

## Missão dada é missão não cumprida

Vítor Wilher, Bacharel e Mestre em Economia.\*

Copom Watch nº 05 - 11 de março de 2016

A ata da 197ª reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), que manteve a taxa Selic em 14,25% a.a., exigiu do leitor quase 19 anos de estudo para ser compreendida. Um aumento de 4,43% em relação ao mesmo mês do ano passado. Teve 4.479 palavras, sendo 33,93 palavras por sentença e 1,80 sílabas por palavras. Essa perda de clareza na comparação interanual mostra, a propósito, uma constante nos últimos meses, como pode ser visto no gráfico 1. Conquanto sejam necessários maiores exercícios empíricos para compreender essa perda de clareza recente, observa-se que o Banco Central tem tido grande dificuldade para comunicar de forma adequada sua estratégia de política monetária. Os seguidos adiamentos no prazo de convergência da inflação para a meta, a propósito, revelam que o Banco Central não tem se comprometido adequadamente com sua missão institucional. Isso impõe trágicas consequências para a trajetória da inflação ao longo do tempo, como veremos nessa edição do boletim Copom Watch.<sup>1</sup>

Tabela 1: Clareza da Ata da 197ª reunião do Copom.

	Anos de Estudo	Palavras (Mil)	Sílabas/Palavras	Palavras/Sentenças
Mar/16	18,86	4,479	1,80	33,93
Mar/15	18,06	4,125	1,76	33
(%)	4,43	8,58	2,27	2,82

## Panorama Geral

A fragilidade institucional do controle da inflação no Brasil começa por um fato crítico: ele, o controle, está calcado em um ato de benevolência do poder executivo. O regime de metas para inflação no país, afinal, foi estabelecido pelo decreto presidencial nº 3088, de 21 de junho de 1999, após os desdobramentos de um choque cambial. Diante do fato, é preciso relativizar a missão conferida ao Banco Central, a de assegurar o poder de compra da moeda ao longo do tempo. O objetivo, afinal, só pode ser alcançado se existir liberdade na condução do(s) instrumento(s) de política monetária.

\*contato@vitorwilher.com

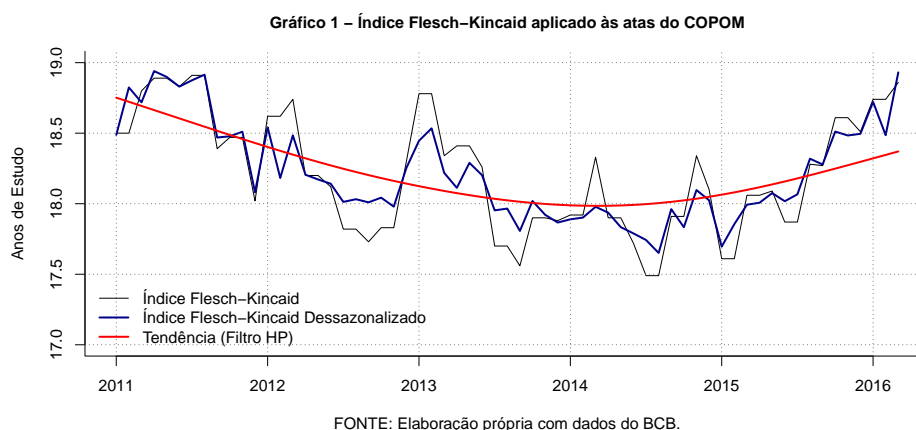
<sup>1</sup>Sobre índices de legibilidade, ver Kincaid et al. (1975). Para uma aplicação no Brasil, ver Lima (2015).

Uma vez que não lhe é assegurada liberdade de ação para perseguir seu objetivo, entende-se o comportamento da inflação ao longo dos últimos anos.<sup>2</sup> Em particular, observa-se uma comunicação errática da autoridade monetária, na pouco nobre tentativa de não dizer o que todos já sabem: missão dada, para o Banco Central, é missão não cumprida.

No período recente, valhe observar, esse comportamento se manifesta na perda de clareza das atas que emite. O gráfico 1 mostra a evolução do Índice Flesch-Kincaid aplicado às atas do Comitê de Política Monetária. Esse índice, proposto por Kincaid et al. (1975), busca medir os anos de estudos necessários para entender um texto. Ele é dado pela seguinte fórmula

$$IFK_t = 0,39(P/Se)_t + 11,8(Si/P)_t - 15,59 \quad (1)$$

Onde  $IFK$  é o índice Flesch-Kincaid em  $t$ ,  $P$  é o total de palavras do documento em  $t$ ,  $Se$  é o total de sentenças e  $Si$  é o total de sílabas. Nesses termos, quanto maior for o número de palavras por sentença e o número de sílabas por palavra, mais anos de estudo serão necessários para entender o texto, o que em implica em perda de clareza do documento.

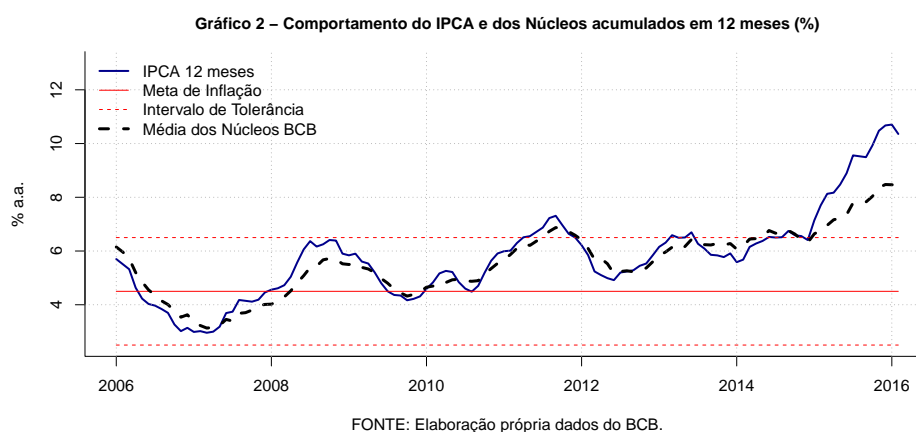


Conquanto sejam necessários maiores exercícios empíricos para compreender essa perda de clareza recente, observa-se que isso reflete, em última instância, uma comunicação errática da autoridade monetária. Sobre isso, ilustramos as seguintes passagens das atas do COPOM, com respeito à convergência da inflação para a meta:

- **11/12/2014** - '*(...) com vistas a assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas, que, na visão do Comitê, **tende a ocorrer em 2016.***' (grifo nosso);
- **07/05/2015** - '*com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, **ao final de 2016.***' (grifo nosso);
- **29/10/2015** - '*com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, **no horizonte relevante para a política monetária.***' (grifo nosso);
- **03/12/2015** - '*com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, **em 2017***' (grifo nosso);

<sup>2</sup>Ver, por exemplo, o último **Monitor de Inflação**.

Os seguidos adiamentos na convergência da inflação para a meta, a propósito, têm sido uma rotina desde 2011, quando o Banco Central alegou *'ventos desinflacionários vindos do exterior'* para levar a taxa básica de juros para 7,25% a.a., menor valor da série histórica. Com efeito, a inflação mostra uma tendência crescente nos últimos anos. O gráfico 2 mostra esse comportamento, através do IPCA e dos núcleos de inflação, que procuram controlar choques de curto prazo.



O exemplo mais recente dessa comunicação errática da autoridade monetária se deu entre as reuniões 195 e 196. Naquela, o Comitê declarou:

*'O Comitê ressalta que há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Nesse contexto, **independentemente do contorno das demais políticas, o Comitê adotará as medidas necessárias de forma a assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas, ou seja, trazer a inflação o mais próximo possível de 4,5% em 2016, circunscrevendo-a aos limites estabelecidos pelo CMN, e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5% em 2017'** (grifo nosso).*

Em outras palavras, o Comitê preparou os agentes para um aumento da taxa básica de juros. Na decisão da 196ª reunião, entretanto, usou a *elevação das incertezas domésticas e, principalmente, externas* para não subir os juros. O mais agravante: o presidente da instituição emitiu comunicado no primeiro dia da reunião, para comentar revisão de rotina do Fundo Monetário Internacional sobre crescimento econômico. Tal conduta foge do escopo padrão da condução da política monetária, que prevê período de silêncio ao redor das decisões, para não gerar aumento de volatilidade nos mercados.<sup>3</sup>

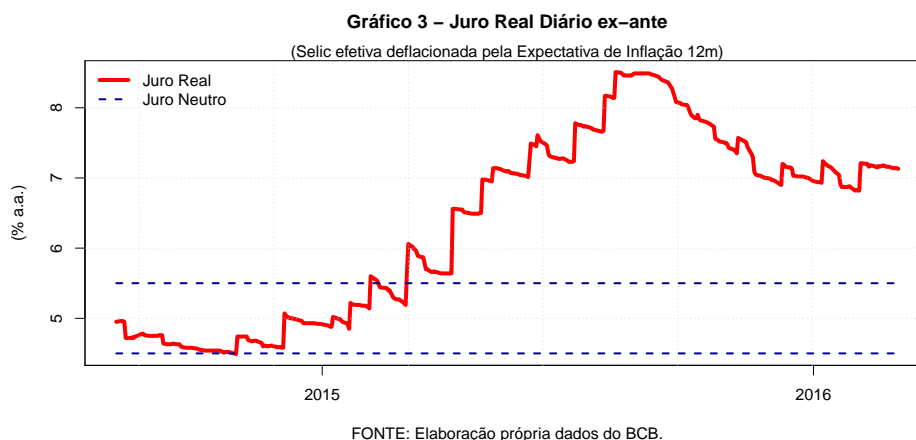
Não surpreende, nesse contexto, a perda de clareza das atas, captada pelo Índice Flesch-Kincaid. Tal movimento, por suposto, afeta negativamente as expectativas dos agentes econômicos, o que contribui para aumentar ainda mais o prazo de convergência da inflação para a meta.<sup>4</sup>

<sup>3</sup>Sobre esse último ponto, ver [Ehmann and Fratzscher \(2008\)](#).

<sup>4</sup>Sobre esse último ponto, ver [Lima \(2015\)](#).

## Implementação da Política Monetária

Em reunião nos dias 01 e 02 de março, a maioria dos membros do COPOM decidiu manter a taxa Selic em 14,25% ao ano. Tony Volpon e Sidnei Marques, a propósito, votaram pelo aumento de 50 pontos-base. Essa foi a sexta reunião em que a taxa foi mantida inalterada. Com efeito, e dado o aumento das expectativas de inflação, o juro real diário ex-ante tem mostrado queda no período recente, como mostra o gráfico 3.



O juro real diário ex-ante manteve média de 7,05% esse ano, até 4 de março. Esse valor é 1,55 pontos percentuais acima da zona de neutralidade da política monetária brasileira, como definida em [Magud and Tsounta \(2012\)](#). Exercícios do [Clube do Código](#) indicam que são necessários cerca de 100 pontos-base acima do juro neutro para uma redução de 40 pontos-base na inflação, no horizonte de 24 meses. Com efeito, a política monetária hoje não estaria em conformidade com a convergência da inflação para a meta.

Nossa visão é que a maioria dos membros do COPOM entendeu que usar a política monetária neste momento é contraproducente, diante do quadro fiscal e da recessão econômica. Em outras palavras, o benefício do aumento dos juros (redução das expectativas de inflação) não parece compensar, para eles, os custos (aumento ainda maior do hiato do produto e impacto fiscal).

O fato concreto é que o Banco Central se colocou em uma situação particularmente perniciosa. Para ilustrar o argumento, suponha que a inflação,  $\pi_t$ , evolua no curto prazo conforme a Curva de Phillips abaixo:

$$\pi_t = \beta_0 + \beta_1\pi_{t-1} + \beta_2E_t\pi_{t+1} + \beta_3h_t + \beta_4\Delta e_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Onde  $E_t\pi_{t+1}$  é a expectativa de inflação,  $h_t$  é o hiato do produto (pib efetivo menos o pib potencial),  $\Delta e_t$  é a primeira diferença da taxa de câmbio e  $\varepsilon_t$  um ruído branco. Nesses termos, a inflação em cada ponto do tempo será influenciada pela inflação passada, pelas expectativas, pelo hiato do produto, pela variação da taxa de câmbio e por choques de oferta.

Dados os seguidos adiamentos na convergência da inflação para a meta, duas consequências se destacam. As expectativas de inflação se tornaram desancoradas, bem como a inércia inflacionária, o tamanho do coeficiente  $\beta_1$ , aumentou. Isso contribui para aumentar o custo de desinflacionar a economia. Em

outras palavras, para trazer a inflação para a meta, o Banco Central terá que exigir mais do hiato do produto hoje do que há alguns anos.

Esse aumento do custo de desinflacionar a economia se agravou em 2015 pela combinação do reajuste de preços administrados e a desvalorização da taxa de câmbio, levando a inflação efetiva para dois dígitos. A sazonalidade, diga-se, deve fazer com que a inflação acumulada em 12 meses se reduza no primeiro semestre, mas há poucas esperanças de que o nível atual do juro real seja suficiente para trazê-la para dentro do intervalo de tolerância em 2016. Quiça, diga-se, em 2017. Desse modo, manter a taxa de juros inalterada no horizonte relevante da política monetária não nos parece ser uma situação sustentável.

## Sinalização para a próxima reunião

A última ata do COPOM sinalizou uma postura *data dependency* da autoridade monetária. Isso fica bastante claro na seguinte passagem do documento:

*‘(...) a maioria dos membros do Copom considerou que as incertezas domésticas e, principalmente, externas, justificam continuar monitorando a evolução do cenário macroeconômico para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária’.*

Em assim sendo, o Comitê deixou a porta aberta, não se comprometendo com nenhuma das três opções de evolução da taxa básica de juros.

## Dúvidas, Comentários e Sugestões

Estamos sempre abertos para conversar com nossos membros. Caso tenha alguma dúvida, comentário ou mesmo sugestão de exercício, por favor, mande e-mail para [contato@vitorwilher.com](mailto:contato@vitorwilher.com). Novamente, bem vindo ao clube e obrigado por apoiar a melhoria da blogosfera econômica brasileira!

## Referências

- Ehmann, M. and Fratzscher, M. On the rationale for Central Bank silence around policy meetings. *European Central Bank Working Paper Series*, 868, 2008.
- Kincaid, J. P.; Fishburne, R. P.; Rogers, R. L., and Chissom, B. S. Derivation of New Readability Formulas (Automated Readability Index, Fog Count and Flesch Reading Ease Formula) for Navy Enlisted Personnel. *Research Branch Report*, 8, 1975.
- Lima, V. W. R. Clareza da Comunicação do Banco Central e Expectativas de Inflação: evidências para o Brasil. *PPGE-UFF, Faculdade de Economia, Universidade Federal Fluminense, Dissertação de Mestrado*, 2015.
- Magud, N. E. and Tsounta, E. To Cut or Not to Cut That's the (Central Bank's) Question - Search of the Neutral Interest Rate in Latin America. *International Monetary Fund*, 12, 2012.