

## Autonomia do Banco Central e Metas de Inflação

Autonomia do Banco Central e a perseguição de metas de inflação poucas vezes foram temas tão relevantes, tanto no contexto internacional quanto aqui no Brasil. No cenário global, após quatro décadas de inflação sob controle e juros em tendência de queda, estamos assistindo um ambiente de inflação mais elevada, persistente e volátil. Isso obriga os bancos centrais (BCs) a apertarem a política monetária, aumentando suas taxas básicas de juros rapidamente. Nesse sentido, o risco é de que ao perseguir metas muito baixas os BCs podem sacrificar a atividade econômica e o emprego desnecessariamente. Além disso, os programas de afrouxamento quantitativo implementados pelas diversas autoridades monetárias, com a compra de títulos públicos, têm gerado questionamentos com relação à verdadeira independência dos BCs, expondo a zona cinzenta entre a política monetária e a política fiscal dos governos.

Olivier Blanchard, economista francês e ex-economista-chefe do Fundo Monetário Internacional, argumentou no fim do ano passado<sup>1</sup> que a meta de inflação deveria ser de 3%, já tendo defendido anteriormente uma meta maior, de 4%. O argumento principal é o de que ao perseguir uma meta maior o BC teria margem de manobra mais ampla quando for necessário cortar juros, já que estaria mais distante do limite de zero (*Zero Lower Bound*). Blanchard argumenta que acima de 4% a inflação se torna mais visível ao público, aumentando o risco de contaminação das expectativas. Portanto, a meta em 3% seria mais adequada.

Nos EUA, com o desemprego historicamente baixo, o FED vem subindo a taxa de juros perseguindo a sua meta de 2% no longo-prazo. Mas, existe a desconfiância se de fato quando a taxa de desemprego aumentar, e ao ver a inflação já na casa dos 3%, o BC americano acomodará uma inflação mais alta de forma permanente.

No Brasil, o inegável problema dos juros reais muito elevados traz à baila o questionamento sobre a factibilidade do atingimento de uma meta considerada ambiciosa para nossos padrões históricos e estrutura econômica. Até julho deste ano o Conselho Monetário Nacional (CMN) decidirá a meta de inflação para o ano de 2026. Representantes do novo governo, inclusive o Presidente da República, têm feito duras críticas à atuação recente do BC, pedindo pelo corte de juros imediato. Há ainda rumores tanto sobre a revisão das metas de inflação quanto a reversão da lei de autonomia do BC promulgada em 2021. Além disso, o governo atual indica dois diretores este ano e, ao final de 2024, terminará o mandato do atual Presidente do BCB. Estas questões têm elevado os prêmios de risco exigidos para os ativos brasileiros.

Para lançar luz sobre todos esses temas faremos uma revisão da evolução dos Bancos Centrais e da política econômica de combate à inflação, trazendo elementos da teoria econômica que moldam a maneira como estas instituições pensam e agem. Nesse sentido, vamos elaborar sobre o conceito de independência e autonomia do Banco Central e discutir sobre o regime de metas de inflação que são as pedras angulares da atuação dos BCs atualmente.

Vale esclarecer de antemão que não existe neste texto a pretensão de avaliar o juízo de nenhuma política econômica ou teoria específica. O próprio fenômeno inflacionário é multifacetado e diferentes correntes de pensamento econômico enfatizam distintos aspectos do processo. Finalmente dissertaremos sobre o caso brasileiro e a conjuntura recente apresentando nossa conclusão.

### Independência e Autonomia do BC

Um banco central (BC) é a instituição governamental responsável pelas seguintes funções: i) emissor de dinheiro, sendo responsáveis pelo funcionamento do sistema de pagamentos e condução da política monetária ii) depositário das reservas bancárias, funcionando como banco dos bancos e Depositário dos recursos do governo iii) emprestador de última instância, sendo responsável pela estabilidade do sistema financeiro e atuando como órgão regulador.

### A primeira questão a abordar é: se estamos falando de uma instituição governamental, o que significa um BC independente? Independente em relação a quem?

Neste momento vale uma reflexão sobre a origem desta instituição. Segundo Senna (2010)<sup>2</sup>, *“análises históricas sobre sistemas monetários habitualmente contêm poucas referências a bancos centrais. A razão é simples: trata-se de uma instituição recente, incomparavelmente mais nova que moeda e política monetária... essa moderna instituição experimentou um processo evolutivo próprio... Banco Central tal como hoje conhecido é fruto de transformações processadas em instituições preexistentes”*.

De fato, os primeiros bancos centrais foram os da Suécia fundado em 1668 e o da Inglaterra em 1698. Ambas as instituições foram oriundas da iniciativa privada, mas de alguma forma resolviam um problema relacionado ao governo e assim eram intimamente ligados a ele. O banco da Inglaterra foi fundado para agir como banco da Coroa e financiar o esforço de guerra contra a França, tendo como acionistas principais o rei e a rainha. Já o BC sueco teve origem no Banco de Estocolmo, um banco privado pioneiro na emissão de notas lastreadas em cobre, que era o metal usado como dinheiro.

<sup>1</sup> Blanchard, Olivier. *It is time to revisit the 2% inflation target*. Financial Times. November 2022.

<sup>2</sup> Senna, José Júlio. *Política monetária: ideias, experiências e evolução*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

A figura ao lado foi elaborada em 2020 e ilustra o número de bancos centrais mundiais, à época do surgimento dos principais BCs dos países desenvolvidos, e o número de BCs considerados independentes.

Percebe-se, já na origem, a complexidade da relação entre esta instituição e os demais setores governamentais. **Assim sendo, quando falamos de independência do BC, estamos nos referindo a sua liberdade com relação ao restante da administração governamental.** Alan Blinder, ex-governor do Federal Reserve e acadêmico de assuntos monetários, escreve em seu livro sobre Central Banking que *“a independência do banco central significa duas coisas: primeiro, que o BC tem liberdade para decidir como tentar atingir seus objetivos, segundo, que é muito difícil que qualquer outro setor do governo anule suas decisões.”*

Blinder não se refere à independência como liberdade do BC de definir seus próprios objetivos, mas sim na maneira de alcançá-los. Nesse sentido, a literatura especializada separa a independência de objetivos da independência de instrumentos<sup>3</sup> – a primeira se referindo ao BC livre para determinar seus próprios objetivos e a segunda a liberdade do BC de escolher os meios pelos quais alcançam seus objetivos. Neste momento vale uma digressão sobre a distinção entre o termo independência e autonomia. Apesar de serem sinônimos e comumente usados de forma intercambiável, parece-nos que acerca deste tema, a independência está relacionada à ausência de influência política na condução da política monetária. Enquanto a autonomia está relacionada ao grau de controle nas questões operacionais e processos decisórios internos ao BC.

Na prática, a relação entre BC e governo envolve aspectos como o papel dos governantes em indicar e demitir diretores, poder de voto em comitês, grau de controle orçamentário ao qual a instituição é submetida, o quanto ela pode emprestar recursos ao governo e se seus objetivos são definidos de forma clara e explícita em seus estatutos. O quão livre é o BC das pressões do Presidente da República ou do Congresso Nacional? Ele é guiado por considerações econômicas ou políticas?<sup>4</sup>

O estudo de referência na medição da independência do BC foi publicado em 1992<sup>5</sup>, no qual os autores analisaram 72 países durante período significativamente longo. A metodologia que se popularizou consiste na elaboração de um índice que varia entre 0 e 1 e leva em consideração critérios relacionados i) à chefia executiva do banco central, ii) à formulação das políticas, iii) aos objetivos ou mandatos do banco e iv) a limitações no que se referem às operações de crédito com o governo. Outros trabalhos avaliam tanto o grau de autonomia legal dos bancos centrais quanto de fato buscam avaliar o grau de independência dos BCs a partir de medidas alternativas com o uso de questionários ou da taxa de rotatividade na instituição.<sup>6</sup>

Em termos gerais, a atual prática das sociedades democratas é escolher os objetivos da política monetária e do BC por meio dos políticos eleitos que delegam à instituição monetária a tarefa de cumpri-los. Nos EUA, o Congresso por meio do Federal Reserve Act estabeleceu que o FED deve conduzir a política monetária *“de modo a promover efetivamente as metas de máximo emprego, preços estáveis e taxas de juros moderadas de longo prazo”*. No Brasil, a lei que rege o BCB estipula em seu artigo primeiro que *“O Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. Sem prejuízo do seu objetivo fundamental, o BCB também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego”*.

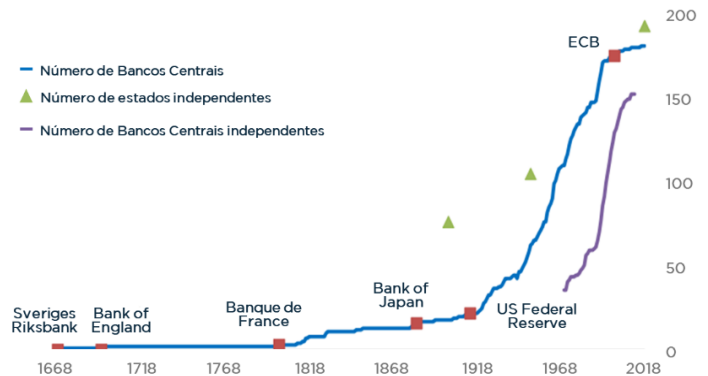
Apesar de existir uma correlação negativa entre independência do BC e a inflação<sup>7</sup> é muito difícil estabelecer uma relação causal consistente entre estas duas variáveis e, como comumente ocorre em economia, os estudos empíricos não são conclusivos. Mas a teoria e a intuição econômica dão suporte à ideia de que um BC independente e comprometido com a estabilidade de preços como objetivo principal tende a produzir inflação mais baixa e estável. E esta é a ponte para falarmos do regime de metas de inflação. Mas antes disso faremos um breve resumo sobre como pensam os BCs no que concerne à política monetária.

### Como os Bancos Centrais pensam

No primeiro capítulo do livro *“Interest and Prices”*, Michael Woodford<sup>8</sup> descreve o consenso acadêmico da atuação dos BCs modernos na virada deste século. Boa parte deste consenso se baseia na teoria econômica neo-keynesiana produzida nas décadas de 70 e 80, que, por sua vez, incorpora contribuições fundamentais de economistas novo-clássicos. Em destaque temos o papel central das expectativas dos agentes econômicos e a modelagem mais rigorosa dessas expectativas. Este consenso acredita que a política monetária tem impactos apenas de curto-prazo na atividade econômica, conforme a relação entre emprego e inflação – a famosa curva de Phillips. Todavia, no longo prazo a política monetária afeta apenas a inflação e não as variáveis reais, como o produto e a taxa de desemprego.

### Número de Bancos Centrais

Fonte: Haldane, Andy. *What Has Central Bank Independence Ever Done for Us?* UCL Economists' Society Economics Conference, 2020



<sup>3</sup> Debelle, Guy; Fischer, Stanley. *How Independent Should a Central Bank be?* 1994.

<sup>4</sup> Walsh, Carl E. *Central bank independence*. 2005.

<sup>5</sup> Cukierman, Alex; Webb, Steven b.; Neyapti, Bilin. *Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcome*. 1992.

<sup>6</sup> Jácome, Luis I.; Pienknagura, Samuel. *Central Bank Independence and Inflation in Latin America—Through the Lens of History*. IMF Working Paper. 2022.

<sup>7</sup> Alesina, Alberto; Summers, Lawrence H. *Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence*. 1993.

<sup>8</sup> Woodford, Michael. *Interest and Prices*. 2003.

Outra questão operacional que se consolidou foi o uso da taxa de juros de curtíssimo prazo no mercado monetário, a taxa básica, como instrumento principal de condução da política monetária. Desta forma, temos os elementos básicos do consenso da política monetária: O BC controla a taxa de juros de curtíssimo prazo para afetar a demanda da economia, e dadas as defasagens, afetar a taxa de inflação.<sup>9</sup>

No início da década de 70 tivemos o fim da conversibilidade das moedas nacionais em ouro, e, conseqüente, o fim do acordo de Bretton Woods inaugurando sistemas monetários totalmente fiduciários<sup>10</sup>, deixando de existir qualquer tipo de âncora para os níveis de preços. Não é à toa que as décadas de 70 e 80 foram as décadas de inflação elevada e volátil globalmente, com efeitos econômicos deletérios. **Havia a necessidade de uma nova âncora, isto é, uma variável nominal como a oferta de moeda ou a própria taxa de inflação que “amarrasse” o nível de preços proporcionando sua estabilidade.**

A estabilidade de preços é entendida como taxa de inflação baixa e estável<sup>11</sup>. O diagnóstico da experiência inflacionária das décadas de 70 e 80 foi de que choques de oferta acomodados pelas autoridades monetárias, seja por pressão política ou por desconhecimento do funcionamento da economia, acabaram por contaminar as expectativas e produziram uma espiral preços-salário. Outro debate relevante relacionado foi a questão de “regras x discricionariedade” na condução da política monetária. Os formuladores de política econômica são sujeitos ao problema da inconsistência intertemporal, isto é, as preferências de tomadores de decisão mudam dependendo do horizonte temporal. Nesse sentido, regras de política monetária seriam superiores à discricionariedade.

## Metas de Inflação

O regime de metas de inflação foi a resposta dos principais BCs para todas estas questões. Nele, a taxa de inflação escolhida como meta é a própria âncora do nível de preços. É um arcabouço de política monetária caracterizado pelo anúncio público de metas quantitativas para a taxa de inflação - que pode ser um número ou uma faixa de flutuação - em uma ou mais janelas temporais, com um reconhecimento explícito de que a inflação baixa e estável é o objetivo primordial da política monetária no longo-prazo.

Ben Bernanke, ex-presidente do FED e outro importante economista acadêmico, argumenta que o regime de metas de inflação (RMI) proporciona melhor equilíbrio no *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade. O RMI teria discricionariedade restrita (*constrained discretion*). Em seu livro recente<sup>12</sup> Bernanke reflete sobre como implementou o RMI nos EUA e escreve: *“se a meta de inflação é crível os agentes devem desconsiderar mudanças temporárias na inflação como choques de preços de alimentos e energia sem que sejam incorporadas nas expectativas de longo prazo e no comportamento da definição de preços e salários.”*

O primeiro BC a adotar explicitamente o regime foi o banco central da Nova Zelândia. Somente em 2012, com Ben Bernanke como Presidente do FED, os EUA adotaram formalmente o regime de metas de inflação (processo que Bernanke descreveu no capítulo 7 do seu livro). A tabela ao lado ilustra os BCs que adotaram metas de inflação (MI).

Sobre a implementação operacional das MI surgem diversas perguntas. Por exemplo: **Qual seria a meta de inflação ideal?** Qual o tamanho da banda de tolerância para a inflação? Qual horizonte de tempo deveria ser considerado para o atingimento das metas? Em quais circunstâncias mudanças nas metas seriam justificáveis? É importante destacar que não existem respostas óbvias para estas questões e todas elas passam de alguma forma pelo já mencionado dilema entre credibilidade e flexibilidade.

A rigor, estabilidade de preços significa inflação próxima de zero. **Mas existem razões pelas quais a inflação zero não é adequada.** Estas razões variam desde um viés altista da inflação verdadeira como medida pelos índices de preços, à desejável margem de segurança para a não ocorrência de uma espiral deflacionária deletéria (uma preocupação bem importante nos BCs de países desenvolvidos até bem pouco tempo atrás) até o fato considerado por Blanchard citado anteriormente, sobre a falta de espaço para cortes de juros caso necessário. Segundo Bernanke *“Esses riscos sugerem que a meta de inflação deveria ser definida acima de zero – digamos, ao redor de 1% a 3%.”* Na prática os BCs de países desenvolvidos como EUA, Inglaterra, Canadá, Austrália escolheram 2% como meta enquanto países emergentes, mais sensíveis a choques econômicos e financeiros,

## Adoption of Inflation Targeting

Fonte: Bhalla, S. Surjit, Bhasin, Karan, & Loungani, Prakash. *Macro Effects of Formal Adoption of Inflation Targeting*. 2023

#	Country	Year of IT Adoption	Average Inflation (over 3 years)		Change
			Pre-II	Post-II	
1	New Zealand	1989	11,7	3,2	↓
2	Canada	1991	4,6	1,2	↓
3	UK	1992	7,1	2,4	↓
4	Australia	1993	3,8	3,1	↓
5	Sweden	1993	7,4	1,2	↓
6	Czech Republic	1997	9,2	5,5	↓
7	Israel	1997	11,2	3,9	↓
8	Poland	1998	20,9	7,5	↓
9	Brazil	1999	8,6	7	↓
10	Chile	1999	6,2	3,3	↓
11	Colombia	1999	19,3	7,9	↓
12	South Africa	2000	6,9	7	
13	Thailand	2000	4,6	1,4	↓
14	Iceland	2001	3,3	3,5	
15	Mexico	2001	14	4,8	↓
16	Norway	2001	2,6	1,4	↓
17	Peru	2002	3,1	2,5	↓
18	Philippines	2002	5,1	4,5	↓
19	Guatemala	2005	7,1	8,2	
20	Indonesia	2005	8,2	9,9	
21	Romania	2005	16,6	6,4	↓
22	Armenia	2006	4,1	5,6	
23	Turkey	2006	12,8	8,5	↓
24	Ghana	2007	12,9	15,5	
25	Georgia	2009	9,5	4,9	↓
26	Serbia	2009	10,1	8,2	↓
27	United States	2012	1,5	1,1	↓
28	Japan	2013	-0,3	1,1	
29	Russia	2014	6,7	8,7	
30	Kazakhstan	2015	-	-	
31	Ukraine	2015	4,1	13,1	
32	Argentina	2016	-	-	
33	India	2016	7,7	5	↓

<sup>9</sup> Goodhart, Charles A. E. *What Should Central Banks Do? What Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?* 1994.

<sup>10</sup> Leia mais sobre esse assunto em nossa Carta 34, “Moeda, Tecnologia e Futuro”, disponível em nosso site turimbr.com/publicacoes/carta-turim/

<sup>11</sup> Alan Greenspan, ex-presidente do FED entre 1987 e 2006, deu sua definição num depoimento ao congresso americano em 2005 de que seria “um ambiente no qual mudanças esperadas no nível geral de preços não alteram as decisões das empresas e das famílias.”

<sup>12</sup> Bernanke, Ben S. *The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19* 2022. & Bernanke, Ben S., Laubach, Thomas, Mishkin, Frederic S., & Posen, Adam S. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. 1999.

escolheram metas mais elevadas e/ou banda de flutuação mais ampla. Chile, México e Colômbia, por exemplo, têm meta de 3%, e o Brasil ficou com meta de 4,5% entre 2005 e 2018.

A questão da justificativa para alteração nas metas está relacionada à “flexibilidade com moderação” que o regime permite. Uma das principais justificativas, ponto pacífico na literatura, é a ocorrência de forte choques de oferta como alta de preços de energia e alimentos, sobre os quais os BCs não têm controle algum e cujo aumento de juros para combater só aprofundaria a queda da atividade econômica. Outra forma de mudança temporária comumente utilizada na presença de choques é a extensão do prazo de tempo para a convergência da inflação para a meta que, na conjuntura atual, é o mecanismo que os BCs optaram para lidar com o choque da pandemia e da guerra entre a Rússia e a Ucrânia.

Finalmente cabe destacar a importância da credibilidade e da reputação do BC na ancoragem das expectativas de inflação em torno da meta. Quanto maior esta ancoragem menor é o custo da desinflação em termos de atividade econômica e emprego, a chamada taxa de sacrifício.

## O Caso Brasileiro

A primeira proposta de lei para uma regra de autonomia para o Banco Central do Brasil (BCB) enviada ao Congresso Nacional foi no início de 1989 (PLP 200/1989), mas foi apenas em 2021 que foi aprovado o marco legal que regulamentou a autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira do BCB através de lei complementar (PLP 19/2021). Com isso, a instituição foi desvinculada do Ministério da Fazenda (na época parte do ministério da Economia).

Hoje a estrutura da condução da Política Monetária (PM) funciona basicamente da seguinte forma: o Conselho Monetário Nacional (CMN), atualmente formado por dois membros de ministérios do governo (Ministério da Fazenda e Planejamento) e pelo Presidente do BC, determinam a meta de inflação (mensurada pelo índice IPCA) que será perseguida nos anos seguintes. A partir daí, cabe ao BC buscá-la por meio de seus instrumentos, primordialmente a definição da taxa Selic.

Já a presidência da autoridade monetária, bem como o corpo de diretores, é indicada pelo presidente da República para mandatos fixos de quatro anos (com possibilidade de reencaminhamento para um segundo mandato) não coincidentes ao mandato do presidente da República.<sup>13</sup>

Desde a implementação do Regime de Metas, em 1999 (meta de 8% na época), até 2022, a inflação ficou dentro dos limites da meta estabelecidos para cada ano 16 vezes (cerca de 71% do total). Em outras sete ocasiões ficou acima do teto e apenas uma vez, em 2017, ficou abaixo do limite inferior (embora por apenas 5 *basis points*<sup>14</sup>)<sup>15</sup>. Na época, Ilan Goldfajn, que havia assumido a presidência do Banco Central em meados do ano anterior, escreveu uma carta aberta justificando o acontecimento. No documento ele relatava que a inflação abaixo da meta era resultado de uma série de fatores, incluindo a recessão econômica, a queda dos preços dos alimentos e a implementação de políticas monetárias eficazes.

À época em que Ilan assumiu, havia alguma pressão para subir a meta, mas a decisão final foi por mantê-la. No passado, as metas de inflação haviam sido revisadas para cima duas vezes. Uma em 2002, sob a gestão de Arminio Fraga, em meio à grande incerteza política e econômica às vésperas da eleição presidencial diante de forte depreciação cambial. Logo em seguida, em 2003, o recém-apontado Presidente do BC, Henrique Meirelles, anunciou que sua política de juros teria por objetivo atingir uma inflação de 8,5% em 2003 e 5,5% em 2004. Nesse caso, a meta de 2003 não foi revogada oficialmente, apenas descumprida. Em ambos os casos, a autoridade monetária julgou que o custo da desinflação rápida (provavelmente causando recessão) era alto demais.

Após esse período, tivemos certa estabilidade na meta de inflação. De 2005 até 2018 ela foi mantida em 4,5%. Foi apenas em 2019 que as metas de inflação passaram a ser reduzidas gradualmente – em 25 pontos base por ano – até que atingissem 3,0% em 2024, nível em linha com o visto em outras economias emergentes como México, Chile e Colômbia. A banda de variação, por sua vez, ficou estável em 2,0 pontos percentuais (para cima ou para baixo) desde 1999 até 2016, caindo para 1,5 p.p. de 2017 em diante.

## Inflação, meta e bandas desde a implementação do Regime de Metas de Inflação

Fonte: Elaboração própria com dados de Macrobond.

Ano	Meta de inflação	Limite inferior	Limite superior	IPCA
1999	8,00	6,00	10,00	8,94
2000	6,00	4,00	8,00	5,97
2001	4,00	2,00	6,00	7,67
2002	3,50	1,50	5,50	12,53
2003	4,00	1,50	6,50	9,30
2004	5,50	3,00	8,00	7,60
2005	4,50	2,00	7,00	5,69
2006	4,50	2,50	6,50	3,14
2007	4,50	2,50	6,50	4,46
2008	4,50	2,50	6,50	5,90
2009	4,50	2,50	6,50	4,31
2010	4,50	2,50	6,50	5,91
2011	4,50	2,50	6,50	6,50
2012	4,50	2,50	6,50	5,84
2013	4,50	2,50	6,50	5,91
2014	4,50	2,50	6,50	6,41
2015	4,50	2,50	6,50	10,67
2016	4,50	2,50	6,50	6,29
2017	4,50	3,00	6,00	2,95
2018	4,50	3,00	6,00	3,75
2019	4,25	2,75	5,75	4,31
2020	4,00	2,50	5,50	4,52
2021	3,75	2,25	5,25	10,06
2022	3,50	2,00	5,00	5,79

Na coluna IPCA, colunas em laranja, representam ano com inflação acima do teto da meta e a linha verde representa IPCA abaixo do limite inferior. \*A Carta Aberta, de 21/01/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

<sup>13</sup> O mandato do presidente do BCB tem duração de 4 anos com início no dia primeiro de janeiro do terceiro ano do mandato do presidente da república.

<sup>14</sup> 1 basis points ou 1 bp = 0,01% ou 1/100 pontos percentuais

<sup>15</sup> Segundo apresentação do BCB na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal de 2023, Chile, Colômbia e Peru (que adotaram o RMI no mesmo ano ou após o Brasil) tiveram todos oito anos de inflação acima do limite superior da meta, enquanto o Brasil teve apenas sete.

Recentemente, como mencionado na introdução deste texto, a discussão sobre o nível ideal da meta de inflação no Brasil foi retomada. O gráfico abaixo mostra o descolamento das expectativas de inflação da meta de 3% para os anos de 2025 e 2026 ao longo deste ano. Este descolamento coincide com os ataques à autonomia do BC e à atual meta de inflação.

Esta desancoragem é problemática, pois altera o comportamento dos agentes que definem preços, se refletindo, por exemplo, num aumento do *passthrough* de depreciações cambiais.<sup>16</sup>

A discussão em si não é um problema. Os argumentos contrários a uma alteração se baseiam na semelhança com as metas de outros países emergentes e no custo reputacional de alterar a meta em um momento de inflação elevada. Mas a defesa de uma mudança tem bons argumentos, que vão desde o custo econômico para se alcançar as metas estipuladas em um ambiente de desaceleração econômica, o elevado grau de indexação da economia brasileira, a maior rigidez do mercado de trabalho até as dificuldades em conciliar metas baixas num ambiente de fragilidade fiscal caracterizado por dívida bruta alta e pouco espaço para ampliação dos gastos públicos.<sup>17</sup>

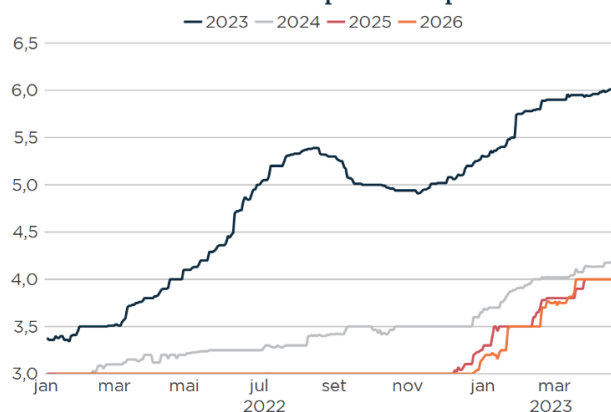
## Conclusão

Autonomia do BC foi um importante avanço institucional do país e em combinação com o regime de metas de inflação constitui poderosa força para manter a inflação sob controle, que foi conquistada a duras penas.

Não é um tabu que a sociedade discuta e eventualmente alterem-se parâmetros do regime de metas de inflação, a própria meta ou aprimorá-la ao longo do tempo conforme a experiência. O arcabouço de MI é flexível e o BCB atualmente tem usado esta flexibilidade através da extensão do horizonte em que se preocupa na convergência da inflação para a meta.

De qualquer forma, é bem possível que o CMN vá alterar a meta de inflação no Brasil para 4% e, não é por acaso, que as expectativas de inflação do Boletim Focus estão se estabilizando em torno deste patamar. No entanto, a comunicação e condução desta mudança é de suma importância. O que nos parece equivocado é aumentar a meta de inflação de forma atabalhoada como forma de pressionar o BC para cortar juros. Isto seria um duro golpe na autonomia e no arcabouço de metas de inflação.

Focus: Mediana das Expectativas para o IPCA



Fonte: Macrobond e Turim

<sup>16</sup> Assistimos a palestra com Carlos Carvalho e Marco Bonomo no CDPP em abril onde eles debateram o assunto "Determinação de Preços Individuais Quando as Expectativas Estão Desancoradas". <https://iepecdg.com.br/periodo-seminario/2023-1/> Em breve, eles publicarão o paper "Price Setting when Expectations are Unanchored" sobre o tema.

<sup>17</sup> Araujo, A.; Santos, R.; Lins, P. C.; Valk, S. *Inflation Targeting under Fiscal Fragility*. 2020.

## O que atletas e gestores de sucesso têm em comum?

Quais as semelhanças entre o sucesso de Rafael Nadal e Warren Buffet? Buffet é famoso por passar longas horas lendo relatórios, notícias e dados financeiros. Nadal é conhecido por passar horas treinando para suas competições e aperfeiçoando sua técnica nos mínimos detalhes. Buffet é famoso por sua abordagem de investimento de longo prazo, investindo em empresas nas quais enxerga modelos duráveis e resistentes à concorrência, dando menos importância a flutuações de curto prazo no mercado. Nadal, ao sempre destacar a importância do treinamento contínuo e do trabalho duro, tanto individual quanto da equipe que o acompanha em sua trajetória de sucesso, também não difere muito desse modelo capaz de olhar além das oscilações momentâneas e focar em um objetivo maior. Ambos enfrentaram dificuldades e obstáculos - desde prejuízos e crises financeiras a derrotas e lesões - mas sempre demonstraram os mesmos tons de resiliência, determinação e dedicação ferrenha em suas carreiras, muito maiores do que que esses percalços.

Ambas podem parecer profissões muito diferentes, uma puramente intelectual, a outra puramente física. Ao se aprofundar no que faz um grande gestor ou um grande atleta, no entanto, se tornam cada vez mais claras as semelhanças entre os dois lados de uma mesma moeda: o quanto o aspecto físico é necessário para manter o intelectual em alto nível, e o quanto o domínio da complementariedade entre os dois se mostra um grande diferencial para os casos de sucesso.

Nas palavras de Muhammad Ali: *“Campeões não são feitos em academias. Os campeões são feitos de algo que eles têm dentro de si. Um desejo, um sonho, uma visão.”* Aventuramo-nos ainda a acrescentar que o mesmo se aplica não só às academias, mas às salas de estudo e às mesas de operação e de investimentos; e que em ambos os casos, ter uma equipe competente que o ajude a atingir a grandeza é aconselhável, se não necessário. *“Talento ganha jogos, mas trabalho em equipe e inteligência ganham campeonatos”*; disse Michael Jordan, conhecido de forma quase unânime como o melhor jogador de basquete de todos os tempos. Feita essa introdução, o que de fato faz um gestor de investimentos/patrimônio bem-sucedido e um atleta campeão?

### Disciplina e Determinação

*“Não há como contornar o trabalho duro. Abrace-o. Você tem que colocar as horas porque há sempre algo que você pode melhorar”*. Colocado de forma muito direta por Roger Federer, atletas de alta performance precisam treinar obstinadamente, seguindo uma rotina, dieta e calendário de trabalho rigorosos, para alcançar o máximo de seu potencial. Um gestor, seja de investimentos ou de patrimônio, precisa da mesma disciplina para seguir sua estratégia e não deixar que seu processo se torne obsoleto, tão suscetível a perder valor como o corpo não exercitado é suscetível a ganhar peso. Precisa também estar disciplinadamente acompanhando mercados, notícias, dados financeiros, tendências e resultados.

O talento é suficiente até certo ponto, mas quanto mais altos os níveis de competição, mais é a determinação que se mostra diferencial entre atingir ou não seus objetivos. Nas palavras de Cristiano Ronaldo, jogador de futebol português, *“Eu sinto uma necessidade sem fim de aprender, de melhorar, de evoluir, não apenas para agradar ao treinador ou aos fãs — mas para satisfazer a mim mesmo.”*

Bernardinho, conhecido principalmente como técnico da seleção brasileira de vôlei campeã olímpica (e também formado em economia), em uma palestra para o TEDx Talks<sup>1</sup> notou que a falta de disciplina e a incapacidade de lidar com frustrações são dois dos principais problemas dos empreendedores. Conectando as áreas nas quais foi muito bem-sucedido, ele reflete: *“Que ferramenta interessante, que a gente quase não usa que, é o esporte. No esporte você tem que ser disciplinado para ter algum tipo de êxito [...] e você lida com frustrações permanentemente, você perde, você ganha[...]”*. É difícil imaginar algum empresário ou gestor de investimentos que enxergue sua rotina de forma muito diferente disso. Luiz Orenstein, da gestora Dynamo, complementa no livro *Fora da Curva*: *“O esporte competitivo tem um conteúdo ético e disciplinar que, para você ser um cara bom em qualquer esporte e ter esse esforço do nadador, do golfista, você tem de ter muita disciplina, tem de gostar muito do que você faz.”*

### Estratégia e Planejamento

No esporte ou na gestão, não se vai muito longe somente no improviso. Atletas precisam desenvolver um plano de treinamento que leve em conta suas habilidades, fraquezas e objetivos. Da mesma forma, gestores de investimento precisam desenvolver estratégias de investimento que explorem suas especialidades, seus horizontes, o ambiente macroeconômico em questão e sua capacidade de gerenciamento de riscos. Além disso, na gestão de patrimônio, precisamos ir além, e também considerar os objetivos e apetite a risco dos clientes. Ambos precisam ser altamente adaptáveis a circunstâncias em mudança constante - pressão da torcida ou de seus *stakeholders*/clientes, condições da quadra onde se joga ou do mercado onde se opera, performance dos concorrentes - e capazes de tomar decisões informadas diante disso.

Mais além - e talvez de forma até contraintuitiva - não é apenas o trabalho intenso e constante que compõe suas rotinas. Estratégia e planejamento em alto nível envolvem, também, uma otimização até de seu descanso. A intuição de atletas amadores é se esforçar ao máximo, testando os limites de seu potencial, maximizando o que eles são capazes. Mas, no treinamento, você tende a construir a melhor máquina atlética quando a longevidade é favorecida em relação ao imediatismo. Pensando em gestão de patrimônio, que busca a perpetuidade dos recursos de famílias e instituições, essa talvez seja uma das lições mais importantes.

<sup>1</sup> [https://www.youtube.com/watch?v=j5e-56\\_Xo00](https://www.youtube.com/watch?v=j5e-56_Xo00)

Um grupo de pesquisadores analisou recentemente o cronograma de treinamento de esquiadores cross-country de nível olímpico<sup>2</sup>. Ao longo de um ano, os atletas treinaram em média 861 horas totais. Seu cronograma de treinamento ficou dividido entre 88,7% do tempo em intensidade leve, 6,4% em intensidade média e 4,8% em intensidade alta. Stephen Seiler, fisiologista do exercício, explicou: “[*Atletas profissionais de resistência*] passam muito tempo em baixa intensidade, onde podem se recuperar, e repetem isso dia após dia. É isso que realmente traz sucesso. Para que os níveis mais altos de desempenho sejam alcançados ao longo do tempo, o processo de treinamento deve ser sustentável. Em níveis mais altos de intensidade, níveis crônicos de estresse levam ao esgotamento e à estagnação.” E vemos resultados parecidos em estudos com corredores, ciclistas, remadores e nadadores profissionais<sup>3</sup>. Não é tão trivial estudar a intensidade da atividade intelectual de um gestor de investimentos para que seja algo sustentável – mas também não é difícil de enxergar as semelhanças.

Isso é bem ilustrado pelo conceito de “*economy of motion*”, no qual se elimina o desperdício de movimento e esforço. Como nas artes marciais, em que os mais experientes lutadores conservam sua energia para liberá-la no momento certo – esperando calmamente, observando, não se desgastando por longos períodos, para atacar apenas de forma certa e com máxima energia – a busca por um grande investimento também envolve toda essa maturação em ritmos metabólicos mais baixos (com o acúmulo de dados, tempo para se construírem as ligações entre eles para que as “peças do quebra-cabeça” façam sentido juntas) que culmina em um grande “ataque”. Grandes gestores (e principalmente os de patrimônio), assim como grandes atletas, não passam 90% do seu tempo em alta intensidade – ambos sabem, na verdade, quais são os 10% cruciais para isso, com a certeza de que vão capitalizar em cima das oportunidades verdadeiramente imperdíveis. A pergunta mais importante não é: “Quais são os maiores retornos que posso obter?” e sim “Quais são os melhores retornos que posso sustentar pelo maior período de tempo?” Este conceito parece ter sido levado ao extremo pelo conhecido investidor George Soros: “*Eu não vou trabalhar todos os dias. Só vou trabalhar nos dias em que faz sentido ir trabalhar. E eu realmente faço algo naquele dia.*”

### Pressão da Competição

O ambiente de alta pressão talvez seja a semelhança mais clara entre um atleta e um gestor. Atletas estão sujeitos às reações de multidões altamente passionais, defendendo não apenas sua própria reputação como muitas vezes a representação de todo seu país. É preciso lidar com o estresse da exigência de estar sempre performando em alto nível sob os olhares de milhões de espectadores. Da mesma forma – mas com um pouco menos de apelo midiático – gestores precisam lidar com a pressão de tomar decisões de investimento que movem bilhões em recursos, muitas vezes envolvendo a poupança ou patrimônio de milhares de cotistas, famílias ou instituições, em um ambiente altamente incerto e em constante mudança, no qual a informação flui cada vez mais rápido. É preciso ter a mesma capacidade de agir sob pressão, gerenciar os riscos e proteger o capital.

O alto grau de competitividade envolve também a capacidade de controle do ego. Seus fracassos não podem influenciar suas decisões futuras, e reconhecer suas fraquezas é essencial para se ter consciência do que precisa melhorar – especialmente por meio da humildade em se aliar à uma equipe capaz de contrabalancear isso. Ray Dalio, fundador da Bridgewater Associates, um dos maiores *hedge funds* do mundo, acredita que “*o maior problema enfrentado pela humanidade é a sensibilidade do ego para descobrir se você está certo ou errado e identificar quais são seus pontos fortes e fracos.*” Seu mais famoso preceito – “transparência radical” – é a forma que encontrou para institucionalizar a capacidade de lidar com isso ao redor de toda a empresa que construiu (algo que Dalio atribui como fundamental para seu sucesso).<sup>4</sup>

A psicóloga e performance coach, Denise Shull, aborda o mesmo tema ao ressaltar que muitas pessoas que não obtêm o sucesso que esperavam simplesmente não estão dispostas a mudar de ideia quando surgem novas informações: “*Assim como no trading, você precisa ter uma mentalidade flexível no esporte. Você precisa ser capaz de se adaptar às mudanças e ajustar sua abordagem conforme necessário.*” É o que Annie Duke, ex-jogadora de pôquer profissional e autora de diversos livros sobre a tomada de boas decisões em situações de incerteza, expõe em “How to Decide”. Embora sua temática direta seja focada em jogos de aposta, muitos de seus ensinamentos são relevantes para outros campos, entre eles o esporte e o mercado financeiro.

A lição mais importante é uma síntese do Bayesianismo: a necessidade de aprender com os resultados e ajustar constantemente a estratégia a partir disso. Para lidar com a incerteza, Duke recomenda a criação de cenários hipotéticos e o planejamento de opções de resposta para cada um deles. Do atacante que raciocina em qual lado da trave o goleiro vai pular para defender seu pênalti, ao gestor que tenta antecipar a reação do mercado à determinado dado econômico, é esse mesmo preceito básico que os permite – às vezes conscientemente, às vezes instintivamente – estarem preparados para reagir a diferentes situações de forma rápida e eficiente, mesmo diante do imprevisível.

Tão importante quanto ganhar é saber lidar com o fracasso. O esporte ensina a assumir a responsabilidade sobre os seus erros, não colocar a culpa em seu oponente ou em variáveis que não podem ser controladas. Jordan disse: “*Errei mais de 9.000 cestas e perdi quase 300 jogos. Em 26 diferentes finais de partidas fui encarregado de jogar a bola que venceria o jogo... e falhei. Eu tenho uma história repleta de falhas e fracassos em minha vida. E é exatamente por isso que sou um sucesso.*” Outro ensinamento da psicóloga Schull é importante aqui: “*O controle emocional é crucial no esporte e no trading. Aqueles que podem controlar suas emoções são mais propensos a tomar decisões inteligentes e bem pensadas.*”

<sup>2</sup> “Quantifying training intensity distribution in elite endurance athletes: is there evidence for an “optimal” distribution?” Scand J Med Sci Sports (2006)

<sup>3</sup> “Impact of Training Intensity Distribution on Performance in Endurance Athletes” (2007) / “What is Best Practice for Training Intensity and Duration Distribution in Endurance Athletes (2010) / “Changes in Rowing Technique Over a Routine, One Hour Low Intensity High Volume Training Session” (2008) / “Swimmers’ Training Patterns in the 25 Weeks Prior to Their Season’s Best Performances: Insights Into Periodization From a 20-Years Cohort” (2019).

<sup>4</sup> Recomendamos a leitura de seu livro “Principles” onde Dalio se aprofunda sobre as verdades fundamentais.

### Unindo o esporte e a gestão de recursos

Existem diversos atletas que acabaram se tornando grandes investidores com as fortunas que fizeram, como Michael Jordan (inclusive, ao escrever essa carta, ele está em processo de venda do time da NBA do qual é dono, Charlotte Hornets). Existem grandes gestores que tiveram um passado (e mantém um presente) vinculado à prática de esportes, como Pierre Andurand, ex-nadador profissional na juventude, um grande investidor de commodities (e cuja empresa conta com outro nadador, medalhista olímpico, que já ganhou inclusive de Michael Phelps).

Um caso de destaque na intercessão dos dois mundos é o de Bill Campbell, treinador de futebol americano que se tornou mentor de empreendedores como Steve Jobs, Jeff Bezos e Larry Page. Levando a filosofia do campo para o mundo dos negócios, ele conseguiu auxiliar seus mentorados a elevar o patamar de suas empresas ao nível mais alto, ajudando-os a desenvolver habilidades de liderança e tomada de decisão. Ele também é conhecido por ter desenvolvido uma abordagem única para o *coaching* executivo, que se concentra em ajudar os líderes a desenvolver sua "inteligência emocional" e a construir relacionamentos fortes com suas equipes.

Para além dos paralelos que se fazem mais claros na superfície - qual é a relação científica entre os dois universos? O que torna a prática de esportes uma aliada de grande valor ao contexto de gestão de patrimônio?

É conhecimento comum que o exercício físico aumenta a liberação de endorfina ("hormônio do prazer") no cérebro, mas é interessante pontuar que isso pode ajudar a melhorar a função cognitiva em áreas como a atenção e a memória<sup>5</sup>. Outro hormônio liberado na atividade física é a dopamina, responsável por provocar a sensação de prazer e melhorar a motivação, e estudos comprovam que ela ajuda a aumentar a flexibilidade cognitiva em situações de pressão<sup>6</sup>.

Conhecido como o "hormônio da felicidade", a serotonina também ajuda com a regulação do humor. Um artigo científico concluiu que o exercício aeróbico aumentou a disponibilidade de serotonina no cérebro e melhorou o desempenho cognitivo em jovens adultos saudáveis, incluindo a memória e a atenção seletiva<sup>7</sup>. Seu aumento significativo no cérebro melhora a capacidade de lidar com situações estressantes e de realizar tarefas cognitivas complexas<sup>8</sup>. Em contrapartida, baixos níveis de serotonina podem afetar negativamente processos cognitivos, contribuindo para o "fog" mental, uma condição caracterizada pela dificuldade em se concentrar, processar informações e tomar decisões.

Estudos conduzidos pela neurocientista Wendy Suzuki, professora da NYU, afirmam que apenas 30 minutos de atividades físicas são suficientes para melhorar a atenção e foco da pessoa pelas 2 horas seguintes à prática do exercício, além de proteger o cérebro do envelhecimento e de doenças neurodegenerativas<sup>9</sup>. Imagine seu cérebro como um músculo: quanto mais você treina, mais forte e maior ele fica.

Ciente do impacto biológico provocado pela realização das atividades físicas, o gestor poderá se sentir mais confiante para a tomada de decisão; tomar melhores decisões quando expostos a situações de alta pressão, inclusive com maior clareza sobre as informações disponíveis e ampliar sua capacidade de associação com situações similares que aconteceram no passado.

*"O que realmente me ajuda a dar conta do dia a dia é fazer exercícios. Corro e malho de duas a três vezes por semana, por mais de uma hora. É suficiente para manter corpo e mente sãos"* relata Leonardo Linhares, sócio da gestora SPX Capital, no livro *Fora da Curva 2*. Mark Cuban, empresário e investidor americano, também afirmou em uma entrevista que *"fazer exercícios é uma das melhores coisas que você pode fazer para aumentar a produtividade no trabalho"*. Olhando para a Turim, vemos uma mistura de triatletas (inclusive um ironman), ciclistas, corredores, kite-surfistas, praticantes do jiu-jitsu, golfistas, tenistas, velejadores, um piloto e até jogadores de xadrez. Mesmo os classificando como hobbies ou hábitos amadores, o sentimento comum é que eles contribuem para o bem-estar mental e físico.

*"Nós somos aquilo que fazemos repetidamente. Excelência, portanto, não é um ato mas sim um hábito."* - Aristóteles

Como vimos, gestores e atletas de sucesso precisam ter disciplina, determinação, planejamento, capacidade estratégica e aptidão psicológica para lidar com ambientes de pressão. Simplificando a fórmula de juros compostos a retorno ao poder do tempo, podemos concluir que tempo é o expoente que faz o trabalho pesado. Pensando como um investidor, para ter o melhor resultado a longo prazo, o mais importante não é quanto investiu inicialmente e sim o quanto cedo você começou. A disciplina e o poder do tempo o levam a atingir seus objetivos financeiros. O denominador comum de quase todas as grandes fortunas e o sucesso de grandes atletas não são retornos ou vitórias; é resistência e longevidade. É a repetição dos retornos e das vitórias e isso vem do tempo que cada um se dedica a se melhorar, em aprender, a trabalhar, a treinar cada vez mais - e repetir isso dia após dia.

Da gestão, aprendemos a nos preparar para uma gama de cenários futuros radicalmente diferentes, a tomar decisões sob pressão e a proteger o capital de variáveis externas que podem influenciar o resultado - o que inclusive se alinha com o propósito da Turim de perpetuar o patrimônio dos nossos clientes para que possam alcançar seus objetivos e sonhos, fazendo com que seu legado atravesse gerações. Do esporte, aprendemos que não é possível acertar e ganhar todas as vezes, a trabalhar em equipe, a não depender exclusivamente do seu talento e aprendemos a lidar com condições adversas. Na interseção dos dois temos um campeão.

5 "The effects of acute exercise on cognition in adults: a systematic review with meta-analysis of randomized controlled trials" (2017)

6 "Predictive decision making driven by multiple time-linked reward representations in the anterior cingulate cortex" (2016)

7 "Aerobic exercise and neurocognitive performance: a meta-analytic review of randomized controlled trials" (2010)

8 "Tryptophan supplementation induces a positive bias in the processing of emotional material in healthy female volunteers" (2006)

9 "The effects of aerobic exercise on cognitive function. In Journal of sports science & medicine" (2013)