



BANCO CENTRAL DO BRASIL

São Paulo (SP), 20 de julho de 2015.

Discurso do Diretor de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos, Tony Volpon, no Encontro com Investidores promovido pela CM Capital Markets.

Gostaria de hoje discutir alguns pontos que vão influenciar o comportamento da inflação durante o ano de 2016.

Nos cenários de referência e de mercado apresentados no Relatório de Inflação de junho, o Banco Central projeta que a inflação fechará o ano de 2016 em 4,8% e 5,1%, respectivamente. Como é de conhecimento de todos, nosso objetivo é trazer a inflação para o centro da meta no final de 2016 e garantir sua estabilidade nos anos à frente.

Nossa certeza de que levar a inflação à meta em 2016 é factível se baseia, em primeiro lugar, em exercícios quantitativos realizados com nossos modelos. Condicionando as projeções a cenários prováveis das variáveis exógenas e aos choques já conhecidos, existe um conjunto de trajetórias possíveis para a taxa Selic que levam a inflação a convergir para a meta no final do próximo ano.

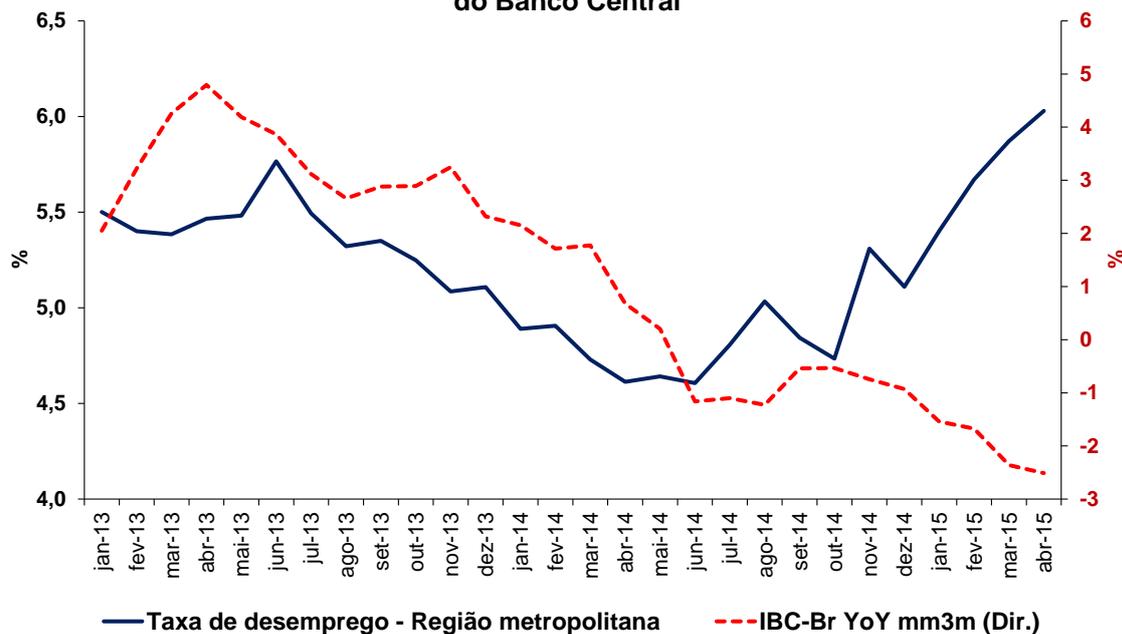
A operacionalização da nossa estratégia de política monetária visa a maximizar a probabilidade desta convergência. Naturalmente, em qualquer exercício de controle ótimo sob a influência de fatores estocásticos – onde estes não podem ser exatamente compensados devido à existência de defasagens nos efeitos dos instrumentos – o resultado final dependerá tanto dos impactos de choques já ocorridos, quanto de possíveis choques novos e não esperados.

Sobre novos choques, por definição, nada podemos dizer, mas gostaria de analisar a natureza de alguns dos choques já conhecidos e como acredito que eles poderão levar a inflação para o centro da meta ao longo do tempo.

O primeiro trata da atual distensão do mercado de trabalho. Muitos analistas com quem tenho conversado se dizem surpreendidos pela rapidez da distensão atual. Recentemente¹, argumentei que uma relação de retroalimentação, tendo o mercado de trabalho como propagador, levou a uma clivagem da economia brasileira entre um pujante setor de serviços e um setor industrial que sofria importante perda de dinamismo. Ao contrário do passado, boa parte da dinâmica inflacionária neste período teria sido determinada não pelo hiato agregado, mas sim pelo hiato do setor de serviços.

Nesse sentido, observa-se que durante o período 2013-2014 houve uma aparente “quebra” da “lei de Okun”, que relaciona o nível do crescimento econômico com o nível do desemprego, como podemos ver na Figura 1:

Figura 1 – Taxa de desemprego e indicador de atividade do Banco Central



Percebam que a taxa de desemprego se reduz junto com a atividade econômica até quase o final de 2014, com forte reversão após esse período.

Acredito que somente é possível entender o atual processo de distensão do mercado de trabalho levando-se em conta o comportamento atípico da relação entre desemprego e crescimento observado nos últimos anos. Assim, o movimento mais recente poderia ser qualificado como um “*catch up*” do mercado de trabalho ao hiato agregado, ou, o que é equivalente, uma “volta” da vigência da “lei de Okun” na economia brasileira.

Se aceitarmos a tese sobre como essa relação atípica acabou afetando a inflação nos últimos anos, devemos também aceitar que a “volta” da “lei de Okun” deve, levando-se em conta as defasagens relevantes, gerar um processo de forte desinflação da economia, algo que deve ficar evidente ao longo de 2016.

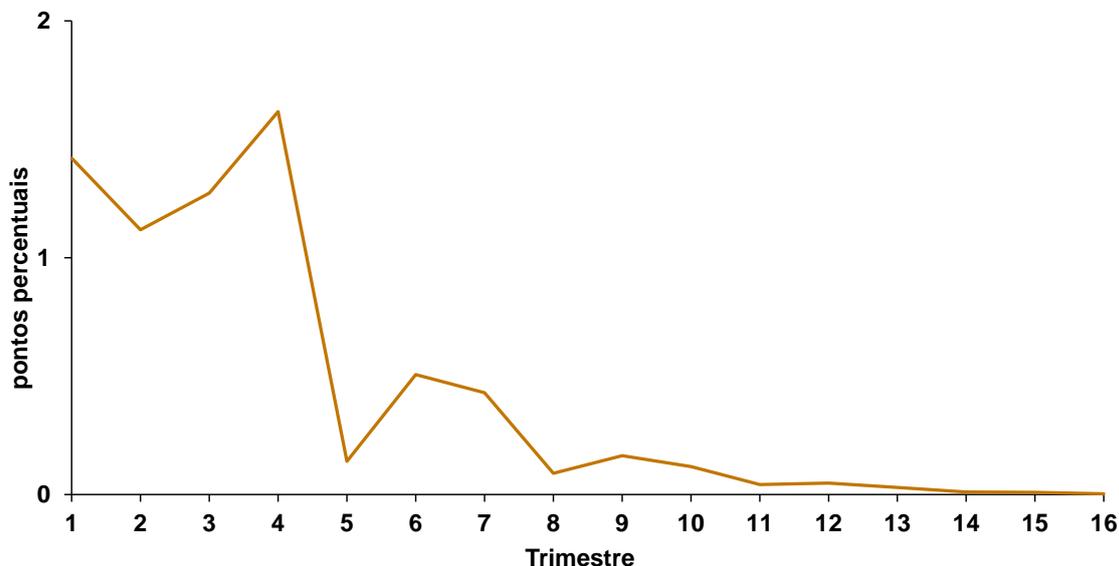
Outra provável consequência desta análise é que o esperado impacto desinflacionário deverá ocorrer sem necessariamente demandar uma abertura adicional do hiato agregado da economia. Para isto, basta que o processo de “*catch up*” estabilize a taxa de desemprego ao redor do seu nível compatível com o hiato atual, que é certamente desinflacionário.

Outro fator que me leva a ser otimista em relação à dinâmica da inflação em 2016 refere-se às diferenças entre as intensidades intertemporais dos choques que estão afetando a economia brasileira.

Especificamente, os dois choques impactando preços relativos que têm elevado a inflação neste ano tendem a perder força, enquanto as respostas de política econômica a esses choques ganham poder ao longo do tempo.

Podemos observar isso em quatro gráficos apresentado no último Relatório de Inflação. Primeiro, em um estudo sobre como choques setoriais impactam a dinâmica da inflação cheia, observa-se que um choque de preços administrados atinge seu pico após quatro trimestres, diminuindo rapidamente em intensidade logo depois:

**Figura 2 – Resposta da inflação plena a choques setoriais¹
IPCA acumulado em 4 trimestres**

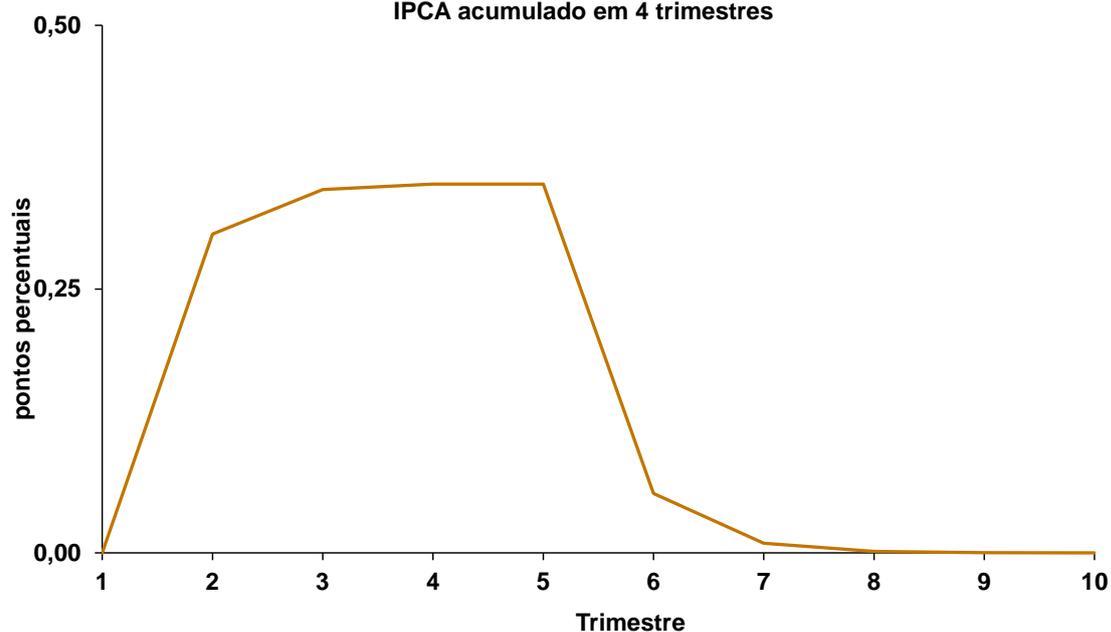


Fonte: Relatório de Inflação, Junho/2015

¹ Choque de 4,2 p.p nos preços administrados, com efeito de 1 p.p. no IPCA pleno

Um choque cambial tem duração intertemporal similar, com um pico ao redor de cinco trimestres, seguido de forte desaceleração:

**Figura 3 – Resposta da inflação ao câmbio, modelo desagregado¹
IPCA acumulado em 4 trimestres**

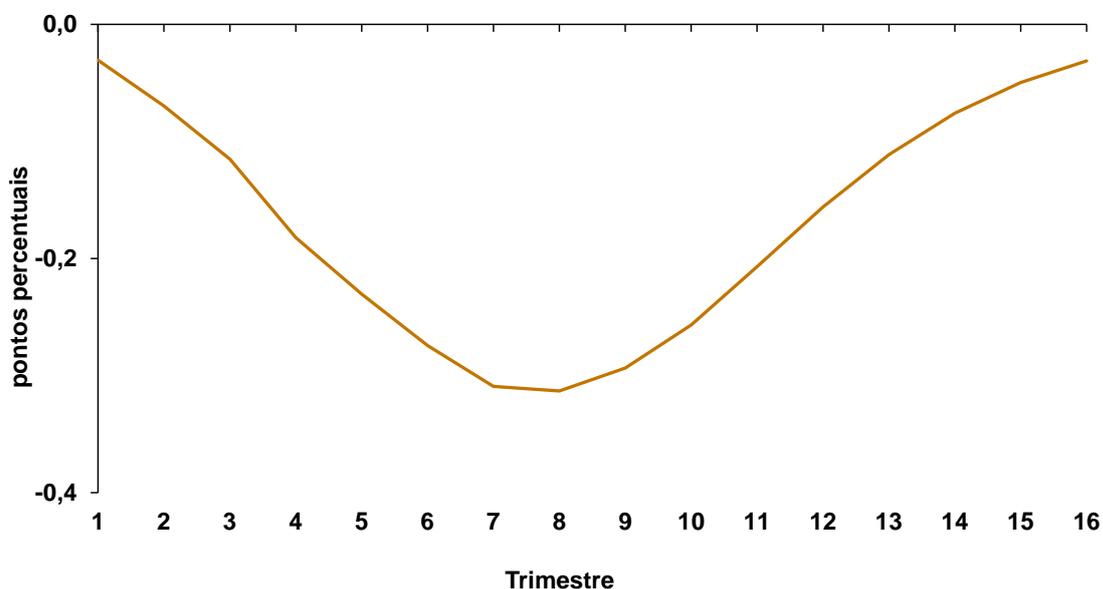


Fonte: Relatório de Inflação, Junho/2015

¹ Desvalorização de 10% da taxa de câmbio

Enquanto isso, a resposta da inflação à política monetária cresce de forma contínua, atingindo seu pico entre o sétimo e oitavo trimestres:

**Figura 4 – Resposta da inflação à política monetária, todos os modelos¹
IPCA acumulado em 4 trimestres**

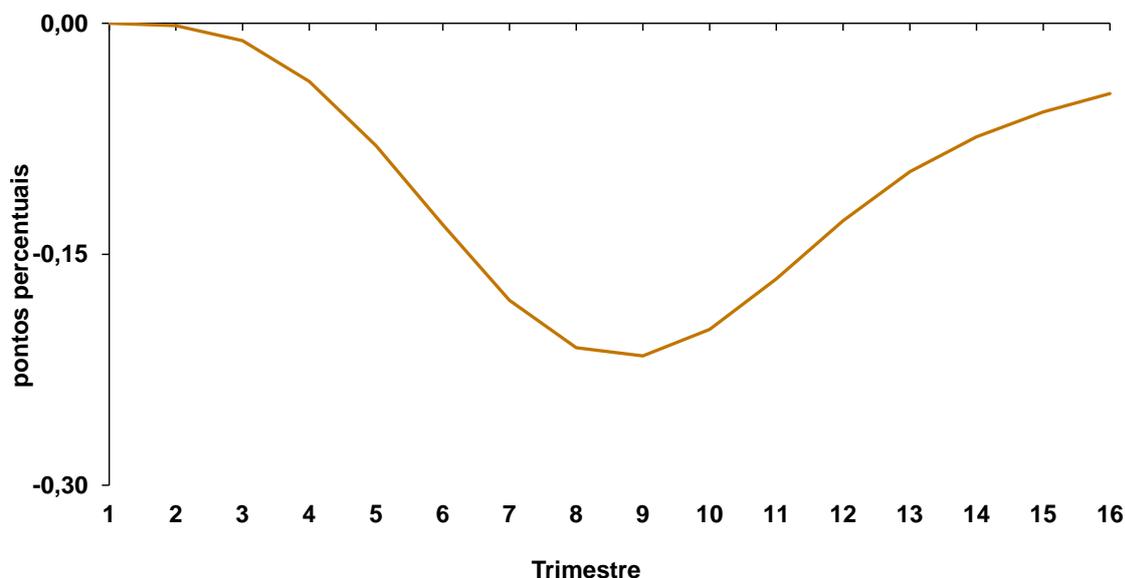


Fonte: Relatório de Inflação, Junho/2015

¹ Aumento de 1 p.p. na taxa Selic durante quatro trimestres

Finalmente, não se pode desconsiderar o efeito da política fiscal que, ainda que mais defasado, aumenta rapidamente após o quarto trimestre, com pico entre o oitavo e nono trimestres:

**Figura 5 – Resposta da inflação à política fiscal, todos os modelos¹
IPCA acumulado em 4 trimestres**



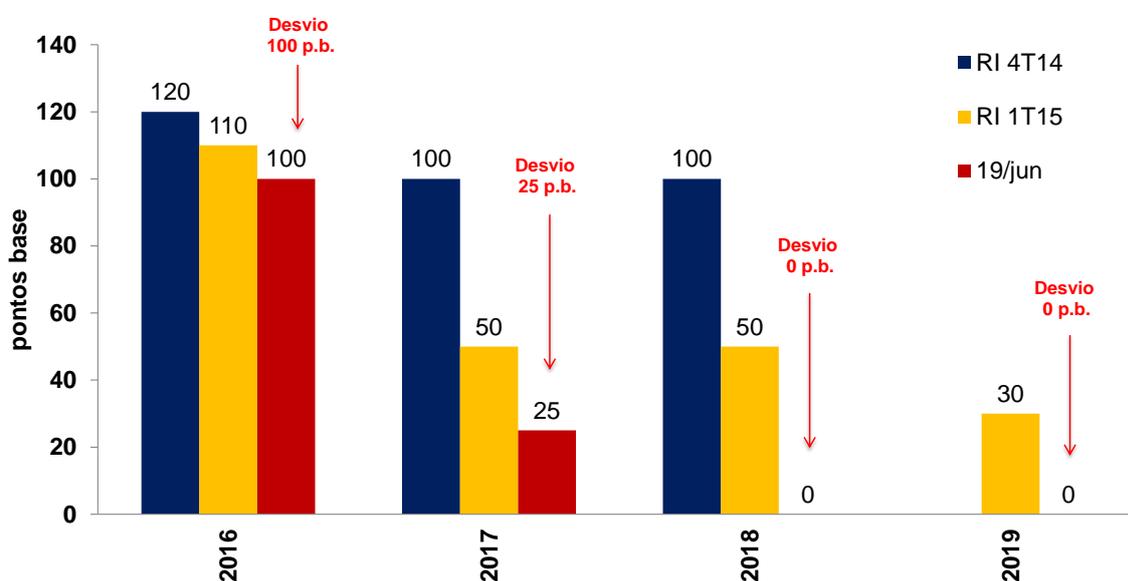
Fonte: Relatório de Inflação, Junho/2015

¹ Aumento de 1 p.p. no superavit primário estrutural

O conjunto desses resultados sugere que os fatores que têm impactando a inflação, derivados dos recentes choques de preços relativos, têm sua maior expressão neste ano de 2015. Diferentemente, as respostas da política econômica devem se manifestar com maior potência em 2016. Utilizando um termo mais habitual na política, as diferenças de temporalidade destes efeitos sugerem que a “correlação de forças” entre esses choques se tornará desinflacionária a partir de 2016.

Finalmente, devemos considerar o impacto do recente e progressivo processo de ancoragem das expectativas de inflação em prazos mais longos sobre a taxa de 2016. Recentemente temos visto a ancoragem das expectativas de inflação “de trás para frente”, com melhora das expectativas de posteriores a 2015:

Figura 6 – Desvio das expectativas de mercado em relação a 4,5%



Fonte: Relatório de Inflação, Junho/2015

Acredito que este fenômeno se deva ao compromisso do Banco Central de escolher o final de 2016 como horizonte de convergência da inflação à meta. Como argumentei recentemente, escolher um prazo longo o bastante para atingir o objetivo, mas, ao mesmo tempo, curto o suficiente para disciplinar o comportamento atual dos agentes econômicos, inclusive o do Banco Central, é crucial tanto para diminuir a inflação corrente quanto para ancorar progressivamente as expectativas. Um período mais longo de convergência ou algum tipo de “meta ajustada” poderia ter resultado em uma inflação corrente maior e expectativas muito menos ancoradas.

Mas há outra consequência da nossa estratégia que eu gostaria de notar. A literatura teórica e os modelos empíricos mostram que a inflação esperada auxilia na determinação da inflação corrente – e é esta a razão de se atribuir peso significativo às expectativas na condução da política monetária. Nossos vários modelos demonstram que isso é também verdadeiro para o Brasil. Ora,

sendo assim, se a inflação esperada em 2017 tem caído, esta queda deveria ter um impacto “de baixa” na inflação esperada em 2016, já que esta é, em parte, determinada pelas expectativas para 2017.

Mas não é isso que se observa hoje, como está claro na figura 6. Logicamente, outros fatores ou variáveis podem estar contribuindo para explicar essa relativa inelasticidade das expectativas para 2016 ao movimento de queda das expectativas para 2017. Penso, contudo, que a razão principal é que o processo de ajuste ainda está em curso e que, ao longo do tempo, as expectativas deverão apresentar uma trajetória mais consistente – ou “racional” –, o que deve implicar em uma queda mais expressiva das expectativas de inflação para 2016, especialmente quando houver um recuo na inflação corrente.

Em resumo, acredito que a despeito dos níveis de inflação observados neste ano, há uma combinação de fatores que apontam para um forte processo de desinflação em 2016. Apesar das muitas incertezas que enfrentamos hoje, atingir a meta no final de 2016 é factível e desejável como estratégia de política monetária. O sucesso dessa abordagem já se reflete na progressiva ancoragem das expectativas de inflação, processo que, eu acredito, deve persistir. Essa ancoragem vai tanto ajudar na convergência da inflação à meta ao longo de 2016 como garantir a estabilidade da inflação em anos futuros.

Obrigado pelo seu tempo.

ⁱ Ver “*Brazil’s Monetary Policy Challenge*”, (17 de junho, 2015) disponível no site do BC.