalmente pelo forte repasse cambial que ocorreu em 2002, onde 46% da inflação foi justificada por esse componente segundo o relatório do Banco Central. Já em 2016, a inércia foi resultado principalmente do choque no ajuste de preços administrados feito pelo governo brasileiro em 2015.

4.2. Expectativa

O segundo componente, a expectativa de inflação, tem relação com o impacto das perspectivas futuras dos agentes sobre a inflação. Contudo, a expectativa de inflação não é facilmente observada e por isso são utilizadas medidas que se aproximam desse componente. A mais utilizada nos cálculos do Banco Central, são expectativas extraídas de séries do mercado financeiro¹⁴. Uma das séries mais utilizadas é das operações das NTN-Bs e LTNs, pois a diferença entre a taxa prefixada das LTNs e a taxa de juros real das NTN-Bs é de fato a aposta dos agentes sobre a inflação futura. Dessa forma, os preços desses ativos financeiros refletem as expectativas de inflação futura¹⁵.

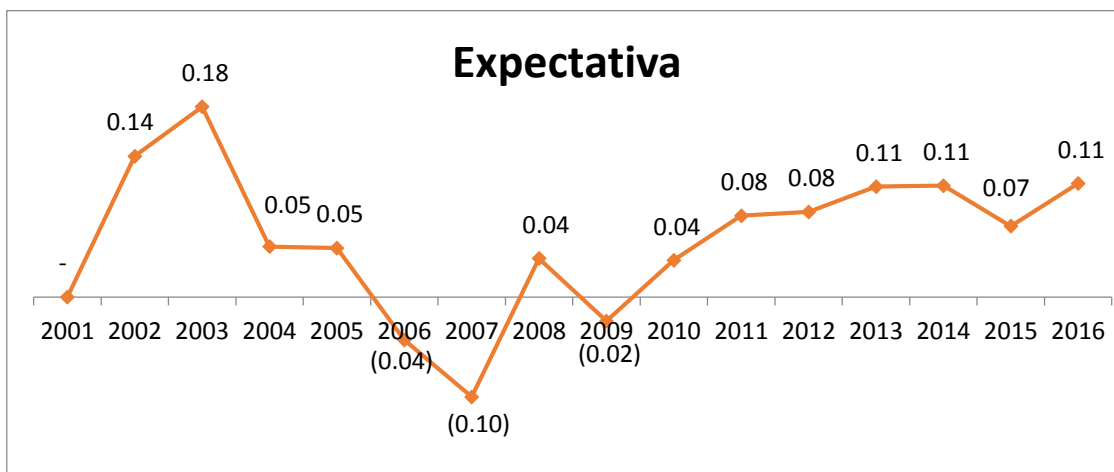
¹⁴ Boxe “Extração de Expectativas de Inflação a partir de Instrumentos Financeiros” do Relatório de Inflação de junho de 2013

¹⁵ Segundo o boxe “Decompondo a Inflação Implícita”, do Relatório de Inflação de Dezembro de 2014, a diferença entre as taxas de juros nominal e real de títulos com características similares é na verdade a definição de inflação implícita, a qual comumente é relacionada à expectativa de inflação, porém existem diferenças entre elas. A inflação implícita é igual à expectativa de inflação mais o prêmio de risco da inflação, que equivale à remuneração adicional que os agentes exigem para compensar o risco de a

Além das expectativas extraídas do mercado, é preciso lembrar que tanto a meta para a inflação quanto a taxa Selic exercem uma forte influência sobre a formação das expectativas inflacionárias, pois, uma vez que há credibilidade por parte do Banco Central, a sociedade entende que através da manipulação da taxa Selic (instrumento de política monetária do Brasil), o Banco Central irá conduzir a inflação para o intervalo dentro da meta estabelecida.

Abaixo, podemos observar o gráfico da expectativa de inflação ao longo dos anos e é possível perceber que 2003 e 2016 foram anos que esse componente também foi mais alto em comparação a outros anos. Dessa vez, numa dinâmica um pouco diferente onde se observa certo aumento crescente nos anos posteriores até chegar nos anos em questão, o que é diferente do caso da inércia, onde de fato existem picos. Isso acontece pois, como mostramos acima que grande parte desse componente é identificado através da proxy de preços dos ativos do mercado financeiro, esse mercado responde muito mais rápido à notícias de PIB e juros do que a inércia, logo nos próprios anos onde a inflação começa a se mostrar mais alta, as expectativas rapidamente são reajustadas.

Gráfico 3: Variação da proporção da componente expectativa sobre a inflação de 2001 a 2016



Fonte: Banco Central

Esse componente da inflação é intrínseco à economia, influenciado por outros componentes principalmente a inflação dos preços livres. Isso pode ser notado em 2004,

trajetória efetiva divergir da esperada, menos o prêmio de liquidez, que é recompensa pela dificuldade de revender os títulos, mais a convexidade, representa a diferença entre a inflação implícita e a inflação esperada em um mundo neutro ao risco.

no ano seguinte a um pico nas expectativas de inflação, onde o percentual de preços livres fora um dos mais altos ao longo dos anos de nossa análise. Como já foi dito acima sobre a inércia, esse componente também afetou bastante o percentual alto da inflação dos preços livres.

Outros anos que também chamam atenção são os anos em que a expectativa de inflação se mostra negativa. Tanto 2006, 2007, quanto 2009 foram anos em que esse componente da inflação contribuiu para que ela fosse mais baixa. Ao verificarmos a inflação acumulada dos anos justamente anteriores aos citados acima, podemos ver que 2005, 2006 e 2008 foram anos que apresentaram um nível de inflação supercontrolado e que não sofreram nenhum efeito de choque em nenhum dos componentes, até por isso, nesses três anos o maior componente inflacionário foi o de inflação livre. O ano de 2007, que foi o ano com menor percentual de expectativa de inflação, -10%, é quando isso fica mais evidente pois 2006 foi o ano em que a inflação acumulada foi a menor desde a implantação do Plano Real e, inclusive, foi o único ano em que a inflação ficou na banda inferior da meta.

4.3. Repasse Cambial

O repasse da taxa de câmbio para a inflação é definido por Campa e Goldberg (2005): “*The textbook definition of exchange rate pass-through (ERPT) is the percent change in local currency import prices resulting from a one percent change in the exchange rate between the exporting and importing country*”, ou seja, a variação percentual nos preços domésticos que ocorre devido a uma variação de 1% na taxa de câmbio nominal. Essa transmissão ocorre em dois estágios, de forma direta e indireta: o repasse cambial se dá nos preços dos produtos importados finais e intermediários e depois as mudanças nos preços dos importados são transmitidas para os preços no varejo doméstico através do aumento da demanda dos produtos nacionais.

Logo, é de se esperar que quaisquer mudanças na taxa de câmbio afetem diretamente o preço dos produtos importados e, conseqüentemente, a taxa de inflação. Contudo, o nível e velocidade do repasse cambial pode ser diferente dependendo de cada país, pois existem diversos fatores que afetam essas variáveis do repasse cambial. Dentre eles estão: o nível de abertura da economia, nível de substituíbilidade entre os produtos importados e os produtos domésticos, participação dos bens importados na

cesta de consumo, ancoragem das expectativas de inflação, eficácia da política monetária, expectativas quanto à duração da variação cambial, custos de ajustamento de preços, condições de demanda, entre outros¹⁶. Dessa forma, existe toda uma combinação de fatores que vai determinar o quanto a taxa de cambio vai contribuir para determinação da taxa de inflação. No caso do Brasil, houve uma grande diminuição do coeficiente de repasse cambial para os preços após a adoção do regime de meta para inflação em 1999¹⁷, o que é evidente uma vez que esse novo regime gerou maior confiança na condução de política monetária.

Apesar do nível de repasse cambial, como vimos acima, ser influenciado por fatores internos, o repasse cambial pode ser motivado por fatores exógenos, principalmente pelas condições econômicas dos países estrangeiros. Exógeno, por definição, é o que provém do exterior; é devido de causas externas. No nosso caso, devemos entender como questões macro e microeconômicas externas, ou seja, situações econômicas originadas em outros lugares fora do Brasil que atingem nosso país. Em 2001, que foi um dos anos de maior repasse cambial, os principais motivos para a desvalorização cambial foram a crise argentina e a recessão americana¹⁸. Já em 2012, quanto também houve uma contribuição significativa do repasse cambial para inflação no Brasil, o principal fator de desvalorização do real foi uma melhora na economia americana¹⁹.

Em contraponto, ao olharmos os anos de 2002 e 2015, os quais também foram anos de altíssimo repasse cambial, esse efeito tem mais a ver com crises internas do que com questões externas. Em 2002, o principal motivo para a desvalorização cambial e consecutivo repasse foi a incerteza política que se deu com a eleição do Presidente do Partido dos Trabalhadores, Luiz Inácio Lula da Silva. Havia por parte do mercado nacional e internacional dúvidas acerca da condução das políticas econômicas que seriam tomadas, o que tornou os investimentos poucos atrativos. Já 2015, a crise fiscal brasileira ocasionou um decréscimo das atividades econômicas em geral e a desvalorização do real foi inevitável.

¹⁶ Boxe “Repasse cambial para preços” do Relatório de Inflação de dezembro de 2008

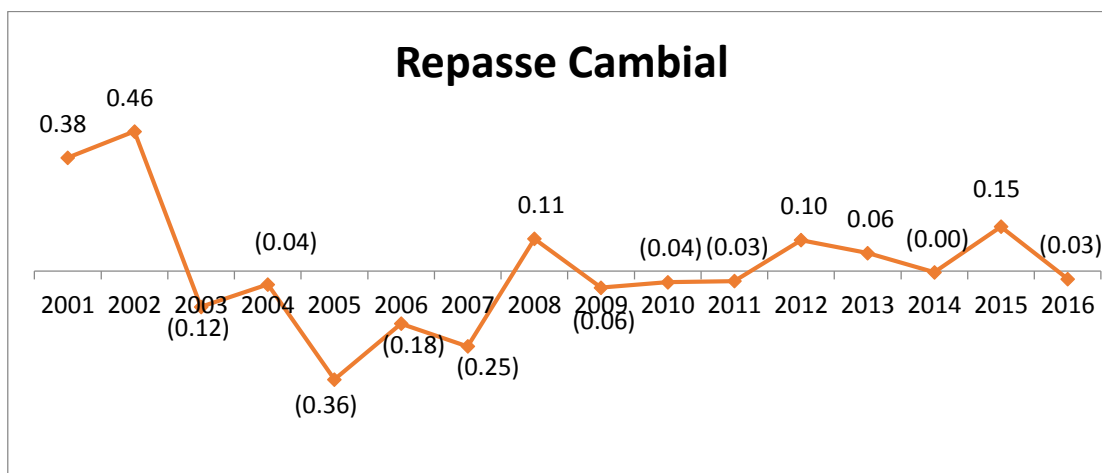
¹⁷ Boxe “Notas sobre repasse cambial” do Relatório de Inflação de setembro de 2001

¹⁸ Fonte: artigo da Nepom (Núcleo de Estudos de Política Monetária), “De 1999 a 2014: O que houve com o câmbio Brasileiro” (link da bibliografia)

¹⁹ Fonte: artigo da Nepom (Núcleo de Estudos de Política Monetária), “De 1999 a 2014: O que houve com o câmbio Brasileiro” (link da bibliografia)

No gráfico abaixo, pode-se notar a relevância da taxa de câmbio em diferentes anos no Brasil. Ao mesmo tempo em que em alguns anos o repasse cambial foi alto, em outros o repasse foi inclusive importante para a inflação ser menor. Isso acontece quando a moeda brasileira se valoriza em relação às moedas estrangeiras e com isso, os produtos importados passam a ser mais baratos para os brasileiros.

Gráfico 4: Variação da proporção do componente repasse cambial sobre a inflação de 2001 a 2016



Fonte: Banco Central

O repasse cambial foi forte principalmente em 2001, 2002 e 2015 e isso teve grande influência na inércia inflacionária em 2003 e 2016, ou seja, o repasse cambial tem forte relação com a dinâmica da inércia inflacionaria e contribui para que esta seja mais alta nos anos seguintes. Podemos entender que a sociedade tenta se proteger da desvalorização cambial com medo de que ela permaneça no ano seguinte, ou seja, que ela dure nos próximos períodos, e com isso ela antecipa sua influência negativa na inflação.

Em relação à duração da variação do câmbio, são Correa e Minella (2010) que chamam atenção para esse fator. Para os autores, a magnitude do repasse para os preços livres é menor quando a economia está desaquecida, pois nesse cenário o canal de transmissão via aumento da demanda por produtos internos seria menor já que esta estaria baixa e aumentar os preços faria as vendas fossem ainda menores. Eles também acreditam que quando a variação cambial é entendida como temporária o repasse também é menor, uma vez que existem custos para ajuste de preços. Esse cenário pode ser entendido em momentos da economia brasileira, como em 2003 e 2016, onde apesar

da uma taxa de câmbio de o real estar desvalorizada em relação a outros períodos, podemos observar no gráfico que o repasse nesses anos foi negativo.

4.4. Choque de Oferta

Esse componente da inflação passou a ser analisado pelo Banco Central apenas em 2011 na decomposição do índice de inflação do ano de 2010. Foi feita uma estimação e reajuste do efeito do choque de oferta retroativo até 2003 e por isso 2001 e 2002 não existem dados para esse componente (porém isso não significa que ele tenha sido zero). No box “Decomposição da inflação de 2010”, do relatório de inflação de março de 2011, eles explicam de que forma eles identificam esse componente: “O choque de oferta foi identificado em dois passos: na primeira etapa calculou-se o erro de previsão um passo à frente, proveniente da curva de Phillips de preços livres. Esse erro de previsão inclui um componente que pode ser identificado como choque de oferta, o qual impacta a inflação de preços livres. Na segunda etapa, o erro de previsão foi projetado no espaço gerado por inovações em índices de preços de *commodities* em reais – medidos pelo *Commodity Research Bureau* (CRB) e pelo Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br)² –, no preço internacional do petróleo, em reais, e no descasamento entre índices de preços no atacado e no varejo domésticos. Essas variáveis servem como instrumentos para identificar o choque de oferta utilizado na decomposição.”

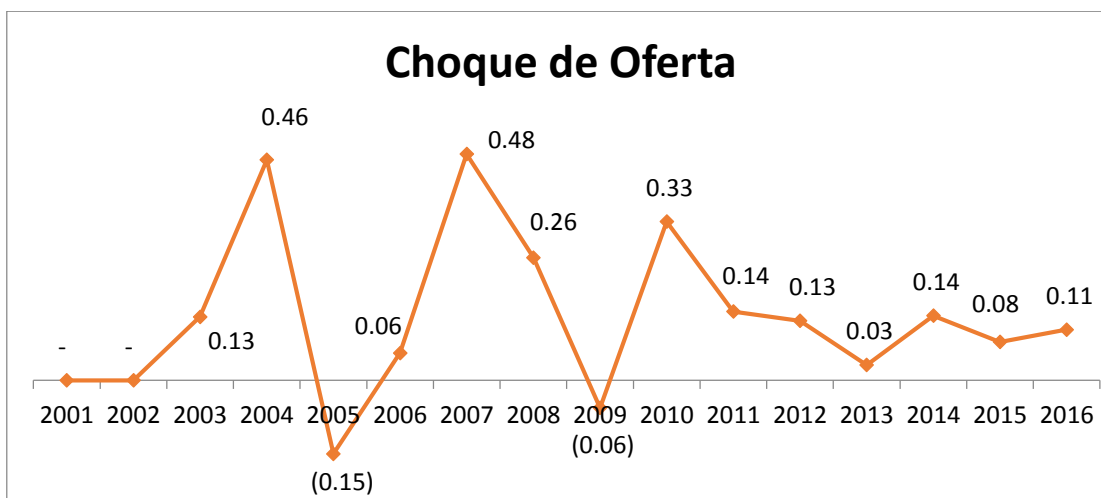
Nesse mesmo box citado acima, o BC define choques de oferta como surpresas que afetam diretamente as condições de produção. Essas surpresas podem ser tanto positivas como, por exemplo, quebras de safras agrícolas e racionamento de energia, quanto negativas, como o aumento da produtividade das empresas ou melhoria dos termos de troca.

Empiricamente, países que dependem muito da agricultura, extração e pecuária, e tem sua economia baseada na exportação de *commodities*, como o próprio Brasil, estão mais sujeitos ao choque de oferta do que os países mais baseados em tecnologia. Isso acontece, pois quando há uma quebra de alguma safra, a oferta desse determinado bem cai bruscamente e repentinamente há uma forte diminuição da quantidade desse produto no mercado. Consequentemente, pela lei da oferta e da demanda sabemos que o preço desse bem vai aumentar. Da mesma forma que o repasse cambial, a magnitude que o

choque de oferta é transmitido para os preços pode variar, dependendo da expectativa de duração desse choque.

Podemos ver pelo gráfico abaixo que a variância do efeito do choque de oferta é maior que dos outros componentes, isso acontece por conta da própria natureza dessa variável de ser imprevisível e repentina. O ano que esse componente contribuiu mais para o índice de inflação foi em 2004 (46%), 2007 (48%) e 2010 (33%). Em 2004, houve uma combinação de choques: o preço internacional de *commodities* aumentou cerca de 15%, quanto o preço do petróleo saiu de 30 dólares para 50 dólares o barril, afetando diretamente o preço de combustíveis, plásticos, embalagens. Já em 2007, o efeito mais forte se concentrou no boom dos preços das *commodities* agrícolas, principalmente dos grãos como arroz, milho, soja e trigo²⁰. Em 2010, o choque de oferta é decorrente principalmente de adversidades climáticas observadas na Rússia, no Paquistão e outras regiões produtoras de *commodities* agrícolas²¹.

Gráfico 5: Variação da proporção do componente choque de oferta sobre a inflação de 2001 a 2016



Fonte: Banco Central

O choque de oferta é um componente exógeno, pois não existe nenhum outro fator interno que tenha influência sobre ele, inclusive, muitos dos choques que falamos

²⁰ Fonte: “Crise de *Commodities*: Uma comparação entre os choques de 2007/2008 com o atual” – Monografia de conclusão de curso de Izabel Leal (link na bibliografia)

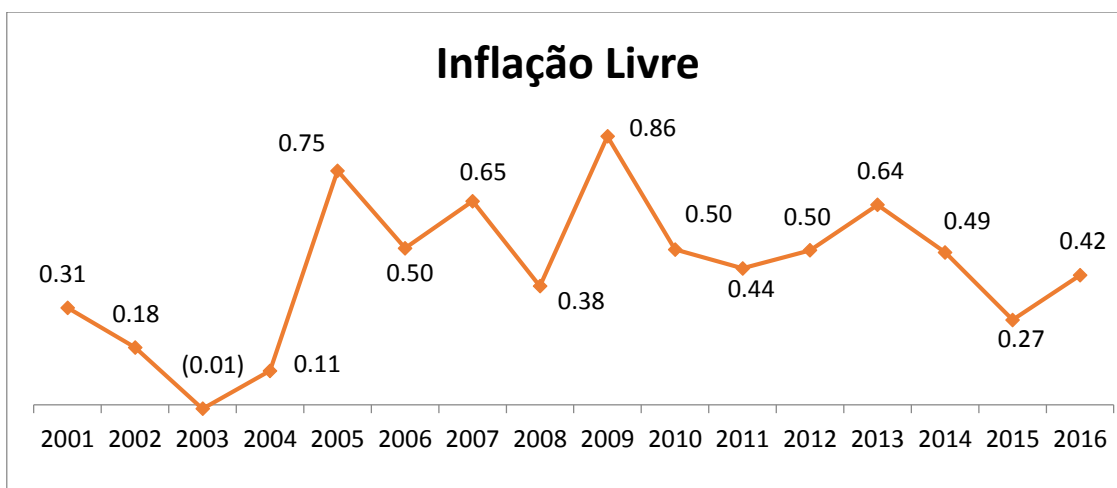
²¹ Fonte: “Crise de *Commodities*: Uma comparação entre os choques de 2007/2008 com o atual” – Monografia de conclusão de curso de Izabel Leal (link na bibliografia)

acima, foram choques de oferta que ocorreram no mundo inteiro e afetaram as condições econômicas brasileiras. Contudo, o choque de oferta tem forte influência sobre os preços livres. Podemos notar isso através da tabela 3 onde mostramos a decomposição percentual. Nos três anos seguintes à 2004, 2007 e 2010 a inflação de preços livres foi muito alta; tanto em 2005, 2008 e 2011 a inflação livre foi o maior componente da inflação. Isso acontece por conta da influência que o choque de oferta tem posterior em outros preços.

4.4. Inflação Livre

A inflação livre é qualquer aumento nos preços de bens e serviços não regulados pelo governo que ocorre e não é explicado por nenhum fator descrito acima. Apesar de esse fator ser analisado tirado a influência dos fatores indicados acima, os preços livres são em T+1 consequência ou repasse dos efeitos acima como já foi falado anteriormente. A inflação livre em grande parte dos anos, como pode ser visto no gráfico abaixo, representou um percentual grande do total da inflação, especialmente nos anos em que não houve nenhum choque cambial, de oferta, político e externo, ou seja, anos de significativa estabilidade.

Gráfico 6: Variação da proporção da componente inflação livre sobre a inflação de 2001 a 2016



Fonte: Banco Central

Esses anos de relativa estabilidade podem ser entendidos como anos em que a inflação foi controlada e dentro dos patamares estabelecidos pelo Banco Central. O exemplo mais evidente é o ano de 2003 onde a inflação livre foi até negativa, mas ainda

os anos de 2008 e 2015 também chamam atenção. Em 2003 esse valor negativo significa que não houve aumento de preços que não tenha relação direta com os outros componentes se nos outros dois anos mencionados, a contribuição foi menor.

É possível entender essa relação a partir da ideia de que normalmente períodos em que a inflação sofre algum pico de alta estão relacionados com momentos em que algum fator específico tenha contribuído mais fortemente para esse efeito. No ano de 2002, por exemplo, houve uma incerteza quanto à condução econômica do partido do PT que foi principal causa da inflação; em 2008 a crise financeira dos Estados Unidos e em 2015 a crise fiscal brasileira.

4.6. Inflação Administrados

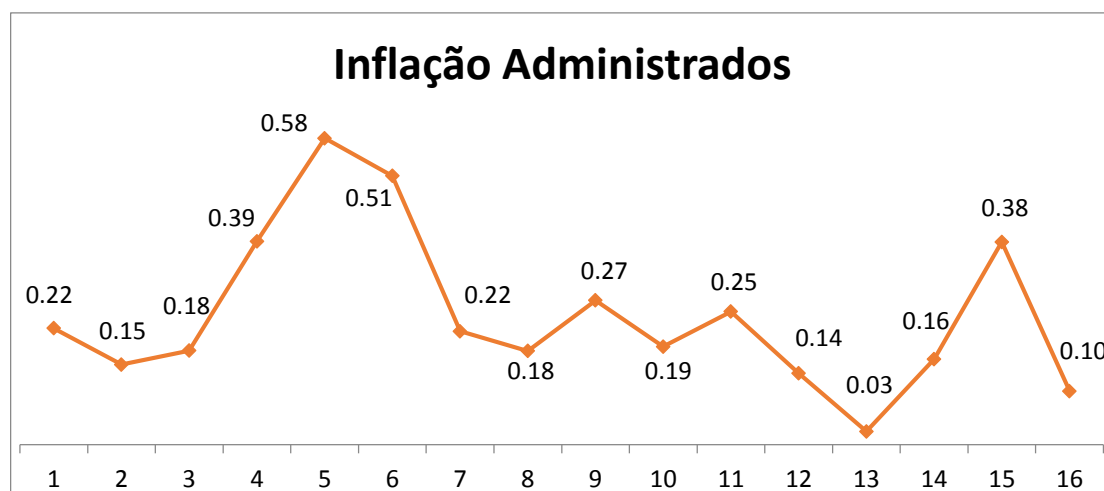
Como definido pelos membros do Banco Central no boxe “Preços Administrados por Contratos e Monitorados: atualização dos modelos de projeção e dos coeficientes de repasse cambial” do relatório de inflação de junho de 2012, no qual eles discutem atualização dos modelos de projeção e dos coeficientes de repasse cambial, os “preços administrados por contratos e monitorados (“preços administrados”) são aqueles estabelecidos por contrato, por órgão público ou agência reguladora e, geralmente, são menos sensíveis às condições de mercado.”

Os principais itens administrados são: produtos farmacêuticos, plano de saúde, ônibus urbano, telefone fixo, taxa de água e esgoto, emplacamento e licença, pedágio, gás encanado, metrô, multa e correio e esse grupo representa mais de 25% do IPCA. Contudo, os de maior peso dentro dos itens administrados no índice IPCA são ônibus urbano, gasolina, energia elétrica, gás, remédio e telefone fixo os quais juntos representam mais de 60% do total desse grupo. Logo, podemos entender esses 6 itens como os principais aceleradores da inflação nos anos em que a inflação dos administrados tenha sido muito alta. Os preços administrados podem ser determinados tanto no âmbito municipal quanto no estadual e federal.

De acordo com o gráfico abaixo, 2004, 2005, 2006 e 2015 foram anos de forte reajuste nos preços dos bens e serviços monitorados. Nesses anos esse componente foi o maior motor inflacionário e vamos ver no capítulo seguinte exatamente quais produtos ou serviços foram os responsáveis por isso em cada um desses anos.

É importante falar que o preço dos produtos administrados tem forte influência sobre diversos outros bens e serviços da economia. Ao analisar itens citados acima, todos são básicos para qualquer outra atividade da economia. Isso faz com que o aumento dos produtos administrados influencie o aumento de outros bens da economia, ou seja, esse componente da inflação apesar de exógeno (determinado pelo governo brasileiro) tem forte influência no aumento de outros preços na economia.

Gráfico 7: Variação da proporção do componente inflação administrada sobre a inflação de 2001 a 2016



Fonte: Banco Central

Capítulo V: Decomposição da inflação por ano de 2001 a 2016

Uma vez compreendido os componentes da inflação e a interação entre eles, vamos nesse capítulo, diferentemente do capítulo 4, olhar a inflação acumulada em cada ano e destacar os principais motivos que a mantiveram no seu patamar anual. Nosso objetivo aqui é apontar e entender um pouco mais profundamente os principais pontos fora da curva que contribuíram para que a inflação tenha sido maior em determinados anos e também para os momentos de estabilidade que mantiveram a inflação controlada e dentro das expectativas.

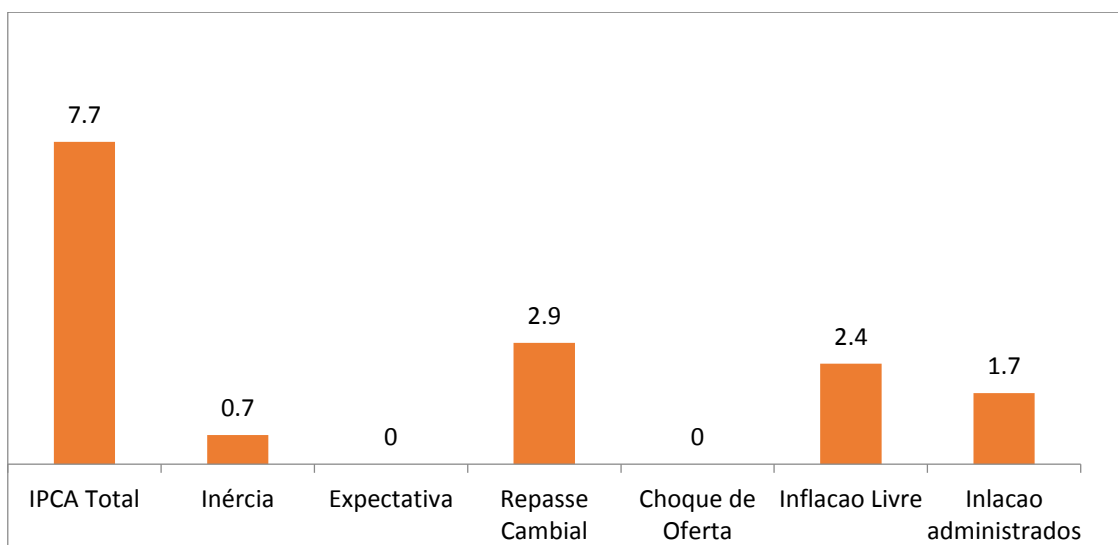
5.1. 2001

Armínio Fraga, na primeira Carta Aberta do Ministro da Fazenda ao Presidente da República²² escreveu: “Em 30/6/1999, o Conselho Monetário Nacional fixou como metas os valores de 8,0%, 6,0% e 4,0% para a variação do IPCA para os anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente, assim como os intervalos de tolerância de 2 pontos percentuais acima e abaixo das metas centrais. Nos dois primeiros anos do programa, a meta foi cumprida, com a inflação medida pelo IPCA situando-se em 8,9% e 6,0% em 1999 e 2000, respectivamente. Já em 2001 a inflação atingiu 7,7%, situando-se, portanto, acima do valor de 6%, que corresponde ao intervalo superior da meta inflacionária. Portanto, estou enviando esta carta aberta a Vossa Excelência com a descrição das causas que levaram ao não cumprimento da meta, as providências a serem tomadas para que a inflação retorne aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que as providências tomadas surtam efeito. ”

Na carta ele descreve os fatores tanto externos quanto internos que fizeram com que a inflação não se encaixasse nos limites do intervalo pré-estabelecido e nós também iremos apontá-los aqui. Antes disso, vale olhar a decomposição da inflação de 2001.

²² Carta ao Ministro da Fazenda de 2002

Gráfico 8: Decomposição da inflação em 2001



Fonte: Banco Central

Após olhar o gráfico vemos que mais de um terço da inflação foi causada por conta do repasse cambial. Como inclusive já foi citado no capítulo anterior quando falamos especificamente de repasse cambial, 2001 foi um dos anos em que esse componente foi mais forte e os principais motivos que causaram a desvalorização do real neste ano foram a crise argentina e a recessão Americana. Nos Estados Unidos ocorreram os ataques terroristas de setembro de 2001, que causaram não só uma estagnação da economia americana, como no mundo inteiro. O choque foi tão grande que as incertezas fizeram com que os níveis de investimento caíssem em todos os países. Além disso, o Banco Central americano elevou a taxa de juros americana, o que atraiu entrada de capitais para lá e conseqüentemente fuga de capitais do Brasil.

Já a crise argentina, teve um impacto mais direto em relação ao nosso país por conta das fortes relações econômicas e comerciais entre os dois países. Além dos negócios com a Argentina terem diminuído muito impactando a balança comercial, havia um medo por parte dos outros países de que o Brasil pudesse vir a entrar numa crise econômica como a Argentina. Logo, mais uma vez a falta de confiança externa implicou na queda na entrada de dólares no nosso país. Quanto menos dólar entrando, menor a sua oferta e maior o seu preço e rapidamente o real despencou de valor.

Tanto a crise Argentina quanto a recessão dos Estados Unidos são exemplos de acontecimentos externos que tiveram impacto direto no Brasil. É possível entender que praticamente toda inflação devida do repasse cambial é graças a fatores exógenos.

Contudo, não foram apenas questões externas que afetaram a inflação neste ano. Internamente, alguns preços administrados aumentaram mais do que o esperado. O aumento do preço da energia foi de 18% enquanto o aumento no preço da gasolina foi de 8%.

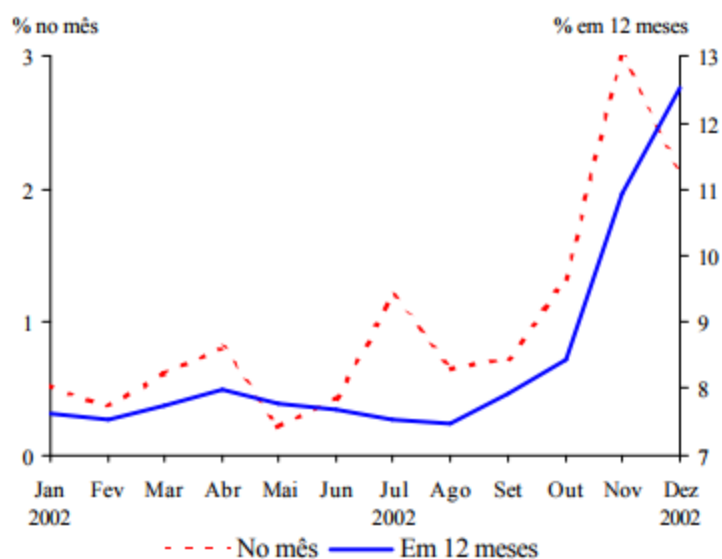
5.2. 2002

Não diferente de 2001, a inflação em 2002 também ultrapassou os limites estabelecidos pelo Banco Central. O IPCA acumulado do ano foi de 12,5% frente à ao centro da meta que era 3,5% com um intervalo de 2 pontos percentuais para cima (ou para baixo), ou seja, a inflação ultrapassou o limite máximo definido em mais de 6 pontos percentuais - não é à toa que 2002 foi o ano que teve a maior inflação nos últimos 10 anos.

No entanto, as razões para o descumprimento da meta de inflação em 2002 foram muito diferentes do seu ano posterior. O que aconteceu em 2002, ao contrário de 2001, foi uma grave crise de confiança interna. Foi ano de eleições Presidenciais, no qual o eleito foi Lula- Luís Inácio Lula da Silva, do Partido dos Trabalhadores. A entrada do PT no governo, o qual sempre se denominou um partido socialista, gerou uma incerteza nos mercados locais e mundiais acerca da condução de política econômica que viria a ser implementada no Brasil a partir de 2003. Essa crise de confiança fez com que houvesse uma queda brusca no investimento, tanto interno quanto externo e isso gerou menor consumo, maior desemprego e queda do produto interno bruto, três componentes que tem impacto negativo direto sobre a inflação.

Podemos ter mais confiança acerca dos motivos apontados acima depois de observar o gráfico abaixo. Nele, é possível ver que a inflação ao longo do ano de 2002 estava controlada e apenas a partir do terceiro trimestre, quando aconteceram as eleições para Presidente do Brasil e conseqüentemente as incertezas em relação ao futuro do país, o nível de preços disparou.

Gráfico 9: Variação da inflação em 2002



Fonte: Carta ao Ministro da Fazenda de 2003

Antônio Palocci, o ministro da fazenda naquele ano, recebeu as explicações de Henrique Meirelles²³: “As dificuldades enfrentadas pelo País se refletiram principalmente sobre a taxa de câmbio e as expectativas de inflação. A depreciação acentuada da taxa de câmbio e a deterioração das expectativas de inflação tiveram fortes impactos sobre a inflação, levando ao descumprimento da meta de inflação para o ano de 2002. Neste sentido, o não cumprimento da meta em 2002 pode ser atribuído a três fatores: i) forte depreciação cambial; ii) evolução dos preços administrados por contrato e monitorados; e iii) deterioração das expectativas para a inflação. ”

5.3. 2003

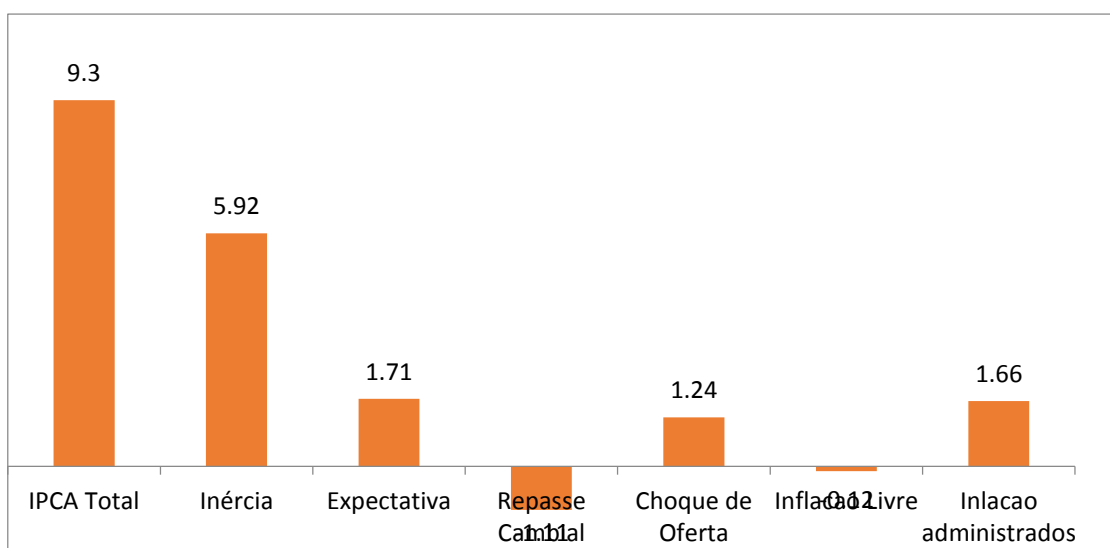
Pelo terceiro ano consecutivo, a inflação acumulada durante os doze meses do ano extrapolou os limites da meta de inflação. Em carta aberta ao Ministro da Fazenda, o Presidente do Banco Central justifica essa ocorrência através dos acontecimentos de 2002. Henrique Meirelles mostra através de gráficos que a maior parte da inflação de

²³ Carta ao Ministro da Fazenda de 2003

2003 se concentrou nos primeiros meses do ano, refletindo ainda as incertezas em relação a política monetária que viriam a ser realizadas no Brasil²⁴.

Podemos ver, de acordo com o gráfico abaixo que a inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta do ano anterior foi o maior componente da variação do IPCA em 2003, representando 65% da inflação total deste ano. Isso mostra um medo da sociedade em relação à desvalorização da moeda, que fez com que ela refletisse os altos preços estabelecidos em 2002, ou seja, a memória inflacionária foi muito alta.

Gráfico 10: Decomposição da inflação em 2003



Fonte: Banco Central

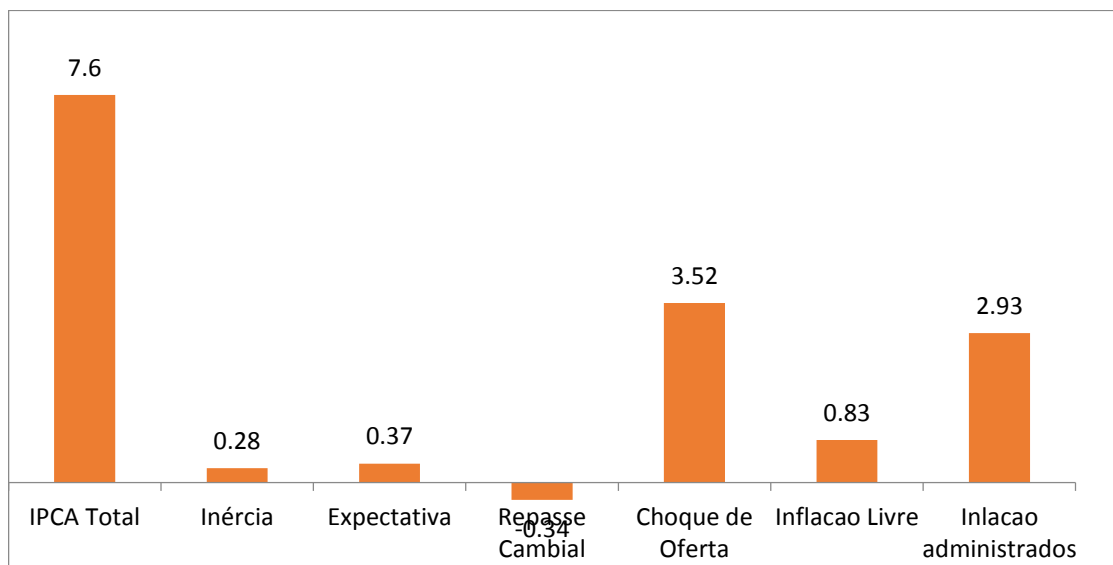
Portanto, de fato grande parte do aumento de preços em 2003 foi reflexo dos acontecimentos de 2002, tanto que, a partir da metade de 2003, as expectativas de inflação começaram a se ajustar para baixo. Aos poucos o mercado passou a confiar no discurso do novo Presidente de que manteria as políticas econômicas que estavam sendo feitas e as incertezas foram sendo eliminadas. “A partir de meados de 2003, passou a vigorar um quadro bastante diferente, marcado pela recuperação da confiança nas perspectivas da economia e pela volta à normalidade macroeconômica. Os resultados da política econômica tornaram-se mais evidentes, dissipou-se o ambiente de incertezas acentuadas e a inflação retornou a níveis estáveis e relativamente baixos”, escreveu o Henrique Meirelles na Carta Aberta de 2004.

²⁴ Carta ao Ministro da Fazenda de 2004

5.4. 2004

O ano de 2004 seguiu a tendência de queda de inflação observada a partir de meados de 2003, após o ajuste das expectativas do mercado em relação ao novo governo brasileiro. Depois de 3 anos de descumprimento da meta, neste ano o aumento do nível de preços se estabeleceu dentro dos valores esperados pelo BC.

Gráfico 11: Decomposição da Inflação de 2004



Fonte: Banco Central

O IPCA acumulado do ano foi de 7,4%, dos quais quase 50% foram justificados pelo componente choque de oferta e 40% pelo aumento dos preços administrados sendo que ambos efeitos estão relacionados. Neste ano o preço do petróleo sofreu um forte reajuste. Ele saiu de 30 dólares o barril para 50 dólares, ou seja, um aumento maior que 65%. Como o petróleo é matéria prima importante na indústria brasileira e o Brasil, um país importador desse produto, nós sofremos diretamente com a elevação desse preço.

O aumento do preço do petróleo ocorreu por conta de uma restrição da oferta desse produto que veio a partir do fortalecimento da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep)²⁵ que estabeleceu cotas de produção para cada país e desaceleração nos investimentos para aumento da produção. Como o combustível é um preço administrado pelo governo brasileiro, esse fator reajustou para cima o componente dos preços monitorados também neste ano.

²⁵ Boxe “Oscilações no preço do petróleo de impactos sobre a economia brasileira” do Relatório de Inflação de setembro de 2004

5.5. 2005

Neste ano a inflação foi 5,7% com destaque maior sobre os efeitos do repasse cambial. Diferente de 2001 e 2002, desta vez a variação cambial contribuiu para uma queda da inflação no Brasil. Esse componente foi responsável por diminuir o aumento dos preços em 36% em 2005, sendo parte disso repassada aos preços livres e outra parte aos preços administrados.

No boxe “Decomposição da inflação de 2005”, do relatório de inflação de março de 2006, o BC fala sobre a importância da taxa de câmbio sobre a variação do nível de preços no Brasil: “O comportamento da inflação em 2005 evidencia que a taxa de câmbio constitui-se, no caso de uma economia aberta como a brasileira, num mecanismo adicional de transmissão de política monetária. Naturalmente, a apreciação cambial observada no ano não poder atribuída unicamente à ação da política monetária, tendo em vista o cenário externo extremamente favorável e os efeitos sobre a percepção de risco-país das medidas de política econômica implementadas pelo governo para fortalecer a capacidade da economia brasileira de resistir a choques.

5.6. 2006

Este ano teve a menor inflação já observada desde a adoção do Real em 1994. A tendência de queda da inflação dos anos anteriores se manteve ao longo de 2006 e índice indicou um aumento de preços de apenas 3,14%. Assim como em 2005, a variação da taxa de câmbio foi um importante fator de diminuição da inflação, representando 18% do total.

No boxe em que o BC faz a decomposição da inflação de 2006²⁶, eles falam sobre os importantes fatores que contribuíram para esse bom comportamento da taxa de câmbio. Dentre eles, são destacados os superávits da balança comercial, boa saúde dos mercados financeiros internacionais e os efeitos sobre a percepção de risco país de medidas de política econômica que fortaleceram a capacidade da economia brasileira de resistir a choques. Ou seja, foi um conjunto de situações macroeconômicas favoráveis interna e externamente.

²⁶ Boxe “Decomposição da Inflação de 2006 ” do Relatório de Inflação de março de 2007

Em relação aos preços livres e administrados, a variação negativa desses componentes diminuiu muito de 2005 para 2006. A inflação livre saiu de 4,29 para 1,58, enquanto a inflação dos administrados caiu de 3,31 para 1,6. Ambos resultados são consequência não só da boa condução de política monetária, mas como de choques de oferta positivos que ocorreram principalmente ao longo de 2005 (quando a contribuição do componente choque de oferta foi negativa para a inflação) e tiveram seu efeito sentido em 2006.

5.7. 2007

Em 2007 o IPCA subiu um pouco em relação ao ano anterior, fechado no acumulado de janeiro a dezembro 4,46%. O que chama mais atenção na decomposição deste ano é que três dos componentes da inflação foram quase zero ou até negativos. O repasse cambial seguindo a tendência dos quatro anos anteriores foi importante para desacelerar a inflação, já a inércia não teve praticamente nenhum efeito sobre a inflação deste ano, o que faz sentido ao pensarmos que 2006 a variação de preços foi baixa e sem surpresas para o governo e para sociedade. A diferença entre as expectativas e a meta também foi negativa, o que mostra a credibilidade que tanto o governo quanto o Banco Central conseguiram alcançar nos últimos 4 anos na condução de política econômica e monetária²⁷.

5.8. 2008

O mundo inteiro sofreu em 2008 com a crise imobiliária que ocorreu nos Estados Unidos e se espalhou por todos os mercados financeiros. Contudo, julga-se que diante do tamanho da crise, a qual praticamente quebrou a bolsa americana e bancos gigantescos, como Lehman Brothers, os efeitos negativos no nosso país foram relativamente controlados e fracos, por conta principalmente de políticas de fortalecimento das defesas da economia contra choques externos que estavam sendo implementadas²⁸.

²⁷ Boxe “Decomposição da Inflação de 2007 ” do Relatório de Inflação de março de 2008

²⁸ Boxe “Decomposição da Inflação de 2008 ” do Relatório de Inflação de março de 2009

O maior efeito foi via depreciação do real e queda dos investimentos estrangeiros, que além de diminuir a atividade econômica do país, acabou influenciando uma inflação maior neste ano. Na prática, houve uma grande reversão dos fluxos de capitais e queda das exportações brasileiras que acarretaram numa balança financeira e comercial desfavoráveis. A queda na entrada de dólar no país, tanto via exportações quanto via investimentos fizeram com que a oferta de dólar caísse e o real depreciasse.

O efeito do repasse cambial nesse ano foi alto em relação aos anos anteriores, nos quais o componente do repasse estava contribuindo para uma inflação menor. Após 5 anos o repasse cambial foi negativo para inflação e representou mais de 10% do seu total neste ano. Mesmo que esse componente tenha sido mais alto no passado (2001 e 2002) é preciso observar que no ano imediatamente anterior a 2008 o componente contribuiu com -25%.

5.9. 2009

A trajetória de inflação em 2009 retornou à tendência dos anos anteriores (excluindo o ano de 2008 onde sofremos um choque exógeno). A contribuição da inércia, expectativa de inflação e repasse cambial foram zero ou negativas.

Esse retorno à tendência de baixa na variação dos preços pode ser associado em parte à política de fortalecimento das defesas da economia contra choques externos que já comentamos acima. Além disso, podemos também atribuir esses resultados à credibilidade no Banco Central na condução de política monetária, a qual vinha mantendo a inflação em patamares compatíveis com a trajetória de metas e que se ajustou rapidamente ao longo do ano passado às mudanças no cenário externo. A confiança da sociedade em relação as metas de inflação fizeram com que as expectativas de inflação para horizontes mais longos tenham permanecido bem ancoradas²⁹.

5.10. 2010

Em 2010 o Banco Central passou a incluir o sexto componente de decomposição da inflação, o choque de oferta, e, como falamos na sessão específica desse

²⁹ Boxe “Decomposição da Inflação de 2009 ” do Relatório de Inflação de março de 2010

componente, foi feita uma revisão da decomposição dos anos anteriores para incluir os efeitos desses choques.

Não é à toa que neste ano esse componente foi alto, representando 33% do total da variação dos preços, enquanto os outros componentes permaneceram bem-comportados. Isso se deve à trajetória consistente de elevação dos preços de *commodities* agrícolas no mercado internacional.

Um dos boxes do relatório de setembro de 2010 descreve alguns aumentos nos preços dos produtos agrícolas e as principais razões: “as elevações registradas nos preços dos itens açúcares e derivados, 16,77%; cereais, leguminosas e oleaginosas, 16,54%; e alimentos in natura, 16,02%, as duas último reflexo de condições climáticas adversas sobre a produção de arroz e o transporte dos alimentos in natura, no Centro-Sul, e sobre as safras de feijão, no Nordeste. A continuidade da trajetória crescente dos preços do açúcar, iniciada nos últimos meses de 2009, além de seguir influenciada pelas quebras das duas últimas safras na Índia, incorporou o efeito da redução da produtividade na produção de cana-de-açúcar decorrente do excesso de chuvas que atingiu a região Centro-Sul. Os preços de pescados, aves e leite aumentaram 6,73% nos quatro primeiros meses do ano, refletindo fatores de oferta, com ênfase no efeito de condições climáticas adversas sobre a produção de leite, e de demanda, como o impacto sazonal da semana santa sobre os preços de pescados. (...) A trajetória dos preços dos alimentos nos últimos meses de 2010 poderá voltar a pressionar a inflação medida pela variação do IPCA. Esta perspectiva reflete, em especial, o choque de oferta decorrente das adversidades climáticas observadas na Rússia, no Paquistão e em diversas regiões produtoras de *commodities* agrícolas, e seu impacto sobre os preços de importantes itens da cadeia produtiva no grupo alimentação ao consumidor. ”

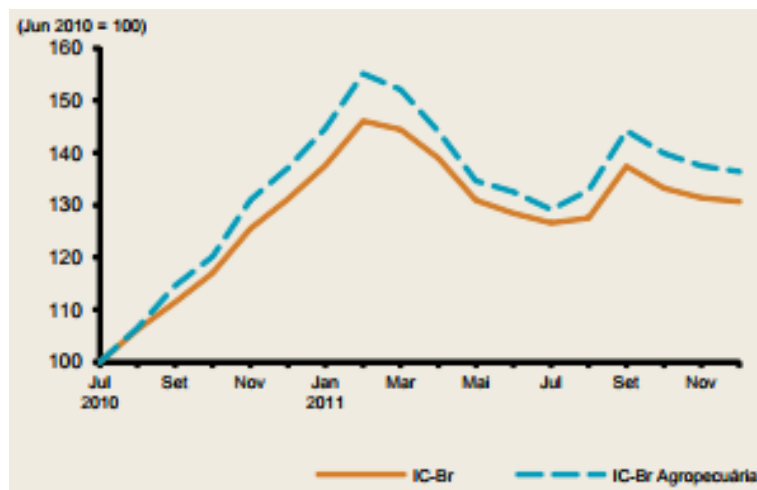
2.11. 2011

Os efeitos dos choques de oferta iniciados em 2010 se estenderam para o ano seguinte, influenciando em grande parte a variação dos preços neste ano, segundo Banco Central³⁰. O gráfico abaixo mostra a variação dos preços das *commodities* que continuaram positivas nos primeiros meses de 2011. Contudo, como vimos no capítulo

³⁰ Boxe “Decomposição da Inflação de 2011 ” do Relatório de Inflação de março de 2012

anterior, sabemos também que grande parte dos efeitos dos choques de oferta afetam com defasagem os preços livres, que de fato foi o maior componente da inflação de 2011, representando quase 45% do total neste ano.

Gráfico 12: Peço das *commodities* em 2011



Fonte: Boxe “Decomposição da Inflação de 2011 ” do Relatório de Inflação de março de 2012

Além do repasse cambial e dos preços livres, foi bastante relevante para inflação em 2011 alguns ajustes de preços dos produtos administrados. Lembrando também que por conta da crise que os países da Europa estavam vivendo neste ano, o Brasil recebeu entrada de capitais estrangeiros, os quais mantiveram os efeitos positivos na inflação do repasse cambial, porém por conta da expansão do crédito, impulsionou a demanda agregada e gerou pressões inflacionárias³¹. No entanto, apesar dessas outras contribuições o principal fator inflacionário em 2011 foram os choques de oferta e seus efeitos de defasagem.

5.12. 2012

Apesar de em 2012 os choques de oferta desfavoráveis terem permanecido, contudo dessa vez os problemas climáticos ocorreram nos Estados Unidos e com efeitos menos negativos sobre o Brasil, o principal componente que mudou em 2012 foi o repasse cambial. Saímos de um patamar de contribuição negativa da taxa de cambio

³¹ Boxe “Decomposição da Inflação de 2011 ” do Relatório de Inflação de março de 2012

para a variação dos preços para um repasse cambial que representa mais de 10% da inflação em 2012.

Tabela 4: Decisão do COPOM para taxa de juros em 2012

| | | | | |
|------------------|------------|--|-------------------------|-------|
| 171 ^a | 28/11/2012 | | 29/11/2012 - 16/01/2013 | 7,25 |
| 170 ^a | 10/10/2012 | | 11/10/2012 - 28/11/2012 | 7,25 |
| 169 ^a | 29/08/2012 | | 30/08/2012 - 10/10/2012 | 7,50 |
| 168 ^a | 11/07/2012 | | 12/07/2012 - 29/08/2012 | 8,00 |
| 167 ^a | 30/05/2012 | | 31/05/2012 - 11/07/2012 | 8,50 |
| 166 ^a | 18/04/2012 | | 19/04/2012 - 30/05/2012 | 9,00 |
| 165 ^a | 07/03/2012 | | 08/03/2012 - 18/04/2012 | 9,75 |
| 164 ^a | 18/01/2012 | | 19/01/2012 - 07/03/2012 | 10,50 |

Fonte: Banco Central

A depreciação cambial tem a ver com dois principais motivos, sendo um deles interno e um externo. Internamente, o Banco Central Brasileiro passou a executar cortes significativos na taxa básica da economia, chegando ao patamar de 7,25% em outubro de 2012, que representa uma SELIC baixa em comparação com 10,5 %, patamar do início desse mesmo ano. Essa queda da taxa de juros brasileira faz com que caiam os investimentos estrangeiros no Brasil, uma vez que nossa taxa é menos atrativa. Além disso, foi importante também para a desvalorização do real o processo exatamente oposto que ocorreu nos EUA. O FED passou a elevar a taxa de juros Americana após julgar que não era mais preciso manter taxa de juros baixa para estimular a economia do país.

5.13. 2013

A inflação total em 2013 foi 5,91, muito próxima do valor do IPCA do ano anterior. Os preços monitorados foram nesse ano um componente que ajudou a inflação a ser mais baixa. Desde 2001 esse componente nunca havia sido menor que 15% do total da inflação e neste ano ele atingiu apenas 0,03% do total da inflação. Isso ocorreu devido à redução nas tarifas de energia elétrica e a revogações de reajustes de tarifas de ônibus urbano que foram feitas pelo governo federal e estadual³².

³² Boxe “Decomposição da Inflação de 2013 ” do Relatório de Inflação de março de 2014

O componente que chamou mais atenção neste ano foi a inflação dos preços livres, que representou quase 65% da inflação. Esse resultado é reflexo principalmente da característica desse componente de ser afetado pelos outros. Como em 2012 houveram questões relacionadas à choque de oferta e taxa de cambio desvalorizada, esses efeitos são sentidos na inflação dos preços livres em 2013.

5.14. 2014

A inflação em 2014 fechou em 6,41%, e os componentes que mais responderam por ela foram: inflação livre com 49%, inflação dos administrados com 16% e choque de oferta com 14%³³. Apesar disso, o que nos chama mais atenção na decomposição deste ano é a evolução dos outros componentes, inércia e expectativa de inflação, os quais vem tendo uma trajetória de crescimento a partir de 2011 e também tem efeito com defasagem nos preços da economia, contribuindo para uma maior inflação dos preços livres.

É difícil dizer os motivos pelos quais esses dois componentes têm evoluído ao longo dos últimos anos. Contudo, sabemos que, por definição ambos se relacionam como um repasse no tempo da inflação. A inércia, é reflexo da inflação passada na inflação de hoje, já a expectativa de inflação é uma projeção da inflação no futuro, com base nas informações de hoje. Logo, acredito que ambos efeitos de crescimento desses dois componentes têm a ver com a evolução em geral da inflação, que, desde 2010 vem se mantendo mais próxima da banda superior do intervalo permitido pelo Banco Central.

5.15. 2015

Após 11 anos de cumprimento das metas de inflação, em 2015 o crescimento dos preços disparou e a inflação atingiu 10,67% no fim do ano. Como regra, o Presidente do Banco Central escreveu ao Ministro da Fazenda uma carta³⁴ explicando os motivos do descumprimento:

³³ Boxe “Decomposição da Inflação de 2014 ” do Relatório de Inflação de março de 2015

³⁴ Carta ao Ministro da Fazenda de 2016

“O nível de inflação de 2015 refletiu, em grande parte, os efeitos de dois importantes processos de ajustes de preços relativos na economia – o realinhamento dos preços administrados por contrato (“preços administrados”) em relação aos chamados “preços livres” (variação do IPCA excluindo os preços administrados) e o realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais –, observados desde o final de 2014 e que se estenderam ao longo de 2015. Esses processos, conforme vem sendo destacado nos documentos oficiais do Banco Central do Brasil (BCB), mostraram-se mais prolongados e mais intensos que o inicialmente previsto, resultando nos patamares de inflação observados recentemente. Vale ressaltar que a previsão para a inflação de preços administrados para 2015, divulgada no Relatório de Inflação de dezembro de 2014, era de 6,2%, considerando uma taxa nominal de câmbio de R\$2,55/US\$, projeção próxima das expectativas dos analistas de mercado, conforme pesquisa Focus, realizada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) do BCB, divulgada em 19 de dezembro de 2014, que previa inflação de preços administrados de 7,6% e taxa nominal de câmbio de R\$2,75/US\$, para 2015. Independentemente da diferença entre a projeção do BCB e a de mercado à época, ambas se mostraram distantes do ocorrido em 2015, quando a inflação de administrados atingiu 18,07%. Ressalte-se que a taxa nominal de câmbio encerrou o ano em R\$ 3,90/US\$.”³⁵

Como descrito no trecho acima, retirado da Carta Aberta de 2016, o principal motivo de a inflação ter extrapolado em 2015 foi o aumento dos preços administrados. O governo federal anunciou o ajuste das tarifas de energia elétrica e da gasolina no primeiro trimestre de 2015. Esses ajustes corresponderam a 36,33% de aumento no preço da energia e o da gasolina, 9,80%. De acordo com a decomposição da inflação do Banco Central, essas variações contribuíram, respectivamente, com 4,54 p.p. e 1,58 p.p. para a inflação de administrados no trimestre.

Na carta, o presidente do Banco Central ainda chama atenção para o realinhamento dos preços domésticos e internacionais, o qual também afetou a inflação em 2015. No final do ano de 2014, iniciou-se um processo de ajuste monetário nos Estados Unidos, que fez com que a taxa de câmbio no Brasil se depreciasse. No entanto, esse efeito já estava incorporado nas expectativas do BC e do mercado. O que não era

³⁵ Carta ao Ministro da Fazenda de 2016

esperado foi a desvalorização que ocorreu no fim de 2015, a qual tem a ver com as dificuldades internas que o Brasil estava passando. Nas palavras de Alexandre Tombini: “Conforme ressaltado no Relatório de Inflação de setembro de 2015, e consistente com as discussões a respeito do Orçamento Geral da União para 2016 feitas à época, alterações significativas na trajetória esperada para as variáveis fiscais impactaram não apenas as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, mas também o próprio processo de apreçamento de ativos e a percepção de risco da economia doméstica, contribuindo para a deterioração das avaliações sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo e da confiança dos agentes econômicos.”³⁶

Gráfico 13: Variação cambial em 2014 e 2015



Fonte: Banco Central

Logo, é evidente o papel importante que o ajuste dos preços administrados teve na inflação de 2015, juntamente com o repasse cambial. De acordo com o boxe “Decomposição da Inflação de 2015” no relatório de março de 2016, estes componentes representaram, respectivamente 38% e 15% do total da inflação deste ano.

³⁶ Carta ao Ministro da Fazenda de 2016

5.16. 2016

Em 2016 a inflação acumulada nos doze meses fechou em 6,29%, 4.38 p.p menor que do ano anterior. Todos componentes da inflação foram menores em relação ao ano anterior - com destaque para a inflação de preços administrados apresentou queda ainda mais significativa de 18,07% para 5,50% - menos a inércia. Como já evidenciado no capítulo anterior, no tópico sobre a inércia inflacionária, é comum que esse componente seja alto anos seguintes a períodos de descontrole inflacionário, que foi o caso de 2015. Por isso, a inércia advinda do ano anterior (como desvio da meta) exerceu forte papel para explicar a inflação em 2016. Ela explicou quase 30% da inflação deste ano em função da elevada inflação em 2015, que, como vimos acima no tópico que descreve a inflação de 2015, não esperada por nenhum agente do mercado.

Segundo o boxe “Decomposição da inflação de 2016”, do Relatório de Inflação de marco de 2015: “Portanto, o exercício de decomposição da inflação de 2016 evidencia que a inércia foi um importante fator de resistência da inflação. Por outro lado, as expectativas de inflação, embora inflacionárias no agregado do período, apresentaram trajetória de significativo declínio, refletindo o processo de ancoragem das expectativas ao longo do período. No mesmo sentido, a taxa de câmbio passou de fator inflacionário para desinflacionário. ”

Capítulo VI: Conclusão

O objetivo principal desse trabalho foi buscar entender a evolução do nível de preços ao longo dos últimos anos, após estabilização da nossa moeda. Dado que vivemos um momento muito singular na economia brasileira, de enorme incerteza política e crise econômica, se faz importante entender de que forma a conjuntura atual se apresenta para a sociedade e também como esta é refletida por ela numa perspectiva de preços da economia.

Ao longo do estudo, fizemos primeiramente uma análise histórica na qual compreendemos o desenvolvimento da inflação ao longo da história no Brasil, começando pela Ditadura Militar, um marco que deu início ao processo de indexação da economia brasileira – característica a qual se encontra até hoje no nosso país e que afeta o controle dos preços. Esse tipo de análise contribuiu como fonte de entendimento de traços inerentes à sociedade brasileira para identificação desse tipo de efeito ao longo do período de decomposição da inflação que analisamos.

O segundo passo foi entender como funciona a própria constituição do índice de inflação o qual serviu como principal fonte de dados do nosso estudo. Esse entendimento é essencial na hora de entender porque a inflação de preços administrados, por exemplo, em muitos anos é muito alta, já que esse tipo de bem ou serviço representa mais de 25% do IPCA.

Depois disso, entramos na parte dos componentes de inflação, explicamos a essência de cada um e de que forma eles se relacionam e se influenciam, com e sem defasagem. Isso foi fundamental para conseguirmos concluir a última etapa, na qual analisamos ano a ano a inflação e a contribuição dos seus seis componentes: inércia, expectativa, repasse cambial, choque de oferta, inflação livre e inflação dos bens administrados. Ao entender os componentes e como eles se associam é possível olhar para o cenário econômico interno e externo e compreender porque em determinado ano um componente foi maior e como que isso influenciou a inflação naquele momento e no futuro.

Por fim, após a compreensão de praticamente toda história da evolução dos preços no Brasil, é possível fazer um breve comentário acerca do cenário inflacionário brasileiro atual (até junho) e traçar expectativas para o acumulado no fim do ano.

Já na primeira reunião do COPOM em 2017, o Banco Central optou por diminuir 0.75 pontos percentuais a taxa SELIC, seguido por mais uma diminuição de igual valor e duas de 1 ponto percentual³⁷. Essa grande diminuição da taxa de juros básica da economia reflete um alinhamento das expectativas da sociedade brasileira com a meta estabelecida pelo Banco Central. Após algum tempo de taxa SELIC no patamar de 14% ao ano, processos de desinflação abriram espaço para o Banco Central diminuir a taxa de juros.

A projeção para inflação do próprio Banco Central Brasileiro, divulgada no Relatório de Inflação de junho de 2017, é que o IPCA deve fechar esse ano em torno de 4% ao ano. Até o mês de maio, o acumulado no ano é de 1.42%, o que é baixo para quase metade do ano, conforme mostrado na tabela abaixo.

Tabela 5: Inflação no ano de 2017 – até maio

| 2017 | Variação Mensal | Variação no ano % | Variação Annual % |
|-----------|-----------------|-------------------|-------------------|
| Janeiro | 0.38 | 0.38 | 5.35 |
| Fevereiro | 0.33 | 0.71 | 4.76 |
| Março | 0.25 | 0.96 | 4.57 |
| Abril | 0.14 | 1.1 | 4.08 |
| Maio | 0.31 | 1.42 | 3.6 |

Fonte: IBGE

Tudo isso tem a ver com a queda da atividade economia no Brasil, a qual também está relacionada às incertezas políticas que o país está vivendo. Em 2016, o Brasil passou pelo segundo processo de Impeachment da sua história, no qual a ex presidente Dilma Rousseff foi afastada pelo crime de má gestão do dinheiro público. Somado a isso, o país vem passando por um processo de deflagração de diversos esquemas de corrupção, que envolvem os principais políticos e empresas brasileiras. Por fim, o próprio atual presidente, Michel Temer, está sendo acusado de pagamento de propina e pode vir a ser investigado. Tudo isso contribuiu para uma grande incerteza do mercado a respeito do futuro do nosso país, principalmente acerca da questão da aprovação reforma da previdência – reforma a qual muitos acreditam ser fundamental para o equilíbrio das contas públicas brasileiras.

No último comunicado do COPOM, o qual decidiu por unanimidade reduzir a taxa de juros em 1 ponto percentual, chegando à 10,25% ao ano, o próprio BC comenta

³⁷ Fonte: Banco Central – Reuniões COPOM

os ajustes que a economia brasileira vem sofrendo, ressalta maior imprecisão acerca de suas previsões e aposta numa queda da taxa de juros mais moderada nas próximas reuniões.

“Ressalta-se que, neste momento, as projeções condicionais do Copom envolvem maior grau de incerteza. O Comitê entende como fator de risco principal o aumento de incerteza sobre a velocidade do processo de reformas e ajustes na economia. Isso se dá tanto pela maior probabilidade de cenários que dificultem esse processo, quanto pela dificuldade de avaliação dos efeitos desses cenários sobre os determinantes da inflação. (...) O Comitê entende que a convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2017 e, em maior grau, de 2018, é compatível com o processo de flexibilização monetária. O Copom ressalta que a extensão do ciclo de flexibilização monetária dependerá, dentre outros fatores, das estimativas da taxa de juros estrutural da economia brasileira. O Comitê entende que o aumento recente da incerteza associada à evolução do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira dificulta a queda mais célere das estimativas da taxa de juros estrutural e as torna mais incertas. (...). Em função do cenário básico e do atual balanço de riscos, o Copom entende que uma redução moderada do ritmo de flexibilização monetária em relação ao ritmo adotado hoje deve se mostrar adequada em sua próxima reunião. Naturalmente, o ritmo de flexibilização continuará dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos, de possíveis reavaliações da estimativa da extensão do ciclo de das projeções e expectativas de inflação.”

Além da recessão, outro fator importante que também tem contribuído para que a trajetória de inflação seja de queda este ano é a deflação dos preços dos alimentos. Um choque de oferta positivo, traduzido na prática por climas favoráveis que estão ocasionando safras boas. A oferta de alimentos está mais alta e conseqüentemente seu preço diminui.

Capítulo VII: Bibliografia

- MACHADO, V. e PORTUGAL, M. (2014), “Measuring Inflation Persistence in Brazil Using a Multivariate Model”
- SIMONSEN, Mario Henrique, “30 Anos de Inflação”
- FRAGA, Armínio, “10 anos de Metas para a Inflação no Brasil 1999-2009”
- FRANCO, Gustavo, “Inércia e coordenação: pactos, congelamentos e seus problemas”
- OLIVIER, Blanchard, “Fiscal Dominance And Inflation Targeting: Lessons from Brazil”
- OLIVEIRA, F. e PETRASSI, M. (2014), “Is Inflation Persistence Over?”
- ROACHE, S. (2014), “Inflation Persistence in Brazil - A Cross Country Comparison”
- A Inércia da inflação no regime de metas: Os caso da Nova Zelândia, Reino Unido e Brasil – Dissertação de Mestrado da FGV (2006)
(<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/322/2147.pdf?sequence=1&isAllowed=y>)
- Efeitos dos choques de políticas monetária e fiscal sobre as expectativas de inflação no Brasil - Dissertação de Mestrado da FGV (2016)
(<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/16662/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Marcela%20Moraes..pdf?sequence=1&isAllowed=y>)
- CUNHA, Luiz Roberto - Livro Carta Mensal – Abril de 2014 – “Uma Historia (quase) sem fim: A tula pela estabilização no Brasil”
- NUNES, Clemens – Dinâmica de inflação e custo do trabalho no Brasil: Uma abordagem novo-keynesiana pelo modelo de valor presente
- PIMENTEL, Débora, LUPORINI, Viviane e MODENESI, André, “Assimetrias no repasse cambial para a inflação: Uma análise empírica para o Brasil (1999 a 2013)”
- CAMPA, J. e GOLDBERG, L. (2005). “Exchange Rate Pass-Through into Import Prices”. *Review of Economics and Statistics*, n. 87(4), p. 679-690

- CORREA, A. e MINELLA, A. (2010). “Nonlinear Mechanisms of the Exchange Rate Pass-Through: a Phillips Curve Model with Threshold for Brazil”. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 64, nº 3, p. 231-243.
- Título: “Choque de oferta e a trajetória de desinflação”
Autor: Por Luiz Fernando Figueiredo e Caio Megale
Fonte: *Valor Econômico*, 12/11/2004, Opinião, p. A10
- Carta Pacifico 9: “Dominância Fiscal” (<http://www.pagr.com.br/wp-content/uploads/2014/05/Carta-Pacifico-91.pdf>)
- Artigo da Nepom (Núcleo de Estudos de Política Monetária), “De 1999 a 2014: O que houve com o câmbio Brasileiro” (<https://nepom.wordpress.com/2014/04/24/de-1999-a-2014-o-que-houve-com-o-cambio-brasileiro/>)
- *Revista Cadernos de Economia*, Chapecó, v. 17, n. 32, p. 52-65, jan./jun. 2013 - A crise de 2008 e seus efeitos na economia brasileira, Thaís Damasceno Lim e Larissa Naves Deus
- “Crise de *Commodities*: Uma comparação entre os choques de 2007/2008 com o atual” – Monografia de conclusão de curso de Izabel Leal (link na bibliografia)
- <https://luisantoniolicks.wordpress.com/2012/11/03/choque-de-oferta-e-inflacao/>
- http://www.huffpostbrasil.com/2017/03/17/operacao-lava-jato-completa-tres-anos-e-ja-devolveu-r-10-bilhoes_a_21900102/
- http://www.em.com.br/app/noticia/economia/2016/07/26/internas_economia,787618/em-ata-bc-projeta-inflacao-de-6-75-para-2016-analistas-na-focus-est.shtml
- Relatórios de inflação do Banco Central