

O projeto de autonomia do BCB

18 de maio de 2020

Bráulio Borges, pesquisador-associado do IBRE-FGV

Governo inclui autonomia do BC e Lei de Falência como pautas positivas na Câmara até junho

Pauta pós-Covid-19 foi apresentada a líderes do centrão e aliados, mas conteúdo foi criticado



13.mai.2020 às 18h52

Julia Chaib

 Ouvir o texto **A-** **A+**

BRASÍLIA Em meio à pandemia do coronavírus, o governo apresentou a [líderes do chamado centrão](#) uma lista de pautas prioritárias para serem votadas na Câmara até junho que inclui a proposta de [autonomia do Banco Central](#) e o projeto da Lei de Falências.

Introdução (I)

- PLP 112/2019 foi encaminhado pelo Executivo ao Congresso em abril do ano passado;
- Há outros projetos de teor semelhante que já vinham tramitando (por exemplo, o PLP 32/2003, de autoria de Rodrigo Maia – DEM/RJ; o PLP 200/1989, ao qual o PLP 112 foi apensado e o PLP 19/2019, de autoria do senador Plínio Valério – PSDB/AM);
- Resumo do teor do atual projeto (retirado de apresentação de RCN)

Limites, objetivos e metas bem definidos:

- Estabilidade de preços + estabilidade financeira

Sem vínculo a ministérios

Mandatos de quatro anos para dirigentes,
não coincidentes entre si nem com o do Presidente da República

Exoneração do dirigente só em caso justificado, com anuência do Senado

Controle externo: TCU, auditoria independente

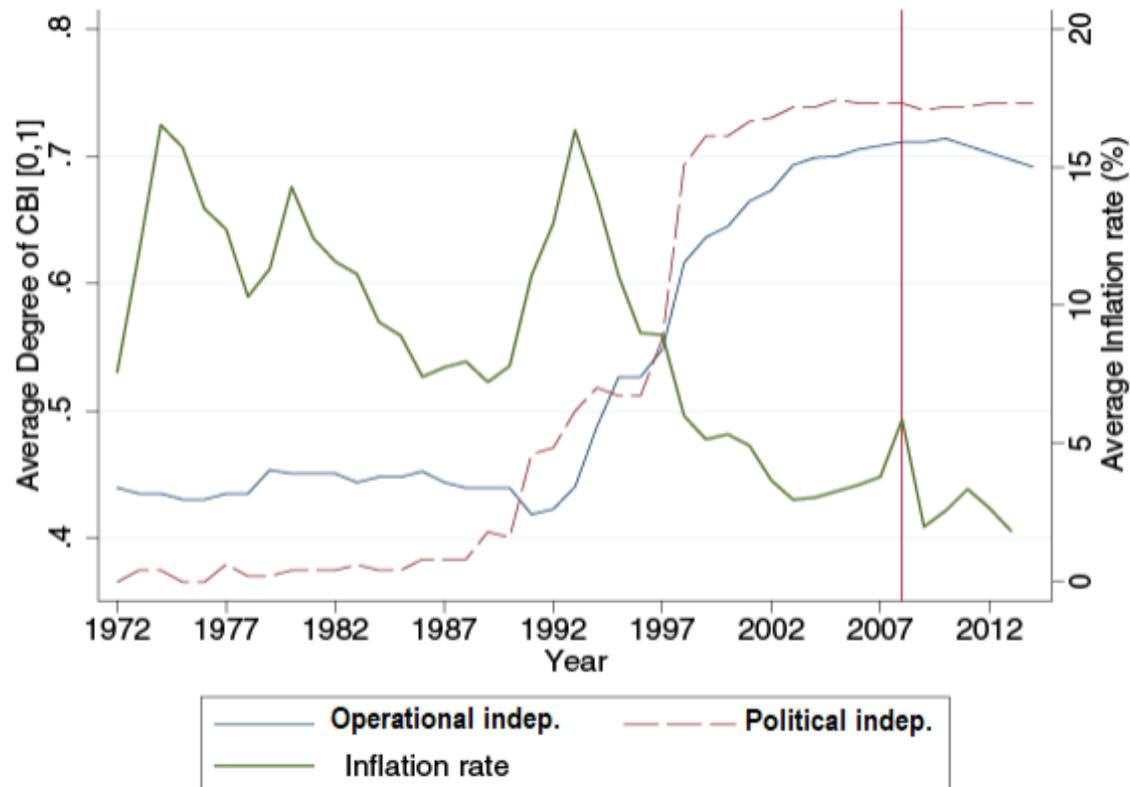
Transparência mantida

- Prestação de contas periódicas
- Indicadores econômicos divulgados
- Consultas públicas

Figuras apresentadas por RCN recentemente

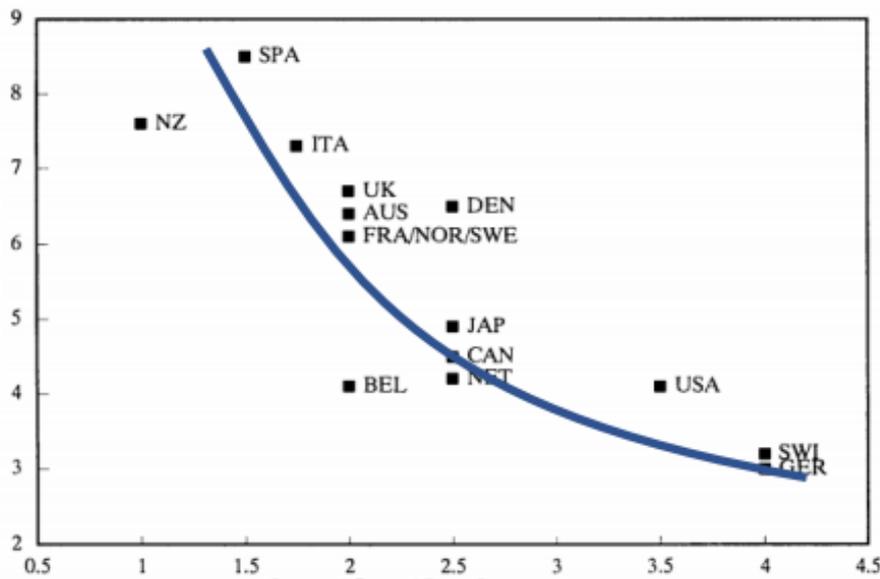
- Cuidado! Correlação não implica causalidade!
- Autonomia aumentou junto com transição para regimes de IT em boa parte dos países (o que trouxe uma âncora para as expectativas e também uma maior transparência da política monetária)

Relação entre autonomia e inflação – dados, 1972-2014



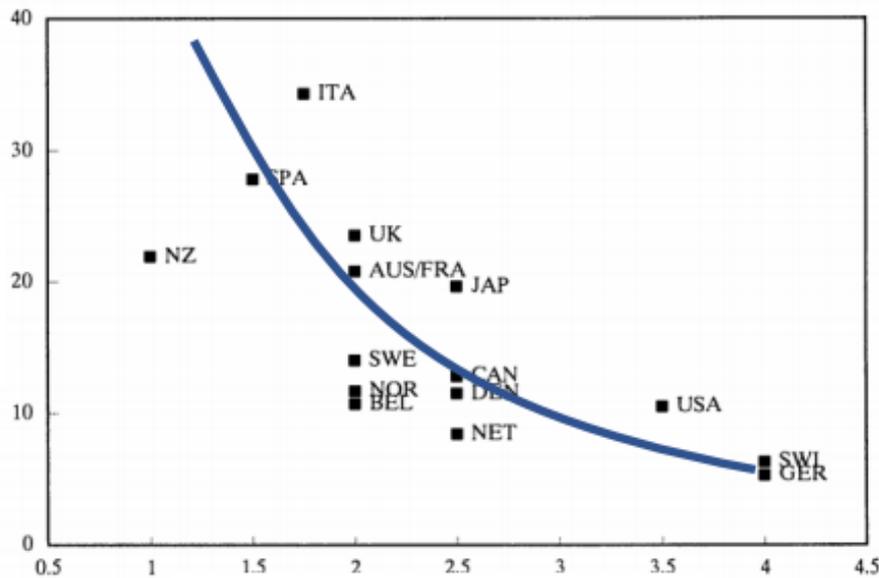
Figuras apresentadas por RCN recentemente: onde estaria o Brasil?

Média da Inflação



Índice de Independência do BC

Variância da Inflação



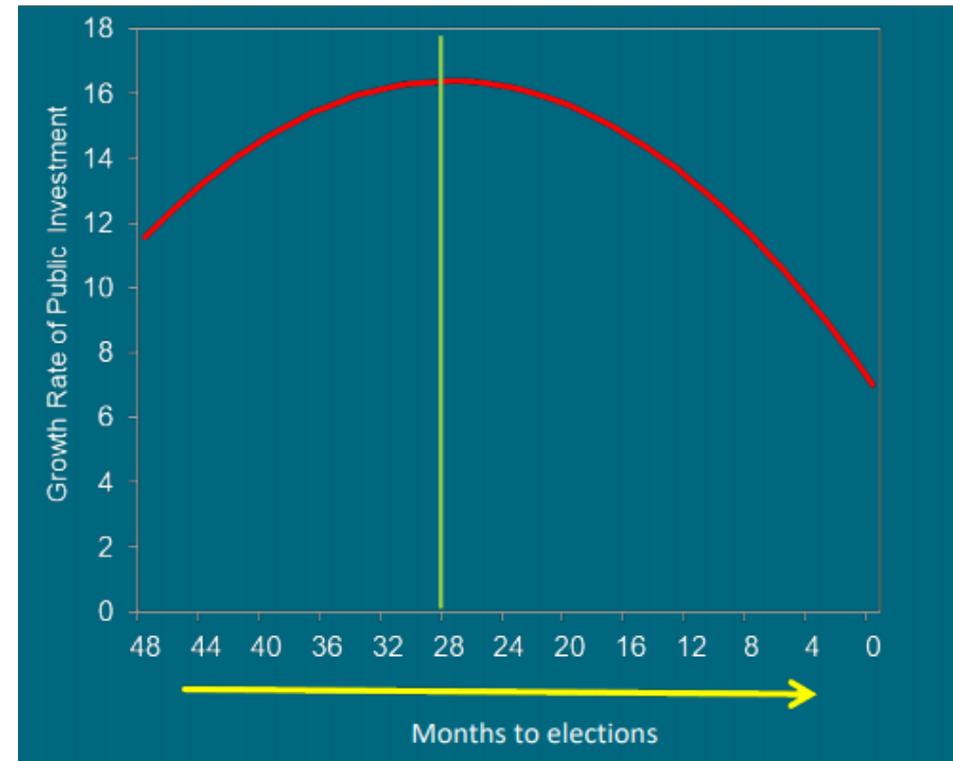
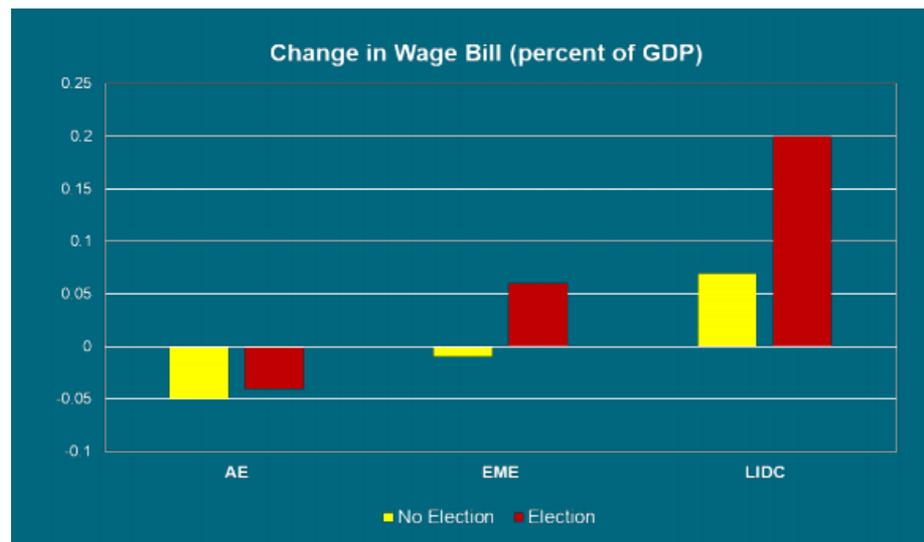
Índice de Independência do BC

Marco teórico/conceitual

- Estagflação anos 70 nos EUA (choques petróleo + excesso de estímulos);
- Revolução das expectativas racionais/*forward-looking*;
- Inconsistência temporal e regras vs discricção (Kydland & Prescott 1977);
- Credibilidade / Reputação BCs (Barro & Gordon 1983);
- FTPL => dominância fiscal vs monetária / relacionamento Tesouro-BC;
- Velocidade de circulação da moeda altamente instável => de fixação de M para i;
- Modelos NK = RBC + fricções/rigidezes (ou seja, política monetária poderia cumprir papel na estabilização de curto prazo, mas sem impacto de longo prazo sobre o PIB);
- Ciclos econômicos: impactos ínfimos sobre bem-estar (Lucas 1987);
- “Divina coincidência” (Blanchard & Gali 2007): inflação na meta leva a hiato zerado;
- Resultado prático desse debate: disseminação dos sistemas de metas de inflação a partir dos anos 1990 (embora o Fed já se aproximasse disso desde o começo dos anos 80 – formalmente somente passou a ser um *inflation targeter* a partir de 2012) + independência dos BCs;
- “Grande moderação” => forte redução da volatilidade do produto e da inflação.

Principal justificativa para a independência: isolar BCs de pressões políticas

- Está bem documentado na literatura empírica a existência de ciclos políticos-eleitorais da política fiscal, tanto em nível federal como no plano local;
- Tais ciclos também são observados no Brasil, mesmo após a aprovação da LRF;
- No Brasil, BCB hoje é vinculado à presidência da República.



Fonte: Gupta 2016 (IMF)

Autonomia/independência

- Discussão sobre autonomia/independência da autoridade monetária necessariamente traz outros elementos para o debate:
 - Mandato;
 - Instrumentos;
 - Segurança jurídica para atuação da política monetária;
 - Transparência/*Accountability* perante a sociedade

Garriga (2016) - I

- Autora estimou o índice de independência/autonomia (CBI) para 182 países em 1970-2012

Figure 7. CBI indices and their components. World averages

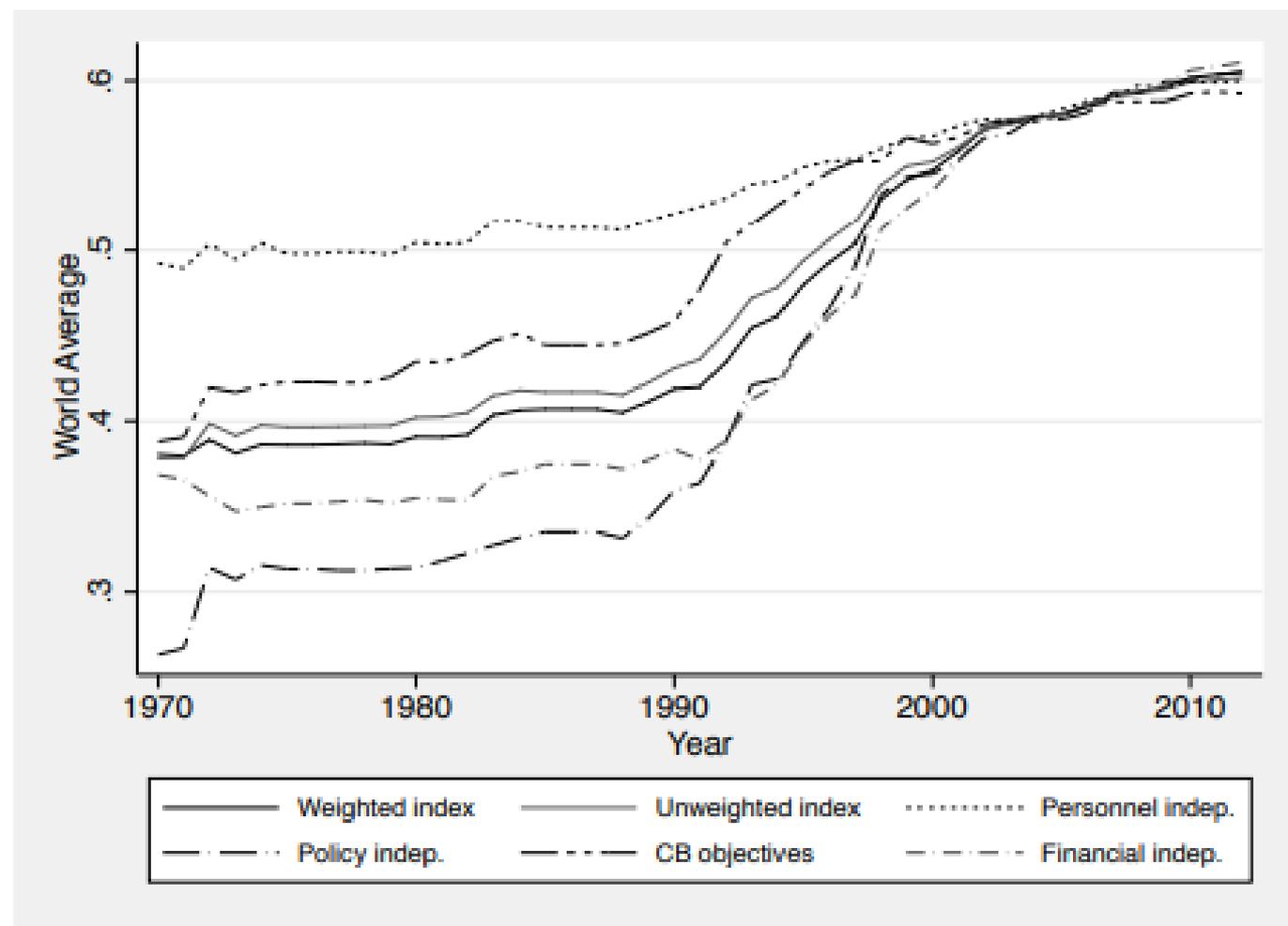
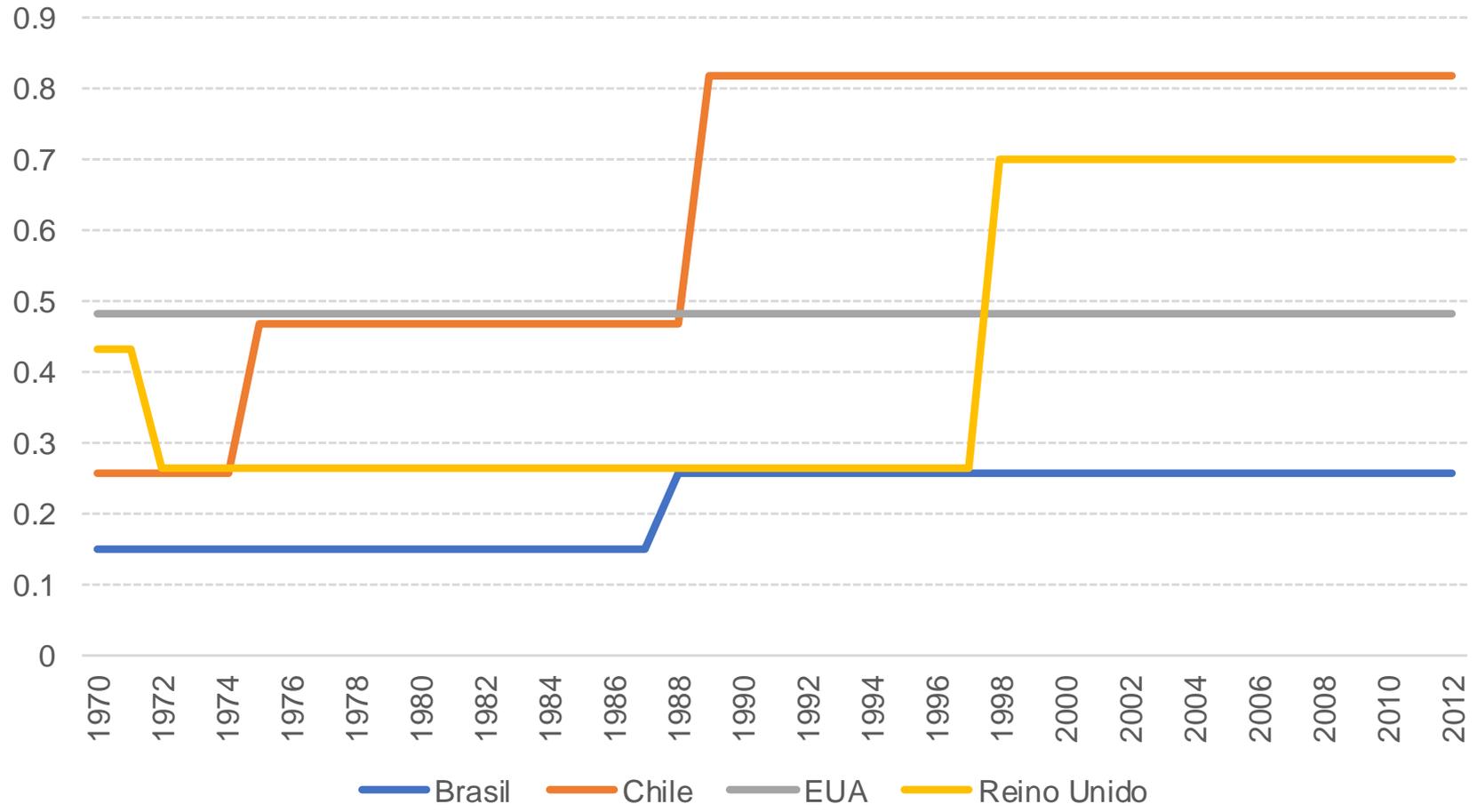


Table 2. Association between CBI, inflation, unemployment and growth. Different datasets and samples

| Model | CBI measure (<i>sample</i>) | DV: Inflation | | DV: Unemployment | | DV: GDP growth | |
|-------|--|-------------------------------------|------|----------------------------------|------|----------------------------------|------|
| | | Coefficient | N | Coefficient | N | Coefficient | N |
| 1 | Garriga (<i>full</i>) | -174.62 (-4.01)*** | 5672 | -.328 (-1.66)* | 3443 | .587 (1.02) | 5474 |
| 2 | Garriga (<i>high income</i>) | -26.50 (-3.72)*** | 1897 | -.670 (-2.41)** | 1083 | -1.310 (-1.73)* | 1819 |
| 3 | Garriga (<i>middle & lower income</i>) | -329.87 (-4.20)*** | 3775 | .183 (0.68) | 2360 | 3.267 (3.86)*** | 3655 |
| 4 | CWN | -292.01 (-1.03) | 1470 | -1.688 (-1.30) | 176 | 3.696 (1.10) | 1364 |
| 5 | Garriga (<i>model 4</i>) | -173.85 (-0.70) | 1470 | -1.154 (-0.99) | 176 | 5.307 (2.01)** | 1364 |
| 6 | Polillo & Guillen | -293.19 (-1.29) | 985 | -.684 (-1.47) | 902 | 1.993 (1.60) | 965 |
| 7 | Garriga (<i>model 6</i>) | -427.53 (-2.10)** | 985 | -.068 (-0.16) | 902 | 2.698 (2.46)** | 965 |
| 8 | Bodea & Hicks | -241.45 (-3.80)*** | 2305 | -.307 (-1.06) | 1455 | 1.864 (3.22)*** | 2273 |
| 9 | Garriga (<i>model 8</i>) | -273.81 (-4.09)*** | 2305 | -.226 (-0.77) | 1455 | 1.669 (2.77)*** | 2273 |

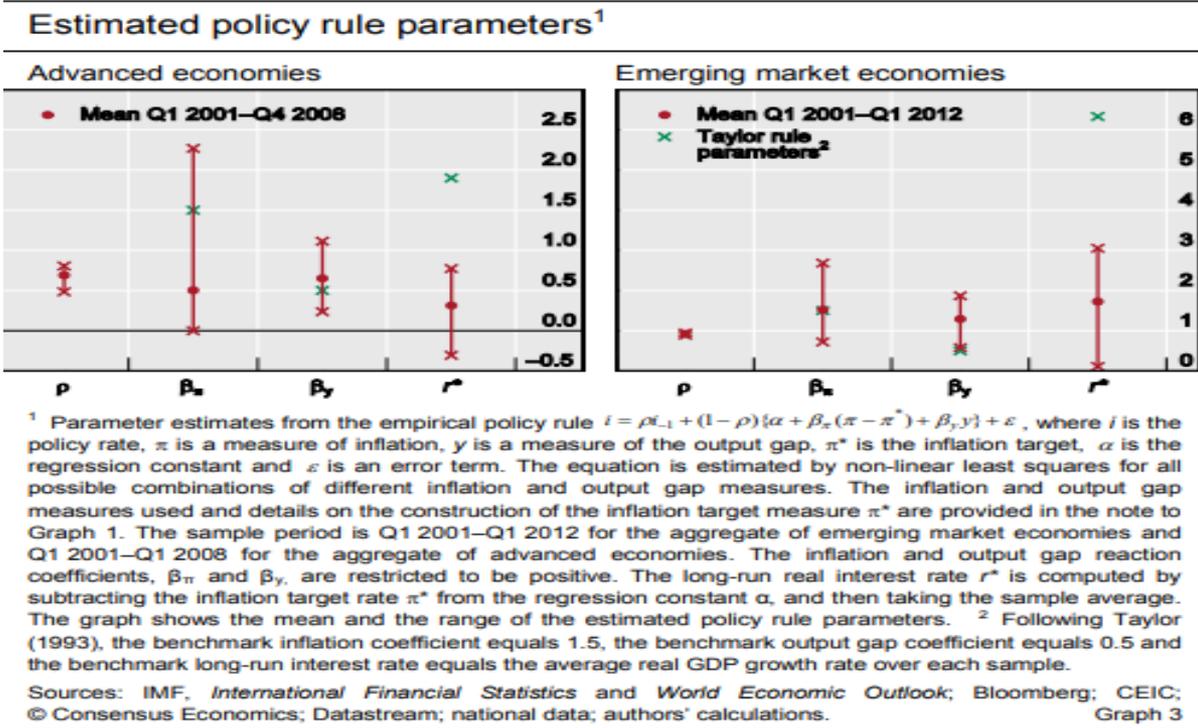
Notes: DV: dependent variable. N: sample size. Coefficients after panel regression with fixed effects. Constant and lagged dependent variable omitted, t-values between parentheses.

Índice de independência do BC (*de jure*) Fonte: Garriga (2016).



Mandatos dos BCs: *de jure* vs *de facto*

- Embora boa parte dos países que adota o IT estipule um mandato para o BC considerando apenas “estabilidade de preços”, na prática o coeficiente do hiato do produto nas funções de reação estimadas são positivos e estatisticamente significantes (ver figura abaixo, extraída de estudo do BIS de 2012);
- *Flexible inflation targeting* => BCs não ignoram os custos, em termos de atividade, da política monetária (não são *inflation nutters*). Ademais, hiato do produto é *leading indicator* da inflação subjacente.



Memo: inflação positiva é sinônimo de “estabilidade de preços”?

- Boa parte dos países desenvolvidos adota como meta de estabilidade de preços uma meta de inflação positiva de 2% ao ano;
- Problema prático já conhecido há longa data: viés de superestimação da inflação ao consumidor pelos CPIs obtidos a partir do método de agregação Laspeyres;
- Outra justificativa para metas de inflação positivas: assimetria dos impactos econômicos entre deflação “aberta” e inflação moderada (embora alguns trabalhos recentes sugiram que o problema maior se dá quando há deflação de preços de ativos e não de bens e serviços)

Table 5. Updated estimates of CPI and PCE biases

(percentage points per year)

| Sources of Bias | Consumer Price Index | | | PCE | |
|-----------------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------|------------------------------|-------------------|
| | Boskin Commission (1996) | Lebow and Rudd (2003) | This paper (2017) | This paper from Boskin(1996) | This paper (2017) |
| Upper-Level Substitution | 0.15 | 0.30 | 0.25 | – | – |
| Lower-Level Substitution | 0.25 | 0.05 | 0.05 | 0.25 | 0.05 |
| New Products/Quality Change | 0.60 | 0.37 | 0.37 | 0.60 | 0.34 |
| New Outlets | <u>0.10</u> | 0.05 | 0.08 | <u>0.10</u> | <u>0.08</u> |
| Weighting | – | <u>0.10</u> | <u>0.10</u> | – | – |
| Total | 1.10 | 0.87 | 0.85 | 0.95 | 0.47 |
| Plausible range | (0.80–1.60) | (0.30–1.40) | (0.30–1.40) | | |

Sources: Boskin et al. (1996), p. 44 ; Lebow and Rudd (2003), p. 161; this author’s subjective estimates.

Estimativa da regra de Taylor para o Brasil

- Peso atribuído à inflação, que deve ser maior do que 1 (Taylor *principle*), é de cerca de 3 no caso do Brasil (o dobro das estimativas para os EUA e no intervalo superior das estimativas do BIS para os países emergentes);
- Hiato: peso positivo e estatisticamente significativo, mas com peso baixo;
- Autorregressivo “alto” (mas abaixo de 1): princípio de Brainard

$$\widehat{FFR}_t = \rho FFR_{t-1} + (1 - \rho)[(r_t^* + \pi_t^*) + 1.5(\pi_t - \pi_t^*) + \beta gap_t]$$

PARÂMETROS DA REGRA DE TAYLOR

| | Brasil 1T01-2T11 | Brasil 2T16-1T20 | Brasil 1T01-1T20* | EUA |
|--|------------------|------------------|-------------------|-----------|
| Somatório autorregressivo (interest smoothing) | 0.67 | 0.80 | 0.78 | 0.85 |
| Coefficiente do gap de inflação | 3.33 | 4.51 | 2.75 | 1.5 |
| Coefficiente do gap de PIB (hiato) | 0.35 | 0.20 | 0.26 | 0.5 / 1.0 |

* Com dummy para o período 3T11-2T16 e com coeficiente variável para a taxa neutra percebida pelo BCB

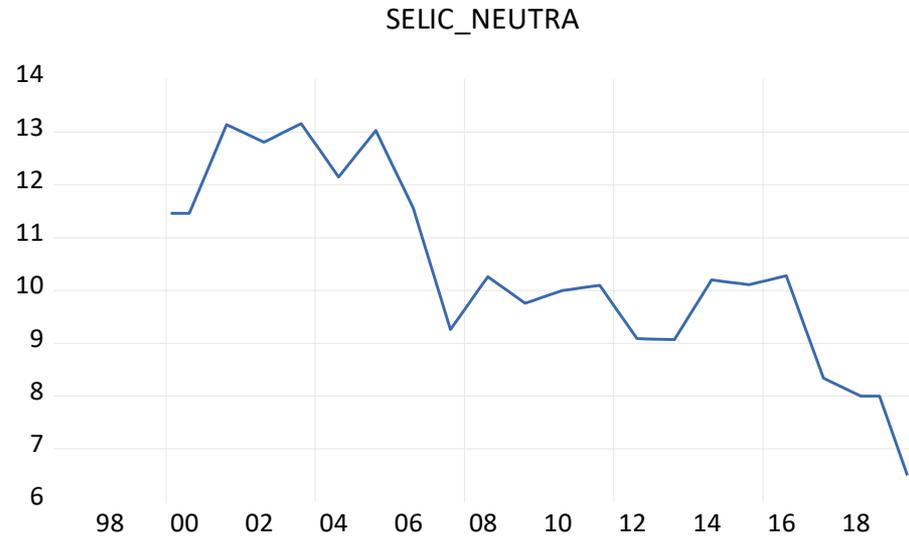
Memo: saída do Eviews da Taylor brasileira

Dependent Variable: SELIC
 Method: Least Squares (Gauss-Newton / Marquardt steps)
 Date: 05/15/20 Time: 18:49
 Sample (adjusted): 2001Q1 2020Q1
 Included observations: 77 after adjustments
 Convergence achieved after 0 iterations
 Coefficient covariance computed using outer product of gradients

$$\text{SELIC} = C(1) \cdot \text{SELIC}(-1) + C(2) \cdot \text{SELIC}(-3) + C(3) \cdot \text{SELIC}(-4) + (1 - C(1) - C(2) - C(3)) \cdot C(4) \cdot \text{SELIC_NEUTRA} + C(5) \cdot \text{GAP_INFLACAO} + C(6) \cdot \text{GAP_INFLACAO}(-1) + C(7) \cdot \text{HIATO}(-1) + C(8) \cdot \text{DUM_TOMBINI}$$

| | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|------|-------------|------------|-------------|--------|
| C(1) | 0.925158 | 0.075320 | 12.28297 | 0.0000 |
| C(2) | -0.318709 | 0.089157 | -3.574693 | 0.0006 |
| C(3) | 0.168949 | 0.069357 | 2.435937 | 0.0174 |
| C(4) | 1.066534 | 0.064346 | 16.57491 | 0.0000 |
| C(5) | 5.592046 | 1.449579 | 3.857703 | 0.0003 |
| C(6) | -2.838593 | 1.232015 | -2.304026 | 0.0242 |
| C(7) | 0.263717 | 0.112433 | 2.345545 | 0.0219 |
| C(8) | -5.147504 | 1.077597 | -4.776834 | 0.0000 |

| | | | |
|--------------------|-----------|-----------------------|----------|
| R-squared | 0.977983 | Mean dependent var | 12.73377 |
| Adjusted R-squared | 0.975749 | S.D. dependent var | 4.880536 |
| S.E. of regression | 0.760034 | Akaike info criterion | 2.387187 |
| Sum squared resid | 39.85799 | Schwarz criterion | 2.630699 |
| Log likelihood | -83.90669 | Hannan-Quinn criter. | 2.484590 |
| Durbin-Watson stat | 1.873775 | | |



Qual deve ser o peso dos *gaps* de inflação e hiato na função de reação?

- “Designing a Simple Loss Function for Central Banks: Does a Dual Mandate Make Sense?” (Debortoli, Kim, Lindé & Nunes; IMF WP 17/164)
 - “Yes, it makes a lot of sense (from a social welfare perspective)”;
 - E mais: pesos de inflação (vs meta) e produto (vs potencial), na função perda do BCB, devem ser próximos entre si – aproximando-se de um regime *Nominal GDP Targeting* (superior, mas de difícil implementação prática);
 - **Federal Reserve: mandato dual (triplo na verdade) desde 1977**

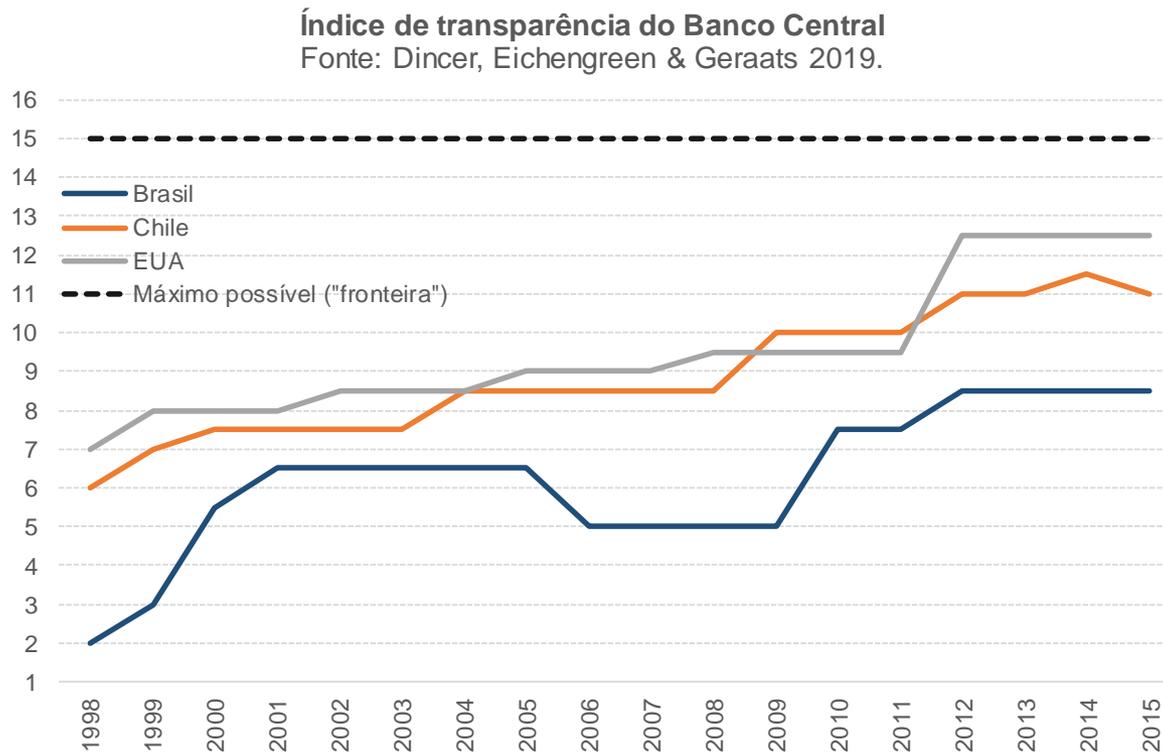
Table 3: Variations of the Loss Function: Gap Variables in (27).

| Loss Function | $\lambda_{\pi}^a: \pi_t^a$ | $\lambda^a: y_t^{gap}$ | $\lambda_{\Delta w}^a: \Delta w_t^a$ | $\lambda_e^a: l_t^{gap}$ | CEV (%) | Gain |
|---|----------------------------|------------------------|--------------------------------------|--------------------------|---------|----------|
| Benchmark | 1.000 | 1.042 | — | — | 0.044 | — |
| Adding Δw_t^a | 1.000 | 3.216 | 1.485 | — | 0.029 | 32.8% |
| Adding Δw_t^a , impose $\lambda^a = 0.01$ | 1.000 | 0.01* | 0.013 | — | 1.260 | -2673.6% |
| Replacing π_t with Δw_t^a | — | 1.546 | 1.000 | — | 0.032 | 27.3% |
| Adding l_t^{gap} | 1.000 | 0.880 | — | 0.518 | 0.043 | 1.6% |
| Replacing y_t^{gap} with l_t^{gap} | 1.000 | — | — | 3.250 | 0.050 | -14.3% |
| Replacing $[\pi_t, y_t^{gap}]$ with $[\Delta w_t^a, l_t^{gap}]$ | — | — | 1.000 | 4.044 | 0.016 | 63.3% |

Note: The table reports variations of the simple objective (27). y_t^{gap} is used as the measure of x_t , and l_t^{gap} is used as the measure of e_t . The numbers in the “Gain” column are computed as $100 \left(1 - \frac{CEV_{LFalt}}{0.044} \right)$, where CEV_{LFalt} is the CEV for the alternative loss function and 0.044 is the “Benchmark” objective CEV (row 1). A “*” after a coefficient implies that the value of this coefficient has been imposed.

Índice de transparência do BCB vs Fed e BC chileno

- Embora tenha se elevado ao longo do tempo, transparência do BCB ainda está bem distante da “fronteira” => “Mercado todo pensa isso, mas ninguém tem coragem de dizer”;
- Exemplo: balanço de riscos, que é a “licença” para certa discricionariedade do BCB (diante das incertezas de parâmetros, de cenários etc.), é aplicada a cenários objetivos de inflação cujas premissas e insumos quantitativos não são divulgados (como preço de *commodities*; juro neutro; hiato do produto; preços de alimentos dentre outros).



BC chileno: exemplos de comunicação

- BC chileno detalha suas hipóteses por detrás dos cenários de inflação (BCB apenas qualifica com alguns adjetivos), apresenta projeções também para os núcleos (mais correlacionados com o hiato doméstico) e divulga *range* das estimativas de hiato do produto

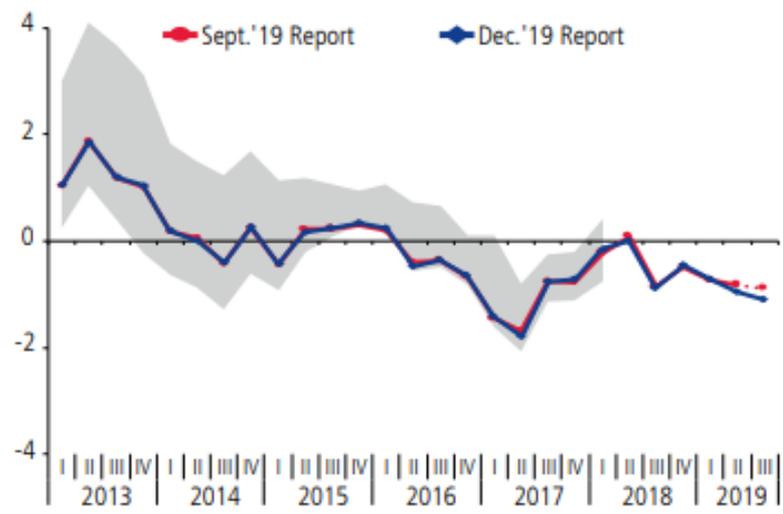
INTERNATIONAL BASELINE SCENARIO ASSUMPTIONS

| | Avg. 00 - 07 | Avg. 10 - 17 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---------------------------------------|--------------------------|--------------|------|------|------|------|
| | | | | (f) | (f) | (f) |
| | (annual change, percent) | | | | | |
| Terms of trade | 8.2 | 2.0 | -2.1 | -1.9 | -0.2 | 1.4 |
| Trading partners GDP (*) | 3.7 | 3.9 | 3.7 | 3.1 | 2.8 | 3.0 |
| World GDP at PPP (*) | 4.5 | 3.9 | 3.6 | 3.0 | 2.8 | 3.0 |
| World GDP at market exchange rate (*) | 3.3 | 3.1 | 3.0 | 2.4 | 2.2 | 2.4 |
| Developed economies' GDP at PPP (*) | 2.4 | 1.8 | 2.2 | 1.7 | 1.3 | 1.5 |
| Emerging economies' GDP at PPP (*) | 6.5 | 5.3 | 4.8 | 4.0 | 4.0 | 4.2 |
| External prices (in US | 4.6 | 0.8 | 2.3 | -2.2 | 0.3 | 2.2 |
| | (levels) | | | | | |
| LME copper price (US\$/lb) | 154 | 312 | 296 | 270 | 270 | 275 |
| WTI oil price (US\$/barrel) | 44 | 75 | 65 | 57 | 56 | 53 |
| Brent oil price (US\$/barrel) | 42 | 83 | 71 | 64 | 60 | 58 |
| Gasoline parity price (US\$/m3) (*) | 366 | 633 | 544 | 491 | 474 | 443 |
| Libor US\$ (nominal, 90 days) | 3.6 | 0.5 | 2.3 | 2.4 | 2.1 | 2.3 |

(*) For definition, see glossary.
(f) Forecast.

Source: Central Bank of Chile.

FIGURE V.4
Activity gap (1) (2)
(percentage points)



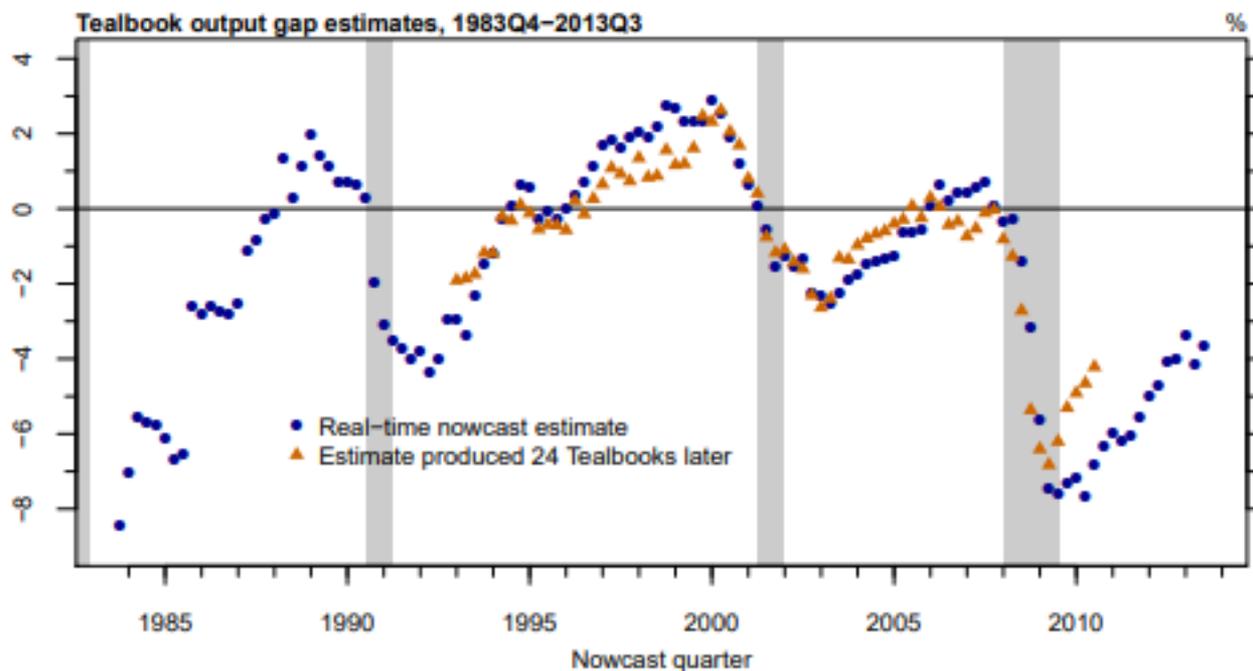
(1) Gray area shows minimum and maximum ranges for gap estimates, using different potential GDP inference methods (trivariate, FMV-X, HP, SVAR, MEP, SSA and XMAS Migration gap). See Aldunate et al.(2019).
(2) Dotted lines show forecast.

Source: Central Bank of Chile.

Fed: *Tealbook* (*GreenBook* até 2010)

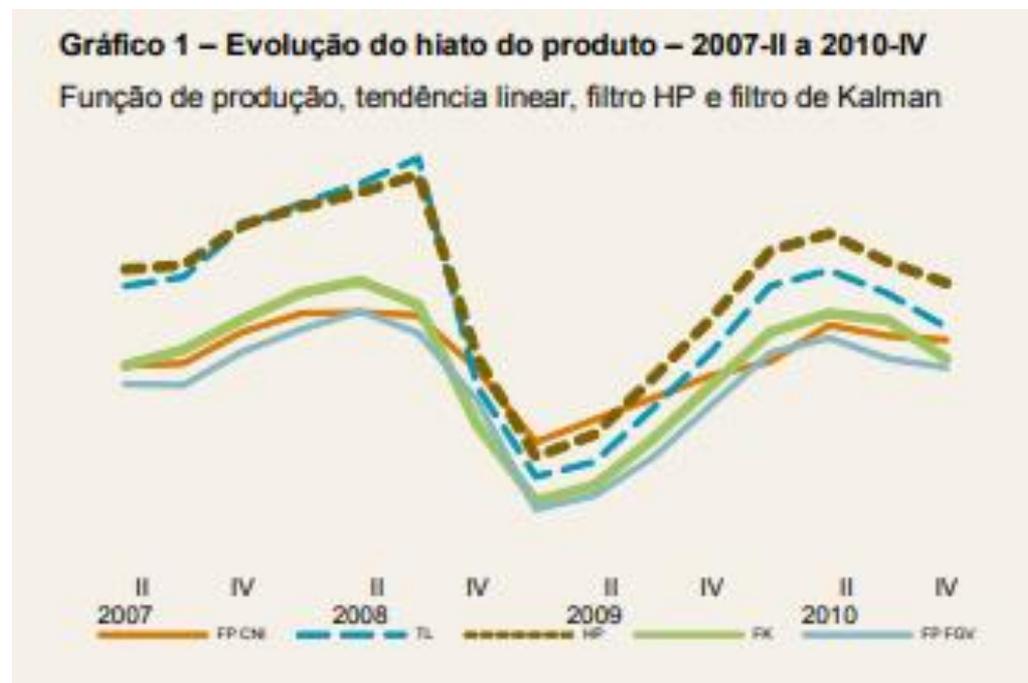
- *Federal Reserve*, muito antes da adoção do *forward guidance*, já divulga os números e a transcrição das discussões de política monetária, com um *lag* de 5 anos;
- Figura abaixo obtida em Berge 2020 (*Fed papers*);
- Shapiro & Wilson 2019 (WP FRBSF): com base nos dados do *Greenbook*, autores identificam que, entre 2000 e 2013, meta de inflação perseguida na prática pelo Fed foi de 1.5% (abaixo, portanto, da “zona de conforto” apontada por muitos, de 2%)

Figure 1: Tealbook output gap estimates, real-time nowcast and 12 quarters later.



Introdução do objetivo de suavização do ciclo ao mandato do BCB (I)

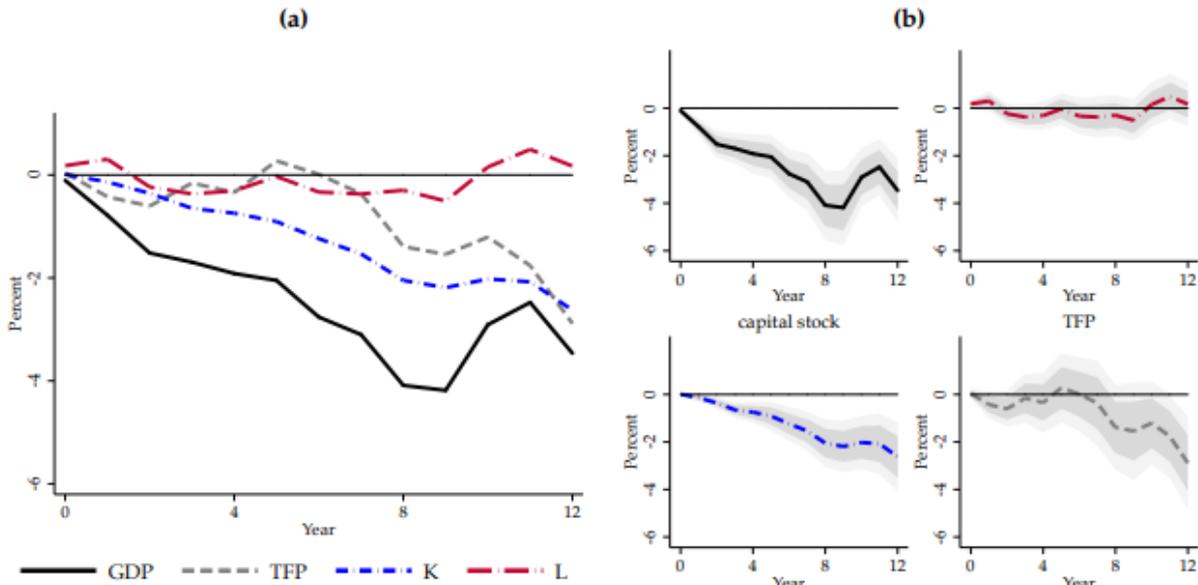
- Aumentaria a transparência do BCB:
 - i) já faz isso na prática (mas não é garantido que possa mudar);
 - ii) seria obrigado a divulgar frequentemente suas estimativas de hiato (a última vez que fez isso foi em meados de 2011, ver figura abaixo);
- Divulgar estimativas de hiato e/ou NAIRU atuaria, na prática, como um *forward guidance*, coordenando melhor as expectativas e aumentando a efetividade da política monetária (ao viabilizar estratégias do tipo *lower for longer*)



Introdução do objetivo de suavização do ciclo ao mandato do BCB (II)

- Elevaria o PIB no médio/longo prazo:
 - Admitindo a existência de histerese econômica: suavizar o ciclo eleva o PIB potencial, por vários canais (frequência mais baixa do desemprego de longa duração; redução da fuga de cérebros; dentre outros). Vários estudos recentes vêm apontando a não neutralidade da moeda/política monetária em prazos longos (figura abaixo, extraída de Jordá, Singh & Taylor 2020, NBER WP 26666)

Figure 3: Baseline response to 100 bps trilemma shock: Real GDP and components

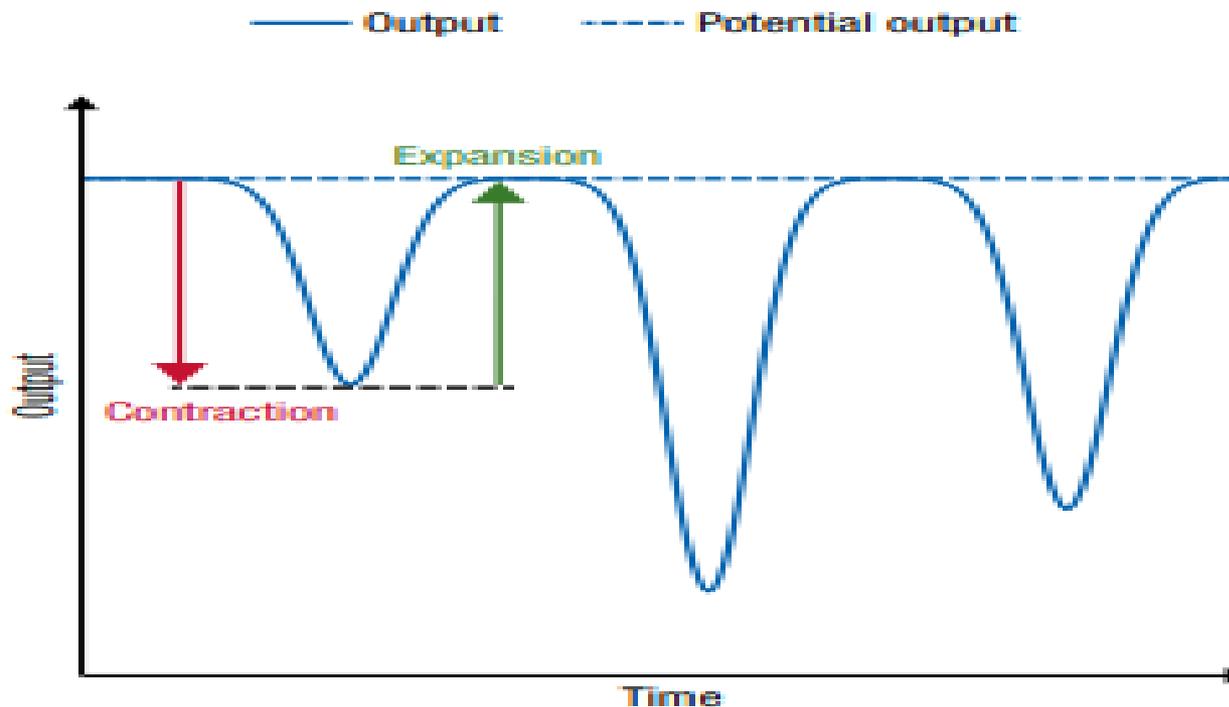


Notes: Response to a 100 bps shock in domestic interest rate instrumented with the trilemma. Responses for pegging economies. Full sample: 1890-2015 (World Wars excluded). LP-IV estimates displayed as a thick line and 1 S.D. and 2 S.D. confidence bands. See text.

Introdução do objetivo de suavização do ciclo ao mandato do BCB (III)

- Elevaria o PIB no médio/longo prazo:
 - Admitindo que os ciclos são descritos pelo “plucking model” primeiramente sugerido por Friedman: suavizar o ciclo eleva o PIB médio

Figure 1.4.1. An Illustration of the Plucking Theory



Source: IMF staff.

Alternativa de mandato “robusto”

- PIB potencial e hiato: variáveis não-observáveis, sujeitas a várias revisões/fragilidades;
- NAIRU: muito volátil no caso brasileiro (mais estável nos EUA);
- Alternativa: mandato definido em termos de núcleos de inflação (como o Fed faz na prática);
- Forbes 2019: inflação cheia mais correlacionada com fatores globais; núcleo de inflação de bens e serviços e inflação de salários mais determinados pelo ciclo local

Inflation Dynamics: Dead, Dormant, or Determined Abroad?

Kristin Forbes

NBER Working Paper No. 26496

Issued in November 2019

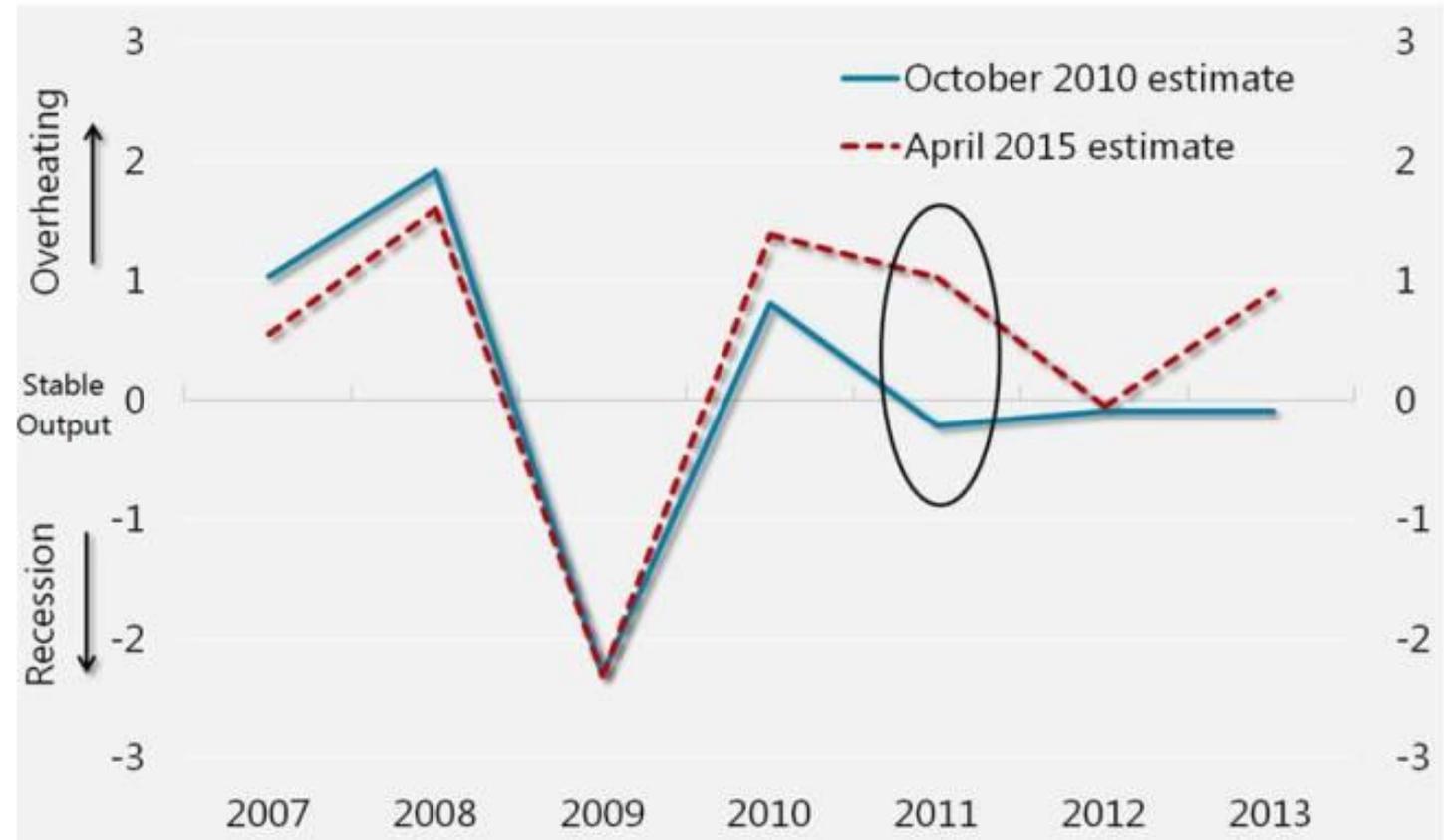
NBER Program(s): International Finance and Macroeconomics, Monetary Economics

Inflation dynamics have been difficult to explain over the last decade. This paper explores if a more comprehensive treatment of globalization can help. CPI inflation has become more synchronized around the world since the 2008 crisis, but core and wage inflation have become less synchronized. Global factors (including commodity prices, world slack, exchange rates, and global value chains) are significant drivers of CPI inflation in a cross-section of countries, and their role has increased over the last decade, particularly the role of non-fuel commodity prices. These global factors, however, do less to improve our understanding of core and wage inflation. Key results are robust to using a less-structured trend-cycle decomposition instead of a Phillips curve framework, with the set of global variables more important for understanding the cyclical component of inflation over the last decade, but not the underlying slow-moving inflation trend. Domestic slack still plays a role for all the inflation measures, although globalization has caused some “flattening” of this relationship, especially for CPI inflation. Although CPI inflation is increasingly “determined abroad”, core and wage inflation is still largely a domestic process.

Memo: a incerteza sobre o hiato brasileiro em 2011/12

Chart 1. Brazil's Output in 2011: Stable or Overheating?

(Output gap in percent of potential GDP)

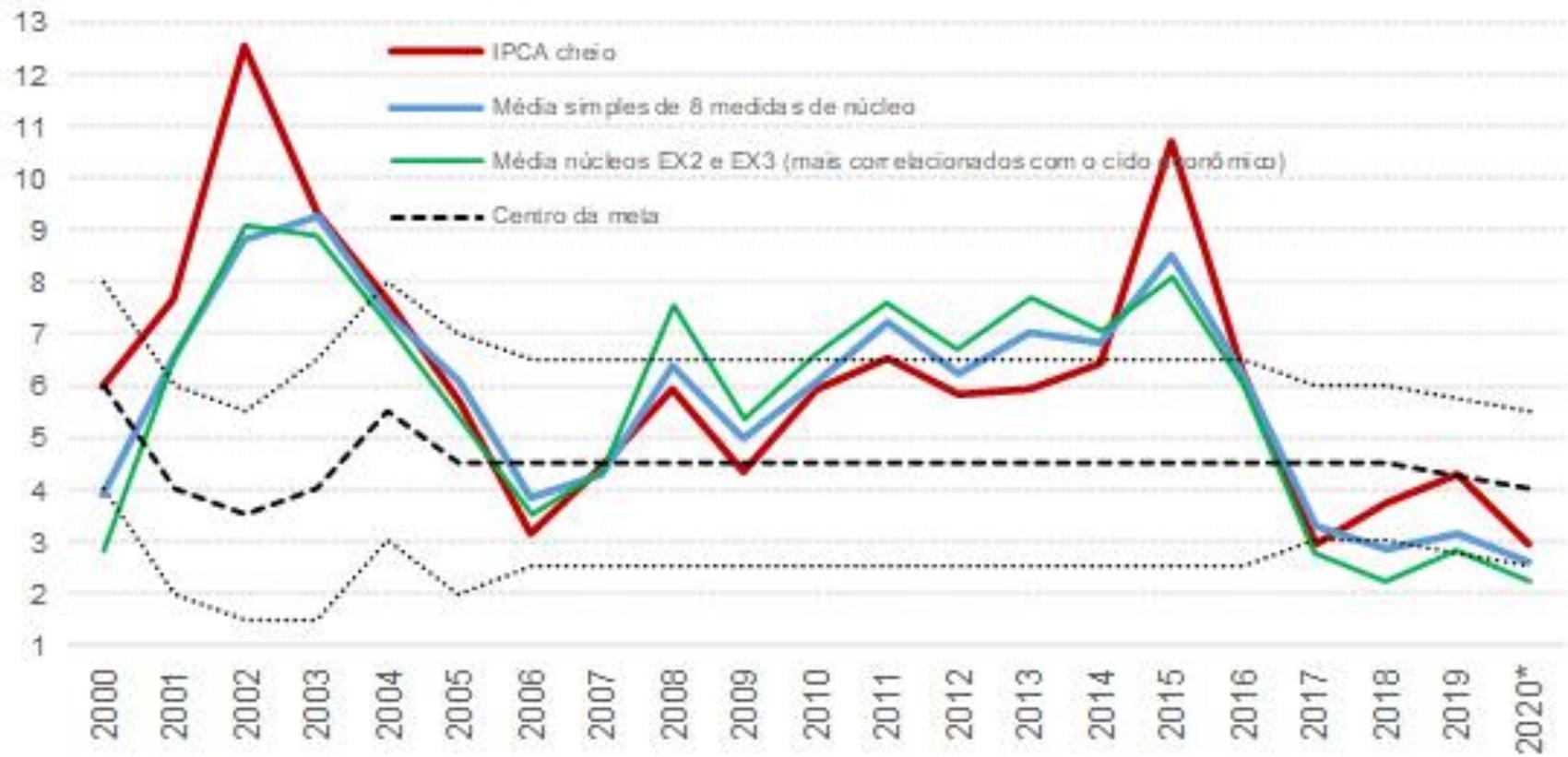


Source: IMF World Economic Outlook.

Memo: inflação cheia vs núcleos

IPCA cheio vs média das medidas de núcleo

Var. % anual, dez./dez. Fontes: diversas.

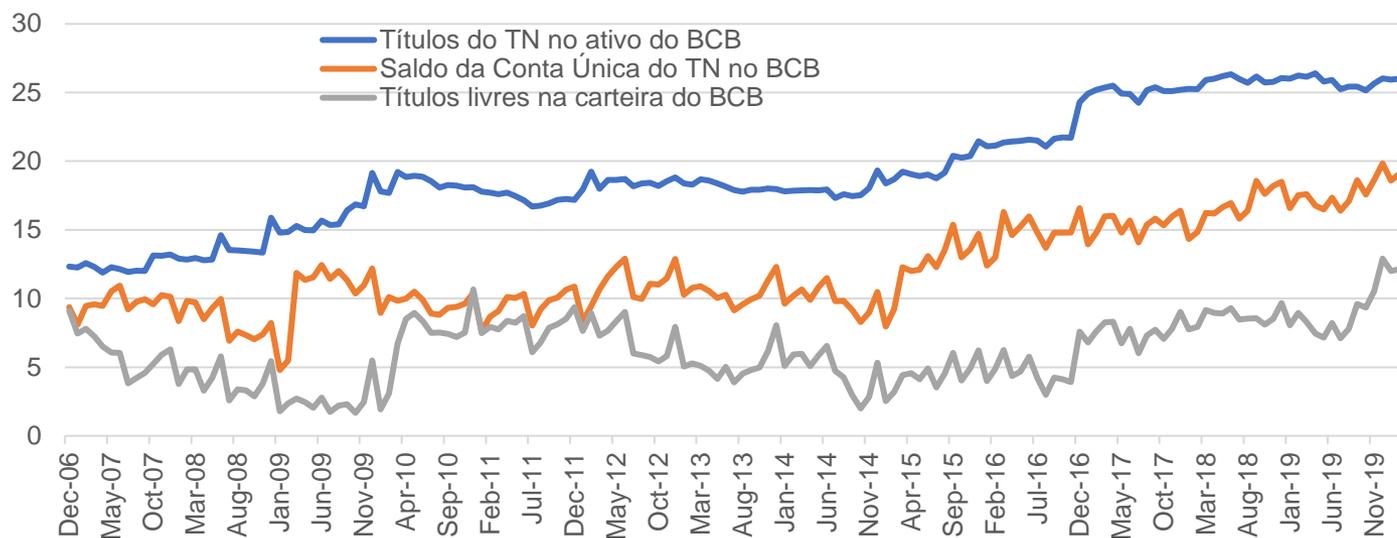


*IPCA-15, 12 meses encerrados em abr/20

Autonomia operacional do BCB também demanda novos instrumentos (I)

- Desde 2002, por conta da LRF (2000), BCB deixou de poder emitir títulos próprios para poder gerenciar a liquidez da economia (entrando em um grupo minoritário dentre os BCs);
- A partir de então, TN faz repasses diretos de títulos para o BCB, sem contrapartida monetária;
- Para além disso, entre 2009 e 2019, equalização cambial fazia com que lucro “contábil” do BCB fosse repassado semestralmente para o TN (crédito na Conta Única, que somente pode ser utilizado para amortizar dívida) e, quando o BCB tinha prejuízo, TN aportava títulos na carteira do BCB; no acumulado desse período, resultado líquido foi próximo de zero, mas inchou tanto a carteira de títulos do TN no BCB como o saldo da Conta Única do BCB

**Componentes selecionados dos passivos e ativos financeiros
do setor público brasileiro**
Em % do PIB. Fonte: BCB.



Autonomia operacional do BCB também demanda novos instrumentos (II)

- Ilan Goldfajn enviou PL ao Congresso em dez/17 propondo a criação de um novo instrumento, o depósito voluntário remunerado, que daria mais autonomia para o BCB em relação ao TN;
- Caso BCB dispusesse desse instrumento desde 2002, acúmulo de reservas internacionais observado entre 2007 e 2013 (de US\$ 85 bi para 376 bi) não teria pressionado em cerca de 16 p.p. a dívida bruta (esterilização era necessária, dada a meta de inflação; a alternativa seria deixar o R\$/US\$ caminhar para cerca de 0,50 em 2013, colocando sob risco o BP).

Tabela 1 – Fatores condicionantes da evolução da relação DBGG/PIB

| | p.p. do PIB | | | | | | | | |
|--|-------------|------|------|------|------|------|------|------|-----------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Acumulado |
| DBGG/PIB – % PIB | 56,4 | 58,0 | 57,4 | 60,9 | 53,4 | 54,2 | 58,7 | 59,2 | 59,2 |
| Varição da DBGG | | 1,6 | -0,6 | 3,5 | -7,6 | 0,8 | 4,5 | 0,5 | 2,8 |
| Efeitos patrimoniais s/ DBGG/PIB | | -0,1 | 0,8 | 1,2 | -2,8 | 1,8 | 2,8 | 0,3 | 4,0 |
| Juros reais | | 3,6 | 2,2 | 2,1 | 1,1 | 2,6 | 2,9 | 2,0 | 16,5 |
| Câmbio e outras variações patrimoniais | | -0,6 | 1,3 | -1,0 | 0,1 | 0,4 | 0,3 | 0,0 | 0,4 |
| Efeito crescimento PIB real | | -3,1 | -2,6 | 0,2 | -3,9 | -1,3 | -0,4 | -1,7 | -12,9 |
| Desempenho nas operações de natureza fiscal | | -5,0 | -4,7 | 6,4 | -0,3 | -2,4 | 1,6 | 0,2 | -4,2 |
| Resgates liquidados de dívida | | -5,0 | -5,4 | 3,2 | -3,0 | -3,5 | 0,1 | 0,4 | -13,2 |
| Financiamentos a Bancos Oficiais | | 0,0 | 0,7 | 3,2 | 2,7 | 1,0 | 1,5 | -0,1 | 8,9 |
| Impacto das operações do Banco Central | | 6,6 | 3,3 | -4,1 | -4,5 | 1,5 | 0,2 | 0,0 | 3,0 |
| Aquisição de reservas internacionais | | 7,0 | 1,5 | 1,8 | 2,3 | 2,5 | 0,9 | 0,2 | 16,1 |
| Resultado transf. p/TN – Utilização prevista em resgate de dívidas | | 0,0 | -0,1 | -5,7 | -0,5 | -0,4 | -3,4 | -0,3 | -10,3 |
| Operações compromissadas decorrentes de depósitos compulsórios | | -0,4 | 1,9 | -0,1 | -6,3 | -0,6 | 2,7 | 0,0 | -2,8 |

1/ O Governo Geral abrange os governos federal (inclusive previdência), estaduais e municipais. Em 2008 o conceito de DBGG foi modificado, retroagindo-se a série até dezembro de 2006 (ver Boxe Alteração na metodologia de Cálculo da DBGG publicado no Relatório de Inflação de março de 2008).

2/ Reconhecimento de dívidas, ajustes de paridade de moedas, etc.

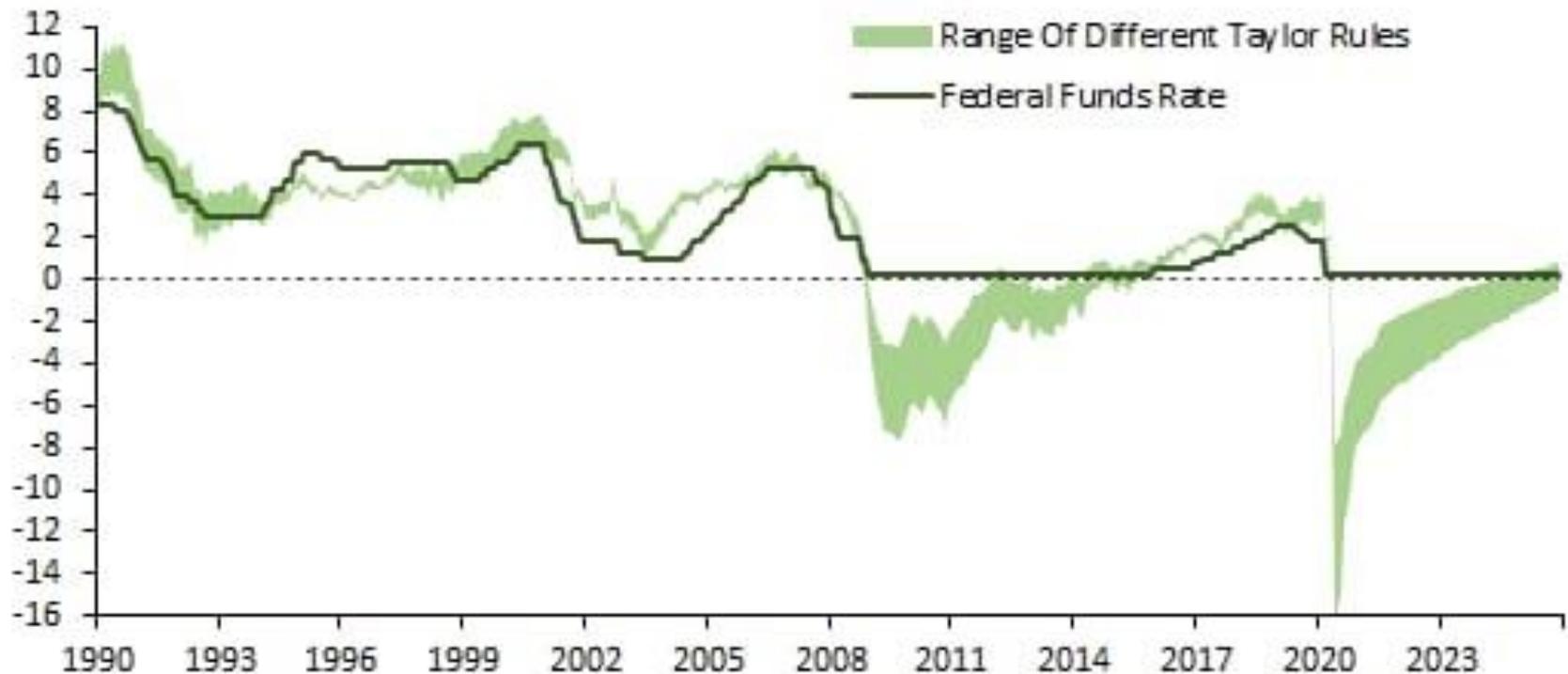
Memo: o conceito de Governo Geral

- DBGG: Dívida Bruta do Governo Geral;
- O que entra no conceito de Governo Geral? Governo federal e governos regionais, sem estatais não-dependentes e sem autoridade monetária;
- Contudo, no Brasil, os títulos do TN repassados para a autoridade monetária estão incluídos na DBGG (toda a carteira, no critério FMI, e apenas as compromissadas, no critério BCB);
- Com efeito, DBGG brasileira se aproxima mais do conceito de DBSP, o que torna a comparação com os dados de DBGG de outros países imprecisa.



Autonomia operacional do BCB também demanda novos instrumentos (III)

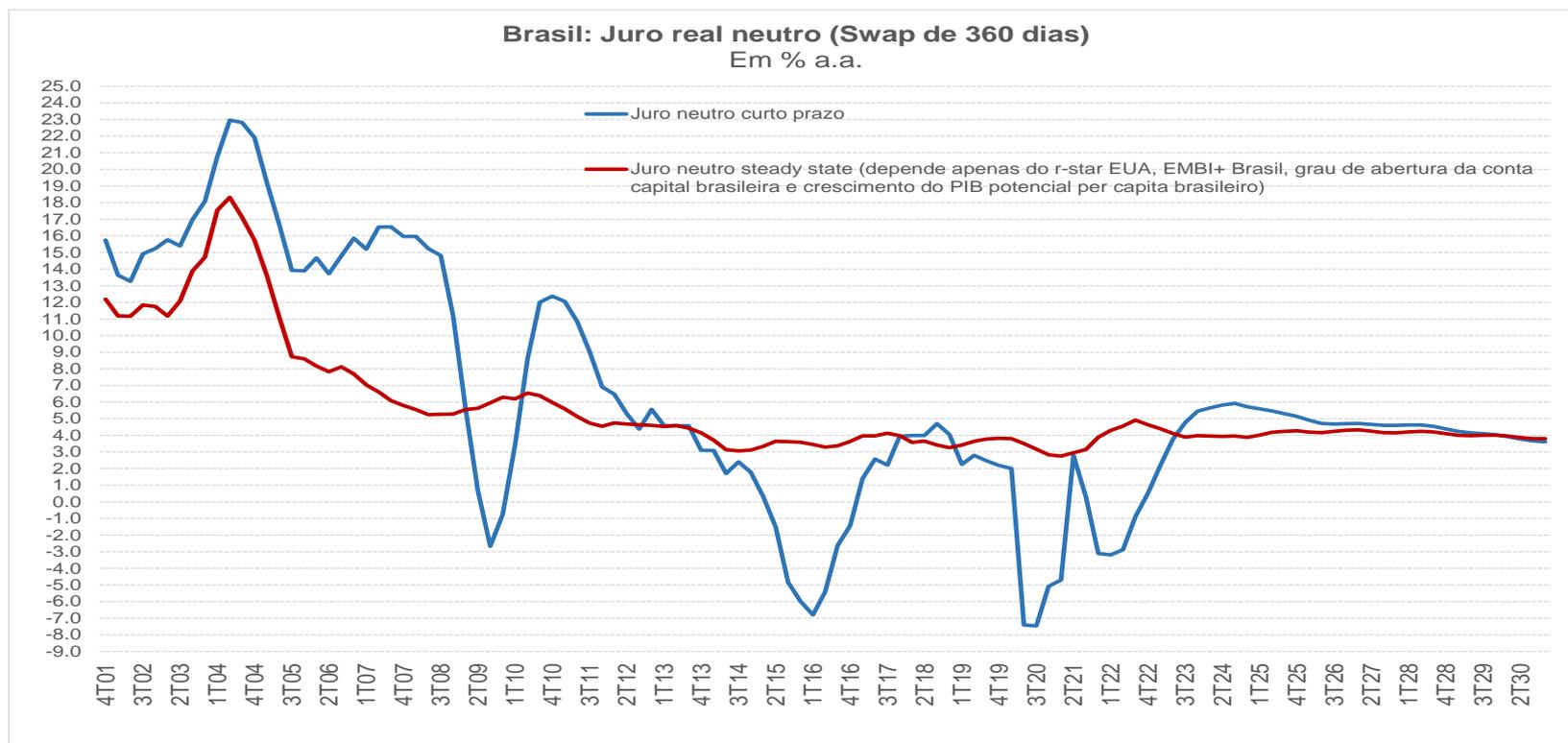
- Compras de ativos pelo Fed (títulos públicos e privados) se revelou necessária para viabilizar o cumprimento de seu mandato, já que instrumento “clássico” (juro nominal) chegou ao limite imposto pelo ZLB, muito embora essa atuação também tenha tido uma sobreposição com questões envolvendo a estabilidade financeira (que não faz parte do mandato explícito do Fed).



Source: Cornerstone Macro

Autonomia operacional do BCB também demanda novos instrumentos (IV)

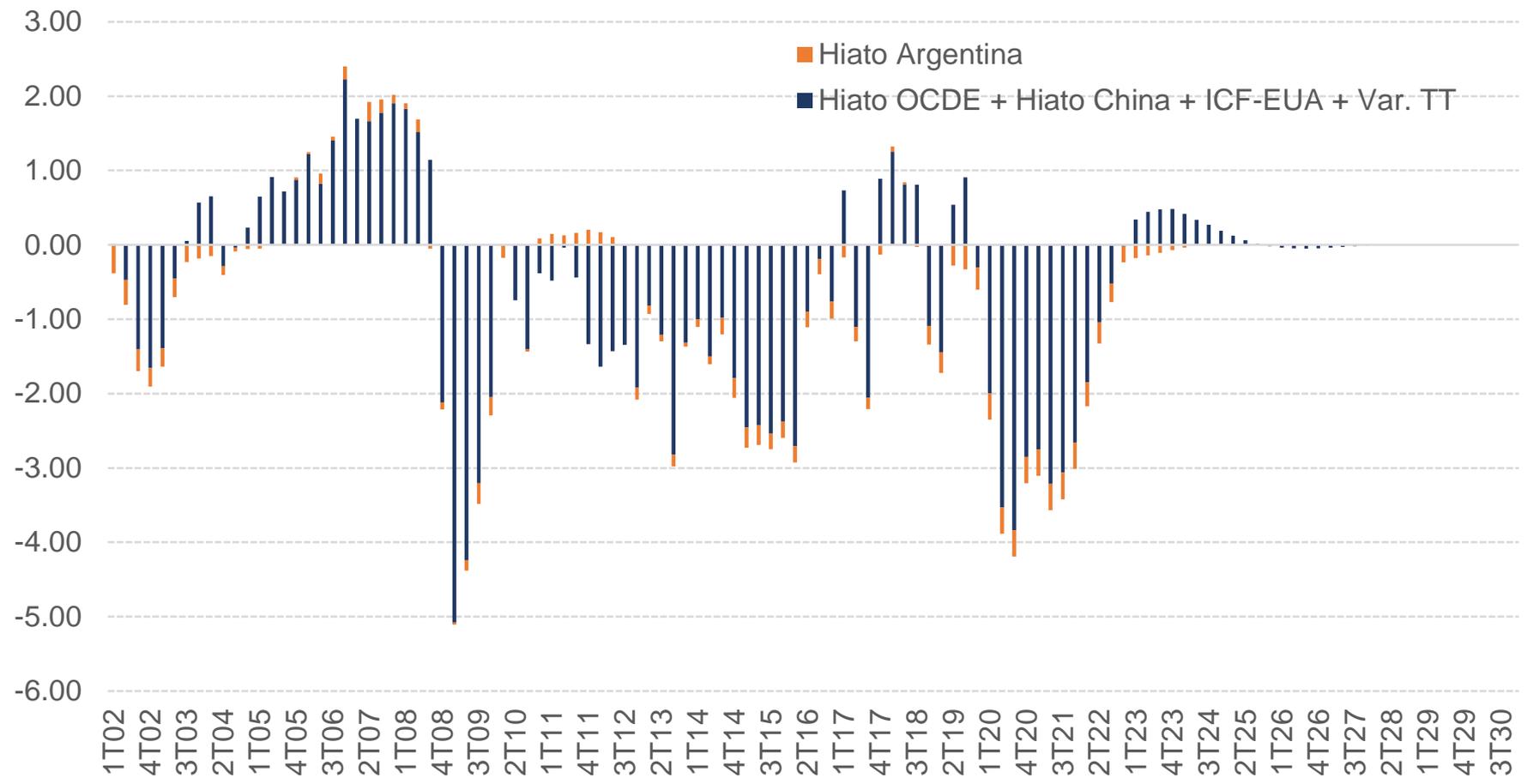
- BCB também precisaria ter esse instrumento em seu *toolkit*:
 - Juro neutro de curto prazo vai para terreno fortemente negativo em 2020-22;
 - Mesmo com CDS de 1 ano em torno de 150 pontos-base, não se pode descartar uma Selic em zero, já que o R\$/US\$ em quase 6,00 está bem acima das estimativas de BRL de equilíbrio (em torno de 3,50 a 4,00) e consenso projeta valorização para perto de 5,00;
 - Pode ser necessário por razões de estabilidade financeira (que está no mandato do BCB).



Memo: impacto de fatores internacionais no hiato brasileiro

Contribuição de fatores internacionais para o hiato do produto brasileiro

Em p.p.



Considerações finais

- Aumento da autonomia do BCB é desejável: elevaria a credibilidade da política monetária (reduzindo a “taxa de sacrifício”) e mesmo da política econômica;
- Mas deve vir acompanhada de mudanças no mandato (contra o risco de um dirigente/corpo decisório *inflation nutter*), de exigências de maior transparência e por uma ampliação do *toolkit*;
- Ademais, da mesma forma que tem se defendido, na política fiscal, a implementação dos chamados *spending reviews* periódicos, o projeto de autonomia do BCB também deveria cobrar reavaliação periódica do framework de política monetária pelo BCB (*Fed* faz isso regularmente, assim como outros BCs).

THE THREE PILLARS OF THE REVIEW

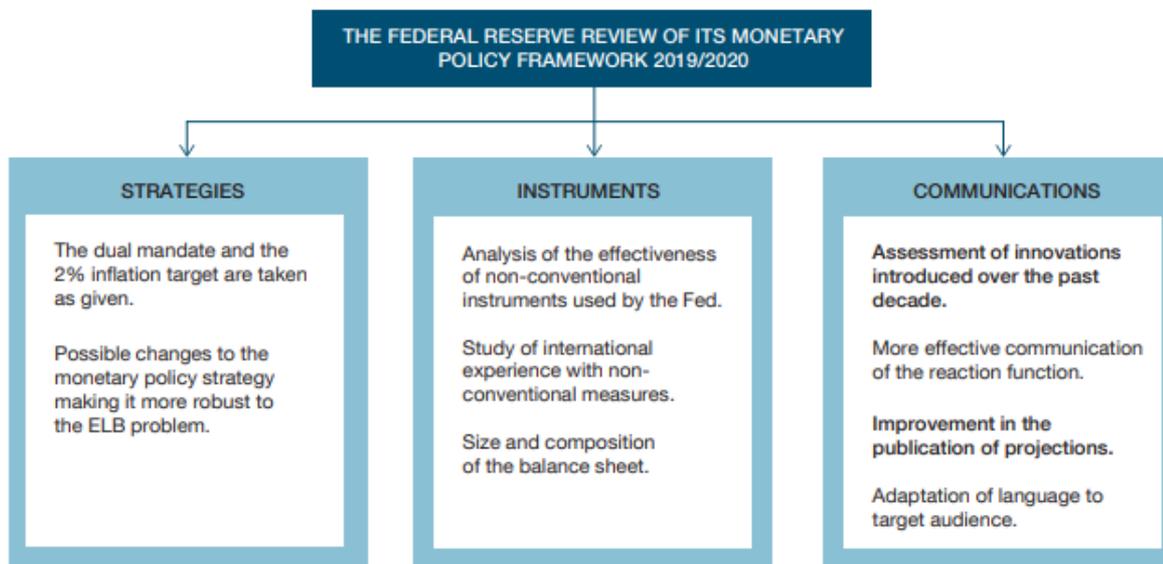


Figura extraída de Párraga, del Río e Vega, BDE 2019