

Nota informativa



Consolidação fiscal e inflação esperada

segunda-feira, 14 de dezembro de 2020

RESUMO

- O processo de consolidação fiscal tem proporcionado confiança ao suporte fiscal, que permite ao regime de metas ancorar eficientemente as expectativas de inflação.
- Este processo inicia-se em 2016 com a implementação do Teto dos Gastos e é fortalecido com a reforma da previdência em 2019. A aprovação das medidas (reforma administrativa e PECs fiscais) enviadas ao Congresso Nacional consolidará os ganhos financeiros e econômicos.
- Os ganhos da consolidação fiscal permitem à política monetária obter maiores níveis de credibilidade, com isso reajustes de preços tendem a ser próximos à meta de inflação.
- **Os ganhos fiscais e monetários decorrentes da consolidação fiscal podem ser percebidos por meio da redução de incerteza, maior previsibilidade dos agentes econômicos, menores prêmios de risco, baixos juros neutros, aumento do investimento das empresas, redução no custo de rolagem da dívida pública, maiores níveis de crescimento econômico e redução das desigualdades de renda.**

1. Introdução

Existe atualmente consenso na sociedade sobre as vantagens da estabilidade de preços, condição necessária para alcançarmos o crescimento econômico sustentado. A literatura mostra que maior inflação não gera maior crescimento; pelo contrário, cria ambiente desfavorável aos investimentos e penaliza as camadas mais pobres da sociedade.

O atual regime de metas para a inflação, 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, demanda uma situação fiscal sob controle de modo a não comprometer a perseguição da meta. O Regime de Metas de Inflação ancora as expectativas de mercado que, de forma geral, orientam o processo de formação de preços na economia.

Diante da pandemia do coronavírus e significativas despesas fiscais, embora extremamente necessárias, questões sobre os desvios da trajetória de dívida pública e o diagnóstico do aumento da inflação em curso são levantadas. A discussão sobre o controle dos aspectos fiscais, que já fazia parte da agenda governamental antes da pandemia, tornou-se atualmente mais urgente. O processo de consolidação fiscal iniciado com a implementação do Teto dos Gastos e a reforma da previdência em 2019 tem proporcionado reduções significativas da inflação implícita nos títulos públicos. Os valores observados nos últimos anos alcançaram os patamares mais baixos da série.



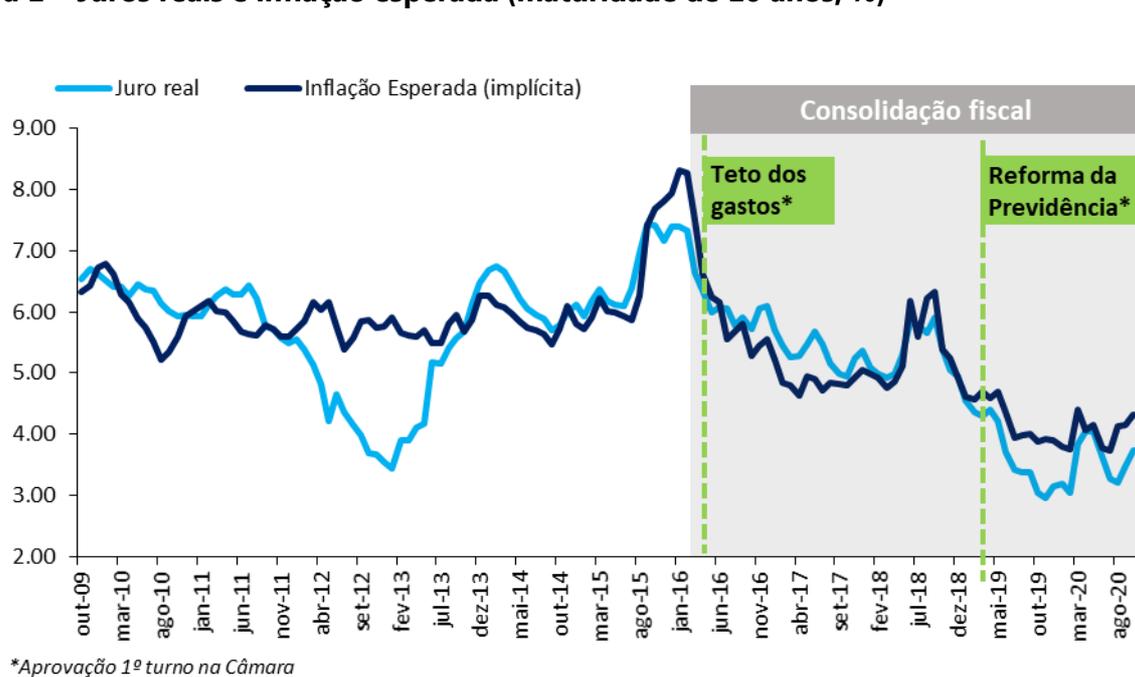
O objetivo desta nota informativa é, portanto, apresentar os ganhos obtidos pela consolidação fiscal através da inflação implícita e queda das taxas reais de juros. Além disso, pretende-se mostrar que, segundo as expectativas de mercado, não é possível corroborar uma sinalização de que a deterioração dos preços correntes é fruto da incerteza em relação à solvência fiscal.

2. Consolidação fiscal e inflação esperada

O controle das contas fiscais é essencial para a estabilidade do nível de preços. Diversos trabalhos demonstram que a contenção da inflação está relacionada à sustentabilidade da dívida pública. A Nota Técnica “Detalhes do Modelo da Nota Informativa Em defesa do Teto de Gastos” mostra que para um governo crível, os agentes de mercado esperam que os desvios da trajetória cadente da dívida serão endereçados por um ajuste fiscal tradicional, elevação do superávit futuro e contenção das despesas.

A consolidação fiscal, que se iniciou em meados de 2016 com o Teto dos Gastos e foi fortalecida pela reforma da previdência, tem proporcionado ganhos consistentes em relação à inflação futura. A Figura 1 mostra que a inflação esperada pelo mercado financeiro 10 anos à frente tem alcançado patamares cada vez menores. Vale notar que a redução da inflação ocorre conjuntamente com a diminuição estrutural dos juros longos no Brasil. Outra consequência é que a queda esperada da variação dos preços abriu espaço para reduções sistemáticas da meta de inflação no Brasil.

No entanto, quando o governo não é crível e o ajuste fiscal esperado ocorre, pelo menos parcialmente, por meios alternativos, tais como maior emissão monetária, haverá aumento da inflação futura. Dessa forma, diversos indicadores sinalizam que a deterioração fiscal se manifesta na piora dos preços, por exemplo, na inflação implícita ou nas projeções do IPCA para alguns anos à frente.

Figura 1 – Juros reais e inflação esperada (maturidade de 10 anos, %)

A menor inflação futura é condição necessária para que a redução da taxa longa de juros ocorra de forma estrutural. A Figura 1 indica que a queda da taxa de juros real de 10 anos, sem a redução harmônica da inflação implícita, torna os ganhos efêmeros, conforme ocorrido no período de 2012-2013.

Dessa forma, para o bom funcionamento do regime de metas de inflação, é essencial que a situação fiscal esteja sob controle, não comprometendo o objetivo do banco central que é de perseguir uma meta pré-estabelecida, que seja crível e que busque a estabilidade dos preços, preservando o poder de compra da moeda. A maior confiança de que a dívida pública é sustentável dá suporte ao Regime de Metas da Inflação, tornando a política monetária crível. Dessa forma, a consolidação fiscal aumenta a convicção nos objetivos de longo prazo.

Alguns autores apresentam os canais pelos quais a deterioração fiscal afeta o nível dos preços. Segundo Woodford (1996)¹, a ausência da consolidação fiscal revelaria aos agentes econômicos um relaxamento da restrição orçamentária intertemporal do governo, ou seja, indicaria que os superávits futuros não seriam suficientes para honrar o pagamento da dívida pública; logo, o aumento do endividamento do governo provocaria aumento do consumo pelos agentes via efeito-riqueza, o que pressionaria a inflação.

Outro canal de transmissão da deterioração fiscal para os preços pode ocorrer através das expectativas de inflação. Conforme a teoria fiscal do nível de preços², Cochrane mostra que os agentes econômicos, ao perceber que a geração de superávits futuros pelo governo será insuficiente

¹ Woodford, M., Control of the Public Debt: A Requirement for Price Stability? Working Paper no. 5684 (July), NBER, Cambridge, MA, 1996.

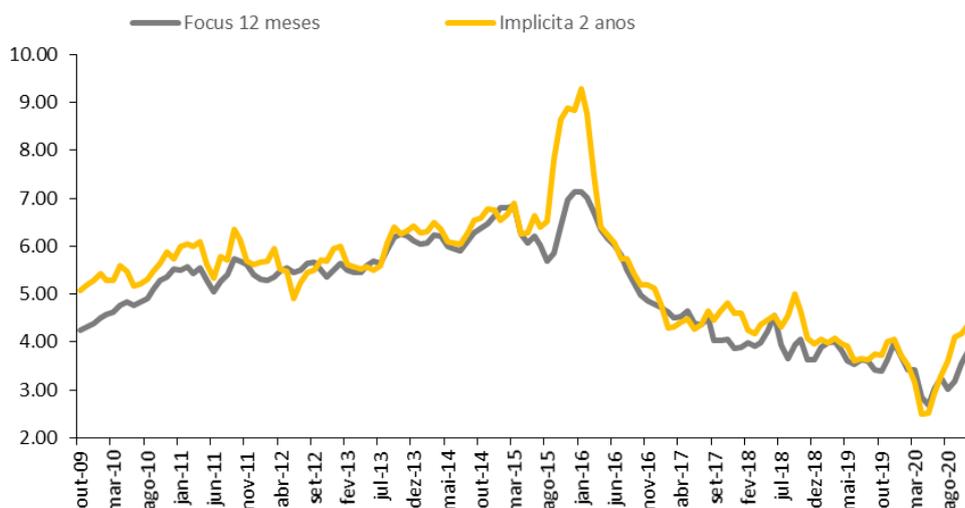
² Cochrane J. H. (2020), The Fiscal Theory of the Price Level, *Forthcoming book, version August 3*. J.H. Cochrane's website.



para saldar os seus compromissos de dívida, entendem que o governo, em última instância, poderá recorrer à emissão monetária para o pagamento da dívida.

Nos meses iniciais da pandemia, houve um processo desinflacionário, já nos últimos meses deste ano, tem-se observado aceleração dos preços ao consumidor. A surpresa inflacionária tem levado a questionamentos de sua relação com o aumento do endividamento público. A Figura 2 ilustra a menor inflação esperada para o curto prazo. Os preços de mercado indicam elevação da inflação implícita desde maio, quando alcançou o seu menor valor histórico. De forma semelhante, a inflação projetada 12 meses à frente, coletada pelo Focus, também subiu desde o mesmo mês, quando a inflação esperada para o período de maio de 2020 a abril de 2021 alcançou 2,7%.

Figura 2 – Inflação esperada de curto prazo (%)



Fonte: Banco Central do Brasil e Anbima

Os resultados dos modelos teóricos mostram que a elevação do risco de insolvência da dívida pública afeta as expectativas futuras de inflação, podendo, em até alguns casos, impactar os preços correntes. No entanto, não há respaldo teórico em relacionar a piora da situação fiscal com deterioração dos preços correntes, mantendo as expectativas longas de inflação ancoradas.

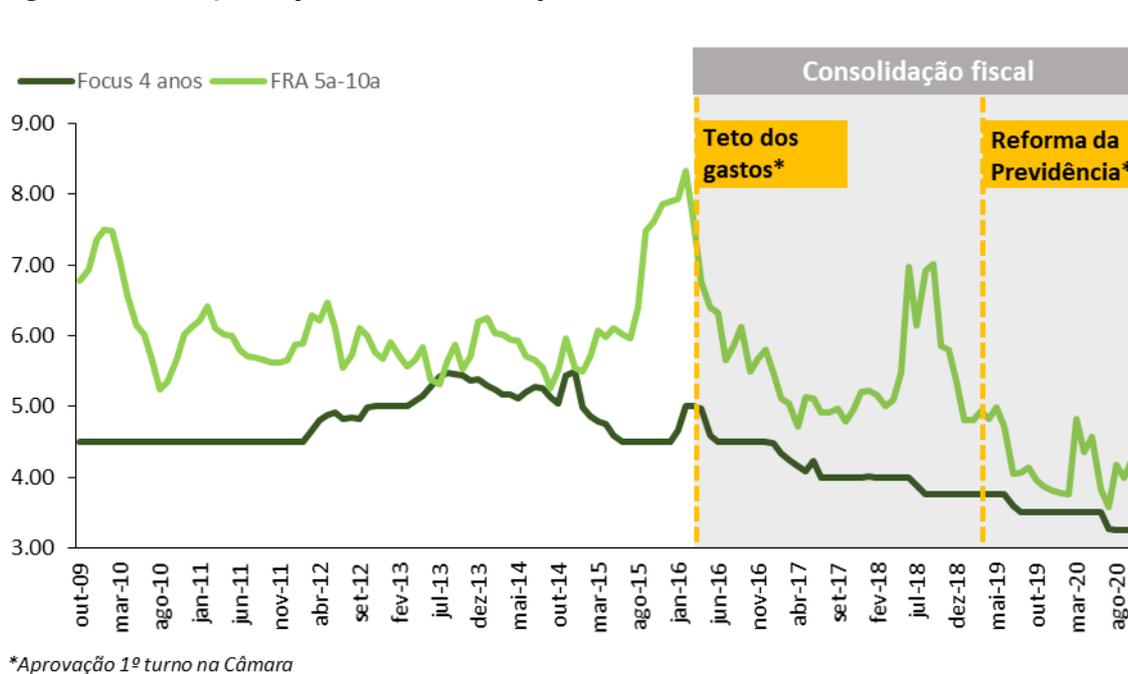
Segundo as medianas coletadas pelo Focus, a inflação esperada de 2020 elevou-se do patamar abaixo do intervalo da meta (expectativa em 04/06/20 de 1,5% para o ano), para a projeção atual pouco acima do centro da meta (expectativa em 4,25% em 04/12/20). No entanto, apesar da maior inflação para este ano, cabe destacar que, nas últimas divulgações, a inflação esperada para 2021 tem se reduzido e estima-se que ficará abaixo do centro da meta. Dessa forma, as expectativas de mercado sinalizam que os choques ocorridos no segundo semestre deste ano não serão repassados para 2021.

Conforme discutido no início deste texto, o processo de consolidação fiscal permite reduções consistentes da inflação, que são ratificadas pelas projeções e precificação de mercado. A Figura 3 apresenta as expectativas da inflação de médio prazo. A série Focus 4 anos é a projeção para o IPCA realizada pelo mercado em determinado período para 4 anos à frente. Já o FRA 5a-10a apresenta a inflação média implícita nos títulos públicos para o período 5 a 10 anos à frente. A inflação implícita pode ser entendida como a diferença entre as taxas de juros nominal e real e representa um



importante indicador do nível futuro de preços. Pela Figura 3, pode-se observar que a série Focus 4 anos tem baixa volatilidade e, normalmente, coincide com a meta estabelecida pelo CMN. Já a volatilidade do FRA 5a-10a é maior, pois esta série é derivada de um ativo financeiro.

Figura 3 – Inflação esperada de médio prazo (%)



Fonte: Banco Central e Anbima

Observa-se também nessa figura que, no período anterior à consolidação fiscal, (2009-2016), o valor médio da inflação implícita³ de 5 a 10 anos era próximo a 6%. Após a implementação do Teto dos Gastos, a inflação reduziu e situou-se próximo a 5%. O processo da consolidação fiscal se fortaleceu com a reforma da previdência, possibilitando a redução para novo patamar. Novamente, vale pontuar que a série da inflação implícita é um preço de mercado e há volatilidade inerente aos ativos do mercado financeiro e questões de oferta x demanda que afetam o preço.

As séries apresentadas na Figura 3 sinalizam que a inflação observada no segundo semestre deste ano é pontual e limitada temporalmente. Pois, apesar da piora das expectativas da inflação de curto prazo, não há repasse da deterioração ocorrida neste ano para os preços dos ativos e expectativas de médio prazo. Dessa forma, o argumento de que o aumento atual dos preços se relaciona com a deterioração da consolidação fiscal parece não ter respaldo nas estimativas de variação deste ativo. Deve-se ressaltar, que, apesar da elevação das incertezas, os ganhos provenientes da consolidação fiscal se mantêm.

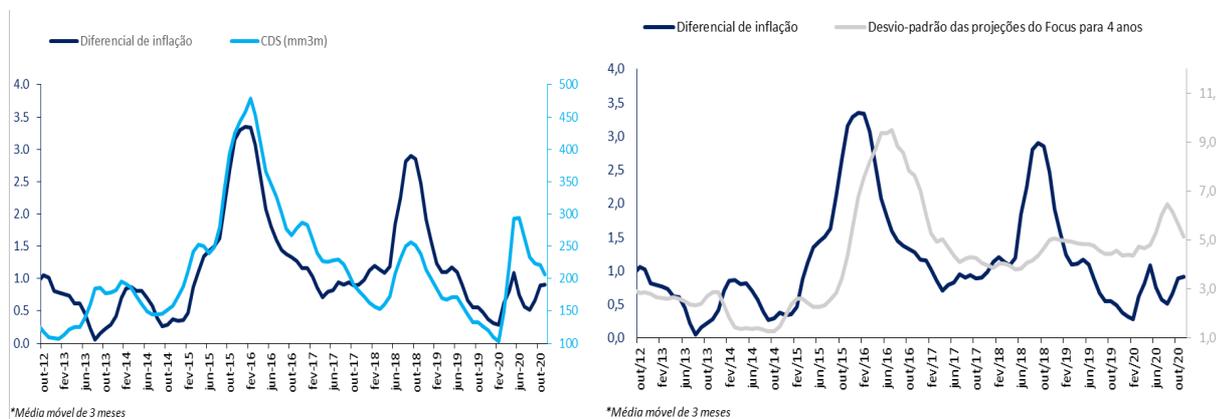
No entanto, os ganhos da consolidação fiscal devem ser aprofundados com a continuidade das reformas para que as taxas de juros reais e inflação esperada se consolidem e possam reduzir ainda mais. A manutenção da agenda fiscal reduzirá as incertezas em relação ao futuro do caminho da solvência da dívida. A Figura 4 apresenta a relação de indicadores de incerteza com o diferencial da

³ O valor da inflação implícita não pode ser considerado a expectativa de inflação para determinado período, pois há embutido na taxa negociada o risco de mercado. Devendo, assim, excluí-lo para a correta aferição.



série FRA 5a-10a e a Focus 4 anos. Ou seja, como a inflação implícita longa se distancia das projeções de médio prazo do Focus.

Figura 4 – Diferencial da inflação de médio prazo e incerteza



Fonte: Banco Central e Anbima

A Figura 4 mostra que o diferencial da inflação de médio prazo se relaciona com indicadores de incerteza e risco. Ressalta-se que, embora o diferencial tenha se elevado nos últimos meses, o valor ainda está abaixo de períodos com maior volatilidade, como 2015-16 e 2018. No primeiro quadro, a relação do diferencial de inflação com o risco país é alta, mostrando que a elevação do risco soberano se relaciona com a maior inflação de mercado em relação às estimativas do Focus. Resultado semelhante pode ser encontrado no desvio padrão das projeções coletadas pelo Focus para o superávit primário 4 anos à frente. Dessa forma, elevações das incertezas fiscais devem ser respondidas com o aprofundamento da agenda de reformas e consolidação.

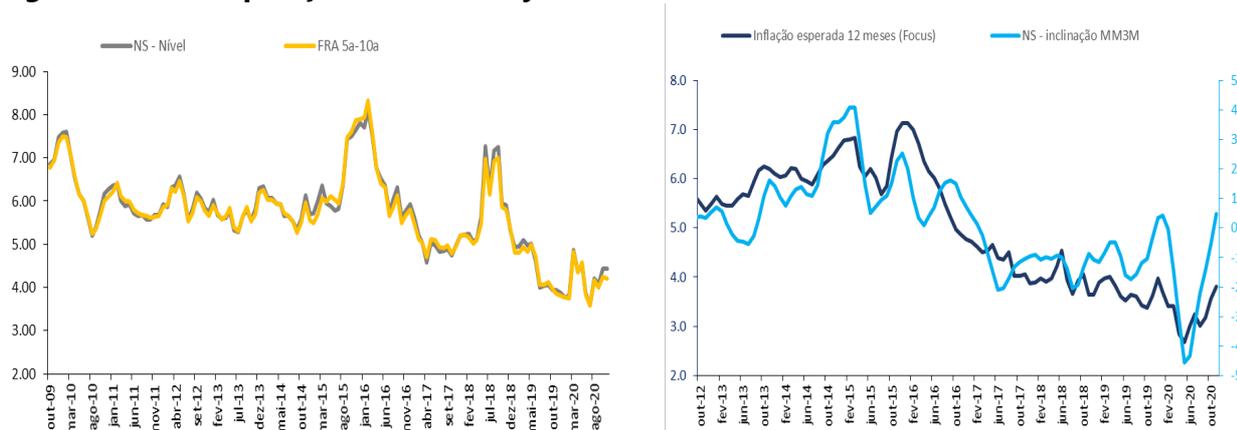
O objetivo do próximo exercício é decompor a curva de juros da inflação implícita em diferentes componentes, conforme a metodologia de Nelson e Siegel⁴. A Equação (1) decompõe a curva de juros para cada período em três componentes⁵, denominados como nível ($\hat{\beta}_{1t}$), inclinação ($\hat{\beta}_{2t}$) e curvatura ($\hat{\beta}_{3t}$). As variáveis y e n representam a taxa de juros e a maturidade, respectivamente. Dessa forma, estima-se, para cada período, os três coeficientes, obtendo, dessa forma, um histórico para cada componente – nível, inclinação e curvatura.

$$(1) \quad y_t^{(n)} = \hat{\beta}_{1t} + \hat{\beta}_{2t} \left(\frac{1-e^{-\lambda n}}{\lambda n} \right) + \hat{\beta}_{3t} \left(\frac{1-e^{-\lambda n}}{\lambda n} - e^{-\lambda n} \right)$$

O componente do nível é apresentado no primeiro painel da Figura 5, indicando que esta série se relaciona com a taxa de inflação implícita para os horizontes mais longos. Ou seja, o nível da curva de juros, para cada período, associa-se com as taxas de inflação esperadas, adicionado o risco de médio prazo. Observa-se que o nível da curva de inflação reduz-se, semelhante ao FRA 5-10 anos, no período da consolidação fiscal.

⁴ Nelson, C.; Siegel, A. F. (1987), Parsimonious Modeling of Yield Curves, *The Journal of Business*, vol. 60

⁵ O parâmetro λ foi fixado em 0,0609, seguindo a literatura internacional.

**Figura 5 – Decomposição da curva de juros**

O segundo componente, inclinação, tem maior correlação com a inflação projetada 12 meses à frente, coletada pelo Focus. Vale ressaltar que os valores negativos indicam que a inflação implícita de curto prazo é inferior ao nível da curva, indicando que no período da consolidação fiscal, a inflação implícita é, em grande parte do tempo, abaixo do nível da curva. Deve-se ressaltar que no início da pandemia, houve significativa retração da inclinação, que nos últimos meses convergiu para zero.

Outro resultado é que o segundo e o terceiro componentes têm relação com os indicadores de incerteza (IIE-Br). Dessa forma, as incertezas da economia, principalmente fiscal, afetam a inclinação e a curvatura, resultado semelhante ao encontrado na Figura 4.

3. Conclusão

Para o bom funcionamento do regime de metas de inflação, é essencial que a situação fiscal esteja sob controle, assim, não comprometendo o objetivo do banco central que é de perseguir uma meta pré-estabelecida, que seja crível e que busque a estabilidade dos preços, preservando o valor do dinheiro. A maior confiança de que a dívida pública é sustentável dá suporte ao Regime de Metas da Inflação, tornando a política monetária crível. Dessa forma, a consolidação fiscal aumenta a convicção nos objetivos de longo prazo.

Portanto, **a consolidação fiscal, iniciada em 2016, tem proporcionado reduções significativas da inflação implícita nos títulos públicos. Os valores observados nos últimos anos alcançaram os patamares mais baixos da série.**

Segundo os indicadores analisados, as expectativas indicam que a piora recente está limitada temporalmente e não há transmissão da piora das expectativas para o médio prazo. No entanto, cabe destacar que a continuidade das reformas e o aprofundamento da consolidação fiscal fazem-se necessário para consolidar os ganhos obtidos e promover melhoras nas taxas longas de inflação implícita e dos juros reais.

Os ganhos fiscais e monetários da consolidação fiscal podem ser percebidos por meio da redução de incerteza, maior previsibilidade dos agentes econômicos, menores prêmios de risco, baixos juros neutros, aumento do investimento das empresas, redução no custo de rolagem da dívida pública, maiores níveis de crescimento econômico e redução das desigualdades de renda.