



A Estabilização Inacabada e a Necessidade de uma Reforma Monetária para o Brasil retomar o Desenvolvimento.

José Luis Oreiro

Professor Associado IV do Departamento de Economia da Universidade de Brasília
Professor do Programa de Doutorado em Integração Econômica da Universidade do País
Basco (Bilbao/Espanha)
Pesquisador Nível I do CNPq

Referência Bibliográfica

- OREIRO, J. L. C.; SANTOS, J. F. C. . The Unfinished Stabilization of the Real Plan. In: Fernando Ferrari Filho; Luiz Fernando de Paula. (Org.). Central Banks and Monetary Regimes in Emerging Economies. 1ed.Chenttenham: Edward Elgar, 2023, v. 1, p. 61-81.



CENTRAL BANKS AND MONETARY REGIMES IN EMERGING COUNTRIES

Theoretical and Empirical Analysis of Latin America



EDITED BY

Fernando Ferrari-Filho • Luiz Fernando de Paula



THE ELGAR SERIES ON
CENTRAL BANKING AND MONETARY POLICY

CENTRAL BANKS AND MONETARY REGIMES IN EMERGING COUNTRIES

Theoretical and Empirical Analysis of Latin America



EDITED BY

Fernando Ferrari-Filho • Luiz Fernando de Paula



THE ELGAR SERIES ON
CENTRAL BANKING AND MONETARY POLICY

30 anos do Plano Real

- No dia 01 de julho de 2024 comemoramos os 25 anos da implantação do Real como meio de pagamento, a última fase de um audacioso plano de estabilização macroeconômica – o *Plano Real* – que poria fim a um período de mais de 15 anos de alta inflação no Brasil.
 - O *Plano Real* tinha por objetivo eliminar a *inércia inflacionária* existente na economia brasileira devida aos mecanismos de indexação de preços, salários e contratos, formalmente introduzidos na economia brasileira durante o Governo Militar pelo PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo – elaborado por Roberto Campos e Otávio Bulhões.
 - Um dos elementos essenciais do PAEG havia sido a *introdução de títulos da dívida pública indexados a variação do nível de preços* de maneira a permitir ao governo central financiar o déficit público por intermédio da emissão de títulos públicos, ao invés de recorrer ao financiamento por intermédio da emissão monetária, a qual era vista como a causa basilar da inflação brasileira.
 - A introdução da indexação monetária permitiu ao Brasil *conviver* com patamares de inflação bastante elevados, ainda que estáveis, com relação aos observados nos países desenvolvidos; ao mesmo tempo em que se viabilizava um amplo programa de investimentos públicos, o qual foi o responsável pelo *milagre econômico* observado no período 1968-1973

O Plano Real e a Estabilização Inacabada

- A chave do sucesso do Plano Real foi perceber que *o papel da moeda nacional como unidade de conta dos contratos precisava ser restabelecido*, o que exigiria a criação de uma nova unidade de conta, a URV, a qual deveria se transformar em meio de pagamento após o intervalo de tempo requerido para que todos os contratos pudessem ser voluntariamente convertidos na nova unidade de conta.
- Uma vez restabelecidas as funções da moeda como unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor seria necessário eliminar todo e qualquer vestígio de indexação para consolidar assim a estabilização monetária e garantir a obtenção de taxas de inflação compatíveis com as observadas nos países desenvolvidos.
- Infelizmente essa última etapa do programa de estabilização não foi cumprida, persistindo no Brasil atual diversos mecanismos de indexação; os quais dificultam a manutenção da inflação em patamares baixos; o que acaba por obrigar ao Banco Central do Brasil praticar juros mais altos do que o que seria necessário numa economia não indexada.
- Passados 30 anos do Plano Real, a estabilização monetária segue inacabada

No que consiste a Proposta de Reforma Monetária ?

- Terminar o processo de desindexação da economia brasileira, iniciado no Plano Real, com a eliminação de todos os mecanismos de indexação de preços, salários e contratos, tornando assim o Real a unidade de conta de todos os contratos vigentes no Brasil.
- Redefinir o *modus operandi* da política monetária no Brasil, com a substituição do Regime de Metas de Inflação pelo Mandato Duplo para o Banco Central do Brasil.
- Reduzir o custo do capital para as empresas brasileiras por intermédio da *regulação do poder de monopólio* exercido pelos bancos comerciais, o qual se expressa num elevado *spread* sobre a taxa básica de juros fixada pelo BCB.

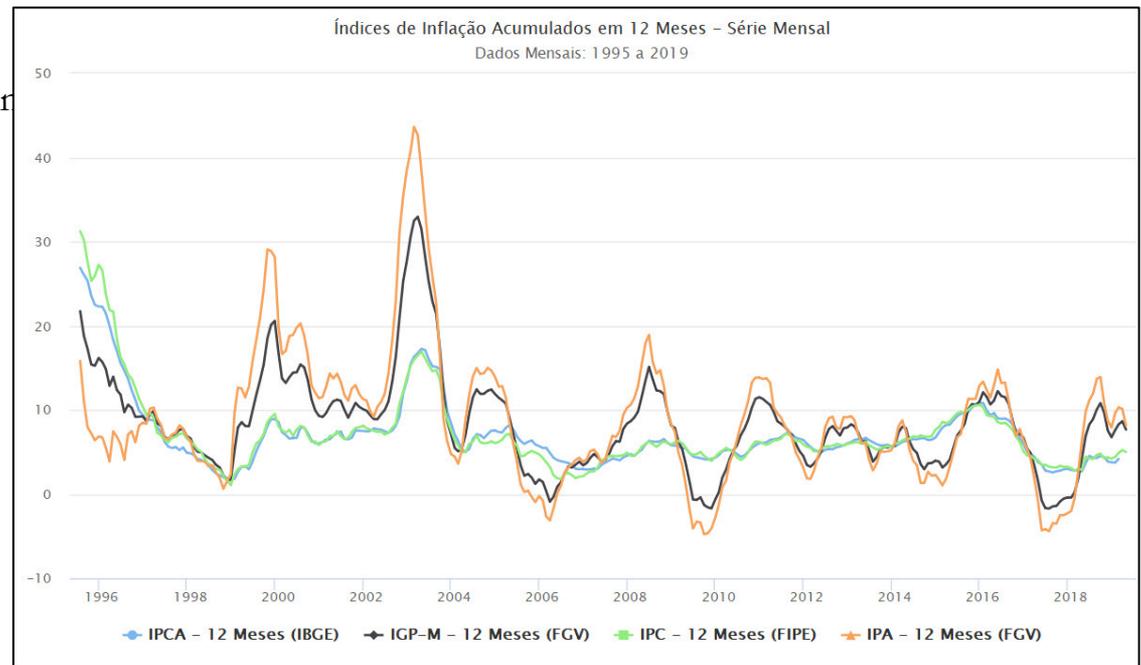
Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

- Índices de Inflação no Brasil:
- Índices de Inflação contemplados no Estudo:
 - a) IPCA (IBGE);
 - b) IGP-M (FGV);
 - c) IPA (FGV);
 - d) IPC (FIPE);

Características:

IPA e IGP-M = +Volatilidade

IPCA e IPC = - Volatilidade



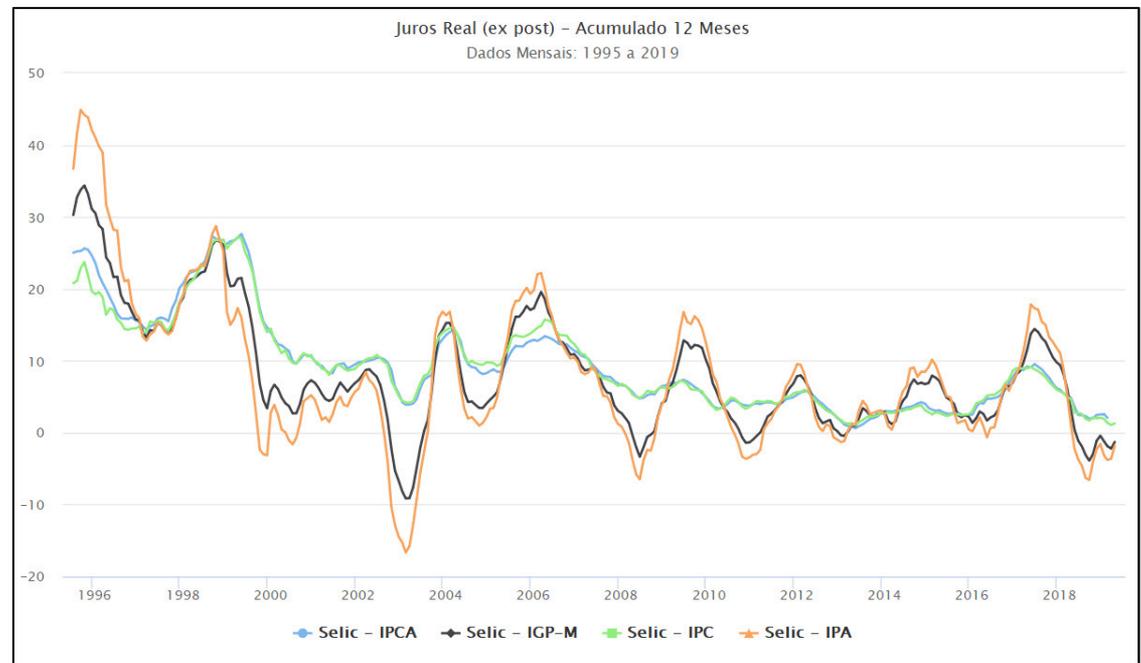
Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

- Taxa de Juros Real (*ex post*):
- Equação de Fischer:

$$i_t \approx r_t + \pi_t$$

Onde: i_t é a taxa de juros nominal;
 r_t é a taxa de juros real; π_t é a taxa de inflação corrente.

- **Necessário escolher índice menos volátil para reportar os testes com Juros Real**

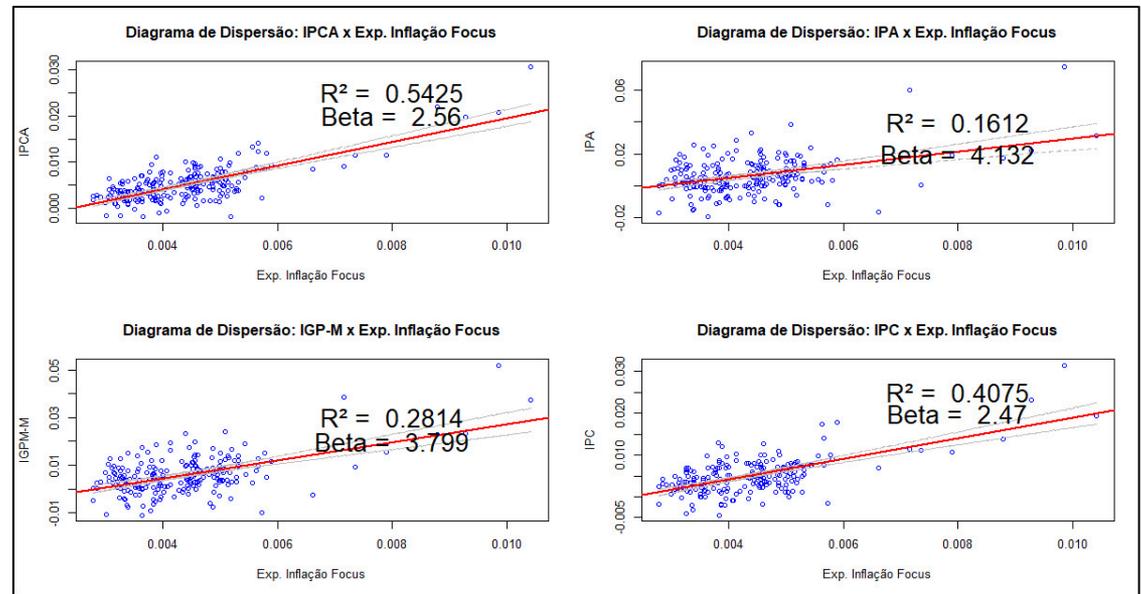


Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

- Análise Exploratória dos Dados

Expectativa de Inflação frente:

- IPCA (IBGE);
- IGP-M (FGV);
- IPA (FGV);
- IPC (FIPE);

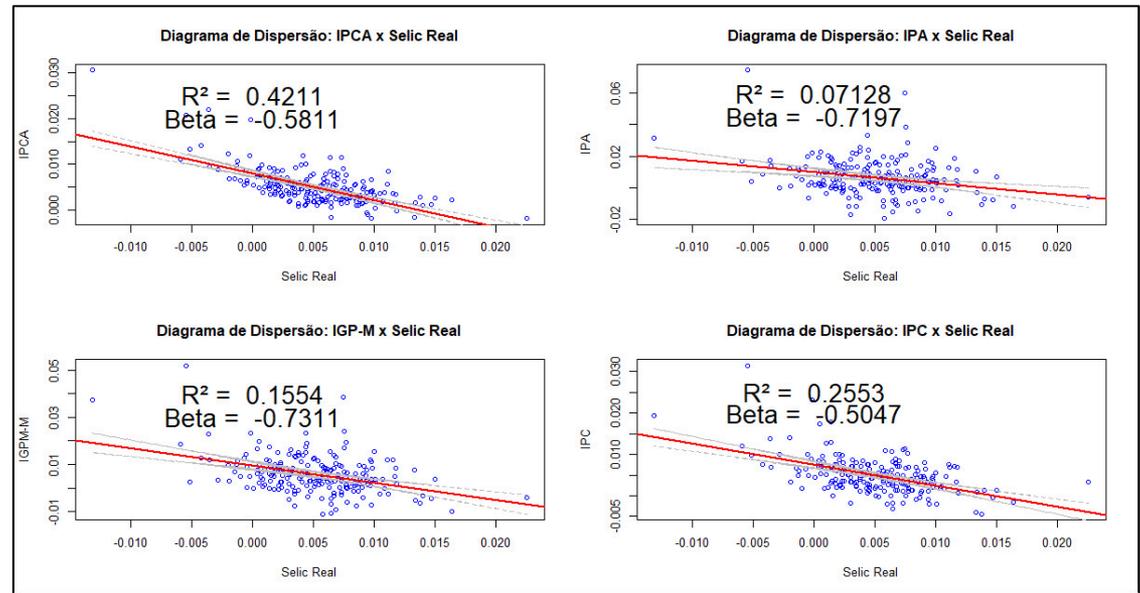


Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

- Análise Exploratória dos Dados

Selic Real frente:

- IPCA (IBGE);
- IGP-M (FGV);
- IPA (FGV);
- IPC (FIPE);

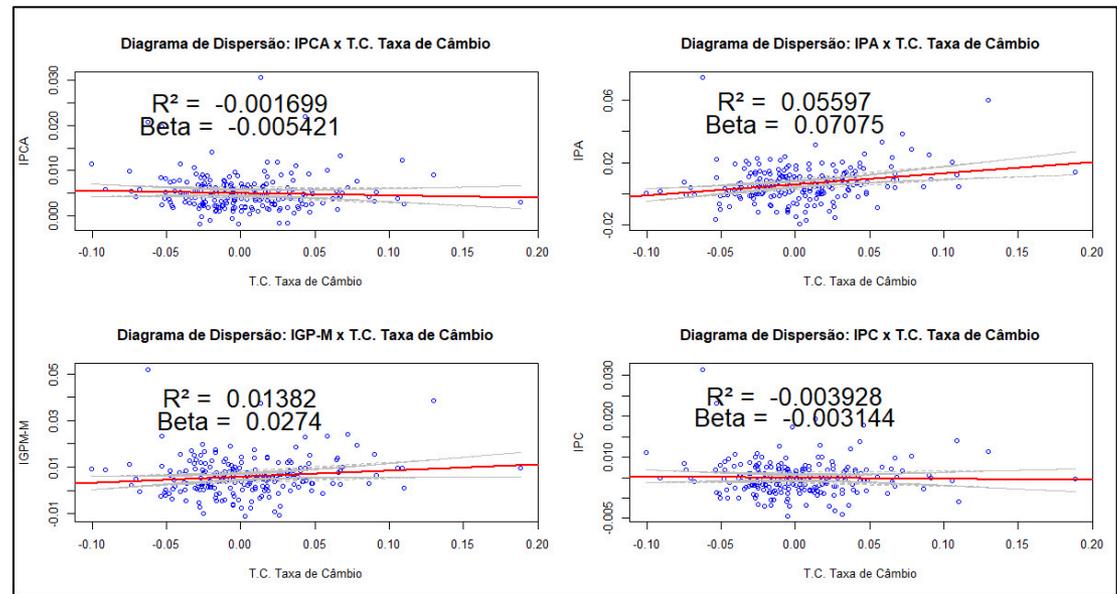


Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

- Análise Exploratória dos Dados

Taxa de Câmbio frente:

- IPCA (IBGE);
- IGP-M (FGV);
- IPA (FGV);
- IPC (FIPE);

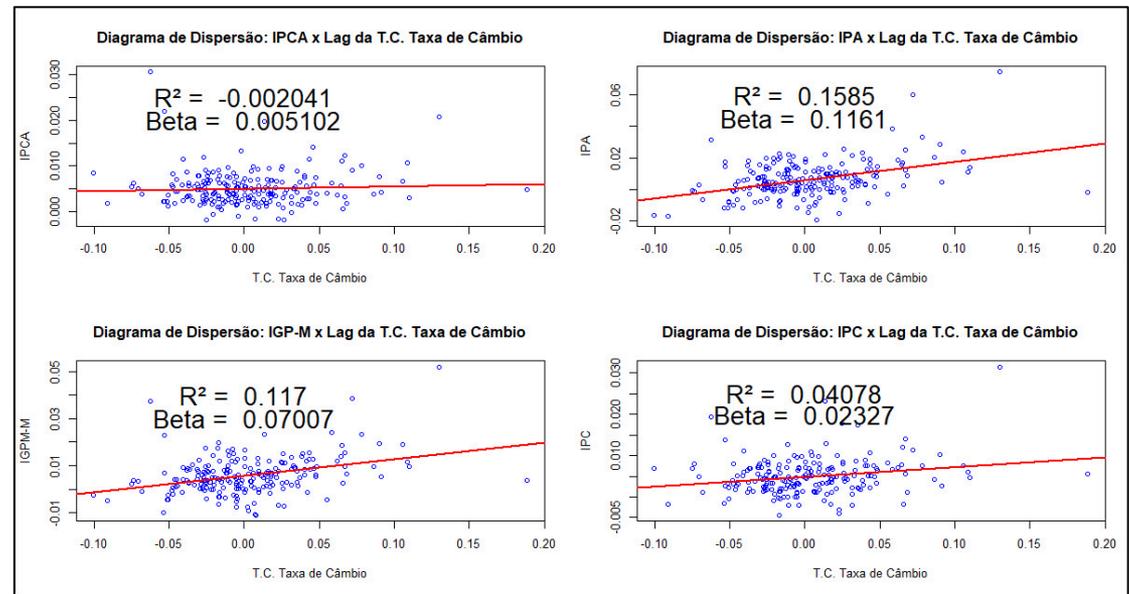


Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

- Análise Exploratória dos Dados

Taxa de Câmbio Defasada:

- a) IPCA (IBGE);
- b) IGP-M (FGV);
- c) IPA (FGV);
- d) IPC (FIPE);



Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

Resultados Econométricos para os índices de inflação brasileira:

- O efeito inercial é muito mais forte do que o efeito de expectativas para frente.
- A taxa de câmbio afeta os preços com algum grau de defasagem.
- O câmbio afeta mais o IPA e na sequência o IGP-M.
- A Selic Real é um instrumento eficaz apenas para IPCA e IPC. Ela é inócua para o IGP-M e IPA.

Métodos: OLS e GMM.

Período: 2001 a 2019.

Regressão Linear para os Principais Índices de Inflação do Brasil								
	Dependent variable:							
	g_IPCA		g_IPA		g_IGPM		g_IPC	
	OLS	GMM	OLS	GMM	OLS	GMM	OLS	GMM
lag_IPCA	0.588*** (0.043)	0.588*** (0.055)						
lag_IPA			0.579*** (0.048)	0.579*** (0.048)				
lag_IGPM					0.649*** (0.042)	0.649*** (0.043)		
lag_IPC							0.512*** (0.064)	0.512*** (0.065)
X1- T.C. Taxa de Câmbio	-0.007* (0.004)	-0.007* (0.004)	0.032** (0.013)	0.032*** (0.012)	0.006 (0.008)	0.006 (0.007)	-0.017*** (0.006)	-0.017* (0.009)
X1- T.C. Taxa de Câmbio Defasada	0.001 (0.004)	0.001 (0.004)	0.034** (0.013)	0.034 (0.023)	0.028*** (0.009)	0.028** (0.011)	0.016*** (0.006)	0.016** (0.008)
X1- T.C. da Expectativa Futura de Inflação	0.023*** (0.005)	0.023*** (0.009)	0.122*** (0.016)	0.122*** (0.023)	0.086*** (0.010)	0.086*** (0.013)	0.050*** (0.008)	0.050*** (0.009)
X1- Selic Real	-0.387*** (0.037)	-0.387*** (0.060)	0.106 (0.119)	0.106 (0.104)	-0.092 (0.077)	-0.092 (0.075)	-0.137** (0.064)	-0.137** (0.055)
Constant	0.004*** (0.0004)	0.004*** (0.0003)	0.002** (0.001)	0.002** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)
Observations	212	212	212	212	212	212	212	212
R ²	0.703		0.652		0.705		0.493	
Adjusted R ²	0.695		0.643		0.698		0.480	
Residual Std. Error (df = 206)	0.002		0.007		0.004		0.003	
F Statistic (df = 5; 206)	97.358***		77.161***		98.622***		40.021***	
Note:	* p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01							

Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

- Até onde há efeito inercial durante todo o período?

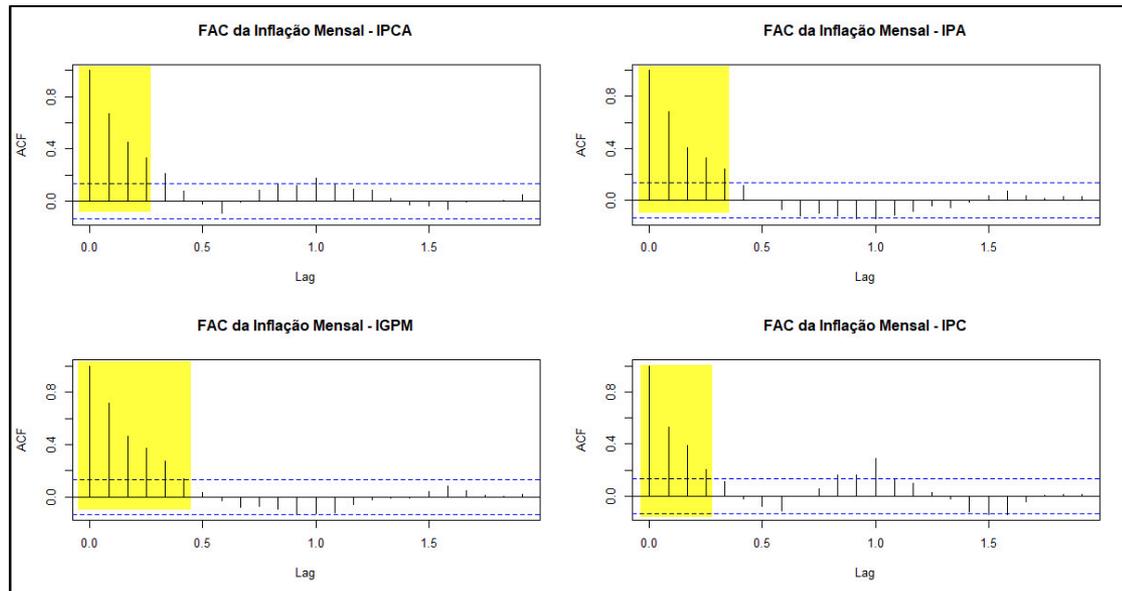
IPCA – Há carga inercial de 4 períodos.

IGP-M – Há carga inercial de 5 períodos.

IPA – Há carga inercial de 4 períodos.

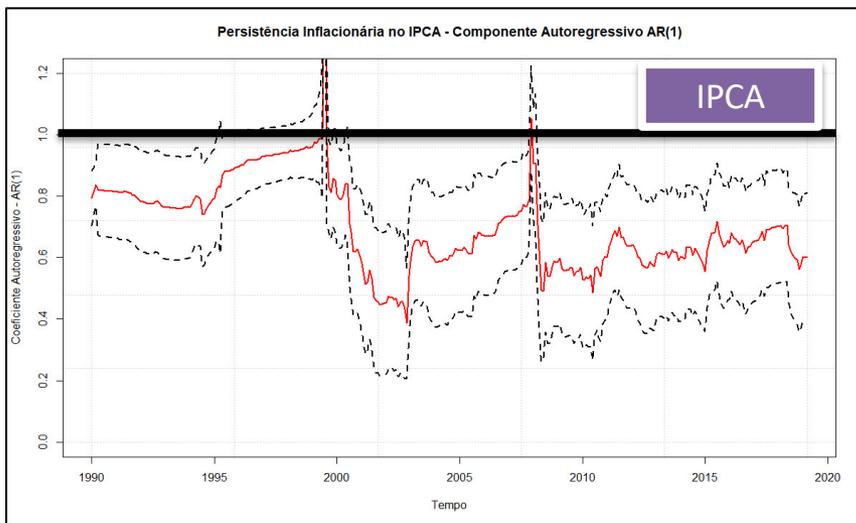
IPC – Há carga inercial de 3 períodos.

Análise via Função de Autocorrelação:

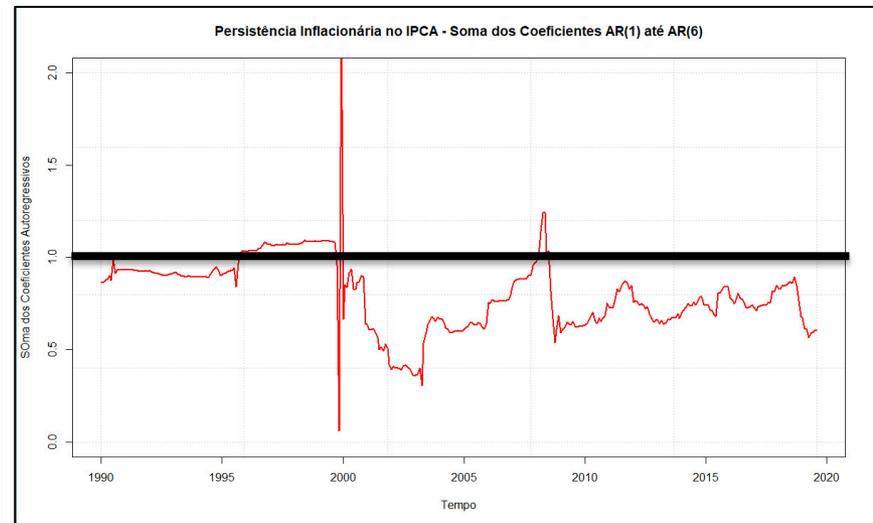


Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

Mas e se quisermos mensurar o efeito da inércia da inflação brasileira ao longo do tempo? Ela diminuiu ou aumentou?



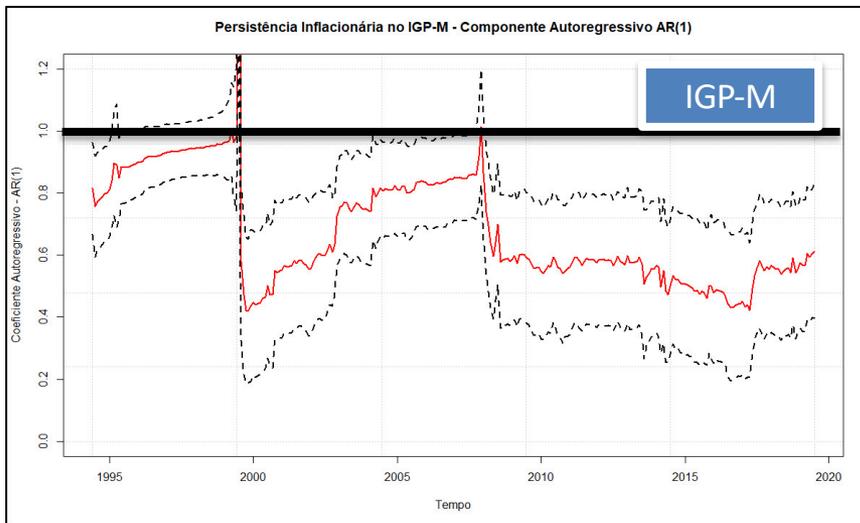
Análise via efeito AR(1)



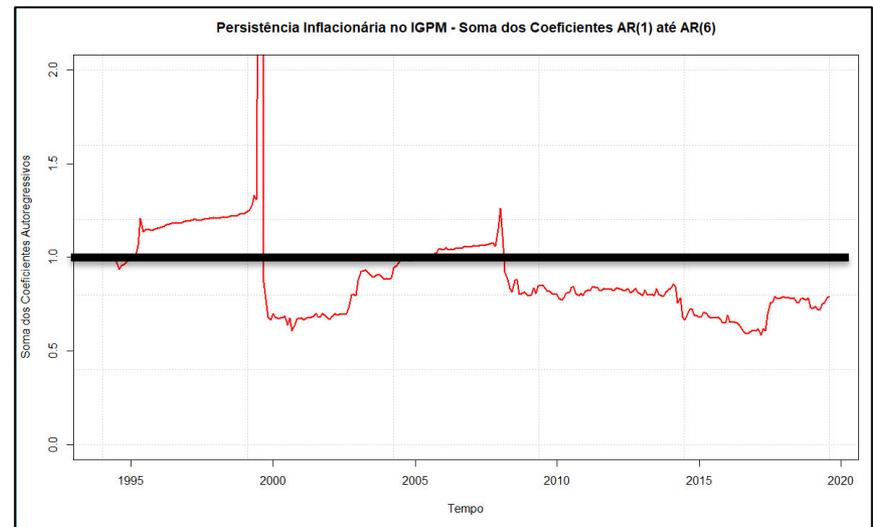
Análise via efeito AR(1) a AR(6)

Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

Mas e se quisermos mensurar o efeito da inércia da inflação brasileira ao longo do tempo? Ela diminuiu ou aumentou?



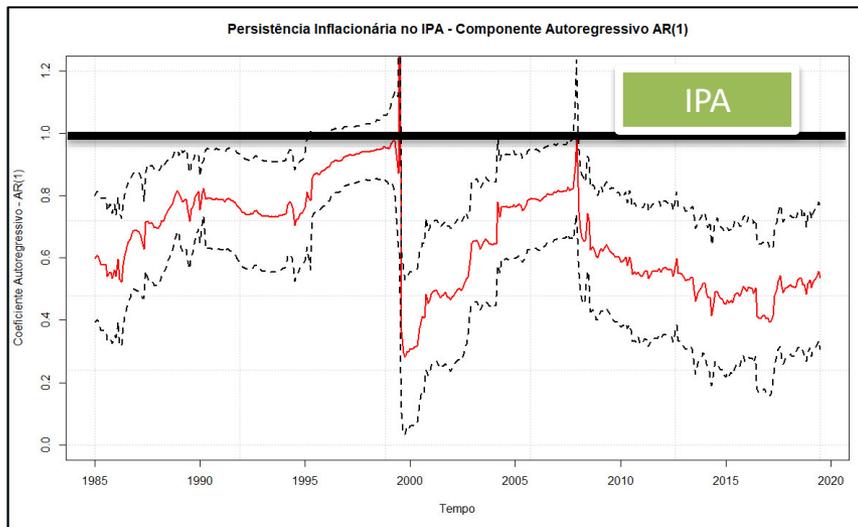
Análise via efeito AR(1)



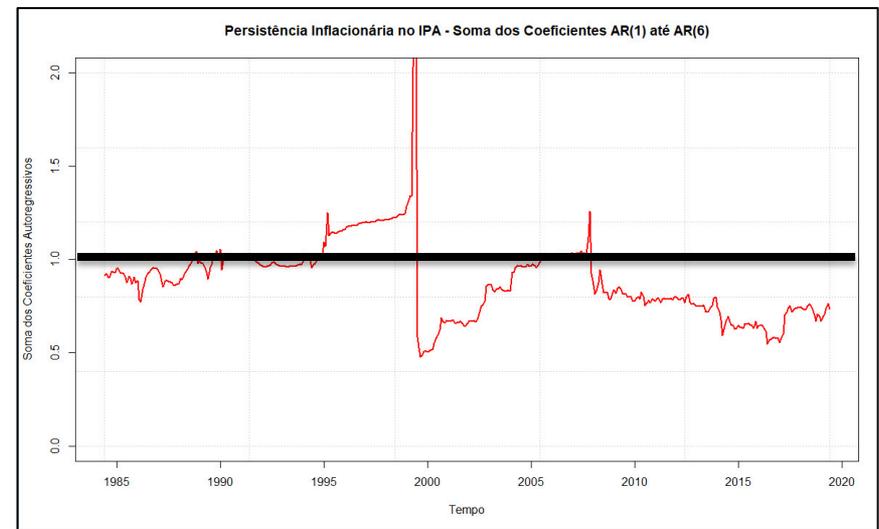
Análise via efeito AR(1) a AR(6)

Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

Mas e se quisermos mensurar o efeito da inércia da inflação brasileira ao longo do tempo? Ela diminuiu ou aumentou?



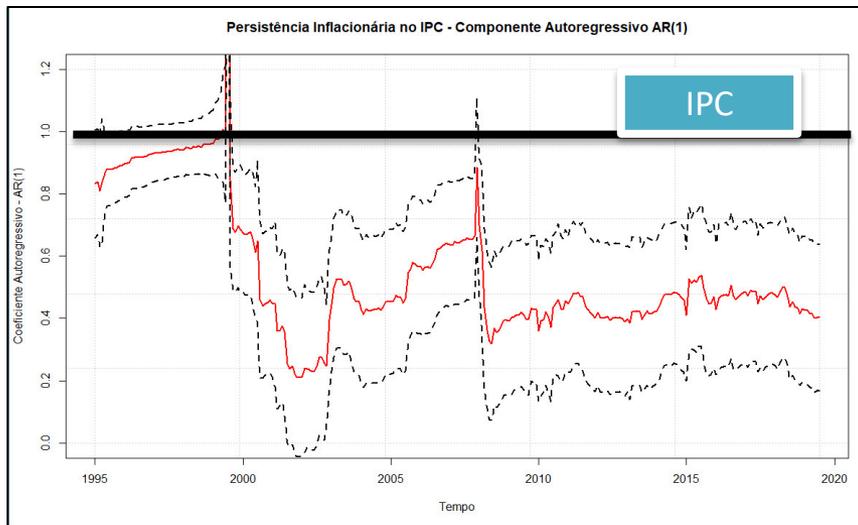
Análise via efeito AR(1)



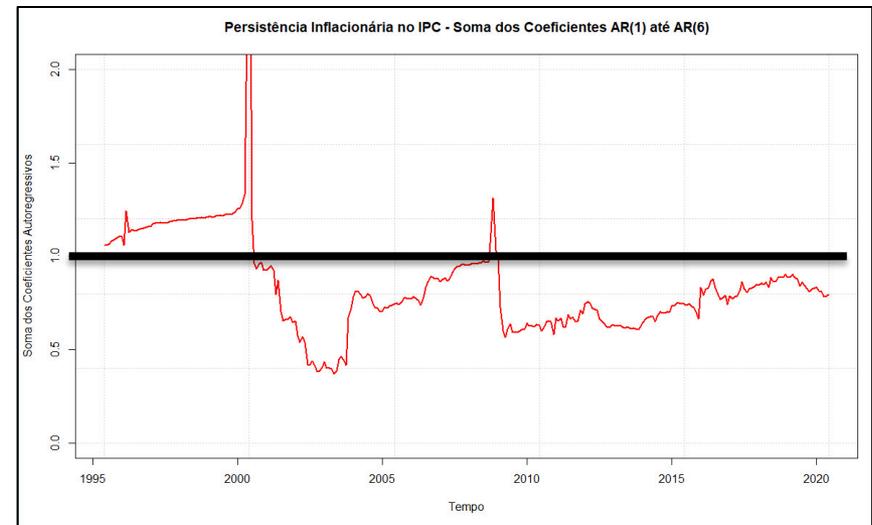
Análise via efeito AR(1) a AR(6)

Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

Mas e se quisermos mensurar o efeito da inércia da inflação brasileira ao longo do tempo? Ela diminuiu ou aumentou?



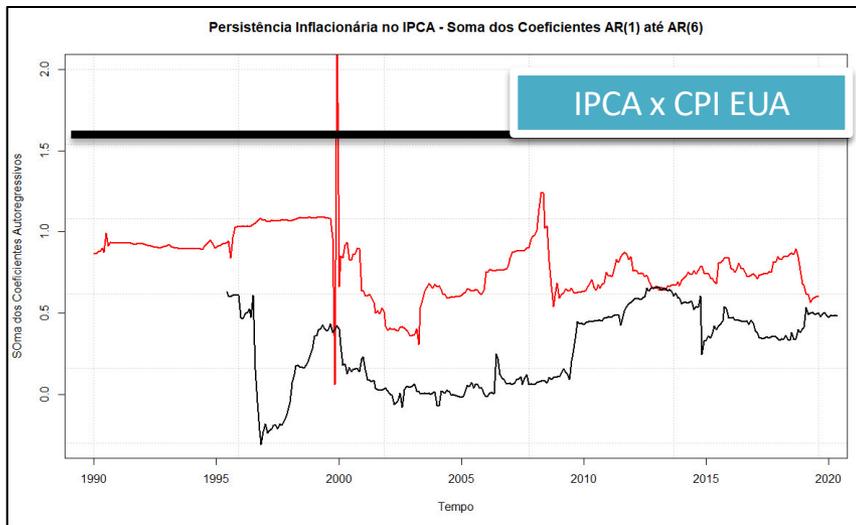
Análise via efeito AR(1)



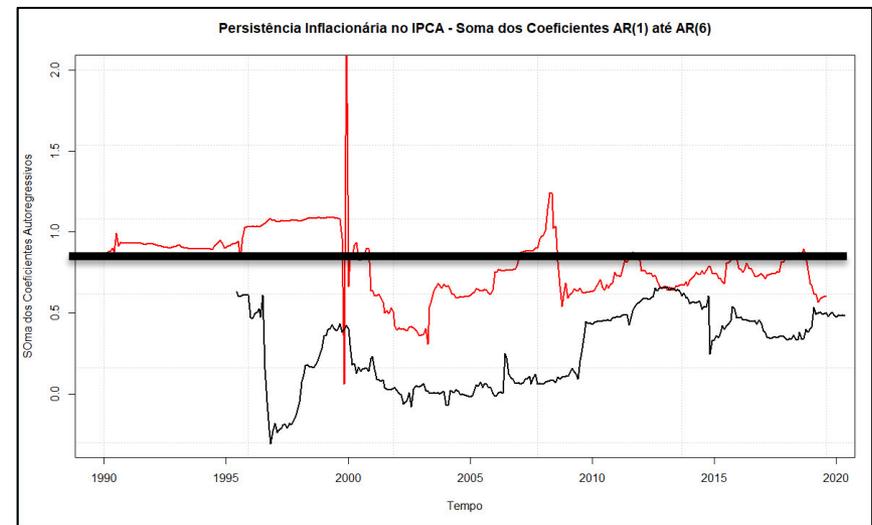
Análise via efeito AR(1) a AR(6)

Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

Comparação entre a inflação Americana e a Brasileira em termos de Inércia.



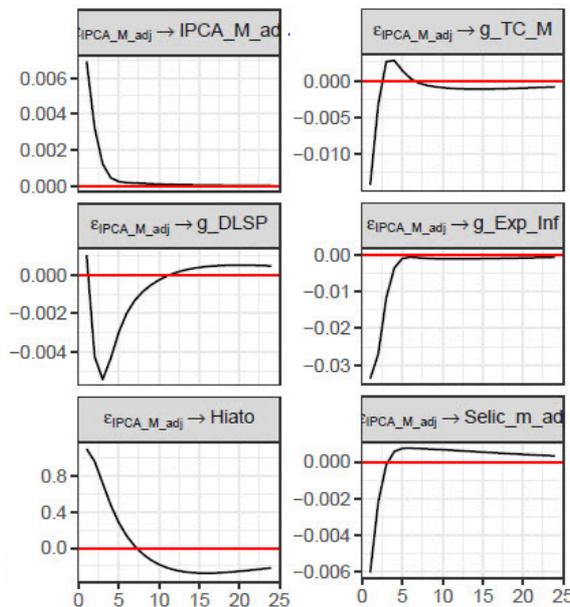
Análise via efeito AR(1)



Análise via efeito AR(1) a AR(6)

Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

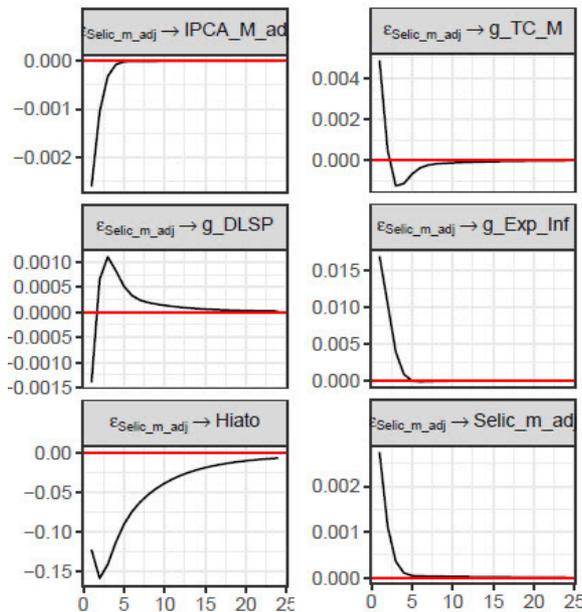
- Um SVAR para a Economia Brasileira. Qual a trajetória dos agregados macroeconômicos frente a um choque na inflação (IPCA) ?



- 1) Um choque que ocorra hoje no IPCA leva cerca 10 meses para ser dissipado (evidência forte da inércia).
- 2) Um choque na inflação faz com que inicialmente haja uma queda na taxa de crescimento da DLSP e um posterior aumento.
- 3) Um aumento da inflação eleva inicialmente o produto (o segundo pode estar causando o primeiro) acima do potencial e posteriormente o derruba (cerca de 7 meses).
- 4) Um aumento da inflação deprecia a taxa de câmbio real efetiva em termos líquidos.
- 5) Um aumento da inflação faz com que haja inicialmente queda na Selic Real. Todavia, após a reação do BC, essa se eleva e demora cerca de 2 anos para voltar a sua origem.

Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

- Um SVAR para a Economia Brasileira. Qual a trajetória dos agregados macroeconômicos frente a um choque na inflação (IPCA) ?



- 1) Um choque que ocorra hoje na Selic Real leva cerca 5 meses para trazer a inflação para o equilíbrio.
- 2) Um choque na Selic Real derruba em 2 meses a taxa de crescimento da DLSP, porém após essa data ela aumenta levando cerca de 2 anos para se dissipar.
- 3) Um aumento da Selic Real derruba a atividade econômica em cerca de 3 meses levando quase 20 meses para se recuperar.
- 4) Um aumento da Selic Real aprecia o câmbio até o 3 mês e posterior a isso o efeito se reverte.
- 5) A Selic Real defasada tende a afetar em até 5 meses a definição da Selic Real corrente.

Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

- Um SVAR para a Economia Brasileira. Qual a trajetória dos agregados macroeconômicos frente a um choque na inflação (IPCA) ?

- **Conclusão do SVAR para a Inflação Brasileira:**

- O Banqueiro Central brasileiro é conservador. Após a inflação convergir para o equilíbrio, esse demora para retirar o aperto monetário.
- Aumentos da Selic Real tem impacto positivo sobre o crescimento da Dívida Líquida do Setor Público.
- Selic Real afeta a atividade econômica conforme descrito na literatura. Todavia, uma vez que ocorre um aperto monetário, a economia tende a se recuperar lentamente.

Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

- **Análise das Interdependências entre os índices de inflação:**

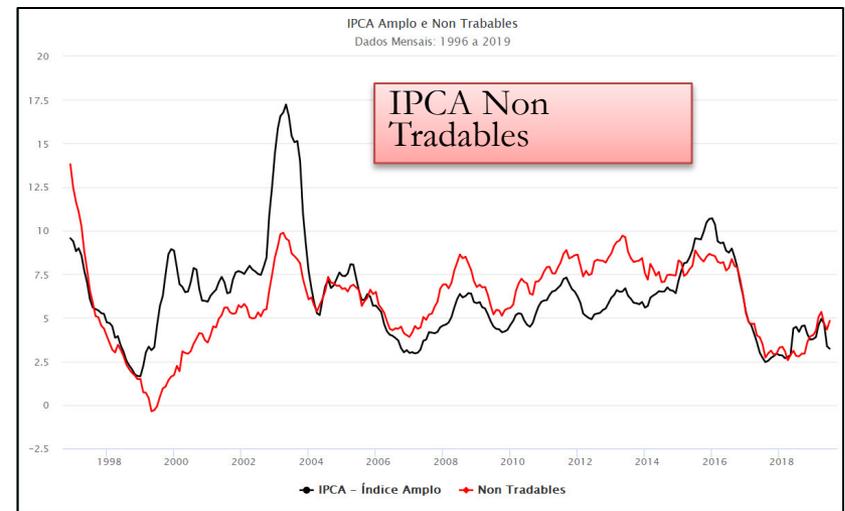
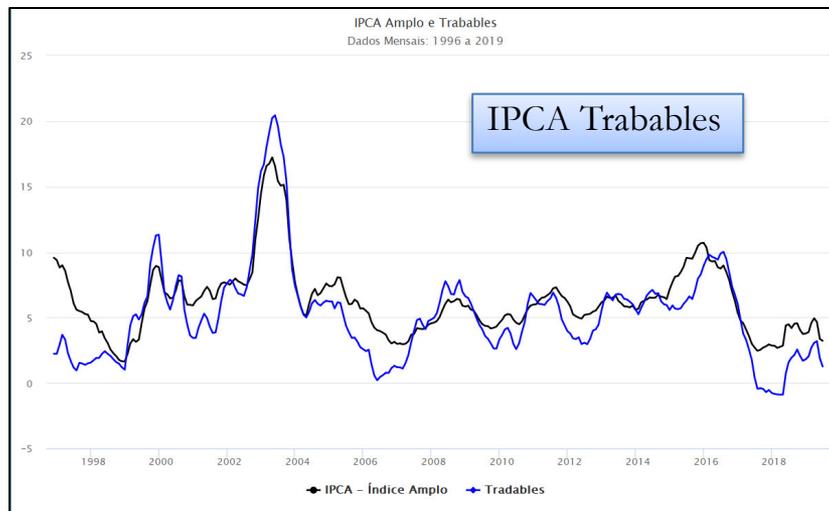
A questão da indexação de contratos (exemplo elucidativo):

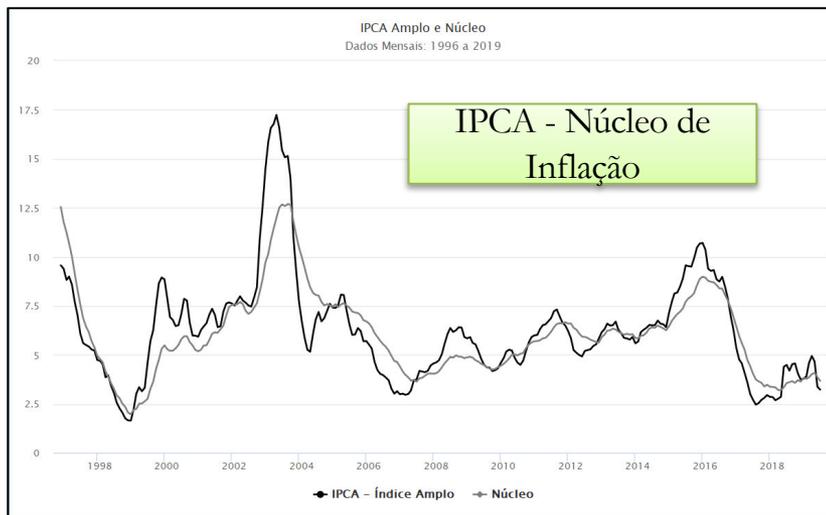
- a) Há uma desvalorização cambial;
- b) A desvalorização cambial afeta o IPA pressionando para a elevação de preços (IPA é influenciado principalmente por preços “comoditados”).
- c) Por fazer parte de 60% do IGP-M, o IPA pressiona a sua elevação de preços.
- d) Os contratos de aluguéis no Brasil, sendo reajustados pelo IGP-M, passam a alimentar um reajuste de preço que não está no seu “core” de custos;
- e) O aumento do aluguel pressiona os valores do grupo de habitação e contamina o IPCA.

Portanto, há canais ocultos que trazem inflação de um grupamento para os demais ainda que esse não contenha custos que estejam sendo pressionados.

Evidências Empíricas para a Inflação Brasileira

- **Análise das Interdependências entre os índices de inflação:**
 - Vejamos na sequência os grupamentos do IPCA.
 - Iremos testar o fator de contágio do IPA e IGP-M sobre o IPCA.

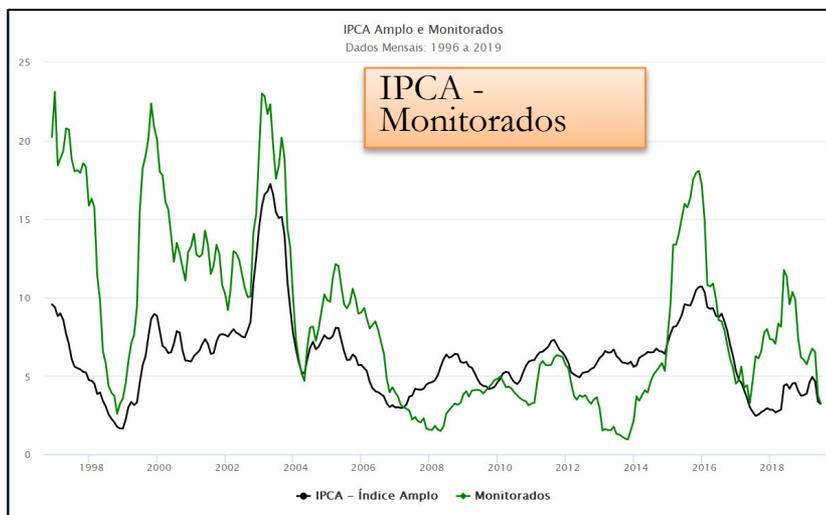




Fatos sobre o comportamento dos grupamentos:

Grupamento de **Tradables** são fortemente influenciados pela variação da taxa de câmbio.

Non-tradables são menos influenciados pela taxa de câmbio, sendo impactados mais pela inflação/custo de forma geral.



Núcleo de Inflação é uma ferramenta importante para auxiliar a tomada de decisão na política monetária. Nesse sentido cabe ressaltar que países desenvolvidos usam o núcleo como inflação oficial e expurgam séries voláteis dela.

Monitorados/Administrados são menos sensíveis às condições de oferta e de demanda porque são estabelecidos por contrato ou por órgão público.

Impacto de Contágio entre os Índices

Fatos sobre o contágio entre os índices:

- Como exemplificado anteriormente, o IPCA possui canais de contágio pelos demais índices fruto da indexação.
- Além do próprio efeito de inércia, há o efeito de contágio.
- O IPCA pode ser explicado por ele defasado, câmbio, Selic real, expectativa futura e inflação de outros índices.
- O poder de influência do IGP-M e IPA no IPCA superam o efeito de expectativas futuras de inflação.

Uma reforma que vise lidar com patamares mais baixos de inflação necessita lidar com a extinção de tais mecanismos.

Regressão Linear para Contágio de Inflação no Brasil

	<i>Dependent variable:</i>	
	IPCA	
L(IPCA)	0.536 ^{***} (0.052)	0.530 ^{***} (0.057)
lag_IPA	0.055 ^{***} (0.016)	
lag_IGPM		0.056 ^{**} (0.025)
L(g_TCRE)	-0.008 ^{**} (0.004)	-0.007 (0.004)
g_exp_inf	0.015 ^{***} (0.005)	0.017 ^{***} (0.005)
Selic_Real	-0.243 ^{***} (0.038)	-0.257 ^{***} (0.038)
Constant	0.003 ^{***} (0.0004)	0.003 ^{***} (0.0004)
Observations	196	196
R ²	0.618	0.605
Adjusted R ²	0.608	0.595
Residual Std. Error (df = 190)	0.002	0.002
F Statistic (df = 5; 190)	61.565 ^{***}	58.230 ^{***}

Note: * p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01

Impacto de Contágio entre os Índices

- **Conclusões Obtidas:**

- Todos os índices de Inflação no Brasil estão repletos de mecanismos alimentadores de inflação passada na inflação corrente.
- Uma reforma que vise reduzir os juros reais no Brasil necessariamente precisa diminuir o efeito inercial e dessa forma o grau de indexação.
- O Banco Central brasileiro tem sido mais conservador ao corte de taxa de juros. Em alguns momentos motivados pelo tamanho do ciclo e outros pelo próprio perfil. Isso traz alongamento de recuperação do ciclo econômico.
- É de suma importância excluir canais de realimentação e contágio dos índices.

