

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Análise do Atual Cenário Brasileiro de Desancoragem das Expectativas de Inflação

Luiz Felipe Molinaro de Souza Moreira

No. Da matrícula: 1013445

Orientador(a): Eduardo Zilberman

Junho de 14

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Análise do Atual Cenário Brasileiro de Desancoragem das Expectativas de Inflação

Luiz Felipe Molinaro de Souza Moreira
No. Da matrícula: 1013445

Orientador(a): Eduardo Zilberman

Junho de 2014

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

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

Dedicatória

Dedico esta monografia à minha mãe Eliane Molinaro de Souza Moreira (*In Memoriam*).

Sumário

1. Introdução.....	5
2. O Regime de Metas de Inflação e o Papel das Expectativas.....	7
3. O Regime de Metas de Inflação no Brasil.....	10
4. A Desancoragem das Expectativas de Inflação no Brasil.....	14
5. Desancoragem das Expectativas de Inflação na Turquia.	19
6. Conclusão	30
7. Bibliografia	31

1. Introdução

Em 1997, foi adotado no Brasil o sistema de metas de inflação. Este sistema, complementando o Plano Real de 1994, tinha por objetivo promover a estabilidade à economia brasileira e, fundamentalmente, acabar com o histórico hiperinflacionário brasileiro de modo que os agentes conseguissem prever as decisões do governo e o governo, por sua vez, prestasse contas à sociedade.

Nos primeiros anos após sua adoção, se evidenciou um grande sucesso do sistema de metas. Entretanto, nos últimos anos, observa-se um aumento nas taxas de inflação sem a caracterização de um maior crescimento do país.

Portanto, o objetivo deste estudo é analisar descritivamente o cenário de desancoragem das expectativas de inflação no Brasil relacionando-a a outras economias como fonte de evidência.

No primeiro capítulo deste trabalho, será apresentado o arcabouço teórico que sustenta o regime de metas de inflação, apresentando os pontos-chave que são necessários para o sucesso deste regime, suas características e suas vantagens que provocam cada vez mais o interesse de países de diferentes características a adotar as metas de inflação como política.

Na segunda parte, demonstrarei a adoção do regime de metas de inflação no Brasil e o contexto econômico no qual o país se encontrava para adoção de tal modelo.

O terceiro capítulo se caracteriza por uma análise descritiva do cenário inflacionário atual observado no Brasil no qual nota-se uma importante mudança nas expectativas dos agentes de modo que estes, devido às políticas recentes adotadas pelo governo, entendem que o governo trabalha com uma meta de inflação maior que a publicada.

O quarto capítulo dedica-se ao estudo do processo inflacionário da Turquia, país que também adota o regime de metas de inflação e passa por um cenário semelhante ao observado atualmente no Brasil. Descreverei uma breve introdução a respeito do histórico de adoção do modelo de metas de inflação no país e

mostrarei como se caracteriza o processo de desancoragem das expectativas de inflação.

Por fim, traçarei um breve paralelo entre o processo de desancoragem dos dois países e apresentarei uma recomendação sobre o que pode ser feito para ocorrer o processo de reancoragem das expectativas de inflação.

2. O Regime de Metas de Inflação e o papel das expectativas

O regime de metas de inflação é um regime monetário no qual o Banco Central se compromete a atuar de forma a garantir que a inflação efetiva esteja em linha com uma meta pré-estabelecida, anunciada publicamente.

Conforme abordado por Bernanke e Mishkin¹, a ideia central por trás deste modelo é o anúncio por parte do governo ou do Banco Central de uma meta de inflação a ser alcançada, em um determinado período de tempo. A meta de inflação deve ser um valor positivo e baixo, que esteja em linha com o objetivo de longo prazo do modelo, que é um índice de preços baixo e estável.

Algumas das vantagens mencionadas para a adoção deste regime estão associadas aos seus impactos sobre as expectativas de inflação e aos custos sobre o produto, o emprego e a renda impostos a uma política de desinflação. A condução da política monetária neste regime é feita de maneira *forward-looking*, isto é, atuando sobre as mudanças nas expectativas de inflação e nas pressões inflacionárias. Desta maneira, o Banco Central busca agir de maneira a afetar as expectativas de inflação formadas pelos agentes e, com isso, buscar seu objetivo de convergência da inflação para a meta predeterminada.

O regime de metas inflação envolve mais do que o anúncio público de metas numéricas para o nível de preços. Esta política desempenha basicamente duas funções: serve como elemento de coordenação de expectativas dos agentes econômicos e funciona como mecanismo de transparência para a condução da política monetária, auxiliando na redução das incertezas. Além disso, a disponibilização das expectativas ao público faz com que os agentes econômicos obtenham conhecimento sobre o que os agentes de mercados estão projetando, possibilitando, desta forma, o planejamento das ações dos agentes econômicos de curto, médio e longo prazos.

Assim, a chave principal para o sucesso deste regime é manter as expectativas dos agentes econômicos de acordo com a política monetária

¹ BERNANKE, Ben; MISHKIN, Frederic. *Inflation Targeting: A new framework policy*, NBER Working paper no 5893, 1997

praticada. E, para isso, a transparência e a prestação de contas regulares à sociedade e a seus representantes são elementos essenciais deste regime. Portanto, a comunicação do Banco Central atua como um importante instrumento na tarefa de guiar as expectativas dos agentes.

De acordo com Alan Blinder², é necessária a atuação de forma independente por parte do Banco Central para a manutenção dos níveis de preço. Ben Bernanke em seu discurso de 2003³ associa a credibilidade do BC e a manutenção dos níveis de preço com a importância do BC em manter as expectativas de inflação ancoradas: “A manutenção da estabilidade de preços – e, igualmente importante, o desenvolvimento do Banco Central em construir uma forte reputação de compromisso com ela (estabilidade) – também serve para ancorar as expectativas de inflação futura do setor privado. As expectativas de inflação bem ancoradas (refiro-me que o público continua a esperar inflação baixa e estável, mesmo se a inflação real afasta-se temporariamente de seu nível esperado), não só faz com que se alcance a estabilidade de preços muito mais fácil no longo prazo, mas também aumenta a capacidade do Banco Central de estabilizar a produção e o emprego no curto prazo.”.

Quanto à transparência, Blinder² define que um Banco Central é transparente se suas ações são facilmente identificadas pelos agentes econômicos, se suas políticas são bem interpretadas e se seus pronunciamentos são livres de engano. O aumento da qualidade da política monetária devido à sua transparência se dá em razão de dois fatores que aumentam a credibilidade do BC: i) O BC melhora sua política prevendo as reações do mercado e os mercados se tornam mais eficientes ao prever as decisões do BC; e ii) o BC que é forçado a expressar suas metas (a sua estratégia para alcançar suas metas e o raciocínio por trás de suas decisões) consolidará automaticamente uma coerência intelectual em seu interior.

Apesar de muitos países adotarem este regime, podemos concluir de acordo com os fatores citados acima que o regime de metas inflação deve ser visto como um modelo, e não como uma regra, podendo ser adaptado de acordo com as

² BLINDER, Alan. *Through the Looking Glass: Central Bank Transparency*, CEPS Working Paper no 86

³ BERNANKE, Ben. *A Perspective on Inflation Targeting*, at the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, Washington, D.C. March 25, 2003

características de cada economia. No limite, segundo Bernanke³, os regimes de política monetária são discricionários. Isto é, o formulador da política monetária deve ser livre para tomar sua decisão conforme as condições econômicas forem mudando. Em *“Inflation Targeting: A new framework policy”*¹, Bernanke afirma que é mais proveitoso pensar em metas de inflação não como uma regra, mas como um modelo para a política monetária em que a flexibilidade implícita (*“constrained discretion”*) pode ser exercida. Ainda de acordo com o autor, *“Constrained discretion attempts to strike a balance between the inflexibility of strict policy rules and the potential lack of discipline and structure inherent in unfettered policymaker discretion. Under constrained discretion, the central bank is free to do its best to stabilize output and employment in the face of short-run disturbances, with the appropriate caution born of our imperfect knowledge of the economy and of the effects of policy (this is the “discretion” part of constrained discretion). However, a crucial proviso is that, in conducting stabilization policy, the central bank must also maintain a strong commitment to keeping inflation - and, hence, public expectations of inflation - firmly under control (the “constrained” part of constrained discretion). Because monetary policy influences inflation with a lag, keeping inflation under control may require the central bank to anticipate future movements in inflation and move preemptively. Hence constrained discretion is an inherently forward-looking policy approach (...)*”. Por fim, Bernanke conclui que este modelo tem o potencial para servir duas funções importantes: melhorar a comunicação entre os tomadores de decisões e o público e proporcionar uma maior disciplina e responsabilidade para a política monetária.

3. O Regime de Metas de Inflação no Brasil

Em fevereiro de 1994, a Medida Provisória nº 434⁴ foi publicada no Diário Oficial da União. Assim, iniciava o Plano Real. Este plano econômico tinha por objetivo principal o controle da hiperinflação presente no país desde os anos da Ditadura Militar.

O Plano Real englobou um programa de reformas econômicas. Dentre estas reformas, podemos citar um processo de privatização de empresas estatais e uma maior abertura ao comércio exterior caracterizada pela redução das taxas de importação e eliminação das barreiras não tarifárias. Entretanto, por questões políticas, os formuladores da política monetária não conseguiram promover o ajuste fiscal necessário para o sucesso completo do Plano. Com isso, a não adoção do ajuste fiscal juntamente com um regime de câmbio semi-fixo provocou uma substancial desvalorização do real em 1999. Após a tentativa fracassada do governo em promover uma desvalorização forçada da moeda brasileira, o real foi “forçado” a flutuar. Assim, em 1999, o regime de câmbio flutuante foi adotado no Brasil. Devido à sua adoção, era necessário que uma nova âncora nominal fosse definida para a política econômica. Desta forma, o regime de metas de inflação constituía a estrutura mais apropriada para alcançar a estabilidade econômica no ambiente de câmbio flutuante. Foi então que a diretoria do BC propôs designar às metas de inflação o papel de âncora nominal.

A modelagem do sistema de metas de inflação no Brasil passou por diversos momentos. Em um deles, o Rio de Janeiro foi palco de um seminário organizado pelo Banco Central do Brasil e o FMI, que tinha como objetivo analisar a implementação do modelo de metas de inflação em países emergentes e desenvolvidos e proporcionar a autoridade e economistas brasileiros a oportunidade de discutir a implantação do mesmo sistema no Brasil. Assim, um consenso geral a respeito das metas de inflação surgiu conforme citação abaixo:

⁴ Medida Provisória 434, de 27 de fevereiro de 1994
<<http://www010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/45/1994/434.htm>>

“Low and stable inflation was singled out as the primary long-run objective of monetary policy, and inflation targeting was regarded as an effective framework for guiding monetary policy. In particular, inflation targeting was seen as providing a nominal anchor both for monetary policy and inflation expectations, making this anchor identical to the long-run objective of monetary policy; providing more transparency and accountability to the design and implementation of monetary policy; facilitating its communication, understanding, and assessment; and providing effective policy guidance by focusing policymakers’ attention on the long-run consequences of short-term policy actions.” (Brazil, Selected Issues and Statistical Appendix, International Monetary Fund, July 16th, 1999).

Portanto, em primeiro de Julho de 1999, através do decreto numero 3088⁵ de 21 de Junho do mesmo ano, o Brasil passava a adotar formalmente o Regime de Metas de Inflação, cujos pontos chaves estão listados na publicação *“Implementing Inflation Target in Brazil”*⁶:

“• The inflation targets will be established on the basis of variations of a widely known price index;

• The inflation targets as well as the tolerance intervals will be set by the National Monetary Council on the basis of a proposal by the Finance Minister;

• Inflation targets for the years 1999, 2000, and 2001 will be set no later than June 30, 1999; for the year 2002 and subsequent years targets will be set no later than June 30, two years in advance;

• The Central Bank is given the responsibility to implement the policies necessary to achieve the targets;

• The price index that would be adopted for the purposes of the inflation targeting framework will be chosen by the National Monetary Council on the basis of a proposal by the Finance Minister;

⁵ Decreto 3088, de 21 de junho de 1999 <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm>

⁶ BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre; WERLANG, Sergio. *Implementing Inflation Targeting in Brazil*, Trabalhos para discussão nº 59, 2000.

- *The targets will be considered to have been met whenever the observed accumulated inflation during the period January-December of each year (measured on the basis of variations in the price index adopted for these purposes) falls within the tolerance intervals;*

- *In case the targets are breached, the Central Bank's Governor will need to issue an open letter addressed to the Finance Minister explaining the causes of the breach, the measures to be adopted to ensure that inflation returns to the tolerated levels, and the period of time that will be needed for these measures to have an effect; and*

- *The Central Bank will issue a quarterly inflation report that will provide information on the performance of the inflation targeting framework, the results of the monetary policy actions, and the perspectives regarding inflation."*

Ainda de acordo com o decreto, o Comitê de Política Monetária divulgou uma resolução que definia o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE, como o índice oficial de inflação, bem como as metas de inflação para os próximos três anos. O instrumento de controle da política monetária seria a taxa básica de juros da economia, a taxa Selic. As metas de inflação seriam de 8% em 1999, 6% em 2000 e 4% em 2001. A lógica pela adoção de metas decrescentes se deu devido ao processo inflacionário daquela época no Brasil. O cenário brasileiro em 1999 se caracterizava por um aumento temporário dos níveis de preços devido a um choque. A desvalorização do real que começou em meados de janeiro de 1999 foi um choque que forçou um realinhamento dos preços relativos. Desde a implantação do plano real até 1999, o Brasil vivenciava uma estabilidade de preços: a inflação média foi de 1,7% em 1998.

Uma diferença significativa na implantação do regime de metas de inflação no Brasil comparada à adoção do regime de metas em outros países foi a não adoção de qualquer tipo de "escape clauses". Assim, justifica-se o estabelecimento de uma margem de 2% para cima ou para baixo da meta estabelecida pelo Banco Central.

O início do sistema de metas de inflação no Brasil se evidenciou como um sucesso: a inflação resistiu ao efeito *pass-through* da desvalorização cambial e os juros começaram a cair tão rapidamente quanto subiram. A primeira meta foi cumprida dentro da banda estabelecida e a inflação no ano seguinte atingiu o centro da meta. O crescimento real do PIB em 2000 foi de 4,36%, o maior desde 1995. A tabela 1 mostra o sucesso inicial do regime:

TABELA 1

Tabela 1: Metas para inflação no Brasil

Ano	Meta	Banda	Inflação observada
1999	8%	± 2%	8,9%
2000	6%	± 2%	6,0%
2001	4%	± 2%	7,7%
2002	3,5%	± 2%	12,5%
2003	4%	± 2,5%	9,3%
2004	5,5%	± 2,5%	7,2%

Fonte: Banco Central do Brasil

4. A desancoragem das expectativas de inflação no Brasil

Nos modelos Neokeynesianos, o nível de inflação depende, em parte, da inflação esperada. Neste arcabouço, expectativas de inflação bem ancoradas podem contribuir para a estabilização da inflação real. Caso as expectativas de inflação não estejam bem ancoradas, as expectativas de fixação de preços e salários futuros são suscetíveis de ser uma fonte de volatilidade macroeconômica.

Isto nos conduz a um interessante fenômeno onde a expectativa de futura inflação pode provocar um aumento imediato dos preços. Quando o dono de uma firma define o preço que será fixado por certo período de tempo, ele não calcula somente os custos atuais, como também calcula a expectativa dos custos futuros. Analogamente, quando um trabalhador assina um contrato de trabalho que estipula seu salário, ele não só computa o custo de vida atual, como também o custo de vida esperado da vigência do contrato. Logo, se o dono da firma espera que haverá uma alta inflação no futuro, os preços atuais poderão subir de modo a refletir esta expectativa. Da mesma maneira, se um trabalhador tem a expectativa que os preços ao consumidor irão aumentar, ele demandará um salário maior devido a esta esperança.

Portanto, os dois cenários acima refletem um aumento dos preços atuais resultando em um maior nível de inflação futuro. Este exemplo é um claro sinal de que as expectativas de inflação podem ser auto realizáveis, ou pelas palavras do ex-presidente do Fed Paul Volcker, “*inflation feeds in part on itself*”.

O exemplo acima descreve perfeitamente a definição de Bernanke⁷ (2007) para a formação de expectativas bem ancoradas :

“So, for example, if the public experiences a spell of inflation higher than their long-run expectation, but their long-run expectation of inflation changes little as a result, then inflation expectations are well anchored. If, on other hand, the public reacts to a short period of higher-than-expected inflation by marking

⁷ BERNANKE, Ben. *Inflation Expectations and Inflation Forecasting, at the Monetary Economics Workshop of the National Bureau of Economic Research Summer Institute, Cambridge, Massachusetts, July 10, 2007.*

up their long-run expectation considerably, then expectations are poorly anchored.”

Por outro lado, apesar de choques como, por exemplo, uma elevação nos preços das commodities, poderem impulsionar uma escalada dos preços, o prêmio Nobel de economia Milton Friedman afirma que só a política monetária pode gerar um aumento sustentável dos preços no médio a longo prazo. Inúmeros acontecimentos podem afetar a inflação corrente, entretanto somente a política monetária pode conduzir as expectativas de inflação no longo prazo. Logo, se as expectativas de inflação de um dado país desancoraram e ficaram um longo período de tempo nesta situação, foi porque o seu Banco Central permitiu isto acontecer. Ainda de acordo com Paul Volcker em seu discurso no Congresso americano em 1979⁸, *“Inflation feeds in part on itself, so part of the job of returning to a more stable and more productive economy must be to break the grip of inflationary expectations”*.

Independente das expectativas de inflação serem auto realizáveis, a autoridade monetária deve assegurar que as expectativas estão bem ancoradas para se dedicar a manter um ambiente de inflação baixa e estável. Outros fatores fora do controle do Banco Central podem causar flutuações temporárias no nível dos preços, mas quando estes movimentos transitórios influenciam as expectativas de inflação, mesmo um choque temporário pode causar inflação no longo prazo. Portanto, conclui-se que o controle das expectativas de inflação é a chave para o Banco Central controlar a inflação.

Considerando o histórico inflacionário brasileiro, a partir do Plano Real o Brasil vem mostrando um progresso no seu desempenho inflacionário refletindo, em parte, que as mudanças instauradas pelo Plano trouxeram ao país uma melhora nas políticas macroeconômicas. Entretanto, a manutenção de um nível inflacionário estável não é uma tarefa fácil. A volatilidade dos preços das commodities tem refletido em flutuações na inflação real. Além disto, o nível de reservas acumulado pelo Banco Central inflou de maneira exorbitante nos últimos anos devido à Crise de 2008 que resultou em uma adoção de políticas monetárias

⁸ Statement by Paul Volcker, Chairman, *Board of Governors of the Federal Reserve System, before the Joint Economic Committee of the U.S. Congress, Oct. 17, 1979, reprinted in Federal Reserve Bulletin, vol. 65, November 1979, pp. 888–90.*

não convencionais pelos países desenvolvidos que fez com que um grande fluxo de capital tenha migrado para o Brasil. Esses fatores, se não bem gerenciados, podem afetar o processo de ancoragem das expectativas de inflação e dificultar o trabalho do Banco Central em promover uma estabilização dos preços.

Além disto, é importante citar que o modelo de metas de inflação tem, em sua essência, suas decisões de política monetária baseadas em todas as informações disponíveis pela autoridade monetária. Estas informações também incluem as percepções do setor privado a respeito de uma série de variáveis econômicas que conduzem o BC a indicadores e outros conhecimentos críticos que ajudam a prever a inflação.

O deslocamento do nível de preços do centro da meta de inflação tem correlação direta com o ciclo de diminuição das taxas de juros no Brasil. No final do governo Lula, em 2009, o governo apresentava um controle sobre a inflação que lhe dava uma segurança e estava em linha com as expectativas dos agentes. Assim, no final de 2009 e no início de 2010 com a presidente Dilma já eleita, o governo iniciou um processo de diminuição dos juros com o intuito de baixá-los aos menores níveis históricos. A diminuição dos juros provocou um retorno da tendência de alta inflacionária, que fez com que o governo acendesse um alerta e subisse os juros. Entretanto, a inflação não respondeu à diminuição dos juros e prosseguiu com o seu viés de alta. Assim, os agentes esperavam que o governo fosse responder de forma mais firme ao processo inflacionário de modo a levar o IPCA de volta à meta. Todavia, o que se observou foi uma política monetária expansionista do BC conduzindo a taxa SELIC ao menor nível histórico, de 7,5% a.a..

A reação do mercado foi de acentuado ajusta das expectativas de inflação, pois o Brasil é um país que apresenta um histórico hiperinflacionário. Desta forma, os agentes são muito sensíveis a altas inflacionárias, ainda mais com a presença de leniência do governo com o processo inflacionário. Logo, os agentes que ainda não tinham confiança no governo e por conta disto ainda não apresentam expectativas ancoradas, ajustaram suas expectativas de maneira a entender que o governo desenvolvia sua política monetária baseada na banda inflacionária, e não no centro da meta.

Portanto, com a manutenção da política de baixar as taxas de juros atrelada a uma política fiscal expansionista em um momento de escalada inflacionária, a premissa de sucesso do regime de metas de inflação que é de manter uma política monetária de acordo com as expectativas dos agentes foi quebrada e provocou um vigoroso processo de desancoragem das expectativas de inflação no Brasil.

Assim, conforme o gráfico abaixo nos mostra, o nível de preços no Brasil vem se deslocando da meta de inflação de 4,5% a.a. nos últimos anos. O IPCA fechou o ano de 2013 acima da meta, em 5,91%. Em 2014, o IPCA de janeiro foi de 0,55% e, em fevereiro, disparou para 0,69%. A explicação para este desprendimento é que os agentes econômicos vêm interpretando que o Banco Central não vem focando o centro da meta de inflação, e sim o intervalo de dois pontos percentuais acima do centro.

GRÁFICO 1



Fonte: IBGE

Um estudo realizado pelo FED de Dallas⁹ constata empiricamente o processo de desancoragem das expectativas de inflação no Brasil através da mensuração do nível de ancoragem das expectativas de inflação. Este índice refere-se à alteração das expectativas de inflação dado um aumento no nível de inflação. Assim, se as expectativas estão perfeitamente ancoradas, um aumento

⁹ DAVIS, Scott; MACK, Adrienne. *Cross-Country Variation in the Anchoring of Inflation Expectations*, Staff Papers Dallas Fed, nº 21, 2013.

inesperado no nível de preços hoje não deve afetar as expectativas dos agentes a respeito da inflação no futuro. Entretanto, se as expectativas não estão perfeitamente ancoradas, as expectativas para inflação futura irão aumentar devido a um aumento inesperado da inflação corrente. O estudo nos mostra que, dentre os países que adotam o regime de metas de inflação, o coeficiente de ancoragem das expectativas de inflação do Brasil é o segundo pior, atrás somente do coeficiente da Argentina conforme a tabela 2.

TABELA 2

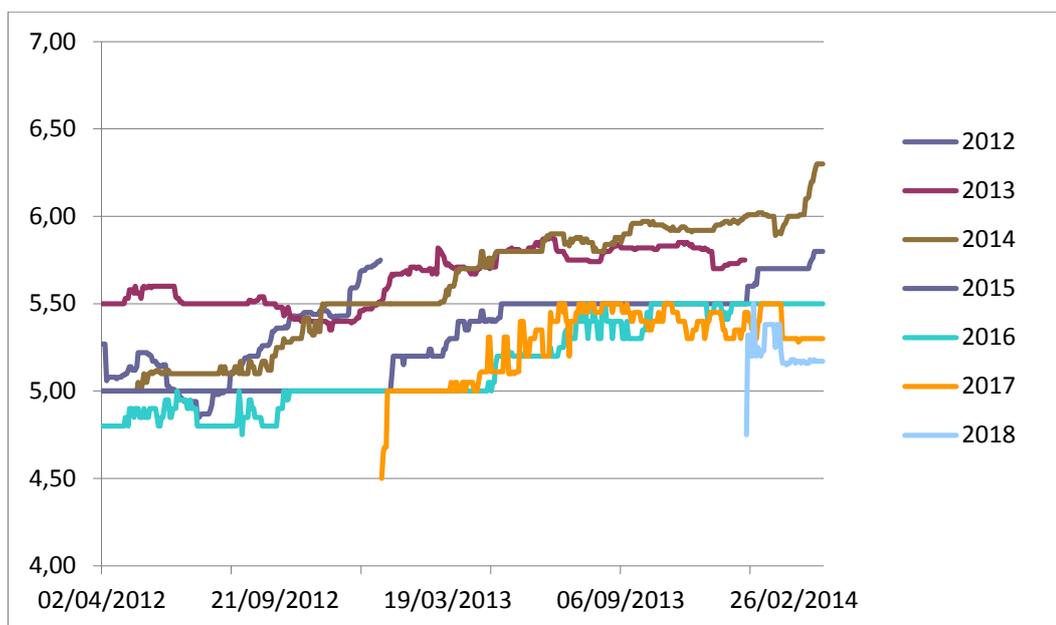
	γ Coeff.	Std. Error		γ Coeff.	Std. Error
Argentina	0.929	(0.092)	Denmark	0.031	(0.024)
Brazil	0.907	(0.092)	Norway	0.029	(0.024)
Mexico	0.550	(0.081)	U.S.	0.023	(0.022)
Panama	0.537	(0.082)	Portugal	0.021	(0.021)
Turkey	0.489	(0.079)	U.K.	0.017	(0.021)
Hungary	0.452	(0.078)	Greece	0.014	(0.016)
Poland	0.444	(0.077)	Sweden	0.011	(0.018)
Israel	0.379	(0.071)	Japan	0.006	(0.009)
Latvia	0.351	(0.070)	Canada	0.005	(0.019)
Chile	0.341	(0.071)	Austria	0.005	(0.018)
Thailand	0.264	(0.062)	Italy	0.001	(0.023)
Ireland	0.175	(0.053)	Korea	-0.002	(0.012)
Russia	0.161	(0.052)	Belgium	-0.004	(0.016)
Slovakia	0.120	(0.042)	Taiwan	-0.011	(0.023)
Finland	0.107	(0.045)	Germany	-0.012	(0.016)
France	0.067	(0.035)	Luxembourg	-0.017	(0.018)
Netherlands	0.058	(0.030)	Spain	-0.018	(0.020)

Com isso, o gráfico das expectativas de inflação demonstra o ajuste das expectativas dos agentes dado o aumento recente da inflação no Brasil. A pesquisa de expectativas do BCB mostra que, devido à manutenção da diminuição dos juros em 2012, as expectativas de inflação para o final do mesmo ano saltaram de níveis de 5% a.a. para acima de 5,5% a.a.. Em seguida, ao notar a reação do mercado, o governo iniciou sua política monetária contracionista no início de 2013. Entretanto, percebe-se que neste período a expectativa dos agentes já havia desancorado, pois mesmo com a política de elevação dos juros, a expectativa dos agentes a respeito da inflação aumentou ao longo de todo ano de 2013. Outro ponto que se constata pelo gráfico abaixo é o cenário da curva de 2014. Até o início de 2012, quando a política monetária do BC estava em linha com a expectativa dos agentes, conjecturavam que uma inflação estável no nível de 5%

a.a.. Contudo, com o desalinhamento da política monetária, as expectativas ascenderam de maneira que os agentes, de acordo com a pesquisa realizada em 28/03/2014, esperam que o ano de 2014 termine com uma inflação corrente próxima ao teto da meta de 6,5% a.a..

A desancoragem das expectativas também é notada ao analisar o que os agentes esperam para os anos posteriores a 2014. Há uma expectativa dos agentes de que a inflação irá cair no longo prazo, porém, de acordo com o gráfico abaixo, há uma concordância de que o nível inflacionário brasileiro não convergirá para a meta até, pelo menos, 2018.

GRÁFICO 2

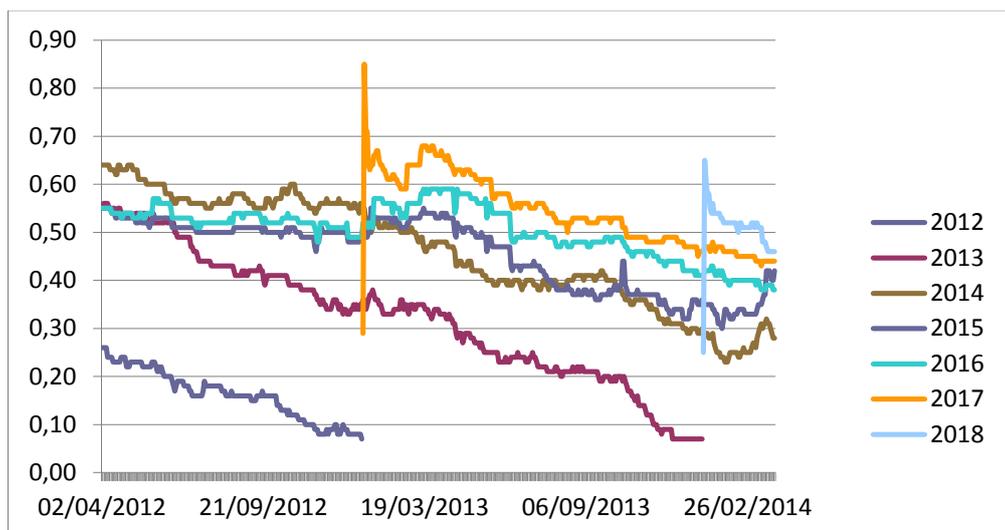


Fonte: Banco Central do Brasil

Outro fator que indica que a perda de credibilidade do BC em atingir o centro da meta está desancorando as expectativas de inflação é a análise do desvio-padrão da pesquisa das expectativas de mercado do BCB. Pelo gráfico abaixo, pode-se perceber um comportamento de queda do desvio-padrão das expectativas de inflação. O comportamento desta variável demonstra que o mercado já identificou a dinâmica do processo inflacionário brasileiro de

percepção na mudança do centro da meta. Portanto, isto faz com que haja um aumento na probabilidade das expectativas dos agentes se realizarem.

GRÁFICO 3



Fonte: Banco Central do Brasil

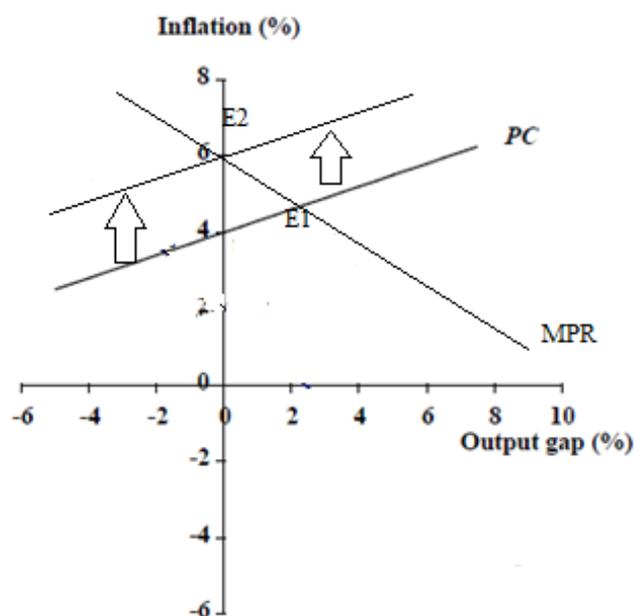
Assim, a perda de credibilidade do BC, caracterizada pela diferença entre a inflação observada e o centro real da meta provoca não só consequência na desancoragem das expectativas de inflação como também atua indiretamente no nível de produto da economia.

Portanto, de acordo com o modelo desenvolvido por Carl Walsh¹⁰ (2000), a perda de credibilidade do Banco Central desloca a curva de Phillips para cima. Este deslocamento se dá devido à taxa de inflação estar acima da meta e acima da taxa esperada pelos agentes econômicos. Desta forma, com o passar do tempo, os agentes econômicos verificam que a taxa de inflação está maior que a esperada e, com isso, a taxa de inflação esperada aumenta como também evidenciou Paul Volcker conforme citação anterior neste trabalho. A elevação da taxa de inflação esperada move a curva PC para cima, que provoca uma alta na taxa de inflação

¹⁰ WALSH, Carl. *Teaching Inflation Targeting: An Analysis for Intermediate Macro*, *The journal of economic education*. - Philadelphia, Pa : Routledge, ISSN 0022-0485, ZDB-ID 4105357. - Vol. 33.2002, 4, p. 333-346

para cada nível de hiato. A expansão da taxa de inflação gera um maior custo marginal inflacionário. Portanto, o equilíbrio de curto prazo se desloca para um maior nível de inflação dado um menor nível de hiato. Partindo da hipótese, neste caso, que o PIB potencial não se alterou, o PIB real sofre uma contração com um aumento da inflação, conforme o gráfico abaixo.

GRÁFICO 4



O cenário atual de deterioração do *trade-off* inflação produto causado pela desancoragem das expectativas de inflação no Brasil é semelhante à descrição do Modelo de Walsh, como evidencia a tabela abaixo. Nos últimos anos no Brasil, percebe-se uma escalada do processo inflacionário sem a companhia do crescimento do PIB. Com isso, conclui-se que, no rumo contrario a teoria econômica, o aumento da inflação não se dá devido a um maior crescimento do produto do país. O aumento da inflação no Brasil é causado diretamente pela desancoragem das expectativas de inflação que, por sua vez, reduz o PIB real.

TABELA 3

ANO	IPCA (EM %)	PIB - VARIACAO EM VOLUME
2013	5,91	2,3
2012	5,84	0,9
2011	6,5	2,7
2010	5,91	7,5
2009	4,31	-0,3
2008	5,9	5,2
2007	4,46	6,1
2006	3,14	4
2005	5,69	3,2
2004	7,6	5,7
2003	9,3	1,1

Fonte: IBGE

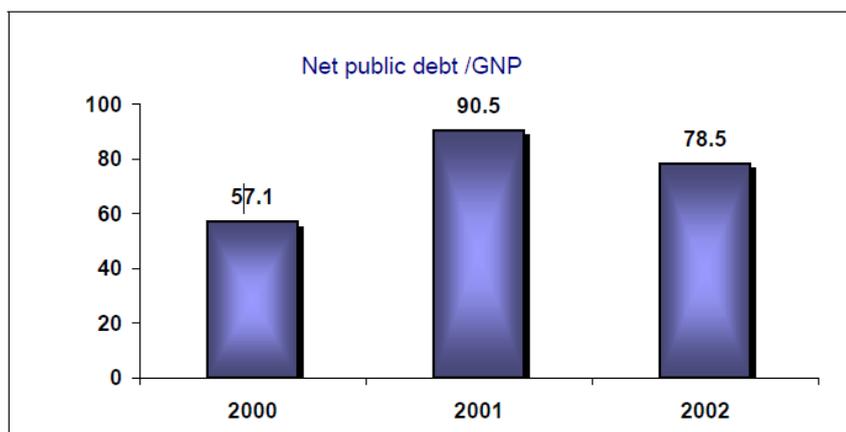
5. Desancoragem das Expectativas de Inflação na Turquia

Nos anos 1990, a economia turca foi atingida por duas crises que provocaram mudanças na política monetária do país. A primeira ocorreu no início de 1994 e a subsequente se deu no segundo semestre de 2000, onde o país sofreu com a rápida corrosão de sua moeda, a lira, levando a um grande aumento dos preços.

O programa de estabilização baseado na fixação da paridade cambial da lira adotado em 2000 levou a Turquia a mais profunda crise de sua história. Com isso, o Banco Central da Turquia (CBT) não tinha alternativa se não deixar a lira flutuar. No final de 2001, a lira apresentou uma imensa depreciação e a taxa anual de inflação chegou aos 68%. Logo, o a economia turca precisava de um novo regime monetário não mais baseado na manutenção de sua taxa cambial.

O aumento enorme da inflação em 2001 juntamente com experiências passadas de alta e persistente inflação na Turquia se caracterizava como um grande desafio ao governo turco na administração das expectativas de inflação. Além disso, a reestruturação do sistema bancário turco elevou a dívida pública do país a níveis históricos (gráfico 5), fazendo com que a dominância fiscal se caracterizasse como outro grande obstáculo na intenção de adotar um regime baseado em metas de inflação. Com isso, o CBT optou por implantar um regime de metas de inflação implícito no início de 2002 com final em 2005, quando a formalização do regime seria colocada em prática.

GRÁFICO 5

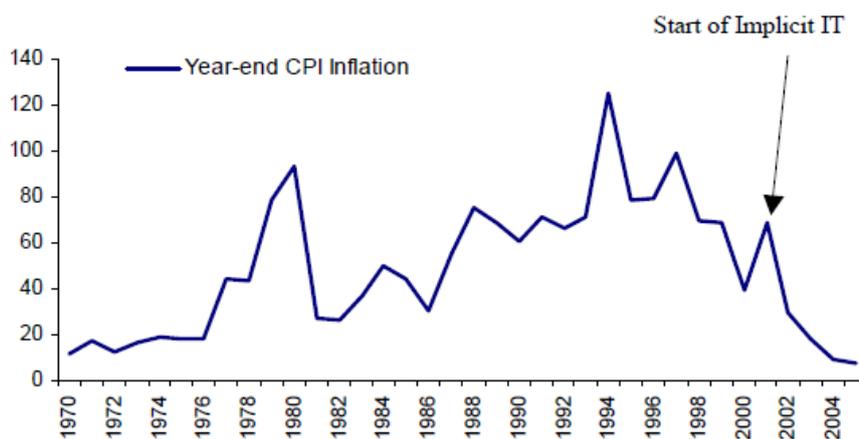


Source: Treasury

No início de 2002, o CBT anunciou a implantação do regime de metas de inflação informal. Assim, a autoridade monetária publicava que havia estabelecido duas âncoras com a finalidade de diminuir as incertezas e influenciar as expectativas. Nas palavras do Banco Central turco, *“In 2002, we will begin by monetary targeting and at the same time implement a monetary policy focused on the ‘future inflation’ details of which are given below. In other words, this is an ‘implicit inflation targeting.’ When the conditions are favorable we will openly switch to official inflation targeting.”*

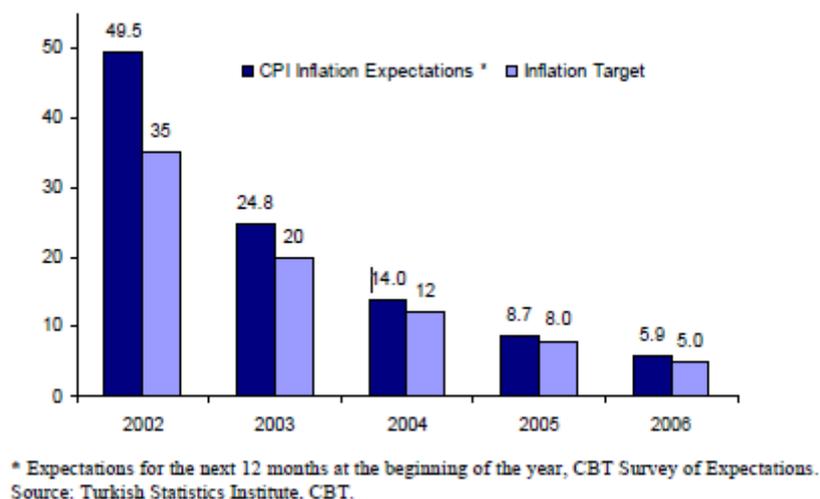
Com a instauração do programa de metas de inflação, o CBT apresentou um ganho de independência. Assim, houve um progresso substancial nas reformas estruturais. Apesar de haver um desvio no início do programa devido a uma desordem política, durante o período do regime de metas de inflação implícita, o nível de preços na Turquia apresentou uma redução significativa: deslocou-se de 68% no final de 2001 para 7,7% no final de 2005 (gráfico 6). Além disto, houve um enorme ganho de credibilidade por parte do CBT que pode ser evidenciada através da redução significativa da diferença entre as expectativas de inflação e a meta designada (gráfico 7).

GRÁFICO 6



Source: Turkish Statistics Institute

GRÁFICO 7



Simultaneamente, a volatilidade da taxa cambial e do mercado financeiro diminuiu e o prêmio de risco reduziu. Como consequência, as taxas de juros nominal e real reduziram para níveis históricos. Todo esse resultado de estabilização da economia só foi obtido devido ao fato do CBT e do governo turco atuarem juntamente na condução das políticas fiscal e monetária. Conforme estudo¹¹, o processo de reajuste das expectativas de inflação que propiciaram a desinflação do país só se deu devido ao reconhecimento por parte das autoridades turcas da importância do papel da disciplina fiscal na administração das expectativas sob um forte processo de dominância fiscal.

Assim, os progressos adquiridos durante o período do regime implícito de metas de inflação possibilitaram a transição para o regime formal de metas de inflação. Portanto, no final de 2004, o CBT anunciou que o regime de metas de inflação oficial seria implantado no início de 2006.

Apesar dos regimes de 2002 e 2006 terem por objetivo a condução das expectativas dos agentes econômicos, o regime formal apresentava inovações, dentre as quais três podem ser citadas como as mais importantes: (i) As decisões a respeito da política monetária seriam tomadas através de um sistema de votos nos quais um Comitê de Política Monetária assumiria toda a responsabilidade na definição das taxas de juros; (ii) Uma meta de longo prazo foi estabelecida e as

¹¹ Celasun O., Gelos R. G. and Pratti A. (2004) Obstacles to Disinflation: What is the Role of Fiscal Expectations?, *Economic Policy*, vol. 19(40), pages 441-481.

previsões de inflação para o médio prazo foram publicadas no novo “Relatório de Inflação”; (iii) Foi definido o comprometimento do CBT de prestar contas no caso de haver desvios consideráveis à meta do nível de preços. O Banco Central da Turquia também destacou que a política monetária iria perseguir uma abordagem de “médio prazo” em que choques transitórios seriam tolerados mesmo que colocassem em risco os objetivos das metas no curto prazo. Com isso, conclui-se que o regime adotado em 2006 era mais flexível do que à política adotada em 2002, pois no regime anterior o CBT estava lutando de maneira dura na construção de uma credibilidade de desinflação.

Em relação ao comportamento dos preços na Turquia a partir de 2006, destaca-se um pico inflacionário em 2008 causado, principalmente, por forte elevação dos preços dos alimentos e do petróleo nos mercados internacionais, onde o nível de preços na chegou aos 6,3% no final do ano. Em 2009, observa-se uma queda de inflação ocorrida devido à desaceleração do crescimento causada pela recessão mundial. Entretanto, a inflação voltou a subir no ano de 2010 chegando a 8,6%. Assim, em 2011, o CBT promoveu uma política monetária mais rígida e obteve sucesso, diminuindo a taxa de inflação para 6,5%. Apesar da inflação da Turquia no período de 2006 a 2013 girar em torno de uma média, observa-se que o nível de preços no país tem, constantemente, superado a meta definida pelo governo, conforme podemos evidenciar no gráfico 8 e na tabela 4.

GRÁFICO 8



SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | TURKISH STATISTICAL INSTITUTE

TABELA 4

	Target	Realization
2002	35	29,7
2003	20	18,4
2004	12	9,3
2005	8	7,7
2006	5	9,7
2007	4	8,4
2008	4	10,1
2009	7,5	6,5
2010	6,5	6,4
2011	5,5	10,4
2012	5	6,2
2013	5	-
2014	5	-

Fonte: <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/> - CBT (Central Bank of Turkey)

Com isso, percebe-se uma perda de credibilidade do Banco Central turco caracterizada pela diferença entre a inflação realizada e o centro da meta. Esta perda de credibilidade afeta diretamente as expectativas dos agentes econômicos que ajustam suas expectativas de acordo com a inflação anterior e as políticas da autoridade monetária. Desta forma, ao observar o cenário de inflação superior à meta e a leniência do BC em não executar uma política que reaja a esta instabilidade inflacionária, os agentes esperam que a inflação seguinte seja maior que a centro da meta e, conforme a citação de Paul Volcker “*Inflation feeds in part of itself*”, os níveis de preço estarão sempre subindo mais do que o governo espera, pois o ajuste das expectativas dos agentes força o nível de preços ainda mais para cima.

A tabela 5 mostra como a perda de credibilidade do CBT impactou nas expectativas dos agentes turcos. Em abril de 2013, devido ao sucesso do BC em controlar a inflação de 2012 e trazê-la para mais perto da meta, os agentes entendiam que, no final de 2015, a inflação turca estaria significativamente dentro da meta (5,85% a.a.). Entretanto, o CBT compreendeu que a contenção do viés inflacionário de 2012 para 2013 já era o necessário para ajustar as expectativas dos agentes e, assim, decidiu manter as taxas de juros a níveis historicamente baixos. Desta forma, os agentes interpretaram o movimento do BC como

imprudente e ajustaram suas expectativas de forma que, em abril de 2014, os agentes esperam que a inflação feche em 7,22% a.a. em 2015, quase 1,5 p.p. acima do que os mesmos esperavam um ano antes. Além, disto, conforme citado, em abril de 2013 os agentes entendiam que, com o sucesso da política monetária em 2012, o governo conseguiria trazer a inflação para o centro da meta em dois anos. Com a mudança das expectativas dos agentes, em dois anos a inflação ainda estaria quase 1,5 p.p acima da meta.

TABELA 5

Expectation of Consumer Inflation

Expectation of Annual Consumer Inflation (CPI) (%)

Current Period	End of the Year						End of the Next 12 Months						End of the Next 24 Months					
	No. Of Obs.	Std. Dev.	Arith. Mean	Median	Mode	Modified Mean	No. Of Obs.	Std. Dev.	Arith. Mean	Median	Mode	Modified Mean	No. Of Obs.	Std. Dev.	Arith. Mean	Median	Mode	Modified Mean
April-13	88	0.65	6.65	6.53	6.50	6.60	80	0.59	6.13	6.04	6.00	6.13	78	0.64	5.88	5.95	6.00	5.85
May-13	87	0.47	6.51	6.50	6.50	6.51	78	0.62	6.13	6.10	6.00	6.15	77	0.67	5.80	5.80	6.00	5.80
June-13	77	0.49	6.53	6.50	7.00	6.53	72	0.62	6.20	6.20	6.00	6.20	71	0.61	5.87	6.00	6.00	5.87
July-13	74	0.57	7.20	7.20	7.00	7.20	67	0.74	6.45	6.50	7.00	6.45	64	0.72	6.13	6.00	6.00	6.13
August-13	70	0.54	7.33	7.30	7.50	7.33	63	0.74	6.45	6.50	7.00	6.45	59	0.71	6.23	6.20	6.00	6.23
September-13	78	0.51	7.44	7.50	7.50	7.44	74	0.77	6.68	6.55	7.00	6.64	69	0.87	6.30	6.20	6.00	6.21
October-13	77	0.43	7.39	7.50	7.50	7.39	71	0.65	6.61	6.70	7.00	6.61	70	0.68	6.26	6.17	6.00	6.20
November-13	82	0.43	7.71	7.70	7.50	7.71	77	0.62	6.74	6.75	7.00	6.74	75	0.69	6.36	6.30	6.00	6.28
December-13	74	0.26	7.35	7.40	7.50	7.35	70	0.48	6.74	6.80	7.00	6.74	69	0.71	6.37	6.40	6.00	6.37
January-14	77	0.67	7.47	7.50	7.00	7.44	70	0.82	7.12	7.00	7.00	7.06	69	0.86	6.55	6.50	6.50	6.50
February-14	86	0.62	7.95	8.00	7.50	7.92	79	0.73	7.25	7.10	7.00	7.21	78	0.70	6.63	6.55	7.00	6.63
March-14	80	0.69	8.03	8.00	8.00	7.98	75	0.80	7.37	7.30	7.50	7.31	75	0.92	6.69	6.50	6.50	6.62
April-14	78	0.48	8.12	8.00	8.00	8.12	71	0.73	7.18	7.30	7.50	7.22	71	0.76	6.58	6.50	7.00	6.58

Fonte: Statistics Department - CBT (Central Bank of Turkey)

Outra característica da economia turca que evidencia a desancoragem das expectativas de inflação é o comportamento do crescimento do PIB. Conforme citado no capítulo anterior, o modelo de Walsh mostra que a perda de credibilidade do Banco Central, especificada pela diferença entre a inflação observada e o centro da meta, pode provocar uma contração do PIB real. De acordo com o gráfico abaixo, o PIB real vem decrescendo desde 2011 e nos últimos trimestres apresenta uma estabilidade.

GRÁFICO 9

Fonte: www.tradingeconomics.com/turkey/gdp-growth-annual

6. Conclusão

Este estudo teve por objetivo apresentar a importância que as expectativas dos agentes econômicos possuem sobre o processo inflacionário em um país que adota o regime de metas de inflação e a influência que a desancoragem das expectativas pode desempenhar sobre o controle do nível de preços.

Nos casos estudados de Brasil e Turquia, mais especificamente, que apresentam um histórico de instabilidade monetária, o estudo apontou que as expectativas dos agentes são extremamente sensíveis a períodos que apresentam um viés de alta inflacionária e mostrou que a esperança dos agentes pode ser alterada rigorosamente caso eles identifiquem que a autoridade monetária não está dando a relevância necessária à manutenção do nível de preços (no caso do regime de metas de inflação, o centro da meta).

Com isso, para manter a expectativa dos agentes sob controle é necessário que o Banco Central possua credibilidade. Este é um processo que se constrói ao longo do tempo na medida em que as medidas do BC se tornam críveis para os agentes econômicos.

Todavia, conforme o estudo aponta, desde 2010 a credibilidade do BCB adquirida ao longo de todos os anos a partir do Plano Real vem sendo posta em dúvida devido aos formuladores da política econômica do atual governo tolerarem uma taxa de inflação mais alta para poderem apresentar um crescimento maior do PIB.

Desta maneira, a dúvida que os agentes se colocam é se, de fato, o foco do Banco Central do Brasil se alterou. Pelo entendimento dos agentes, o BCB dá um maior peso à atividade econômica do que a outras variáveis. Isto faz com que haja perda de credibilidade do Banco Central.

Portanto, para ter sucesso na condução das expectativas dos agentes, é necessário que o Banco Central altere sua condução da política monetária e enfrente a inflação de maneira que os agentes esperam para ganhar credibilidade.

A condução da política com este objetivo deve ser exercida num horizonte de longo prazo de modo a ancorar as expectativas dos agentes.

Além da condução da política monetária alinhada com as expectativas dos agentes, é necessário também que o governo brasileiro atue junto com o BC na condução da política fiscal. Como o trabalho demonstrou, a desinflação na Turquia só foi alcançada devido ao trabalho conjunto do governo e do BC que conquistaram a confiança dos agentes e conseguiram reajustar as expectativas dos agentes.

Assim, percebe-se no Brasil que grande parte da espiral inflacionária presente nos dias de hoje se dá devido à desancoragem das expectativas dos agentes que perderam a confiança nas autoridades monetárias, fazendo com que suas ações percam o efeito. Para reconquistar esta confiança, é necessário que o BC e o governo trabalhem de modo a conduzir as políticas monetária e fiscal de acordo com as pretensões dos agentes econômicos.

7. Bibliografia

- BERNANKE, Ben; MISHKIN, Frederic. Inflation Targeting: A new framework policy, NBER Working paper no 5893, 1997.
- BLINDER, Alan. Through the Looking Glass: Central Bank Transparency, CEPS Working Paper no 86.
- BERNANKE, Ben. A Perspective on Inflation Targeting, at the Annual Washington Policy Conference of the National Association of Business Economists, Washington, D.C. March 25, 2003.
- BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre; WERLANG, Sergio. Implementing Inflation Targeting in Brazil, Trabalhos para discussão nº 59, 2000.
- BERNANKE, Ben. Inflation Expectations and Inflation Forecasting, at the Monetary Economics Workshop of the National Bureau of Economic Research Summer Institute, Cambridge, Massachusetts, July 10, 2007.
- Statement by Paul Volcker, Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System, before the Joint Economic Committee of the U.S. Congress, Oct. 17, 1979, reprinted in Federal Reserve Bulletin, vol. 65, November 1979, pp. 888–90.
- DAVIS, Scott; MACK, Adrienne. Cross-Country Variation in the Anchoring of Inflation Expectations, Staff Papers Dallas Fed, nº 21, 2013.
- WALSH, Carl. Teaching Inflation Targeting: An Analysis for Intermediate Macro, The journal of economic education.- Philadelphia, Pa : Routledge, ISSN 0022-0485, ZDB-ID 4105357. - Vol. 33.2002, 4, p. 333-346.
- KARA, A. Hakan. Turkish Experience With Implicit Inflation Targeting, Research and Monetary Department, Working Paper nº 06/03, 2006.

- ERSEL, Hasan; ÖZATAY, Fatih. Inflation Targeting in Turkey, Workshop “Monetary Policy and Inflation Targeting, Economic Research Forum, Tunis, Tunisia, October 24 – 25, 2008.
- Celasun O., Gelos R. G. and Pratti A. (2004) Obstacles to Disinflation: What is the Role of Fiscal Expectations?, Economic Policy, vol. 19(40), pages 441-481.
- Banco Central do Brasil - www.bcb.gov.br/
- IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - <http://www.ibge.gov.br/home/>
- Central Bank of the Republic of Turkey - <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/>