

Sobre Inflação e Juros no Brasil

*Ricardo de Menezes Barboza**

A inflação preocupa. Basicamente, porque a sociedade se incomoda com ela. Não fosse o mal-estar que gera, não perderíamos tanto tempo discutindo a melhor forma de combatê-la.

De fato, a inflação encerrou 2015 em 10,7%, muito acima da meta de inflação (4,5%). Isto, vale frisar, a despeito da queda de 3,8% do PIB, a terceira maior queda desde o inicio do século XX. Para 2016, há perspectiva de nova contração econômica (o consenso Focus projeta queda de 3,6%) e as expectativas para o IPCA (do Top 5) se encontram em cerca de 8%.

Como isso é possível? Por que a inflação não cede mais?

Antes de tudo, cabe reconhecer que a inflação possui muitos determinantes e que a atividade econômica é apenas um deles. E nesse ponto não deveríamos focar no crescimento do PIB.

A relação teórica relevante se dá entre hiato do produto e inflação, e não entre crescimento e inflação. Por exemplo, se um país cresce muito, mas parte de uma situação de muita folga, não há porque imaginar que isso se transforme em pressão inflacionária.

Mas o hiato do produto não é diretamente observável. Ele requer uma medida de produto potencial, que verdadeiramente desconhecemos, a despeito de todo esforço de estimação. Vamos supor, porém, que isso seja detalhe e que o hiato corrente já esteja em terreno muito negativo, como mostram as estimativas disponíveis. Por que então a inflação não converge?

Uma hipótese forte é que a inércia inflacionária aumentou muito no passado recente. Seja porque o Banco Central perdeu credibilidade, seja porque foram reintroduzidas regras formais de indexação, seja porque ultrapassamos a barreira dos dois dígitos no IPCA, o que importa é que a inflação passada ganhou importância na determinação da inflação presente.

Pode-se mostrar que quanto maior a inércia, mais lento será o decaimento da inflação. Posto de outra forma, maior será o peso dos hiatos passados - isto é, de quando a economia ainda estava aquecida - na determinação da inflação de hoje.

Não bastasse isso, complicadores adicionais fazem parte do problema.

Primeiro, sofremos uma inflação corretiva em 2015, com insumos importantes, como energia e combustíveis, aumentando incríveis 51% e 20%, respectivamente. Tais aumentos levam tempo para reverberar pela economia. Exercícios com funções de resposta ao impulso mostraram que choques nestes insumos são os de maior propagação entre os grupos do IPCA.

Segundo, os efeitos da depreciação cambial de 2015, superior a 40%, ainda não se dissiparam totalmente. Embora as estimativas usuais de pass-through não sejam muito altas e a maior parte se concentre em até seis meses após o choque, é possível que haja resquícios de contaminação ainda por aparecer, dada a magnitude da depreciação acumulada.

Terceiro, porque as expectativas de inflação estão des ancoradas até 2020, indicando falta de credibilidade do Banco Central. Sobre isso, a literatura é categórica: mesmo diante da fraqueza econômica, a inflação pode ser maior se as expectativas estiverem des ancoradas.

Obviamente, outros fatores compõem a explicação da inflação que atravessamos¹. Entretanto, gostaria de alocar o restante do espaço para outra questão.

Sabemos que a alta inflação de 2015 ocorreu em ano de contração monetária, quando a taxa de juros subiu de 11,25% em out/2014 até 14,25% em jul/2015 - patamar em que se manteve.

Tomado o movimento a valor de face, muitos economistas passaram a duvidar da eficácia da taxa de juros no combate à inflação. Mas a verdade é que historicamente a taxa de juros tem se mostrado eficaz no combate à inflação, consideradas as defasagens usuais, de cerca de seis trimestres. Modelos estruturais e formas reduzidas revelam este resultado.

Ocorre, no entanto, que a economia brasileira atravessa um período de altíssima incerteza, quiçá o mais turbulento de sua história econômica.

Sob essas condições, a política monetária pode perder tração. Ainda não há evidência desse resultado para o Brasil, mas para outros países já existem trabalhos na literatura².

Isto posto, e considerando a precária situação fiscal, o Banco Central tem acertado na decisão de não fazer aumentos adicionais à Selic, o que poderia trazer mais custos do que benefícios.

É razoável, portanto, manter a taxa de juros inalterada por alguns meses até que se confirme a efetiva trajetória de desaceleração da inflação que, por enquanto, só vemos nos modelos.

* Ricardo de M. Barboza é economista do Grupo de Conjuntura Econômica do IE-UFRJ.

Artigo publicado no Jornal dos Economistas na edição de abril de 2016.

¹ Sobre esses fatores, ver Viana, C. "Possíveis Razões para a Inflação Elevada". Valor Econômico, 27/11/2015.

² Ver, por exemplo, Aastveit, Natvik, and Ola (2013), "Economic uncertainty and the effectiveness of monetary policy".