

A última milha

No Brasil e no mundo, a difícil tarefa de recolocar a inflação na meta



Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

O segundo trimestre vai chegando ao fim com uma dose de frustração quando o tema é queda de juros. Depois de uma virada de 2023/2024 com sinais otimistas quanto ao ritmo da trajetória de cortes da taxa básica nos Estados Unidos, farol da economia mundial, e também no Brasil, quando se acreditava em uma trajetória ritmada de flexibilização da política monetária, beneficiando a parte da atividade econômica mais sensível aos ciclos, o passar dos meses trouxe uma perspectiva mais pessimista – ou realista – para esse horizonte. Nos Estados Unidos, predominou uma visão mais prudente do Fed, banco central americano, e uma revisão das expectativas do mercado quanto ao número de cortes para este ano. Mesmo na Europa, a presidente do Banco Central Europeu, Christine Lagarde, alertou, ao iniciar o ciclo de flexibilização da política monetária em junho, que o caminho da desinflação não está isento de obstáculos.



No Brasil, o panorama externo mais complexo somou-se, no campo doméstico, a eventos que ampliaram a incerteza quanto à última milha que entregará a convergência da inflação à meta. Entre eles, o reforço de sinalização quanto a uma política expansionista no campo fiscal, e as dúvidas quanto ao futuro da política monetária levantadas diante da divergência entre os diretores do Comitê de Política Monetária (Copom) sobre o nível de corte da Selic em maio, que terminou em redução de 0,5 para 0,25 ponto percentual, posteriormente justificada.

Esse foi o pano de fundo do X Seminário Anual de Política Monetária do FGV IBRE, promovido dia 28/5: perspectivas de um mundo com juros mais altos por mais tempo; projeções para a inflação

brasileira seguidamente revisadas para cima – movimento para o qual a tragédia climática no Rio Grande do Sul tende a colaborar –; e o aumento da percepção de risco fiscal, somando dúvidas sobre a viabilidade de novos cortes da taxa de juros básica ainda em 2024.

Desde o ano passado, José Júlio Senna, coordenador do Centro de Política Monetária do FGV IBRE, anfitrião do evento, vinha alertando para o excesso de otimismo quanto ao controle da inflação. Nos Estados Unidos, por uma mudança de postura prematura do Fed em 2023, que levou o mercado a fechar o ano prevendo até seis cortes dos Fed Funds, a Selic americana, em 2024 – número que atualmente caiu para dois. No caso do Brasil, Senna destacava que o início da flexibilização da política monetária em agosto do ano passado não tinha acontecido pelo estrito cumprimento das condições

técnicas, já que as projeções para a inflação no médio prazo permaneciam fora da meta. Ou seja, ainda que não tenha sido equivocada, avaliou, a decisão do BC tampouco refletiu capacidade plena de o Brasil atingir a meta da inflação em horizonte relevante.

Dessa vez, a mensagem de Senna, reforçada no início de junho no II Seminário de Análise Conjuntural do FGV IBRE/*Estadão*, se focou na preocupação com a influência da trajetória fiscal para as expectativas de inflação. “Seguramente, os resultados seriam melhores se a política



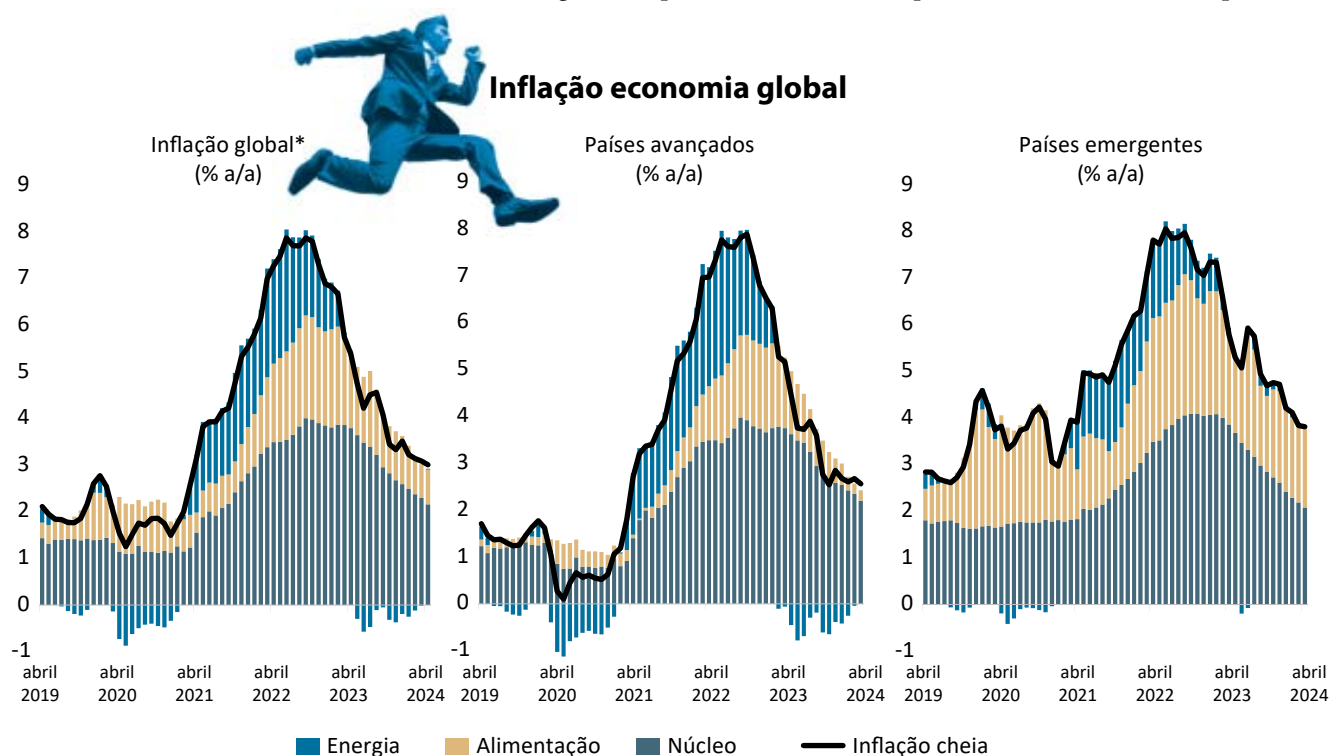
fiscal não tivesse tomado o rumo expansionista”, afirmou, citando como exemplo a política de salário mínimo que prevê aumentos reais que se estendem aos benefícios da Previdência Social – aposentadoria e pensões –, o valor três vezes maior do benefício do Bolsa Família, a quitação de um saldo de precatórios que seriam pedalados, entre outros elementos que permitiram estimular o consumo neste começo de ano, impulsionando o PIB. “Há ainda preocupações quanto ao rumo que os debates sobre política monetária têm tomado dentro do governo”, diz, citando os questionamentos à meta de inflação de 3% ao ano em 2025, “que afetam as expectativas e por si tendem a dificultar o combate à inflação”, afirmou Senna, mencionando também a troca de comando no Banco Cen-

tral no final deste ano – o que, independentemente de nomes, é por si um fator que alimenta incertezas. “Como vemos nos países desenvolvidos, é preciso dar preferência à estabilidade de preços”, defendeu.

No seminário de política monetária, o presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, reforçou a influência negativa do exterior, destacando o significativo aumento do nível de endividamento das economias desenvolvidas desde a pandemia e a vertiginosa alta de seu custo de rolagem. “É impressionante pensar quanto isso deverá tirar de liquidez global”, alertou, referindo-se à quantidade de recursos internacionais necessários para financiar essa dívida, o que penalizará as economias emergentes. “Neste momento, os bancos centrais precisam passar a mensagem de que, se o fiscal não

ajudar, ficará mais difícil cumprir essa tarefa”, defendeu, ressaltando que essa necessidade tende a ficar mais clara conforme se ampliar o debate sobre o tamanho da dívida global. “Já vemos alguns países da América Latina refazendo seus planos em busca de primários melhores”, citou.

Outra preocupação expressada por Campos foi o fato de que alimentos e energia – que já foram importantes vetores de desinflação – já não terão a mesma contribuição adiante. Ao contrário, a tendência é de sua produção esteja cada vez mais exposta aos efeitos das mudanças climáticas, pressionando a oferta. “Os índices de anomalias de temperatura têm aumentado ao longo do tempo, o que traz o questionamento sobre o que isso significará para frente em termos de preços de



*Corresponde a 66% do PIB global, exceto China. Fontes: Bloomberg, Refinitiv, bancos centrais, institutos nacionais de estatística.

alimento e energia”, afirmou, destacando ainda o atual debate entre banqueiros centrais sobre a introdução do tema sustentabilidade na missão dos bancos. “É uma discussão pertinente, posto que os custos de adaptação às mudanças climáticas influenciam duas principais dimensões: a estabilidade de empresas e a estabilidade do sistema financeiro.” O presidente do BC também citou que a realocação de cadeias produtivas hoje observada – combinação da geopolítica atual com demandas da transição energética – tem gerado uma fragmentação que também resulta em pressão de preços. “O

Brasil é um excelente candidato a atrair investimentos nessa remontagem de cadeias, mas pesquisas indicam a percepção de empresas de que o custo dessa transformação tem se mostrado mais alto do que se imaginava, então é mais uma força contra o movimento de desinflação global”, afirmou, somando elementos que tornam a desinflação mais complexa.

Covid longa

Mario Mesquita, economista-chefe do Baco Itaú, lembrou no evento que a ideia da última milha, ampla-

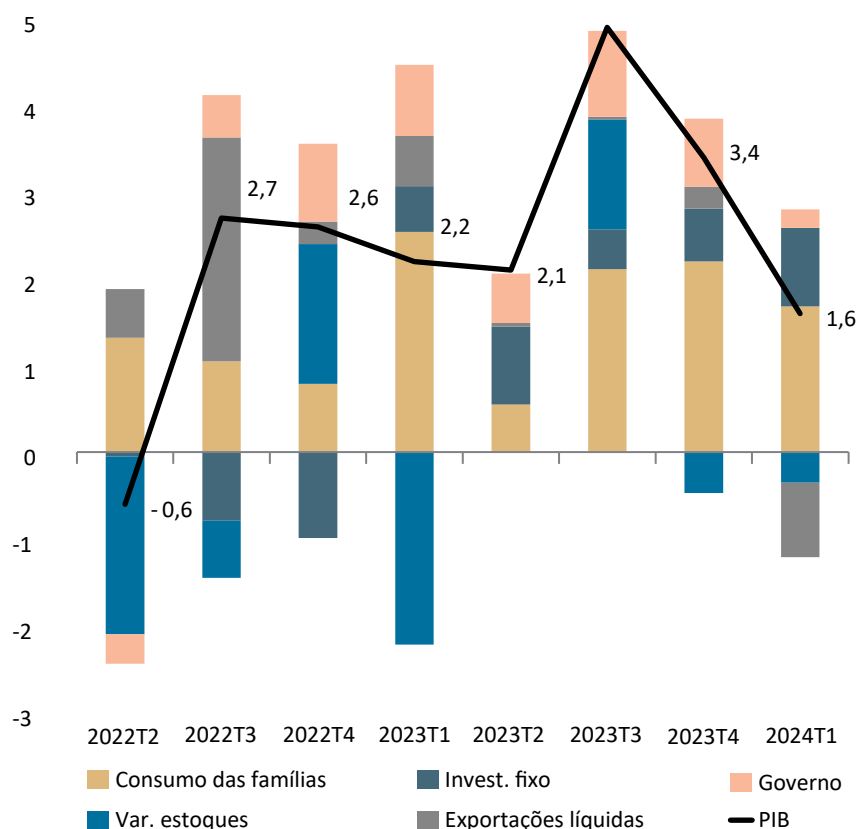


Roberto Campos Neto

“As anomalias de temperatura têm aumentado ao longo do tempo, o que traz o questionamento sobre o que isso significará para a frente em termos de preços de alimento e energia”

PIB dos EUA

Atividade econômica tem sido resiliente, sustentada principalmente pelo consumo (% t/t ajust. saz. e p.p.)



Fonte: Bloomberg.

mente adotada para contextualizar o desafio da desinflação neste ambiente de incertezas, só é possível graças a uma política monetária flexível, que permite uma trajetória de ajuste. “Temos um intervalo de tolerância em torno da meta, e o mandato do Banco Central é cumprir a meta ao longo de um ciclo de médio prazo”, descreve. Essa possibilidade de acomodar choques, entretanto, tem seu custo. Esticar o trajeto pode comprometer o sucesso na entrega final – o que, no caso da inflação, “pode significar um recrudescimento da indexação, aumentando o sacrifício da ancora-



Mario Mesquita

“Quanto mais ancoradas as expectativas, mais flexível um BC pode ser. Gradualismo é para quem pode, não para quem quer”

gem à meta”, explica, anulando os benefícios de se minimizar o sacrifício no curto prazo.

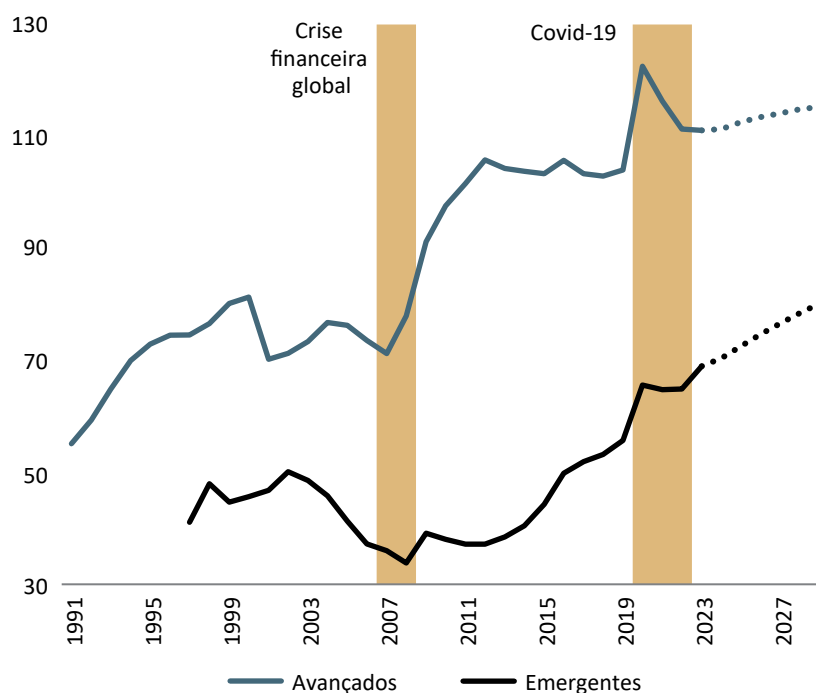
Afonso Bevilaqua, diretor-executivo do FMI, lembrou que essa calibragem sofreu pela dificuldade de leitura do choque inflacionário da pandemia, que suscitou diagnósticos divergentes quanto a ser um fenômeno transitório ou permanente. Ele recordou que, em 2021, quando a economia mundial passou a se recuperar da profunda recessão durante o auge da Covid-19 no ano anterior, não se reconheceu, por exemplo, o risco de aumento sustentado na inflação quando houve a aprovação de maciços estímulos fiscais nos Estados Unidos. “Parte do

erro ocorrido nas projeções se deu porque a relação entre atividade e inflação claramente havia mudado após a pandemia”, disse, mencionando que os modelos estimados no período da chamada grande moderação a partir da década de 1980 tendiam a apontar que a relação entre atividade e inflação, a chamada curva de Philips, era relativamente plana. “Esse entendimento havia se tornado dominante com a experiência da crise financeira global de 2008, em que a inflação pouco variou, apesar da enorme variação observada no desemprego.” Bevilaqua destacou que o aumento na inclinação na curva de Phillips que passou a ser observado na pandemia foi identificado pelo FMI em parte como impacto dos estímulos mo-

netários e fiscais combinados, “que elevaram a demanda por bens duráveis em um contexto de restrições ao consumo de serviços durante a pandemia além da inelasticidade da oferta devido aos impactos persistentes desta sobre as cadeias setoriais”. Assim, a combinação de estímulos e demanda canalizada a bens duráveis levou a limitações de oferta e consequente aumento de preços, mesmo com desemprego e a produção agregada ainda em níveis moderados. “Uma primeira implicação da constatação de que a curva de Phillips tinha se tornado mais inclinada é que a estratégia de política monetária de manter a economia sempre aquecida que vinha sendo seguida à risca por alguns dos principais bancos centrais tornou-

Grupos de países: dívida pública

(% do PIB)



Fonte: FMI.

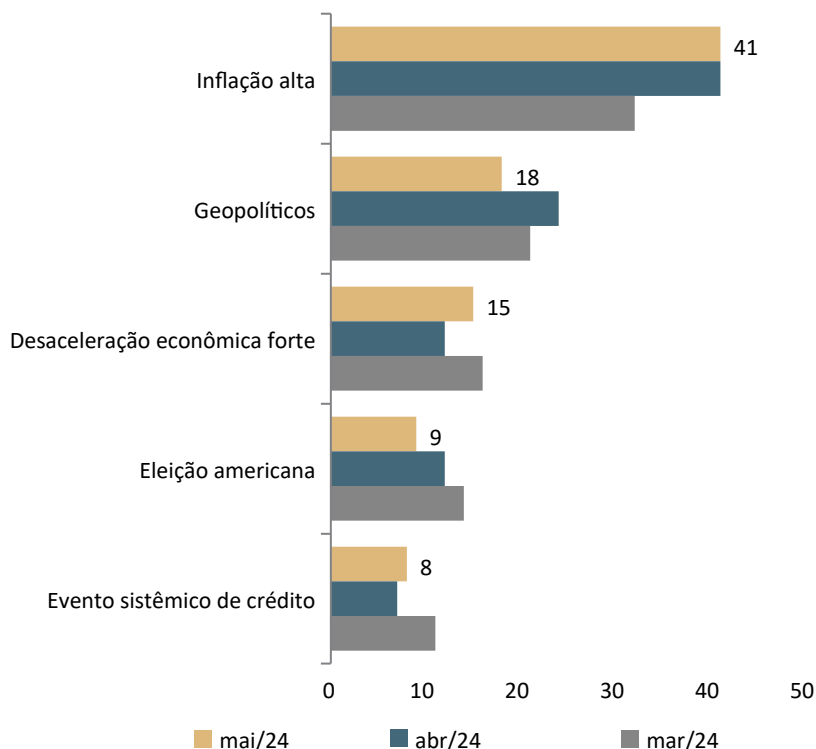
se muito mais arriscada do que no mundo anterior de curva de Phillips plana.” Com isso, erros de diagnóstico geram mais inflação.

A escalada inflacionária que se seguiu levou a uma revisão da leniência observada nas economias desenvolvidas. Nos Estados Unidos, Senna recorda que a demora da reação do Fed foi substituída por uma ação exemplar a partir de 2022. “Entre maio de 2022 e julho de 2023 foram 11 altas da taxa de juros básica, e essa postura firme trouxe os efeitos esperados: os juros longos subiram, o dólar se fortaleceu, a bolsa caiu e os *spreads* de crédito subiram”, descreveu. O erro do Fed, recorda, foi permitir o afrouxamento das condições financeiras em 2023, o que resultou em uma rápida recuperação da absorção doméstica e do crescimento médio da atividade. “É algo compreensível, se levarmos em conta que, como estudos acadêmicos apontam, recessões incomodam mais do que inflação acima da meta, estimulando um viés inflacionário”, diz Senna, indicando que essa tendência de maior tolerância à inflação não deverá mudar no curto prazo.

Eduardo Loyo, sócio do BTG Pactual, defendeu que a convergência da inflação à meta ainda dependerá de um mínimo grau de sacrifício da atividade e do mercado de trabalho. “Para percorrer a última milha, algo precisa mudar nesses campos. Não há forma indolor de fazê-lo”, afirmou, lembrando que não há no radar qualquer fator exógeno à taxa de juros que opere esse efeito contracionista, o que leva a

Inflação se mantém como principal fonte de risco para economia global

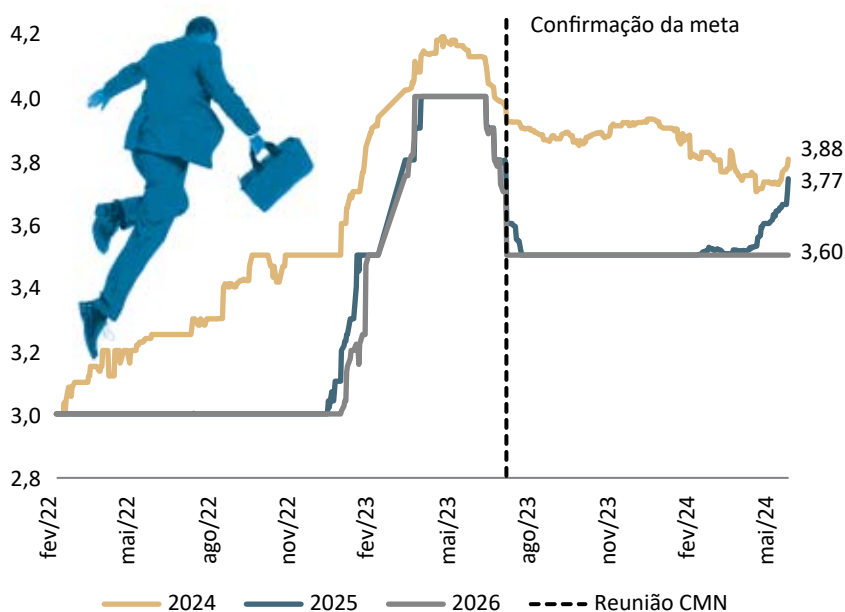
Qual você considera ser o maior “risco de cauda”? em %



Fonte: BofA Global Fund Manager Survey.

Expectativas de inflação

(% a/a, Focus*, mediana)



*Atualizado até 31/5/2024. Fonte: BCB.



Afonso Bevilaqua

“Naqueles países em que os bancos centrais já iniciaram o afrouxamento da política monetária, a recomendação do FMI é de proceder com cautela”

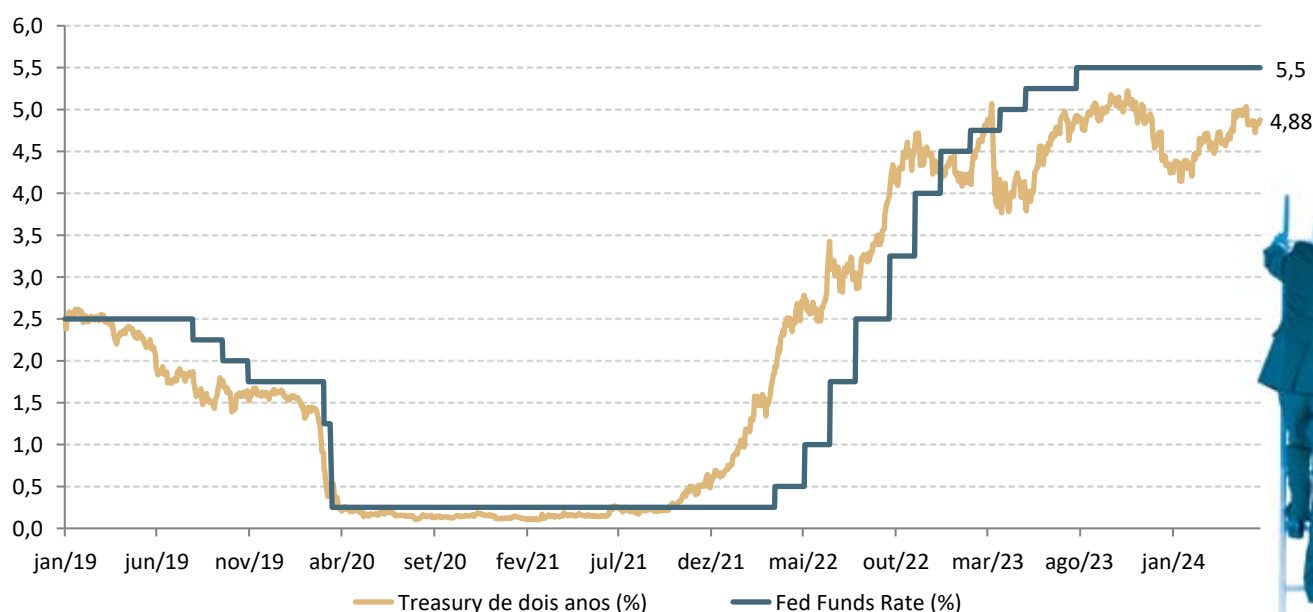
crer que esse papel “cairá novamente no colo da política monetária” – nesse caso, estendendo o prazo para o corte de juros.

De volta aos trilhos

Bevilaqua resumiu as recomendações recentes do FMI em duas mensagens. Para o banco central que ainda não começou a flexibilizar a política monetária, assegurar que o processo de convergência da inflação à meta esteja firmemente estabelecido antes que o processo de redução dos juros comece. “Naqueles países onde a desinflação está em estágio mais adiantado, em que os bancos centrais já iniciaram o afrouxamento da política monetária, a recomendação do Fundo é de proceder com cautela, guiando as decisões pela evolução dos preços de salários e, naturalmente, das expectativas de inflação.”

O diretor do FMI destacou que, ao se consolidar uma visão mais convergente sobre os desafios da última milha da desinflação, volta-se novamente o olhar às variáveis de política monetária para se entender melhor as mudanças que hoje permitem que as condições financeiras ainda se mostrem relativamente frouxas diante do nível que um aperto monetário tenderia a permitir. Ainda é efeito de poupança acumulada? Mudança de padrão de consumo? O diretor do FMI descreveu alguns dos estudos capitaneados pelo fundo para colaborar com a compreensão da conjuntura, entre eles, o que analisa os fatores que têm influenciado a variação da taxa de juros neutra da economia. “A conclusão da análise é que a demografia foi um dos principais determinantes da queda da taxa de juros neutra em todas as economias,

Treasury de dois anos e Fed Funds Rate – EUA



Fontes: Federal Reserve e Bloomberg. Últimos dados: 23/05/2024.

enquanto a diminuição da taxa de crescimento da produtividade foi relevante em todas as economias avançadas, mas não em todas as emergentes”, afirmou. “Concluiu-se que, uma vez passado o episódio inflacionário em curso, a taxa de juros neutra nas economias avançadas deverá se estabilizar em torno dos patamares pré-pandemia. Na política fiscal, isso seria um certo sopro de esperança, já que taxas neutras mais baixas implicariam, tudo mais constante, maior espaço fiscal. Mas só o tempo poderá dizer se isso de fato vai ocorrer”, afirmou, indicando que a convergência em países emergentes deve ser mais lenta.

Outra variável estudada recentemente pelo FMI é a influência das expectativas inflacionárias. Uma das análises, empírica, tomou como base 32 episódios históricos como atual nos quais as expectativas de inflação

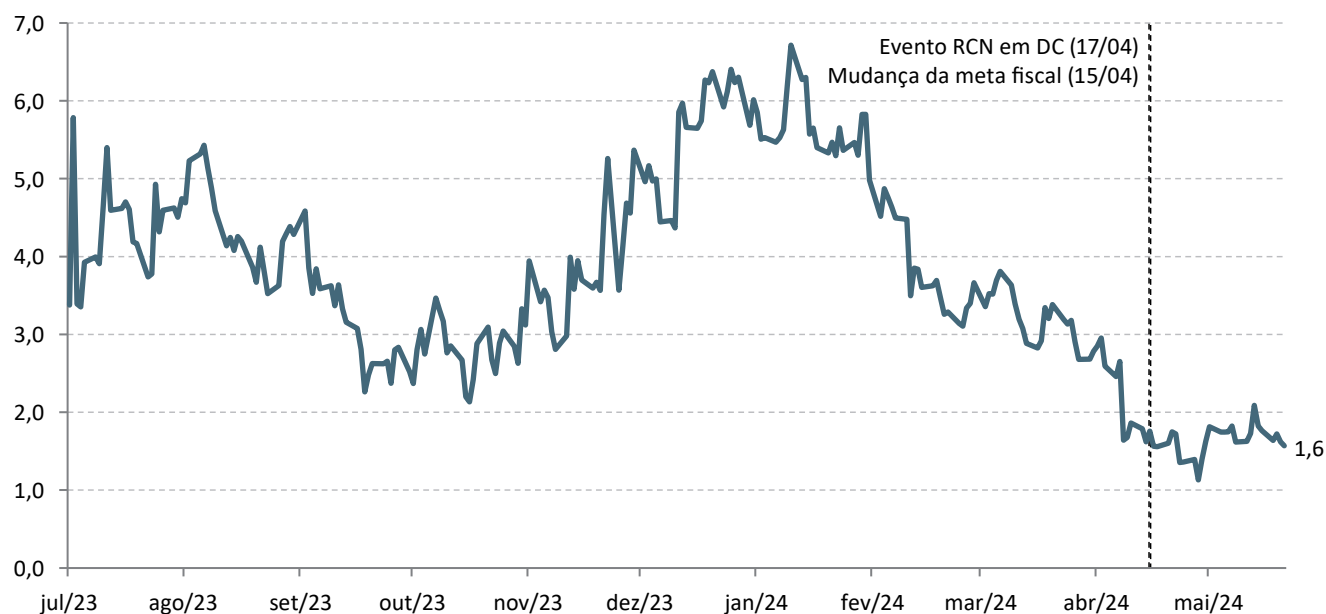
de médio e o longo prazo se elevaram persistentemente. “A conclusão foi que, após uma elevação inicial em resposta a um episódio inflacionário, o processo de normalização das expectativas de inflação demorou vários anos para acontecer.” Outra dimensão pesquisada pelo Fundo foi o processo de formação dessas expectativas. “Corroboramos os *insights* que aprendemos ao longo do tempo no Brasil e que foram tão bem utilizados na implementação do Plano Real e do regime de metas de inflação, de que reduzir a inflação é menos custoso se os agentes consideram toda a inflação disponível olhando para a frente do que se formam as expectativas de maneira adaptativa, com base na inflação passada”, descreveu. Ou seja, a mensagem do Fundo é de que é possível influenciar o processo de formação de expectativas, portanto, reduzir o



Eduardo Loyo

“Para percorrer a última milha, é preciso um grau de sacrifício no mercado de trabalho e na atividade. Não há forma indolor de fazê-lo”

Evolução das expectativas de corte da FFR até o final de 2024



Fonte: Bloomberg (WIRP Implied Overnight Rate for the US - Futures Model). Últimos dados: 23/05/2024. O objeto de negociação do contrato é o juro médio de um mês específico.



Luiz Guilherme Schymura (dir.), diretor do FGV IBRE, em abertura do seminário com o presidente do BC, Roberto Campos Neto

custo de desinflação, por meio de melhoras no arcabouço e na comunicação de política monetária.

Mesquita reforçou a importância das expectativas, em um momento

em que o BC “tem que lidar com toda a incerteza dos dados, cuja interpretação é mais difícil depois da pandemia”, disse, defendendo que a fortaleza dos instrumentos do BC depende dessa confiança. “Quanto mais ancorado na expectativa, mais flexível o Banco Central pode ser”, afirmou, indicando que qualquer movimento que mine a credibilidade do regime de metas de inflação só prejudica esse poder. “Gradualismo – ou seja, a capacidade de acomodar a inflação e fazer uma convergência mais lenta – é para quem pode, não para quem quer”, afirmou.

Mesquita citou levantamento sobre o comportamento dos BCs em países com sistema de metas de inflação desde 2006. “Nos países desenvolvidos, em média em 55% do tempo a inflação ficou abaixo da meta; 41% acima e em 4% do tem-

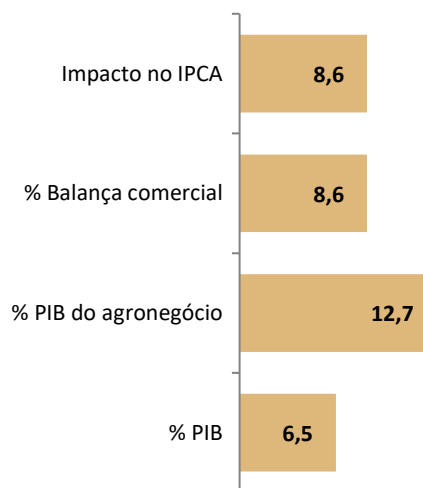
po na meta. Nos emergentes, essa relação foi de 36% do tempo abaixo da meta, 62% acima e 3% no centro. No Brasil, a inflação ficou abaixo da meta em 23%, em 74% do tempo acima e em 3% do tempo dentro da meta. Isso confirma que é muito difícil dizer que o BC brasileiro é historicamente agressivo no combate à inflação”, afirmou. “Quando se reclama, em geral quem o faz reclama do sintoma, da necessidade de praticar taxas elevadas. Mas a causa está em outro prédio em Brasília.”

Loyo, por sua vez, defendeu que, diante das enchentes no Rio Grande do Sul, a resposta da política monetária deverá permanecer na mesma direção, de aperto “em relação ao ponto que estaríamos adequadamente na ausência desse choque de oferta”. “Em que pesem todos os méritos de uma expansão fiscal adicional, do ponto de vista de gestão de demanda agregada será uma resposta fiscal expansionista. Mais uma vez, a política monetária precisa fazer o seu, e uma compensação pelo alheio.”

O economista também defendeu celeridade na apresentação do decreto que formaliza a mudança do regime de meta de inflação de ano calendário para contínua, há quase um ano. Loyo defendeu que a convicção do mercado da mudança depende dessas regras, que explicitarão o horizonte relevante, ou prazo médio da política monetária no controle da inflação. 

Participação do Rio Grande do Sul

(% em relação ao Brasil)



Fontes: IBGE, Poder360, BCB.

Reveja o **X Seminário de Política Monetária**: <https://go.fgv.br/2LPatINOK5y>.



Affonso Celso Pastore: fiel às evidências

O X Seminário de Política Monetária do FGV IBRE também foi marcado por homenagens ao economista Affonso Celso Pastore (junho de 1939/fevereiro de 2024), presidente do Banco Central entre 1983 e 1985. José Júlio Senna, diretor do Centro de Estudos Monetários do FGV IBRE, recordou a presença de Pastore nas edições anteriores do evento, assim como a amizade iniciada quando Senna foi seu aluno em um curso de análise econômica no início dos anos 1970. “Difícil imaginar um melhor ponto de partida para minha

transição da formação de engenharia para economia, com o brilho de professor que ele sempre teve”, afirmou Senna, lembrando que na época Pastore trabalhava como assessor do então ministro da Fazenda, Antonio Delfim Netto. A relação de Pastore com a FGV também foi marcada por sua contribuição como professor da FGV EPGE e no Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (Codace) do FGV IBRE, do qual foi coordenador desde sua criação, em 2004.

A colaboração de Pastore para o pensamento econômico brasileiro

foi tema de um dos painéis do seminário. De todos os depoimentos, emergiu a memória de um economista rigoroso com a análise de dados e testagem de hipóteses, preocupado com a evidência empírica ao estudar os problemas brasileiros. O economista Marcos Lisboa lembrou a influência que o ambiente acadêmico da USP dos anos 1950-1960 teve para a trajetória acadêmica de Pastore, formado pela FEAUSP, onde posteriormente lecionou Teoria Monetária e Econometria. Em especial, Lisboa destacou o apre-



Marcos Lisboa

“No Brasil, optamos pelas narrativas dos livros sagrados, e ignoramos a importância de trabalhos como o de Pastore”

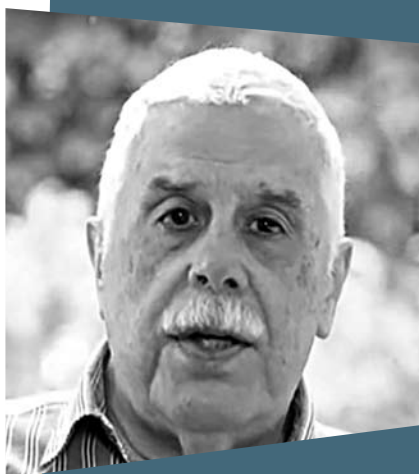
ço aos dados históricos alimentado pela professora Alice Canabrava, e a influência do professor de estatística Luiz de Freitas Bueno, ávido em acompanhar o debate de ponta que ocorria pelo mundo. “Era uma USP que valorizava a evidência empírica, acompanhava a pesquisa acadêmica feita alhures e testava cuidadosamente suas conjecturas”, afirmou.

Lisboa destacou Pastore como autor de uma das obras acadêmicas da época que, por estar na fronteira do conhecimento, foram pouco compreendidas, e até contestadas por seus pares contemporâneos. A tese de doutorado de Pastore, de 1968, testou no Brasil um dos pensamentos então prevalentes – influenciado por nomes como Arthur

Lewis e defendido em organizações como a Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal) – de que o desenvolvimento de um país dependia do sucesso de sua indústria, e que o setor agrícola não era sensível a preços, sendo fonte de subdesenvolvimento de muitos países. “Theodore Schultz já havia feito esse teste na Índia, o tema era uma preocupação de Delfim, e Pastore então aplicou a tese ao Brasil”, descreveu. O resultado mostrou que, diferentemente do que se imaginava à época, os agricultores reagiam a preços, e isso podia influenciar a produção.

Lisboa citou a tese de doutorado de Delfim Netto sobre a economia cafeeira de fins do século XIX e início do século XX como outro exemplo ilustrativo da preocupação

presente na FEAUSP pela criteriosa análise de dados que inspirou Pastore. O trabalho, de 1959, quando Pastore cursava o segundo ano da graduação, combina história, econometria e teoria econômica de forma ímpar, ressalta. A essa lista de obras notáveis, Lisboa ainda somou a tese de doutorado de Carlos Geraldo Langoni (1944-2021) defendida no início dos anos 1970 na Universidade de Chicago, em que o ex-presidente do BC e ex-diretor da FGV EPGE demonstrava a importância do investimento na educação para o crescimento econômico e a distribuição de renda. Outra ideia que foi muito questionada na épo-



Delfim Netto, Pastore e Langoni: obra acadêmica na fronteira do conhecimento



ca, inclusive por pensadores heterodoxos, desconfiados dessa constatação saída de um reduto liberal.

“Aqui no Brasil, optamos pelas narrativas dos livros sagrados, e ignoramos a importância desses trabalhos”, disse Lisboa. “Quanto atrapalhamos o Brasil e geramos mais desigualdade e pobreza ao não aprender com Langoni a cuidar da educação? Quanto atrapalhamos o desenvolvimento do país ao não ouvir Pastore e seus estudos sobre agricultura, desenvolvimento e, posteriormente, sobre política monetária?”, questionou, comparando esse impacto ao do gerado pelo desprezo que o médico húngaro Ignaz Semmelweis sofreu em 1846 em Viena ao identificar que, entre médicos obstetras, o ato de lavar as mãos poderia reduzir drasticamente a morte de parturientes.

Após os primeiros trabalhos em microeconomia, preocupado em dedicar-se a compreender questões reais da economia brasileira, Pastore encontrou na macroeconomia e na política monetária o caminho para entender um dos principais problemas que afligiam o Brasil e o mundo: a inflação. Nesse campo, Samuel Pessôa, pesquisador associado do FGV IBRE, que teve Pastore como orientador na FEAUSP no início dos anos 1990, destacou a tese de livre-docência de Pastore, de 1974, sobre temas monetários. “É um trabalho portentoso. Imaginar o que ele fez antes da computação e do uso do Excel, construindo uma base de dados de 1955 até aproximadamente 1970 dos fatores determinantes da expansão da

base monetária, é algo incrível”, afirmou, lembrando que, com esse trabalho, Pastore demonstrou uma quebra estrutural a partir do Plano de Ação Econômica do Governo (Paeg), em 1964, quando se perde a relação até então observada entre exposição da política monetária e fiscal. Posteriormente, Pastore destaca que só com o Plano Real é que se desconstruiu o mito de que seria possível conviver com a inflação pela indexação e a inércia, alimentado desde essa época.

Um soldado sem armas

Zeina Latif, consultora econômica, recorda que a passagem de Pastore pela presidência do Banco Central (1983-1985) aconteceu em um dos momentos mais difíceis para a autoridade monetária, quando a crise fiscal e de balanço de pagamentos que o país sofria naquele momento impedia o uso dos instrumentos monetários no combate à inflação. Como o próprio economista declarou posteriormente, o sucesso na superação da crise nas contas externas veio acompanhado de sua frustração em não poder atuar de fato no campo da política monetária. Isso porque as duas âncoras que até então eram usadas, o câmbio nominal e a oferta da moeda, estavam bloqueadas: a primeira, por servir ao ajuste do balanço de pagamentos, e a segunda por ser insuficiente para estabilizar uma inflação anual de três dígitos.

“O Brasil havia acabado de fazer uma maxidesvalorização da moeda; Paul Volcker (então presidente do



Samuel Pessôa

“Pastore chegou perto da regra de Taylor anos antes de ela ser criada, mas nosso ambiente intelectual não nos permitiu levar sua ideia adiante”

Fed) dava início a uma política de juros altos nos Estados Unidos, havia a crise do México. Para além de não conseguir fazer de fato a condição de política monetária, ele tinha que lidar com a crise externa”, lembra Latif, que também foi orientanda de Pastore na primeira metade dos anos 1990. “Terminei a minha dissertação de mestrado em 1994, quando tinha acabado de ser criada a URV (Unidade Real de Valor, moeda contábil que permitiu a criação do real), e estávamos na expectativa do que iria acontecer”, afirmou, destacando o descontrole inflacionário como marca também de sua geração. “Minha tese, inclusive, par-



Zeina Latif

“Pastore pegou um período difícilíssimo à frente do BC. Para além de não conseguir conduzir de fato a política monetária, ele tinha que lidar com a crise externa”

tia de uma análise do que era nosso regime monetário na época e entender como tínhamos chegado naquele quadro. Quando cheguei no período de Pastore no BC, fui conversar com ele, e compartilhei o diagnóstico de que era impossível naquele momento fazer política monetária. A resposta de Pastore foi: ‘não precisa me defender’, preocupado em não permitir que o nome dele influenciasse minha análise. Nunca me esqueci daquilo.”

Em seu trabalho, Latif identificou que nos anos 1970 a política monetária ficou a reboque da autoridade fiscal, sob um regime que não estava voltado a gerar uma dinâmica da dívida sustentável. “Não

era um regime fiscal estabilizante, que daria alguma capacidade do país manter a inflação baixa.” Ela também identificou as regras que impactavam esse regime monetário e potencializavam o efeito inflacionário, como uma indexação arbitrada pelo governo e o regime de minidesvalorizações para manter uma taxa real de câmbio competitiva para as exportações. “Fomos para um ritmo muito forte da indexação do câmbio, dos contratos, que em si não eram inflacionários, mas pioravam aquela aritmética perversa, aumentavam o potencial do quanto a questão fiscal iria contaminar os preços”, descreveu. “Depois tinha a própria questão da regra monetária. Ainda antes de se discutir que controlar a moeda não seria a forma mais eficaz de controlar a inflação, a velocidade da moeda varia com o tempo, então veio a recomendação de juros, mas aí entra a análise do próprio Pastore, que ao simplesmente fixar uma taxa nominal de juros se gera uma passividade da moeda e uma indeterminação da trajetória de preço”, lembrou indicando que essa dinâmica só foi mitigada a partir dos anos 1990, quando se operou mudanças tanto no regime fiscal quanto no monetário, com o tripé do regime de metas de inflação, câmbio flutuante e metas de superávit primário. “E veio o Plano Real e a URV mostrando como fazer essa reforma – que na raça não seria factível.”

Pessoa recorda que, nessa virada para os anos 1990, Pastore tinha o diagnóstico claro da necessidade de

o Banco Central compensar o efeito da inércia. E que, em seus estudos, esteve a poucos passos de chegar à regra de Taylor – fórmula usada para calcular a taxa de juros básica de equilíbrio de acordo às condições econômicas de um país –, três anos antes que o próprio John Taylor a formulasse, na Universidade de Stanford, em 1993. “No ambiente intelectual que tínhamos à época, não conseguimos levar a ideia de Pastore adiante. Mas ele estava fazendo as perguntas certas, tocando a vida dele na periferia, dialogando com a academia, e produzindo conhecimento de altíssimo nível.”

“Deixe-me dizer uma coisa para vocês”

Paulo Picchetti, diretor de Assuntos Internacionais e Gestão de Riscos Corporativos do Banco Central, reforçou o elogio à dedicação de Pastore em testar hipóteses, destacando sua crítica, registrada na Coleção História Contada do Banco Central do Brasil (<https://go.fgv.br/gX7uj6IFHcP>) ao ensino de economia que se limita a um uso reducionista de modelos. Em seu testemunho nesse projeto, Pastore conclui: “Suponha que o mundo sofra algum tipo de alteração que o modelo não consiga prever ou não consiga explicar. Quando o modelo perder o poder explicativo, ficarão como Linus, amigo do Charlie Brown, quando lhe tiraram o *security blanket*”. Pichetti cita esse trecho como exemplo de três características de Pastore: respeito à história, amplo

interesse literário – o que incluía o cartunista Charles Schulz –, e o rigor com o tipo de abordagem usada em seus estudos que, afirma Pichetti, “é o que caracteriza a arte em se fazer macroeconometria”.

Como exemplo, Pichetti lembrou a contribuição de Pastore em 2002, diante da narrativa de dominância fiscal alimentada pela crise de confiança seguida da primeira eleição do Lula à Presidência da República. “Dizia-se à época que aumentar a taxa de juros aumentaria a percepção do risco de solvência, o que poderia contaminar o câmbio, repercutindo na inflação e, consequentemente, na taxa de juros. Mas Pastore concluiu com seus estudos que Selic não causa variável de risco, mas o risco causa a variável Selic”, diz. Como incansável testador de hipóteses, Pastore voltou ao tema depois que o economista Olivier Blanchard “surtiu com um *paper* elegante”, descreve Pichetti, baseado numa simetria de risco entre investidores estrangeiros e nacionais, indicando a possibilidade de dominância fiscal. “O resultado que Pastore tinha já era suficiente, mas quando publicou o livro *Inflação e crises: o papel da moeda* (2014, editora Gen Atlas) entrou novamente nesse debate para mostrar, testando quantas vezes fosse necessário, de que nem em 2002 vivemos essa dominância fiscal.”

Pichetti destaca que essa dedicação de Pastore elevou o nível do debate de conjuntura econômica no Brasil. Esse rigor também caiu como luva no projeto de iniciativa

de João Victor Isler, operacionalizado por Luiz Guilherme Schymura, no FGV IBRE, de criação do Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (Codace) em 2004. O objetivo era analisar com profundidade e estabelecer cronologias de referência para os ciclos econômicos brasileiros desde 1980, considerando as particularidades brasileiras que fogem dos manuais e demandam estudos mais sofisticados.

Munido dessa missão, o Codace elegeu um grupo de oito especialistas – sob a coordenação de Pastore, entre os quais também esteve Pichetti – que, em encontros com periodicidade definida pela conjuntura econômica, passara a discutir seus modelos de interpretação de cada ciclo. “No meu caso, o modelo era de aprendizado de máquina com o uso de dados de uma parceria do FGV IBRE com o Conference Board para construir indicadores coincidentes e antecedentes do ciclo na economia brasileira”, ilustra Pichetti. “Com a equipe de Aloísio Campelo, superintendente de Estatísticas Públicas do FGV IBRE, reunimos séries de nível de atividade e usamos esses algoritmos para chegar a um dado analiticamente mais robusto do que a regra de bolso que a mídia chama de recessão técnica – mas que de técnica não tem nada, pois se trata simplesmente de dois trimestres consecutivos de quedas.”

Nesse cuidado de entender quais são os pontos de inflexão dos ciclos, os membros do Codace passaram a alimentar uma rica discussão “que é a história viva da economia brasilei-



Paulo Picchetti

“Pastore passava boa parte das reuniões do Codace atento, até soltar um de seus bordões: ‘Deixe-me dizer uma coisa para vocês’, dando uma visão arredondada do debate, com dados históricos e um lado real da atividade”

ra”, resume Pichetti. Entre os nomes que participaram do Codace nesses 20 anos, o diretor do BC recordou o de Dionísio Dias Carneiro (1945-2010) e Regis Bonelli (1943-2017). Pichetti diz que, em geral, Pastore passava boa parte das reuniões quieto, atento, e que aprendeu a esperar o momento em que ele soltaria um de seus famosos bordões: “Deixe-me dizer uma coisa para vocês”, de onde partia uma visão arredondada do debate até então feito, à qual aportava detalhes históricos, instrumentos financeiros com um lado real da atividade. “Ficamos agora com o ensinamento dele”, diz. (S.M.)



José Júlio Senna

De professor a amigo, sempre uma grande referência

“Gostaria de dar uma palavrinha aqui, rápida, sobre a minha relação com Pastore.

Fui seu aluno em um curso de Análise Econômica promovido pelo antigo Cendec (Centro de Treinamento para o Desenvolvimento Econômico e Social), um órgão do Ipea, Ministério do Planejamento, que funcionou no Rio de Janeiro no final da década de 1960 e começo dos anos 1970. Era um curso de quase um ano, aberto para quem tivesse formação universitária qualquer que fosse o campo.

Foi o que me permitiu fazer a transição de engenharia para a economia.

Difícil imaginar melhor ponto de partida para essa transição do que na posição de aluno de Pastore, que foi quem me introduziu à macroeconomia, com o brilho de professor que sempre teve.

Na época, ele trabalhava no Ministério da Fazenda, aqui no Rio, na assessoria do ministro Delfim Netto. Logo voltaria para São Paulo.

Os 400 km que separam essas duas cidades não impediram que nos mantivéssemos muito próximos. Além de encontros de natureza informal, foram inúmeras as ocasiões em que estivemos juntos, em diferentes tipos de evento.

Tive a honra de prefaciar um de seus livros – *Inflação e crises: o papel da moeda*, um verdadeiro curso de economia brasileira.

O relacionamento começou como professor-aluno. E evoluiu para uma belíssima amizade.

Para mim, Pastore foi, e continuará sendo, uma grande referência.”

Da esquerda para direita, Paulo Picchetti, Samuel Pessôa, José Júlio Senna, Marcos Lisboa e Zeina Latif

