

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: UMA
ANÁLISE DO CANAL DAS EXPECTATIVAS
ENTRE 2011 E 2016**

ANTONIO CARNEVALE JUNIOR

Matrícula nº 113278760

Orientador: Antonio Luis Licha

Abril 2018

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: UMA
ANÁLISE DO CANAL DAS EXPECTATIVAS
ENTRE 2011 E 2016**

ANTONIO CARNEVALE JUNIOR

Matrícula nº 113278760

Orientador: Antonio Luis Licha

Abril 2018

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

Dedico esse trabalho aos meus pais, sem eles nada seria possível.

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar à minha mãe por todo o seu apoio, paciência e amor incondicional em toda a minha jornada.

Dedico minha gratidão ao Marcello por todas as conversas e por ter despertado o economista que habitava dentro de mim.

Deixo meu carinho à Nathália, pelo amor e zelo.

Mostro minha saudade ao meu pai, que não pôde estar aqui.

Adicionalmente, deixo minha gratidão aos meus amigos do Instituto, meu orientador, todos os professores e à banca avaliadora.

RESUMO

O objetivo do trabalho é descrever a trajetória dos principais indicadores econômicos da economia brasileira no intervalo de 2011 e 2016, para traçar a trajetória da política monetária promovida pelo Banco Central do Brasil. O foco da análise é o canal das expectativas da política monetária. Por esse motivo, apresentamos dados que destacam esse mecanismo no período considerado.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	8
I – A TEORIA POR TRÁS DO CANAL DAS EXPECTATIVAS	9
I.1 - Introdução	9
I.2 - A Curva de Rendimentos	9
I.3 - Canal das Expectativas	11
I.4 - Expectativas das taxas de política	13
I.5 - Conclusão	14
II – O BRASIL E A TRAJETÓRIA DAS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO ENTRE 2011 E 2016	16
II.1 - Introdução	16
II.2 - A Selic no período 2010-2016	17
II.3 - Swap Pré-DI	20
II.4 - Risco	21
II.5 - Expectativas de Inflação	23
II.6 - Considerações a partir do Canal das Expectativas	24
II.7 - Conclusão	27
CONCLUSÃO	28
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	30

INTRODUÇÃO

O ano de 2011 foi marcado por uma série de acontecimentos na economia brasileira que mudaram o perfil das expectativas e da atuação do Banco Central do Brasil. Esses fatores foram cruciais para nortear a política monetária no governo de Dilma Rousseff, a sua própria eficiência e o abandono dos paradigmas adotados naquele ano para uma abordagem conservadora após o seu fracasso. Com o seu *impeachment*, a nova equipe econômica e novas expectativas, a configuração de uma nova política monetária surgiu em 2016.

O presente trabalho busca analisar em dois capítulos os nuances contidos na atuação do Banco Central do Brasil, sem perpassar sobre o grau de independência da instituição, nesse período e compreender se os indicadores econômicos foram condizentes com as hipóteses do canal das expectativas. As análises, portanto, se guiam através da tentativa de realização da meta de inflação, do risco medido pelo mercado, pelo nível de atividade econômica e da taxa Selic.

O primeiro capítulo se trata de uma breve apresentação da relevância do canal das expectativas enquanto mecanismo que reflete a política monetária no longo prazo e suas influências no mercado de crédito e na atividade econômica. Apresenta ainda a relação da curva de rendimentos com a formação de expectativas e porque a credibilidade do *policy-maker* afeta o ajuste dos juros no longo prazo.

A seguir, a trajetória das expectativas de inflação entre 2010 e 2016 é trabalhada através da taxa Selic, dos *Swaps* Pré-DI, do risco e da inflação em si mesma. Para tal, esses indicadores são expostos ao marco teórico apresentado no capítulo anterior. No último capítulo é apresentada a conclusão do trabalho.

I – A TEORIA POR TRÁS DO CANAL DAS EXPECTATIVAS

I.1 - Introdução

Com a adoção do regime de Metas de Inflação (RMI) em 1999, o Banco Central do Brasil (BCB) adotou como instrumento de política monetária a taxa básica de juros (taxa Selic). A instituição utiliza essa taxa com o objetivo de balizar os preços e o comportamento dos agentes econômicos no curto e no longo prazo.

O ajuste promovido pelo BCB é observado através de dois canais: o Canal do Crédito e o Canal das Expectativas. Enquanto o Canal do Crédito determina as decisões de poupança e tomada de crédito dos agentes tendo seus efeitos no curto prazo, o Canal das Expectativas expõe um mecanismo de política monetária atuante no longo prazo, com a taxa de juros refletindo no mercado de crédito e na demanda agregada.

Dentro dos mercados de crédito e de capitais, a relação entre as taxas de juros vinculadas em cada um deles é dada através do tempo de liquidação do ativo, isto é, os empréstimos são substitutos próximos de ativos financeiros de prazo mais longos (a este respeito ver Licha 2015). Dessa forma, a taxa de juros de crédito depende da taxa de juros dos títulos que circulam no mercado de capitais.

Observa-se na prática que em uma economia existem diversos títulos com maturações distintas e esses ativos circulam no mercado de capitais a todo o momento. Portanto, de acordo com Sachs e Larrain (2000), dentro dessa coleção de ativos, o prazo de maturação para cada cupom disponível, implicando em que a taxa de juros de curto prazo possua efeitos sobre a taxa de juros de longo prazo e, assim, permeando as decisões de investir dos agentes.

I.2 - A Curva de Rendimentos

A ferramenta mais comum para observar as expectativas e coordenar as decisões dos mais diversos agentes econômicos é a curva de rendimentos. Esta estrutura gráfica representa, essencialmente, taxas de juros de títulos financeiros com diferentes maturidades assumindo que outras variáveis são iguais.

A relação existente entre a curva de rendimentos e a política monetária adotada pelo BC é dada por um fato estilizado que compara duas taxas de juros, são elas: a taxa de juros nominal de política monetária e a taxa de juros nominal de equilíbrio. Sinteticamente, representando a taxa de política por i e a taxa de juros nominal de equilíbrio por i_e , observaremos uma curva de rendimentos positivamente inclinada sobre a hipótese de $i \leq i_e$ e negativamente inclinada sobre a hipótese de $i > i_e$.

O fato estilizado tem origem em duas teorias econômicas: a teoria das expectativas proposta por Irving Fisher (1930) e a teoria do habitat preferido apresentada por Modigliani e Sutch (1967). A teoria das expectativas apresenta a relação entre títulos de maturidades diferentes e que dentro da carteira do agente são considerados substitutos perfeitos, ou seja, há um elevado grau de indiferença em relação a escolha da composição da carteira. No sentido posto, a teoria do habitat preferido diferencia os títulos em relação às suas maturidades, tratando-os como substitutos imperfeitos.

As implicações das preferências para a teoria das expectativas levam, de forma simplificada, os agentes a se tornarem indiferentes em relação à composição de suas carteiras e, em uma análise de dois períodos, temos que a taxa de juros de longo prazo (i_2) depende da média de i no período (i_1) e das expectativas de juros de política (i_1^e), como pode ser visto à seguir.

$$(1 + i_1)(1 + i_1^e) - 1 = i_1 + i_1^e + i_1 i_1^e \quad (1)$$

onde, $i_1 i_1^e \approx 0$

$$(1 + i_2)(1 + i_2^e) - 1 = 2i_2 + (i_2^e)^2 \quad (2)$$

onde $(i_2^e)^2 \approx 0$

Valendo a arbitrariedade entre as escolhas dos agentes:

$$i_1 + i_1^e \cong 2i_2 \quad (3)$$

$$i_2 \cong \frac{i_1 + i_1^e}{2} \quad (4)$$

A teoria do habitat preferido, por relacionar carteiras de substituição imperfeitas, considera que títulos de curto prazo são preferíveis em relação aos títulos de longo prazo. Essa preferência aumenta a demanda de títulos de curto prazo, tornando suas taxas de juros menores. Portanto, o resultado esperado é que com maiores prazos de maturação as taxas de juros também aumentem, refletindo o chamado prêmio de liquidez, já que dado o maior prazo de liquidação, o risco também aumenta. Dessa forma, é possível obter de forma similar à teoria das expectativas a relação entre a taxa de juros de curto prazo e de longo prazo uma vez que neste caso há a introdução das condições do mercado de títulos longos (ρ_2).

$$(1 + i_1)(1 + i_1^e) - 1 = i_1 + i_1^e + i_1 i_1^e \quad (5)$$

onde, $i_1 i_1^e \approx 0$

$$(1 + i_2)(1 + i_2^e) - 1 - \rho_2 = 2i_2 + (i_2^e)^2 - \rho_2 \quad (6)$$

onde $(i_2^e)^2 \approx 0$

Valendo a arbitrariedade entre as escolhas dos agentes:

$$i_1 + i_1^e \approx 2i_2 - \rho_2 \quad (7)$$

$$i_2 \cong \frac{(i_1 + i_1^e)}{2} + \rho_2 \quad (8)$$

Observa-se que dentro da teoria do habitat preferido, mudanças nos juros futuros podem estar relacionadas tanto à política monetária quanto a mudanças no prêmio de liquidez.

I.3 - Canal das Expectativas

O canal das expectativas, por sua vez, apresenta a interação de um fator de curto prazo, a taxa de juros de política, afetando o longo prazo, a taxa de juros longos. Esses efeitos são refletidos também em outros setores da economia além do mercado de títulos,

isto é, por exemplo, a demanda agregada também é influenciada através do ajustamento da taxa de política fazendo com ocorram flutuações no nível de atividade econômica.

$$i_1 \rightarrow i_2 \rightarrow y_2 \quad (9)$$

onde,

$i_1 = Taxa\ de\ política$

$i_2 = Taxa\ de\ juros\ longos$

$y_2 = Nível\ de\ atividade\ no\ período\ seguinte$

De acordo com Zampolli (2012), o canal das expectativas é dotado de uma simplificação que tem a tendência de ser observada em situações onde as expectativas de inflação tendem a ser bem-ancoradas, fazendo com que o prêmio a termo possa ser considerado nulo ($\rho_2 = 0$). Essa característica do modelo, por sua vez, é resultado também de poucos avanços teóricos no que diz respeito a mensuração dessa variável à luz da teoria recente.

Dentro desse marco analítico e tomando as expectativas como *forward-looking*, os mercados podem ser afetados através dos anúncios de mudança de política monetária. Em outras palavras, a sinalização de uma alteração da taxa de juros de política no futuro pelo BCB pode fazer com que os juros longos reajam de acordo, por exemplo, um anúncio de redução da Selic causaria uma redução nos juros longos e expansão dos níveis de atividade econômica. É claro que, para que a taxa de juros do BCB influencie os juros longos, a instituição monetária deve ser dotada de credibilidade perante os agentes.

A demonstração de como os anúncios afetam o nível de atividade econômica pode ser vista a seguir.

Seja a curva IS-NK definida por:

$$y_1 = a - br_1 + \varepsilon_{1,1} \text{ onde } \varepsilon_{1,1} \sim (0,1) \quad (10)$$

E a renda esperada no período seguinte:

$$y_2^e = a - br_1^e + \varepsilon_{1,2}^e \quad (11)$$

$$y_2^e = a - br_1^e + y_3^e \quad (12)$$

Trucando em apenas dois períodos temos que:

$$\varepsilon_{1,1} = a - br_1^e + \varepsilon_{1,2}^e + \varepsilon_1 \quad (13)$$

$$y_1 = (a - br_1) + (a - br_q^e) + y_3^e + \varepsilon_1 \quad (14)$$

Considerando $y_3^e = 0$

$$y_1 = 2[a - b(\frac{r_1 + r_1^e}{2})] + \varepsilon_1 \quad (15)$$

Se vale que:

$$r_2 = \frac{(r_1 + r_2^e)}{2} \quad (16)$$

Assim,

$$y_1 = 2a - 2br_2 + \varepsilon_1 \quad (17)$$

Portanto, o canal das expectativas serve para apresentar de que forma mudanças nas expectativas de curto prazo (taxa de política) afetam variáveis de longo prazo (taxa de juros e nível de atividade).

I.4 - Expectativas das taxas de política

A regra monetária ótima serve dentro dessa teoria como suporte para os agentes determinarem a taxa de política futura, ou seja, através da credibilidade do BCB, é possível aceitar que a taxa de juros de política esperada será determinada pela taxa de juros natural.

Assim, novamente sobre a curva IS-NK e a curva de Phillips temos que a taxa de juros de longo prazo será a média entre a taxa de política no período atual e a taxa de juros natural, conforme demonstrado a seguir.

Define-se a curva IS-NK por:

$$y_1 = 2a - b(r_1 + r_1^e) + \varepsilon_1 \quad (18)$$

E a Curva de Phillips do modelo por:

$$\pi_1 = \pi^M + dy_1 + \varepsilon_{2,1} \quad (19)$$

A solução do problema de política monetária revela que:

$$r_{1,2}^* = r_n + \left(\frac{d}{b\lambda}\right)(\pi_2 - \pi^M) + \frac{1}{b}\varepsilon_{1,2} \quad (20)$$

Valendo a hipótese de equilíbrio ricardiano:

$$r_1^e = E(r_{1,2}) = r_n \quad (21)$$

De tal forma que:

$$r_2 = \frac{r_1 + r_n}{2} \quad (22)$$

Assim, a determinação da taxa de juros de política é dada em função da taxa de juros natural, valendo a hipótese do equilíbrio ricardiano para validar as expectativas.

I.5 - Conclusão

A partir dos modelos apresentados, fica claro que as escolhas dos agentes estão ligadas a uma análise intertemporal envolvendo juros e risco, ou seja, as expectativas formadas acerca do movimento da curva de juros fazem parte do processo de escolha de suas carteiras e a política monetária de curto prazo afeta o longo prazo.

O canal das expectativas, por sua vez, parte da influência de curto prazo exercida pela taxa de juros de política nas variáveis de longo prazo, aqui descritas como a taxa de juros e o nível de atividade econômica. Vale que a credibilidade do formador de política monetária tem forte influência na convergência da taxa de juros de política para a taxa de juros natural.

Portanto, a análise apresentada tem caráter de descrever o comportamento dos agentes e do formador de política utilizando de diversos períodos para dotar a o impacto das decisões de curto no longo prazo.

II – O BRASIL E A TRAJETÓRIA DAS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO ENTRE 2011 E 2016

II.1 - Introdução

O caminho percorrido pelos indicadores econômicos brasileiros na primeira metade da década de 2010 revela que a atuação do Banco Central impactou as expectativas dos agentes econômicos e foi um dos fatores que influenciaram o nível de atividade econômica e a taxa de inflação.

No período em questão, o contexto político foi marcado pelo *impeachment* da então presidente da república Dilma Rouseff e de sua dissolvida equipe econômica, composta por, entre outros nomes, Guido Mantega e, posteriormente, Joaquim Levy seguido de Nelson Barbosa além de Alexandre Tombini enquanto presidente do Banco Central. Com a ocupação do cargo pelo seu vice-presidente, Michel Temer, a equipe econômica passou a ser representada pelo binômio Henrique Meirelles e Ilan Goldfajn, respectivamente, ministro da Fazenda e presidente do BCB.

A instabilidade política, o fracasso do ajuste fiscal, a recessão e a trajetória positiva da taxa de juros marcaram o clima econômico do Governo Dilma, enquanto o Governo Temer nascia com a esperança de retomada do ajuste fiscal, do fim da recessão e, especialmente para os agentes do mercado, maior credibilidade do Banco Central.

Dessa forma, o canal das expectativas mostra o contraste existente nesse curto período marcado por importantes e decisivos acontecimentos políticos e econômicos.

O capítulo a seguir busca discutir os efeitos da política monetária nos mercados e na estabilidade macroeconômica entre os anos de 2010 e 2016. O primeiro objeto de análise é a trajetória da taxa básica de juros e a reação do Banco Central do Brasil ao comportamento da inflação e a influência do governo central na economia brasileira, a seguir há uma análise dos *Swaps* Pré-DI e como estes indicam o comportamento do mercado com agilidade, depois há apresentação da inflação implícita enquanto *proxy* para o risco, seguida pelos indicadores de expectativas e uma breve conclusão.

II.2 - A Selic no período 2010-2016

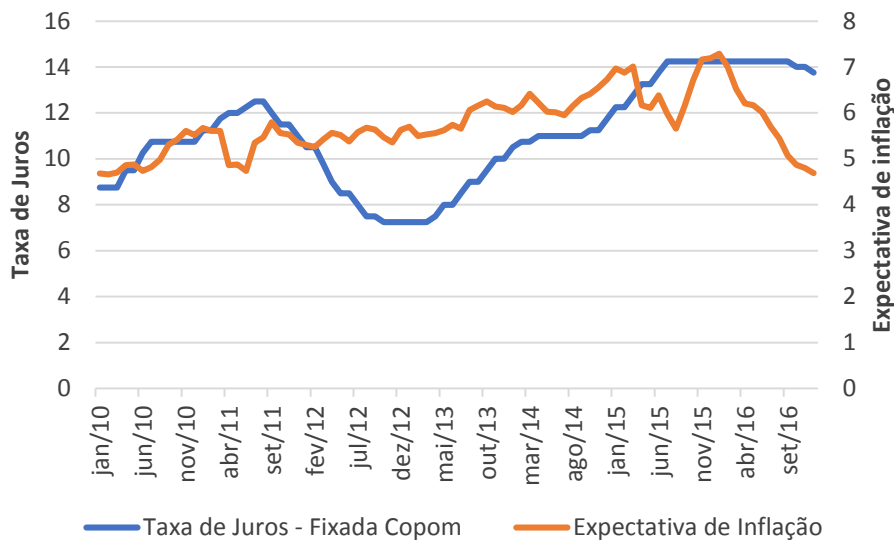
O horizonte temporal composto pelos anos de 2010 a 2016 pode ser dividido em três fases distintas no que diz respeito à postura do BCB enquanto formador de política monetária. São elas: a primeira fase de busca pelo controle da inflação que estava em curso antes de do fim de 2010 e se sucedeu até agosto de 2011; a partir de então figurou-se a segunda fase, na qual o BCB se mostrou flexível à inflação dentro do contexto da Nova Matriz Econômica (NME) e; a terceira fase que se iniciou após sucessivas quedas da taxa de juros, trazendo de volta a sua trajetória ascendente mirando o controle da inflação.

O esforço executado pelo BCB até o período de agosto de 2011 reflete que a estratégia adotada pela equipe econômica foi ativa no sentido de utilizar a taxa de juros como instrumento de política monetária para controlar a inflação. Naquela fase, os preços medidos pelo IPCA gozavam de certa estabilidade e, portanto, a taxa de juros real era relativamente baixa.

Contudo, em agosto de 2011, contrariando as expectativas do mercado, os juros foram reduzidos seguindo a diretriz do governo e, por parte do executivo, diversos preços administrados foram controlados e/ou congelados. As consequências dessas decisões foram percebidas a partir do fato da economia não responder aos estímulos, ou seja, o que seguiu foi um período de baixo crescimento e alta inflação culminando em um grave problema com a dívida pública, encolhimento do PIB e inflação ainda mais alta no ano de 2014 (Pessoa, 2013).

O período que o BCB promoveu um afrouxamento da política monetária, isto é, o intervalo entre agosto de 2011 e abril de 2013, foi marcado, portanto, pela tentativa frustrada de aquecer a economia brasileira através das políticas do governo. Contudo, ocorreu que, quando constatado o fracasso da tentativa de manter a taxa de juros baixos para promover crescimento, a Selic reassumiu sua trajetória ascendente a fim de controlar o IPCA. A reação do governo brasileiro aconteceu concomitantemente e em 2015, com a entrada de Joaquim Levy, no ministério da Fazenda, foi iniciada uma tentativa de ajuste fiscal que não foi bem-sucedida.

Gráfico I – Indicadores de juros e inflação

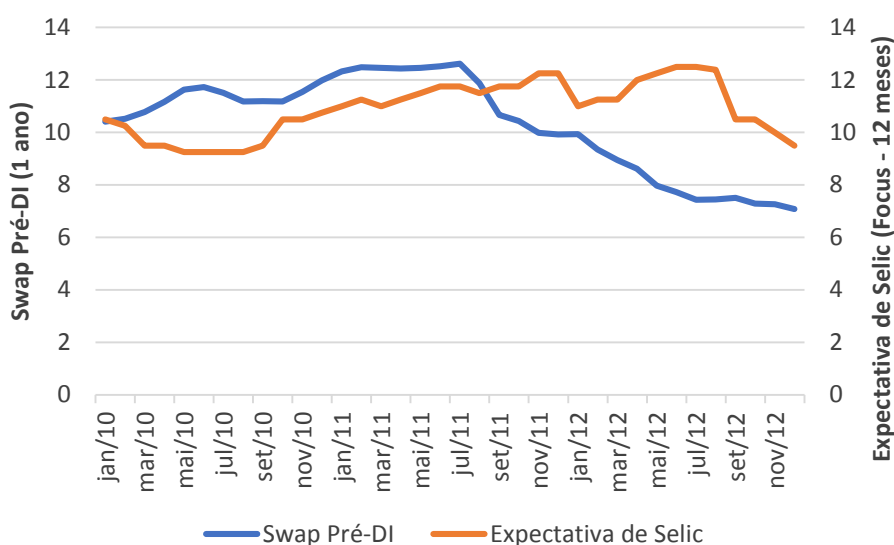


Fonte: Banco Central do Brasil

A partir do Gráfico I, é possível perceber a trajetória da taxa de juros fixada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) e da taxa de inflação esperada. Assim, o primeiro período destacado que se encerra em agosto de 2011 é marcado pela súbita mudança de comportamento da Selic enquanto a tendência inflacionária permanece até 2015. Com a Nova Matriz Econômica norteando a diretriz do governo, observa-se o abandono do controle dos preços uma vez que a taxa de juros real se tornou negativa ao longo de diversas reuniões do Copom. Apenas em 2015, após o retorno de um viés dito como conservador, houve, portanto, uma reação dos preços à política adotada pelo BCB.

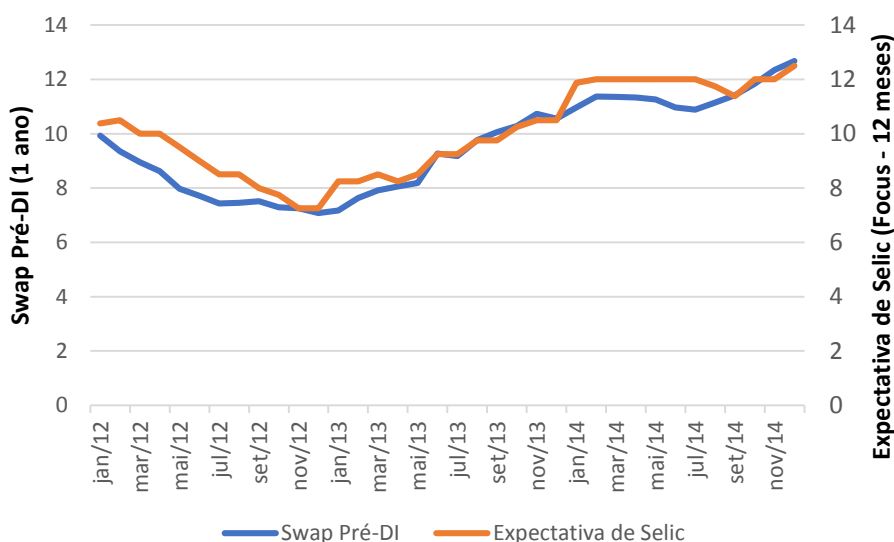
Como a tendência inflacionária dos preços culminou em sucessivas taxas acima da meta e inflação adotada pelo BCB, houve uma deterioração na confiança da equipe econômica e das expectativas do mercado, sinalizadas pelo Relatório Focus, traduzindo-se em uma mudança na trajetória dos juros do mercado futuro e em um deslocamento da curva de rendimentos, conforme pode ser visto nos Gráficos II e III.

Gráfico II – Deslocamento da Curva de Rendimentos entre 2010 e 2012



Fonte: Banco Central do Brasil e B3

Gráfico III – Deslocamento da Curva de Rendimentos entre 2012 e 2014



Fonte: Banco Central do Brasil e B3

A mudança repentina da trajetória da Selic contrariou as expectativas do mercado ainda na alvorada da Nova Matriz Econômica, o que é percebido no Gráfico II quando há um desvio da expectativa da taxa Selic e do *Swap* Pre-DI de 1 ano. Esse movimento inesperado foi corrigido apenas mais tarde, quando os dois indicadores voltaram a caminhar lado a lado, conforme o apresentado no Gráfico III. Com essas ilustrações da recepção do mercado financeiro as novas taxas de juros, fica evidente a surpresa e a dificuldade de previsão dos agentes.

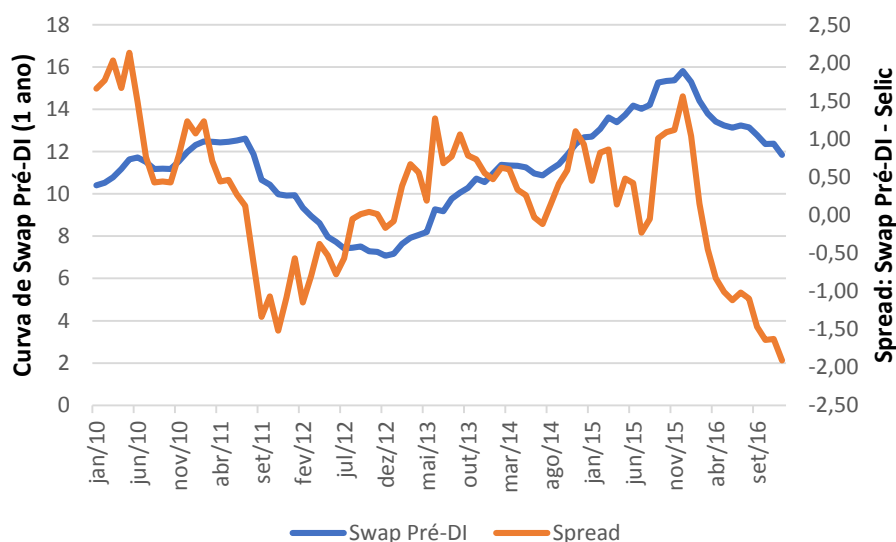
II.3 - Swap Pré-DI

Os contratos futuros são uma das diversas referências do mercado financeiro para indicar as expectativas do mercado em relação aos juros futuros e os movimentos do Banco Central enquanto formulador de política monetária.

No Brasil, uma das curvas que pode ser adotada para representar o risco e/ou a expectativa que os agentes apostam é a formada pelos contratos de *Swap* Pré-DI. Assim o mercado brasileiro utiliza desses papéis comercializados na B3 (antiga BM&F Bovespa).

A trajetória da curva de *Swap* Pré-DI ao longo do período destacado apresentou congruência com as movimentações da Selic, entretanto, após o teto dos juros em agosto de 2011, o mercado reagiu com surpresa ao corte que veio a seguir. Percebe-se, então, que o mercado foi surpreendido pela resolução do Copom e a noção de perseguição à inflação através dos juros foi dissolvida em detrimento do comportamento do IPCA. Apenas em janeiro de 2013 houve uma mudança do comportamento do *Swap*, sendo este respondido abril do mesmo ano com um aumento dos juros pelo Copom.

Gráfico IV – Curva de Swap Pré-DI (1 ano)



Fonte: Banco Central do Brasil

Com o início do novo ciclo de aumentos da Selic no início de 2013, o mercado voltou a esperar uma nova onda de aumentos da taxa de juros influenciada pela taxa de inflação que pressionava o teto da meta. O Gráfico IV serve, portanto, como ilustração para o comportamento do mercado nesse período, indicando a trajetória do cupom de *Swap Pre-DI* e a diferença entre o seu prêmio e a taxa básica de juros vigente no mesmo período.

Essa expectativa de alta dos juros seguiu por quase todo o resto do regime de A. Tombini, porém com o *impeachment* da presidente Dilma Rouseff se tornando cada vez mais real, no fim do primeiro trimestre de 2016 o mercado sinalizou uma queda do risco. Com a concretização do fim do Governo Dilma, o indicativo de uma equipe econômica mais conservadora e retomada das reformas fiscais e previdenciárias, os juros futuros aceleraram sua trajetória descendente ao longo do resto do ano de 2016.

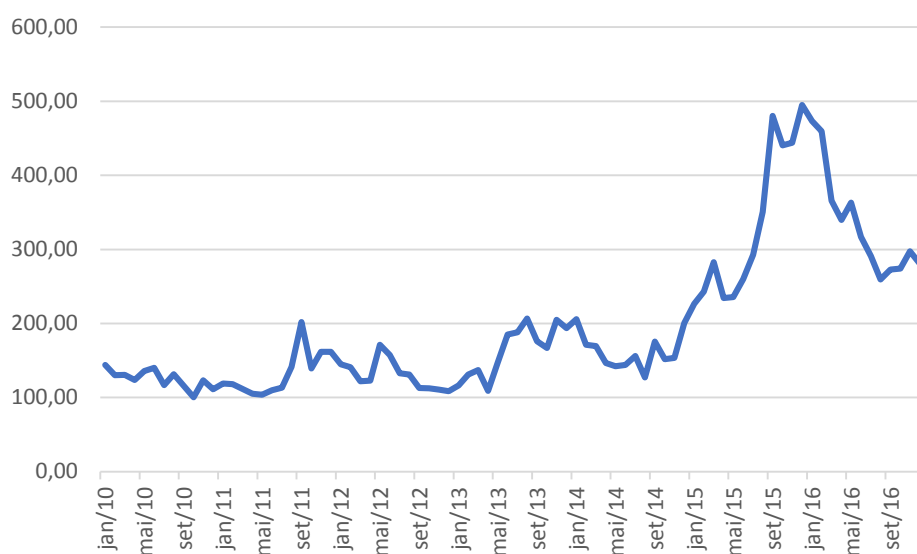
Essas evidências empíricas esclarecem a visão do mercado financeiro a respeito da postura do BCB, evidenciando dois fatores importantes: uma quebra das expectativas pelo o que se configuraria como a Nova Matriz Econômica e uma perda de confiança no BCB em relação ao controle da política monetária. Fica claro, portanto, que a resposta do mercado foi bastante rápida frente às mudanças e que o indicador de risco ao longo dos anos de tentativa de forçar crescimento econômico foi elevado e não acreditou na nova diretriz macroeconômica.

II.4 - Risco

A observação empírica do prêmio de risco descrito pela teoria do habitat preferido é construída por uma dupla de variáveis: o risco de inflação e o risco de default. Esses dois elementos constroem o cenário de escolha do investidor de forma *ex-post*.

O risco de *default* medido pelo CDS de 5 anos é um ativo financeiro que opera através do risco de inadimplência de uma das partes, isto é, no caso do Brasil seria o risco de calote por parte do governo em uma expectativa de 5 anos no futuro. A partir da curva traçada no Gráfico V, observa-se que a explosão da dívida pública em 2014 agravou a desconfiança do país frente os investidores e a crise fiscal fez com que o valor desse papel disparasse. Novamente, apenas após uma perspectiva real de reforma, configurada após o *impeachment*, o mercado reagiu no sentido de queda do valor desse ativo.

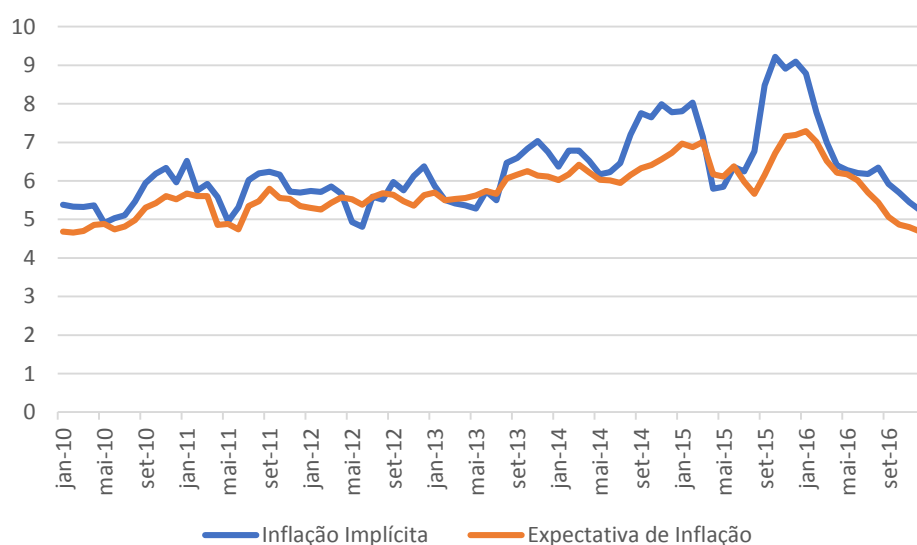
Gráfico V – Credit Default Swaps (5 anos)



Fonte: Bloomberg

O risco de inflação por sua vez medido pela inflação implícita é, de acordo com Machado Vicente e Graminho (2015), a diferença entre as taxas de juros nominal e real, funcionando como principal parâmetro para o nível futuro de preços. Dessa forma, observa-se com clareza no Gráfico VI que a curva de inflação implícita permanece ancorada à expectativa de inflação por todo o período de análise.

Gráfico VI – O deslocamento da inflação implícita entre 2010 e 2016



Fonte: ANBIMA e Banco Central do Brasil

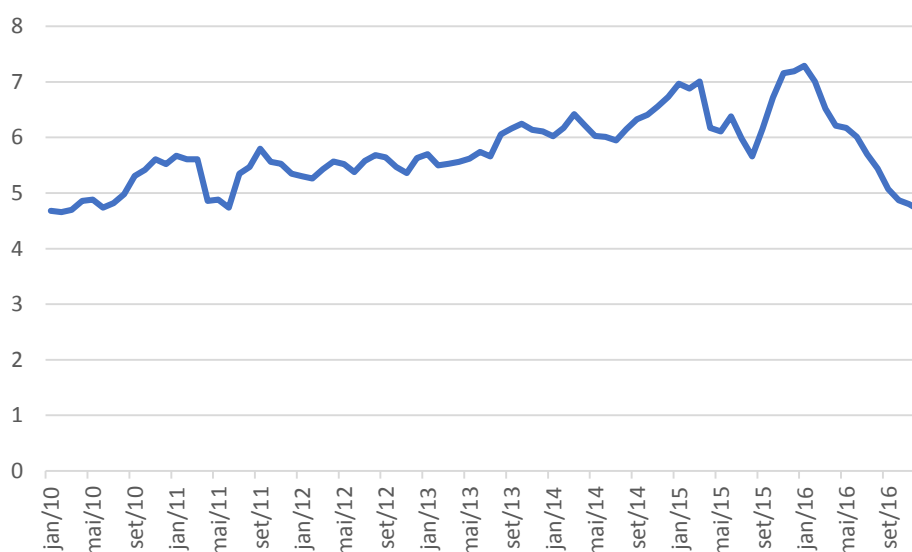
II.5 - Expectativas de Inflação

Com as mudanças observadas na economia brasileira e do rigor do BCB em relação à meta de inflação, os agentes do mercado e o próprio BCB tiveram no período de análise algumas mudanças em suas expectativas de PIB, preços e Selic. A rigor, não houve um ganho de credibilidade da instituição monetária que indicasse a convergência da inflação para o centro da meta, não houve mudanças na expectativa de crescimento econômico do país e, tampouco, houve após o período de baixa de juros uma expectativa de uma busca mais severa do controle da inflação com aumentos da Selic até a evidencia de déficits fiscais primários em 2014.

Começando pela expectativa de inflação, observa-se no Gráfico VII que com a fuga cada vez mais frequente do centro da meta, não houve, mesmo no período de recessão econômica, uma tendência à queda dos preços. Na realidade, apenas com a perspectiva da saída da presidente da República e de sua equipe a trajetória do indicador se alterou.

Uma das conclusões feitas a partir da trajetória da inflação é que a política monetária não surtia efeito sobre os preços, seja por fatores externos à taxa de juros ou por falta de credibilidade do BCB após a mudança do paradigma com a Nova Matriz Econômica. Portanto, apenas após as mudanças políticas foi percebido que o indicador alterou sua trajetória.

Gráfico VII – A expectativa de inflação (IPCA – 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil

Conclui-se que a credibilidade do BCB havia sido prejudicada pela sua escolha de reduzir os juros em um momento em que a inflação seguia perto do centro da meta. Além disso, com o desequilíbrio do gasto público e o restante da equipe econômica não haveria um movimento concreto de reformas política e reajuste fiscal que promovesse a confiança do governo como um todo.

As expectativas de juros do mercado 12 meses à frente, não indicavam, assim, a brusca virada em 2011 e apenas com a confirmação de que o BCB estava tornando a política monetária menos rigorosa, o mercado convergiu no sentido de queda da taxa de juros como pode ser visto no Gráfico VIII.

Novamente, então, o indicativo de que a sustentabilidade de juros baixos com a inflação pressionando e ultrapassando o teto da meta fez com que o mercado antecipasse o movimento de subida dos juros em 2014. Após esse período, com o BCB retomando o austeridade e aumentando os juros, veio o consenso da nova onda de conservadorismo monetário.

Gráfico VIII – A expectativa de Selic de acordo com o mercado



Fonte: Boletim Focus (Banco Central do Brasil)

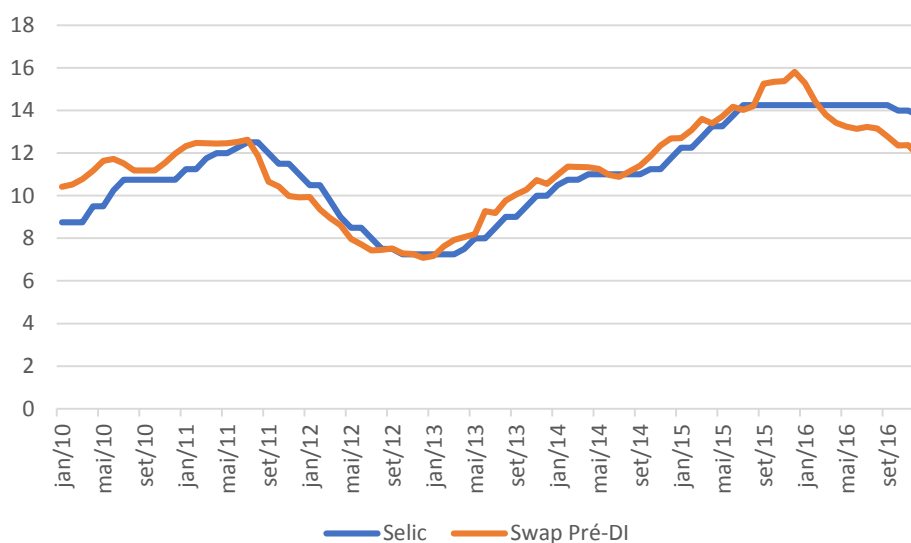
II.6 - Considerações a partir do Canal das Expectativas

As diversas series temporais que descrevem o comportamento da taxa de juros, preços, risco e expectativas de mercado são acomodáveis ao modelo proposto pelo canal

das expectativas. Dessa forma, é possível constatar ou não a aproximação da teoria econômica à realidade vivida pela economia brasileira entre os anos 2011 e 2016.

Em primeiro lugar, observa-se que os *Swaps* Pré-DI apresentaram a mesma tendência da taxa básica de juros, mesmo com uma volatilidade entre o seu *spread*. A variação desse *spread* é percebida em maior grau nos períodos de choques na economia brasileira, como em agosto de 2011 com a “virada do BCB”, as evidências de *déficit* primário em outubro de 2014 e a concretização do *impeachment* em abril de 2016, como vistos no Gráfico IX.

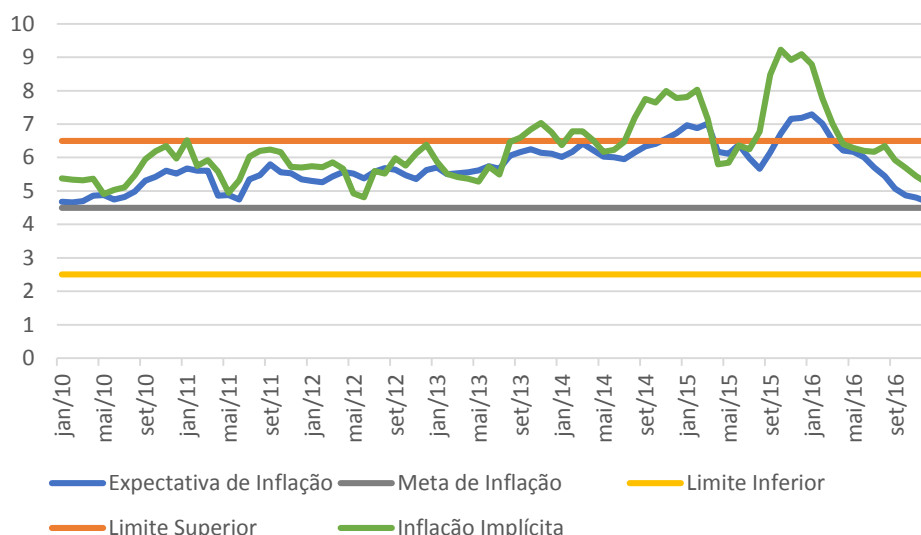
Gráfico IX – A âncora Selic e Swap Pré-DI



Fonte: Banco Central do Brasil e B3

Outro indicador que aponta a convergência das expectativas é a inflação. Nesse sentido, a trajetória das séries divulgada pelo BCB e da inflação usada como *proxy* para o risco no mercado convergiram entre si, entretanto a política monetária não foi capaz de controlar os preços por si só, influenciando resultados acima do teto da meta e moldando as expectativas do mercado no mesmo sentido. Os mesmos choques destacados anteriormente podem ser evidenciados no Gráfico X, em maior destaque, o risco atribuído a instabilidade política trazida pelo *impeachment* que causou um descolamento da inflação esperada e da inflação implícita no período em questão.

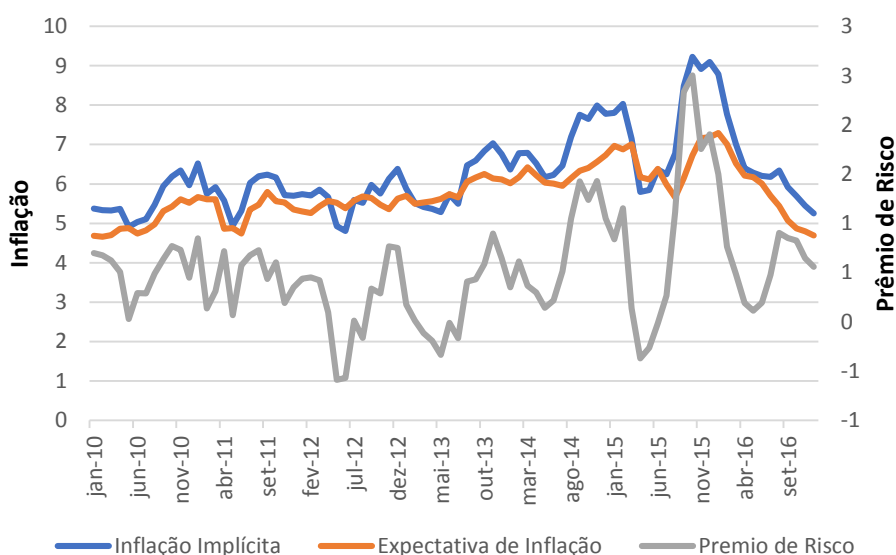
Gráfico X – Inflação, risco e metas



Fonte: Banco Central do Brasil e ANBIMA

Outro fator atrelado ao risco e à expectativa de inflação é o prêmio de risco. O parâmetro utilizado para medi-lo foi o diferencial entre a inflação implícita e a inflação, fazendo com que esse seja uma aproximação do parâmetro ρ , utilizado no modelo apresentado no capítulo anterior. Os valores encontrados mostram a volatilidade encontrada pelo mercado.

Gráfico XI – O prêmio de risco



Fonte: Banco Central do Brasil e ANBIMA

II.7 - Conclusão

Os efeitos da política monetária no período destacado no capítulo foram, em parte, afetados pela reputação do BCB enquanto *policy maker* e pela influência do Executivo nesse mesmo papel. Nesse mesmo sentido, a estabilidade macroeconômica, ainda que não seja objeto de controle declarado do BCB, sofreu com um período de baixo crescimento aliado a inflação acima da meta.

O comportamento da Selic enquanto comparada com a inflação mostra que no período posterior ao mês de agosto de 2011, há um tratamento *ex-post* ao controle dos preços, ou seja, após a consolidação da trajetória ascendente do indicador, os juros subiram de forma a controlar a inflação passada. Esse tratamento é congruente ao período que Alexandre Tombini permaneceu na gestão da instituição.

As respostas do mercado à política do BCB foi realizada com agilidade, conforme visto na sessão II.3. Fica claro que, mesmo com a existência de um *spread* entre os *Swaps* e a Selic, as duas taxas permaneceram ancoradas. Os preços, por outro lado, não permaneceram alinhados à meta em razão da direção atribuída a política monetária e aos estímulos voltados para o crescimento econômico. No entanto, a inflação implícita, enquanto variável representativa do risco mostrou que o prêmio de risco foi elevado em grande parte do período enquanto comparado à inflação.

CONCLUSÃO

A influência do BCB no controle dos preços está correlacionada com a credibilidade que a instituição detém no mercado, portanto seu papel no controle direto da inflação sofreu com a intervenção por parte do Executivo, sendo um dos fatores que influenciaram a subida dos indicadores de preço e risco enquanto a taxa de juros não “perseguia” o IPCA.

As projeções do mercado para com a curva de rendimentos sofreram com a instabilidade política, a tentativa frustrada de promover crescimento econômico a partir de juros baixos e do déficit fiscal, assim a Nova Matriz Econômica trouxe, ao contrário do que se antecipou, quebra das expectativas e perda da credibilidade do BCB.

Os momentos chaves do período, ou seja, os meses de agosto de 2011 e a “virada do BCB”, outubro de 2014 e o déficit das contas públicas e a concretização do impeachment em abril de 2016, foram cruciais para entender as flutuações e inversões dos indicadores, especialmente os juros, o risco e os preços. Além disso, todas as alterações nos principais agentes do governo culminaram em respostas mais ou menos eficazes aos estímulos em prol da recuperação econômica e redução da inflação.

Assim, sua eficiência foi reduzida por uma perda de credibilidade que, de acordo com o canal das expectativas, tem forte influência no papel do *policy maker* no modelo intertemporal de juros e risco. Vale também que dentro do modelo, os indicadores chaves permaneceram ancorados à teoria, destacando o comportamento rigoroso do mercado em reagir aos estímulos da política monetária.

A taxa Selic é o principal indicador enquanto mostra o conservadorismo do BCB diante de sua meta e, portanto, com os nuances da postura da instituição entre os anos destacados, há um notável afrouxamento iniciado em 2011 e finalizado em 2013. Através do canal das expectativas, há uma inversão da curva de rendimentos e da percepção do risco uma vez que a inflação esperada assumia uma trajetória ascendente.

De fato, durante o governo Dilma, ou seja, entre os anos de 2011 e 2015, a curva de rendimentos possuía uma trajetória positivamente inclinada, traduzindo-se em uma antecipação do cenário futuro, onde a taxa de juros, inevitavelmente, foi aumentada para combater a inflação que crescia.

Os sucessivos aumentos do IPCA ocorridos ao longo dos anos do governo Dilma não foram vistos com surpresa, uma vez que o mercado já antecipava os valores desse indicador maiores que a meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional e, nesse sentido, aguardava o reestabelecimento do rigor monetário com o aumento da taxa de juros Selic. Adicionalmente, os efeitos do desgaste fiscal ocorrido pressionaram o aumento do risco, servindo como um bom indicador de previsão para o aumento dos juros básicos.

Observa-se também que a curva de rendimentos foi uma ferramenta chave da política monetária futura, uma vez que à luz dos indicadores do período não houve divergência entre a teoria e o observado ao longo do período destacado. Vale assim que os agentes que utilizaram desse recurso para suas decisões conseguiram balizar com sucesso suas decisões.

Conclui-se, portanto, que o canal das expectativas, enquanto mecanismo determinante das oscilações da política monetária revela a inevitável tendência de frustração das metas de inflação e desaceleração da atividade econômica ao mesmo tempo em que o BCB surpreendia o mercado com a taxa Selic e este assumia o risco da falta de rigor monetário.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

FISHER, I. (1930), **The Theory of Interest as Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It**, Macmillan, New York

GÜRKAYNAK, R.S. e WRIGHT, J.H. (2012), **Macroeconomics and the Term Structure**, *Journal of Economic Literature*, Vol. 50, Nº 2, 331-367

HANDA, J. (2009), **Monetary Economics**, Routledge, New York, Second Edition

KOZICKI, S. e SELLO, G. (2005), **Longer-Term Perspectives on the Yield Curve and Monetary Policy**, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter. 5-33

LICHA, Antonio Luis. Teoria da política monetária: uma abordagem em nível intermediário: Canal das Expectativas. In: LICHA, Antonio Luis. **Teoria da política monetária: uma abordagem em nível intermediário**. 1ª. ed. Rio de Janeiro, RJ: Alta Books, 2015. cap. 9, p. 205-212.

MACHADO VICENTE, José Valentim; GRAMINHO, Flávia Mourão. Decompondo a Inflação Implícita. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 69, n. 2, p. 263-284, abr. 2015.

MISHKIN, F.S. (2006), **The Economics of Money, Banking, and Financial Market**, Pearson Addison Wesley, Seventh Edition (Cap. 6)

MODIGLIANI, F. e SUTCH, R. (1967), **Debt Management and the Term Structure of Interest Rates: An Empirical Analysis of Recent Experiences**, *Journal of Political Economy*, v. 75, n. 4, p. 569-589.

PESSÔA, Samuel de Abreu. Ascensão e queda da nova matriz econômica. **Revista Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, RJ, v. 67, n. 11, p. 10-11, nov. 2013.

SACHS, J.D. e LARRAIN, F. (2000), **Macroeconomia - Edição Revisada e Atualizada**. Makron Books, São Paulo (20.6)

ZAMPOLLI, F. (2012), **Sovereign Debt Management as an Instrument of Monetary Policy: An Overview**, BIS Papers Nº 65, May: 97-118