

Brasil – Política Monetária

Tatiana Pinheiro e Adriana Dupita

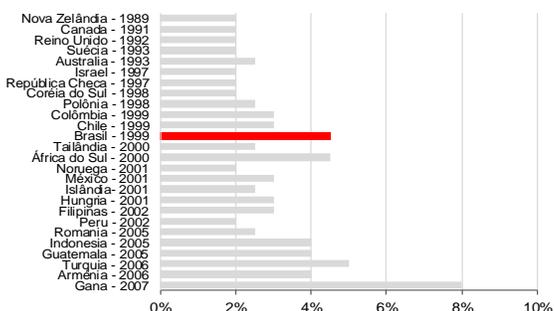
Aproveitar o momento e reduzir a meta

- A meta de inflação de longo prazo do Brasil ainda é distante da maioria dos países que têm estruturas estabelecidas há pelo menos 10 anos (entre 2% e 3%) e os países de renda média alta (onde estão a maioria dos “emergentes”).
- O Conselho Monetário Nacional (CMN) decidirá em junho a meta de inflação para 2021. A nosso ver, o comitê deveria aproveitar a oportunidade para acelerar a convergência para meta de 3%.
- A definição da meta de 2021 abaixo de 4%, já sinalizaria aos mercados a intenção de convergir, nos próximos anos, para 3%, patamar de meta de inflação mais próximo de outras economias emergentes. Por outro lado, se o CMN decidir repetir, em 2021, os mesmos 4% já adotados como meta para 2020, acreditamos que os mercados lerão isso como um sinal de que o CMN vê isso como o nível apropriado para a inflação no Brasil.
- Tanto a literatura quanto nossos exercícios econométricos sugerem que a redução da meta no contexto de alta credibilidade do BCB leva a queda nas expectativas de inflação, permite taxas de juros nominais mais baixas (de forma permanente) e não tem impacto na taxa de juros real.
- Além disso, a eventual redução da meta em 2021 também não tem custos de curto prazo para a política monetária.

Buscando o melhor

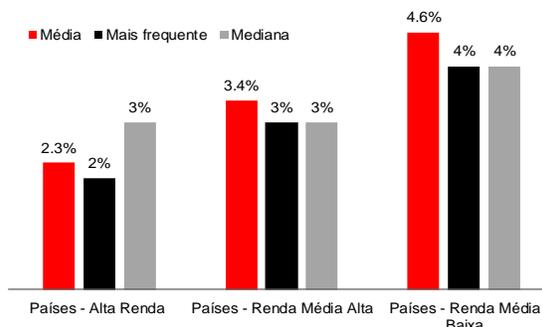
É uma proposta bem aceita de que a inflação baixa contribui para um melhor ambiente de negócios e menores distorções econômicas. No entanto, quão baixa deve ser a inflação? Não há uma resposta fácil para esta pergunta: o conceito de um “patamar ideal de inflação” é elusivo, sem consenso em torno dele. Parece bem entendido que a deflação é indesejável, e que inflação zero pode ser arriscada: afinal, medidas formais de inflação (como o índice de preços ao consumidor IPC) tendem a superestimar o aumento real do custo de vida, de modo que um IPC zero poderia significar deflação no custo de vida. Enquanto muitos compartilham a opinião de que algum nível positivo de inflação pode ser apropriado, não há uma prescrição de política clara sobre quanto deve ser. Ex-membros do *Federal Reserve* (banco central dos EUA) apresentaram seus pontos de vista sobre o que poderia ser considerado estabilidade de preços: Alan Greenspan disse que “a estabilidade de preços ocorre quando as tomadas de decisão das famílias e das empresas deixam de levar em consideração a inflação”, enquanto Alan Blinder refletiu que “os preços estão estáveis quando as pessoas comuns, em seu curso normal de negócios, param de falar sobre inflação”. Esses conceitos são fáceis de entender, mas ainda difíceis de quantificar.

Figura 1. Relação dos países com meta de inflação



Países que adotaram meta de inflação há mais de 10 anos. Meta central para 2018; para os países que têm como alvo uma banda, ponto médio da banda. Todas as metas são para 2018. Fontes: Central Bank News, BofE (2012), Santander.

Figura 2. Meta de inflação por grupo de renda



Países que adotaram meta de inflação há mais de 10 anos. Considera a meta central ou o ponto médio da banda alvo. Classificação dos países de acordo com os critérios do Banco Mundial. Todas as metas são para 2018. Fontes: Central Bank News, BofE (2012), Banco Mundial (2018), Santander.



Precisamente porque ter inflação baixa e positiva é uma característica desejável, por isso vários países adotaram regimes de metas de inflação. Quando o arcabouço de metas de inflação está funcionando adequadamente, ou seja, com as condições apropriadas e alta credibilidade da autoridade monetária, a economia (desenvolvida ou emergente) tende a se beneficiar em várias frentes: expectativas de inflação ancoradas nas metas estipuladas, custos decrescentes de desinflação e crescimento do PIB menos volátil, como vários estudos mostram. Entre as “condições apropriadas” para o sucesso da adoção de meta de inflação, destacamos setor público solvente, Banco Central independente (ou pelo menos operacionalmente autônomo) e abertura comercial: quanto mais essas condições estiverem presentes na economia, maiores os benefícios da adoção de meta de inflação. Mesmo quando algumas dessas condições não são totalmente atendidas, no entanto, ter meta de inflação ainda parece ser uma boa política - como destacado pelo notório sucesso da adoção deste arcabouço no processo de estabilização de preços em países com inflação historicamente alta, como Israel, México e Brasil.

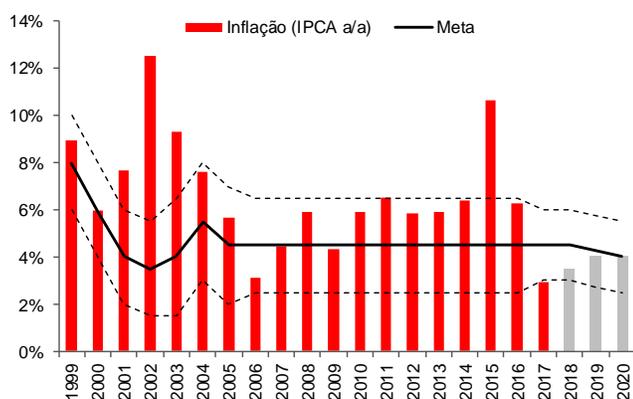
O patamar da meta adotada por cada país varia, mas a maioria dos países que têm estruturas estabelecidas há muito tempo (isto é, que estão em vigor há pelo menos 10 anos) atualmente oscila entre 2% e 3%, como mostrado na Figura 1. Quando esses países são classificados por patamar de renda (usando os critérios do Banco Mundial), um padrão surge: quanto maior a renda, menor a meta de inflação tende a ser (figura 2). Os países de alta renda tendem a definir sua meta em torno de 2%, os países de renda média alta (onde estão a maioria dos “emergentes”, de acordo com a classificação do Banco Mundial) têm mais probabilidade de atingir 3%, enquanto os países de renda mais baixa (“em desenvolvimento”) estabelecem um objetivo de 4%.

Ritmo adequado para a convergência

Parece justo dizer que a meta de inflação no Brasil começou ambiciosamente, mas em algum lugar ao longo do caminho perdeu o seu ímpeto. Quando a política foi implementada em 1999 - no rescaldo da introdução de uma moeda flutuante livre -, o Conselho Monetário Nacional (CMN) definiu metas agressivas para o primeiro período de três anos: meta de 8% (único dígito) para 1999 (bastante ousada após uma mudança de câmbio de mais de 30% no início do ano), caindo para 6% em 2000 e 4% em 2001, todos com +/- 2% de intervalo. Nos dois anos seguintes, o CMN deu um passo à frente e anunciou metas de 3,5% e 3,25% para 2002 e 2003, respectivamente, sinalizando a adoção de metas de inflação compatíveis com as de outros países. Outro enfraquecimento da moeda em 2002 levou o CMN a rever para 4% a meta de 2003 e, mais tarde, a fixar excepcionalmente em 5,5% a meta de 2004, ampliando também o intervalo de flutuação para 2,5%. Entre 2005 e 2016, porém, o CMN optou por uma meta central de 4,5% (com +/- 2% de intervalo) - o que faz o Brasil se destacar com a meta mais alta entre os países que adotaram o arcabouço de meta de inflação na década de 90 e também acima da meta mediana dos países de renda média-alta (“emergentes”). Somente em 2017 as metas de inflação retomaram uma tendência de queda gradativa, com a meta estabelecida em 4,25% e 4% para 2019 e 2020, respectivamente - ainda assim, acima de nossos pares.

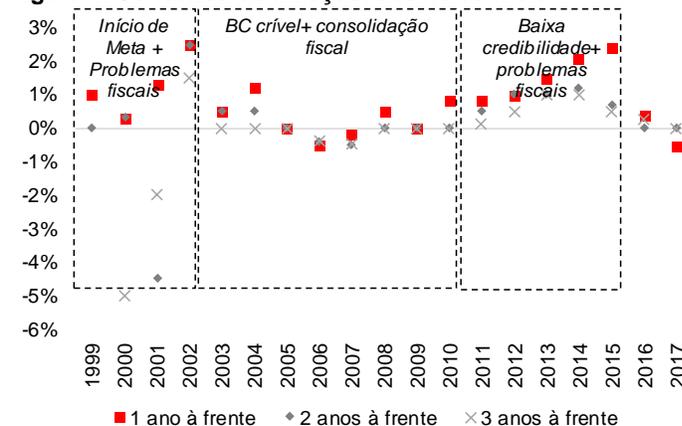
A nosso ver, já é hora de o Brasil dar um passo mais ousado rumo a uma meta de 3%, convergindo ao patamar médio adotado por outras economias emergentes. Para o custo de tal movimento seja mínimo para a sociedade, é crucial que a autoridade monetária tenha alta credibilidade. Nesta parte, tentamos responder a estas duas questões: 1) como a credibilidade do BCB evoluiu recentemente? E 2) qual seria o custo de mudar para uma meta de inflação mais baixa?

Figura 3. Brasil: evolução das metas de inflação adotadas



As metas são definidas em junho para os três anos seguintes. A meta para 2003 foi revisada de 3,25% para 4% em 2002, e em 2003 novamente para 8,5%; também em 2003, a meta para 2004 foi revisada de 3,75% para 5,5%. Fontes: BCB e Santander.

Figura 4. Consenso de inflação: desvio da meta



Mediana das expectativas do mercado para a inflação um, dois e três anos à frente, menos o ponto central da meta para cada ano, medido no último dia útil de cada ano. Quanto mais próximos esses valores estão de zero, mais credibilidade eles sinalizam. Fontes: BCB e Santander.



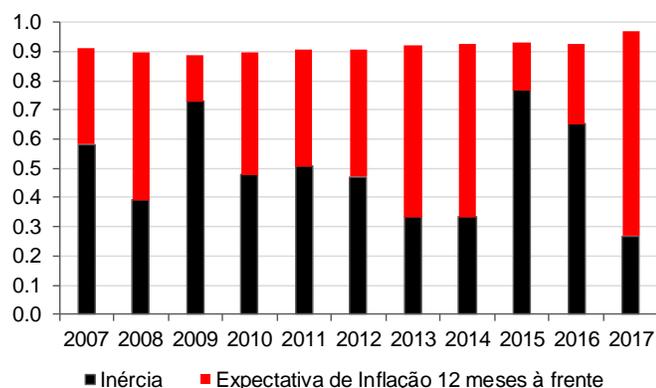
Avaliando a credibilidade do BC

Nos quase 20 anos de metas de inflação no Brasil, a política monetária passou por um começo difícil, uma fase bem-sucedida seguida de descrença, e, nos últimos dois anos por uma recuperação da credibilidade perdida. Em questão de dois anos, a inflação caiu de 10,7% em 2015 para 6,3% em 2016 e 2,95% em 2017, uma convergência impressionante e rápida após vários anos de inflação acima da meta, o que, em nossa visão, é devido à combinação de boa coordenação de políticas econômicas, Banco Central crível e hiato do produto fortemente negativo.

O aumento da credibilidade pode ser medido por uma medida intuitiva: o desvio das expectativas de inflação em relação à meta nos próximos anos. Sob uma estrutura de meta de inflação confiável, considerando-se um efeito defasado de nove meses entre uma decisão de política monetária e seu efeito sobre os preços, é de se esperar algum desvio da meta um ano à frente. No entanto, se a autoridade monetária for confiável, seu comprometimento com uma meta é suficiente para ancorar as expectativas de inflação nas metas anunciadas. Assim, quanto maior a credibilidade, menores os desvios das expectativas de inflação às metas estipuladas. A Figura 4 ilustra como esses desvios evoluíram desde o final de 1999. A inspeção visual nos permite identificar (de forma bastante simplista) quatro períodos. O primeiro período é composto pelos primeiros anos após a implementação da estrutura, na qual não há experiência com a nova política, e que sofreu com a alta volatilidade da moeda e uma dinâmica fiscal muito adversa. O segundo período abrange um intervalo de oito anos no qual o mercado percebeu o BCB como crível, por suas decisões consistentes de política monetária e pelos resultados alcançados. Nesse período, o trabalho do BCB foi facilitado não apenas pelo fortalecimento da moeda, mas também por uma notável consolidação fiscal. No terceiro período, o fracasso sucessivo da manutenção da inflação no centro da meta anunciada em meio a um ambiente fiscal em deterioração corroeu a credibilidade do arcabouço de meta de inflação. Por fim, os últimos dois anos marcam o retorno de políticas coordenadas e as expectativas de inflação re-ancoradas às metas, deixando-se de lado o gap negativo do produto, destacam a recuperação da credibilidade no alcance da meta de inflação.

Estimamos uma curva restrita de Phillips para desmembrar a inflação em seus principais fatores: inércia, expectativa de inflação, hiato do produto e repasse cambial, a fim de medir a importância de cada um deles para a inflação ao longo do nosso histórico de metas de inflação. Na sequência, estimamos a regressão irrestrita para medir a influência da meta de inflação no comportamento da expectativa de inflação 12 meses à frente (expectativa de inflação relevante para a decisão de política monetária no curto prazo). Finalmente, estimamos a regra de Taylor (equação de resposta de juros aos desvios da expectativa de inflação à meta e desvios do crescimento econômico ao seu potencial) para medir a possível influência de mudança da meta de inflação na condução de política monetária.

Figura 5. Coeficientes: Inércia vs Expectativa de inflação



Estimativas baseadas na equação (1) na página anterior. Para cada ano, a estimativa representa o resultado do período continuado de 5 anos terminado naquele ano. Essas estimativas representam o peso relativo de cada componente na inflação. Fonte: Santander

Figura 6. Expectativas de inflação: curto vs longo prazo



Fonte: BCB

A Figura 5 ilustra os coeficientes estimados para os componentes da inércia e da expectativa de inflação 12 meses à frente ao longo dos anos e traz algumas informações interessantes. Primeiro, é visível que a importância relativa da inércia e das expectativas oscila no tempo: o peso das expectativas (guiado por metas) aumenta com o tempo à medida que o arcabouço de meta de inflação amadurece e depois desaparece novamente, perdendo importância para a inércia, quando a credibilidade da política é erodida. Ao final do período, as expectativas recuperam importância, evidenciando maior credibilidade - em 2017, estimamos o coeficiente de expectativa de inflação em 0,7, bem acima da média de 0,4 vista na amostra total.

Um segundo ponto interessante é que a meta é relevante para explicar as expectativas de inflação 12 meses à frente, com um coeficiente de 0,7. Essa conclusão é baseada em nossas estimativas da segunda equação, que foi estimada usando a expectativa



de inflação três anos à frente (que pode ser vista como a meta de inflação percebida pelo mercado) como variável explicativa. Finalmente, aplicamos a regra de Taylor para o Brasil, que mostrou que o coeficiente de desvio de inflação à meta é de 1,5, em linha com a teoria econômica; esse coeficiente maior que 1 indica que a política monetária responde de forma suficientemente forte, de modo que a taxa de juros real aumenta sempre que a inflação esperada aumenta e vice-versa.

Avaliando os custos de redução da meta

Com base nesses exercícios, também é possível aventurar um palpite sobre quais seriam os custos e benefícios (do ponto de vista da política monetária) de convergir para uma meta de inflação mais baixa. Em linha com a maior parte da literatura, nossos exercícios econométricos para a trajetória de metas de inflação no Brasil mostram que, se a política monetária for crível, a redução na meta de inflação promove redução na expectativa de inflação 12 meses à frente, levando à redução da inflação corrente e da taxa de juros nominal, sem alteração da taxa de juros real no longo prazo.

Sob alta credibilidade (ou seja, com as expectativas do mercado ancoradas na meta de inflação), há um potencial ganho na redução da meta de inflação de longo prazo: essa medida não apenas ancora as expectativas do mercado nesse horizonte, mas também influencia as expectativas de inflação 12 meses à frente. De acordo com nossas estimativas, uma redução de 100bps na meta de inflação de longo prazo implica em uma redução de 70pb na expectativa de inflação de 12 meses à frente e, conseqüentemente, em um desvio de -70pb da inflação em relação à meta (considerando que, sob credibilidade, o desvio anteriormente ao anúncio da redução de meta era zero). Além disso, nossos resultados sugerem que, de acordo com a resposta da regra de Taylor, tal declínio nas expectativas de inflação de curto prazo permitiria uma redução de 100pbs na taxa de juros nominal. Neste caso (alta credibilidade da autoridade monetária), considerando que a taxa de juros nominal é a soma da taxa de juros real e da meta de inflação, não há impacto na taxa de juros real.

No entanto, se a política monetária não é totalmente crível (ou seja, as expectativas de inflação não são ancoradas pela meta de inflação), a redução de 100pbs na meta de inflação de longo prazo implica em redução menor que 70pb na expectativa de inflação 12 meses à frente e, conseqüentemente, em redução menor que 100pbs na taxa nominal de juros. Nesse caso, a taxa de juros real aumentará, principalmente devido à falta de credibilidade. Em um cálculo matemático simples, considerando que a taxa de juros nominal é a soma da taxa de juros real e da meta de inflação, é simples ver a taxa de juros real aumenta porque a redução na taxa de juros nominal será menor do que a redução de 100pbs na meta de inflação.

Em ambos os casos, menor meta de inflação significa menor taxa nominal de juros. A diferença está no efeito do grau da credibilidade da autoridade monetária sobre a taxa real de juros. No caso de baixa credibilidade, a taxa real de juros sobe. No entanto, mesmo no caso menos favorável (menor credibilidade), o aumento da taxa de juros real pode ser temporário, caso a autoridade monetária permaneça comprometida com sua meta.

Conclusão: a hora de ser ousado é agora

A experiência internacional mostra que os bancos centrais com credibilidade alta podem fazer mudanças em suas metas de inflação quase sem custo, particularmente se o movimento ocorrer em circunstâncias econômicas apropriadas: foi o caso, por exemplo, da Nova Zelândia. Se o Brasil quiser se juntar a seus pares, este pode ser o momento perfeito para dar um passo mais ousado nessa direção. Como sugerido por nossos exercícios, o BCB tem credibilidade suficientemente alta para influenciar as expectativas de inflação, as condições macroeconômicas atuais são desinflacionárias e a inflação observada, nos últimos nove meses, está abaixo do limite inferior da meta pela primeira vez em 20 anos - o que favorece ainda mais a convergência das expectativas de inflação para a meta de longo prazo. Assim, em nossa opinião, o CMN no final de junho deveria tomar a oportunidade de reduzir a meta de inflação em 2021 para abaixo de 4%. O ritmo de queda poder ser o mesmo de 25pb do anúncio do ano passado, mas não há “regras escritas na pedra” impedindo um movimento mais ousado para acelerar a convergência para a meta de 3% (média dos países pares do Brasil). Não há como dizer que esse seria o patamar ideal para a inflação, mas simples estimativas sugerem que seria muito mais fácil - como Greenspan diria - deixar de levar em conta a inflação em nossos planos de investimento e crescimento de longo prazo.

Apêndice

Estimamos duas curvas de Phillips: uma regressão LS restrita para a inflação e uma LS irrestrita para a expectativa de inflação 12 meses à frente; além disso, estimamos uma equação tradicional da regra de Taylor. Fizemos uma curva restrita de Phillips para desmembrar a inflação em seus principais fatores: inércia, expectativa de inflação, hiato do produto e repasse cambial, a fim de medir a importância de cada um deles para a inflação ao longo do nosso histórico de metas de inflação. Para tanto, estimamos essa curva restrita de Phillips em uma janela de cinco anos consecutivos, com dados mensais de janeiro de 2003 a dezembro de 2017. Na sequência, estimamos a regressão irrestrita para medir a influência da meta de inflação no comportamento da expectativa de inflação 12 meses à frente (expectativa de inflação relevante para a decisão de política monetária no curto prazo). Finalmente,



estimamos a regra de Taylor (equação de resposta de juros aos desvios da expectativa de inflação à meta e desvios do crescimento econômico ao seu potencial) para medir a possível influência de mudança da meta de inflação na condução de política monetária.

Os coeficientes estimados provêm das seguintes equações:

$$\pi_t = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 \pi_t^e + \beta_3 \gamma_t + (1 - \beta_1 - \beta_2 - \beta_3) e_t \quad (1)$$

$$\pi_t^e = \beta_1 \pi_{t-1} + \beta_2 \pi_t^{*lp} + \beta_3 \gamma_t + \beta_4 e_t \quad (2)$$

$$i_t = \beta_1 i_{t-1} + (1 - \beta_1) [\beta_2 (\pi_t^e - \pi_t^*) + \beta_3 \gamma_t] \quad (3)$$

onde π_t é a inflação a/a; π_t^e expectativa para a inflação de 12 meses à frente; π_t^{*lp} é a meta de inflação de longo prazo (expectativa inflação de 3 anos à frente); π_t^* é a meta de inflação (curto prazo); π_{t-1} é a inércia (inflação passada); e_t é a variação da taxa de câmbio; γ_t é o hiato do produto (medido pelo IBC-BR - proxy do BCB para o crescimento do PIB); e i_t é a taxa overnight pretendida (Selic, conforme anunciado pelo Comitê de Política Monetária).

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados

