

02/06/2022 10:00:14 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY: QUAL INFLAÇÃO O BCB PERSEGUE: ESTIMAÇÕES DA META IMPLÍCITA



Na segunda feira (30/05/2022) foi lançando o livro "Para não esquecer: Políticas Públicas que Empobreceram o Brasil", organizado por Marcos Mendes, que trata de erros de política econômica feitas nas últimas décadas, que contribuíram para uma nova década perdida. Particpei do livro com o capítulo 7, em coautoria com Filipe Gropelli Carvalho, falando sobre a política monetária seguida entre 2011 e 2015, que não mirava o centro da meta de inflação e perdeu o controle das expectativas de inflação, exigindo uma política monetária mais apertada, que aprofundou a recessão de 2015-16. O capítulo é baseado na dissertação de mestrado do meu coautor, orientada por mim e defendida junto a FGV-EESP em agosto de 2021. Nesse artigo trago um resumo do capítulo e também atualizo o instrumental analítico com vistas a discutir a política monetária até mais recentemente.

Em política monetária, há um debate se regras são melhores do que políticas discricionárias, pois podem ter resultado melhor em termos de minimizar as variâncias da inflação e do produto. A regra pura seria uma decisão quase mecânica, que engessaria as mãos da autoridade monetária. Já a total discricção poderia dar liberdade completa de ação em cada momento do tempo. Há uma regra geral para definição da taxa de juros de curto prazo pelo Banco Central - conhecida como regra de Taylor - que pode ser caracterizada com

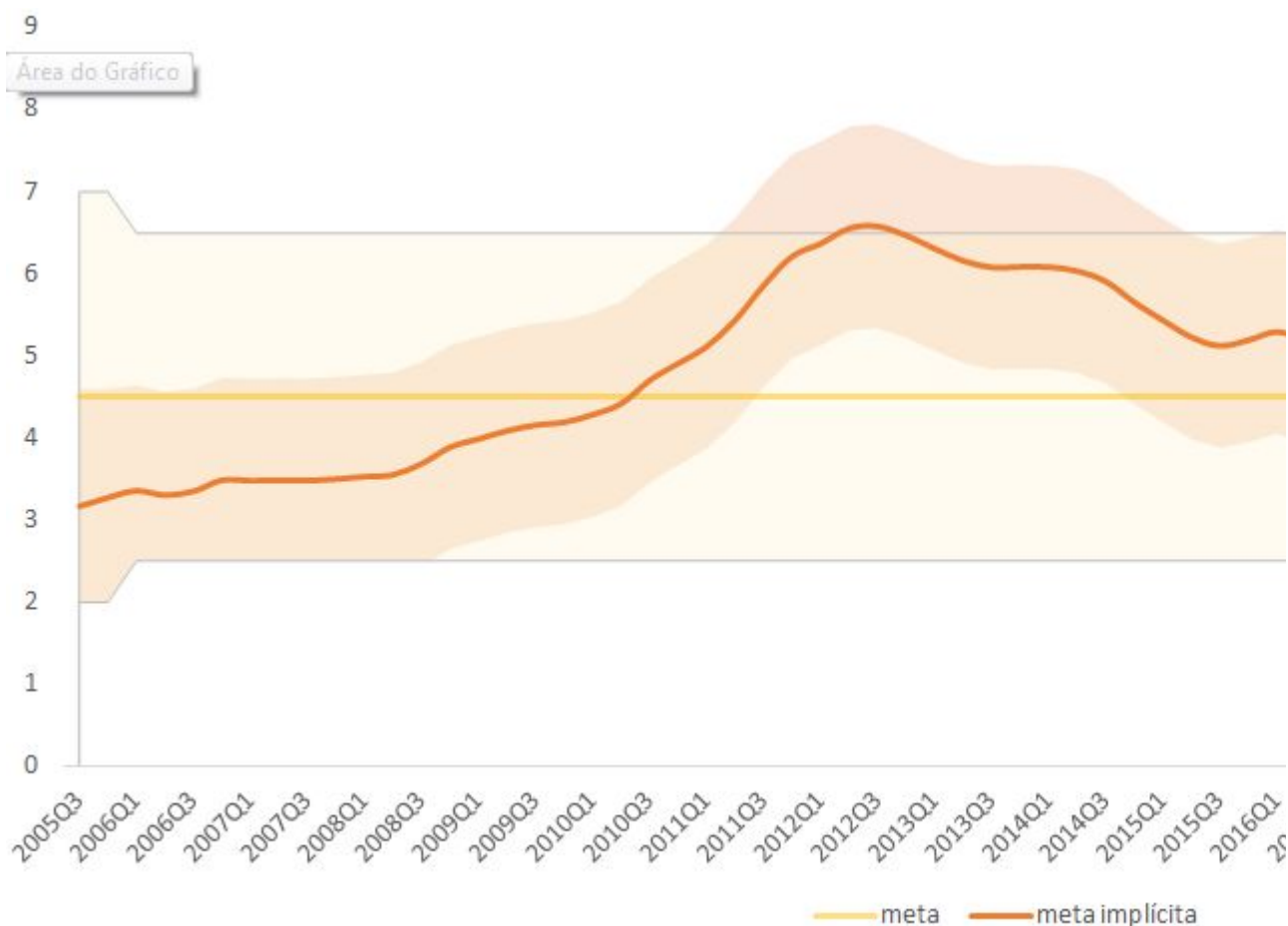
uma proxy de como a autoridade monetária atua dentro do regime de metas para inflação. A taxa de juros é fixada para corrigir desvios da inflação em relação à meta ou estabilizar o ciclo de negócios.

No exercício proposto, tentamos encontrar, por meio econométrico, baseada nas decisões dos juros efetivamente praticados, qual era a meta de inflação que estava sendo efetivamente perseguida (meta implícita). Em termos gerais, se a meta implícita está acima da meta oficial, a política monetária está mais frouxa do que deveria (dovish) e no caso contrário mais apertada (hawkish).

O resultado encontrado mostra que, de 2011 a 2015, o BCB puxou os juros para baixo sendo dovish ao se comparar a meta implícita com a oficial. O debate econômico da época atribuiu essa mudança de rumo à interferência do Executivo sobre o Banco Central, em um caso clássico de interferência na condução autônoma da política monetária. Atualmente com a aprovação da autonomia operacional do BCB, essa suspeita se enfraquece, mas não totalmente.

A figura abaixo mostra uma atualização do exercício. As linhas horizontais são o centro da meta e seus os limites de tolerância e ao redor da meta implícita temos intervalos de confiança da estimação. Entre 2010 e 2015, a meta de inflação implícita fica todo o tempo entre o centro da meta e o intervalo superior, chegando em alguns momentos a ultrapassar o próprio limite superior de tolerância.

Figura 1: Meta Oficial e Meta Implícita.



Esse comportamento ocasionou uma perda de controle das expectativas de inflação (a expectativa de inflação 12 meses à frente ultrapassou 7% no final de 2015), o que exigiu uma política monetária muito apertada no período seguinte. A Selic ficou em 14,25% por mais de um ano (setembro de 2015 até outubro de 2016), no nível mais alto da década, com os juros reais de um ano atingindo mais de 8% no período, também recorde para a década.

Obviamente não foi somente o equívoco de política monetária no período, que causou o aumento da inflação em 2015 (10,1%) e provavelmente nem foi a maior responsável pelo surto inflacionário. Houve uma aceleração deliberada da economia para auferir efeitos eleitorais com pedaladas fiscais e grande aumento do crédito dos bancos públicos, que são analisados em outros capítulos do livro.

Para ter uma ideia da aceleração econômica, o desemprego teve a sua mínima histórica da série da PNAD contínua de 6,8% (dado com ajuste sazonal) em junho de 2014. Se nos basearmos na série mais longa, extrapola pelo FGV-IBRE, só em 1985 há valores de desemprego abaixo desse nível.

Mais recentemente, temos outro surto inflacionário com aperto monetário que pode nos levar a valores da Selic próximos aos níveis verificados de 2015. A última expectativa Focus espera que, no final de 2022, a Selic esteja em 13,75%, estando os juros reais de um ano novamente acima de 7%. O gráfico acima mostra que houve também um período (início de 2020) em que a meta implícita do BCB esteve próxima do intervalo superior das metas, mas sem ultrapassá-lo.

Novamente é difícil apontar o dedo e responsabilizar o BCB pelo aumento da inflação recente, apesar do resultado do exercício mostrar um banco central dovish em 2019 e 2020, que pode ter contribuído para o aumento da inflação, principalmente devido à desvalorização cambial ocorrida no período.

Porém, estamos presenciando uma série de choques, que elevaram a inflação em todo mundo. Aumento do preço das commodities alimentícias e energéticas devido a Covid e a guerra na Ucrânia, gargalos na produção industrial mundial devido a Covid, e mesmo problemas climáticos são os principais responsáveis pela inflação nos dois dígitos.

De qualquer maneira, ainda não podemos declarar que a política monetária será vitoriosa na batalha em trazer de volta a inflação para a meta, pois os choques inflacionários estão quase todos vindo de fora e com a guerra e a Covid ainda entre nós, a incerteza é acima do usual. Porém estamos vivendo uma política monetária inequivocamente apertada e as estimações da meta implícita já

mostram o BCB buscando uma meta apenas ligeiramente acima da meta oficial. Ainda tenho uma projeção da Selic fechando o ano em 13,25% e não ultrapassando os 14,25% de 2015, mas, dada a origem dos choques, é cedo para se ter uma convicção de que isso não ocorrerá.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

*Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.*