

## Inflação só de Chico?

Ricardo de Menezes Barboza\*

Em 2017, o Banco Central perdeu a meta de inflação. O alvo era 4,5%, com um intervalo de tolerância entre 3% e 6%. Mas o IPCA fechou aquele ano em 2,95%. Conforme manda o ritual (leia-se, o Decreto 3088/1999), o Presidente do BC teve que escrever uma carta aberta, esclarecendo as razões do desvio.

Na carta aberta, ficou claro que *“a inflação ficou ligeiramente abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância da meta em razão da deflação dos preços de alimentos no domicílio”*. Em seguida, a carta esclareceu que *“se excluirmos do IPCA o subgrupo alimentação no domicílio, fazendo posteriormente a reponderação do índice, a inflação passaria para 4,54% em 2017, valor muito próximo à meta”*. Por fim, frisou que o *“comportamento excepcional dos preços dos alimentos no domicílio”* era decorrente de *“choques fora do alcance da política monetária”*.

Traduzindo do economês para o português: a inflação em 2017 ficou abaixo da meta por uma questão de azar e o BC não teve muita culpa nisso.

Isto posto, poderíamos recorrer ao famoso ditado popular que diz que *“pau que bate em Chico também bate em Francisco”* para analisar o comportamento da inflação depois de 2017 - mantendo, é claro, a mesma lógica inaugurada naquele ano.

Em 2018, a inflação também ficou abaixo da meta (3,75% contra 4,5%). Mas se seguíssemos a lógica supracitada, veríamos que a inflação que exclui os preços dos alimentos (e repondera o índice) ficou em 3,6%, mais próxima do limite inferior do intervalo de tolerância do que da meta de inflação.

Mas em 2018 nada foi dito sobre isso. O pau que bateu em Chico não bateu em Francisco.

Seguindo com o argumento, chegamos em 2019, ano que a inflação acumulou uma alta de 4,31%, resultado bem próximo à meta de 4,25%. Mas verdade seja dita: a inflação só ficou virtualmente na meta por causa de um choque altista nos preços dos alimentos no domicílio (vejam só, no mesmo grupo que atrapalhou o BC em 2017).

O choque decorreu da gripe suína africana que devastou o rebanho de porcos na China e fez esse país importar (muita) carne do Brasil. Com menos carne disponível no mercado doméstico, os preços subiram e as carnes ficaram salgadas.

Mas não há o que parabenizar o BC. O choque que levou a inflação pra meta foi fruto do acaso, algo que independeu da influência da autoridade monetária, que nem a própria autoridade monetária afirmou em 2017.

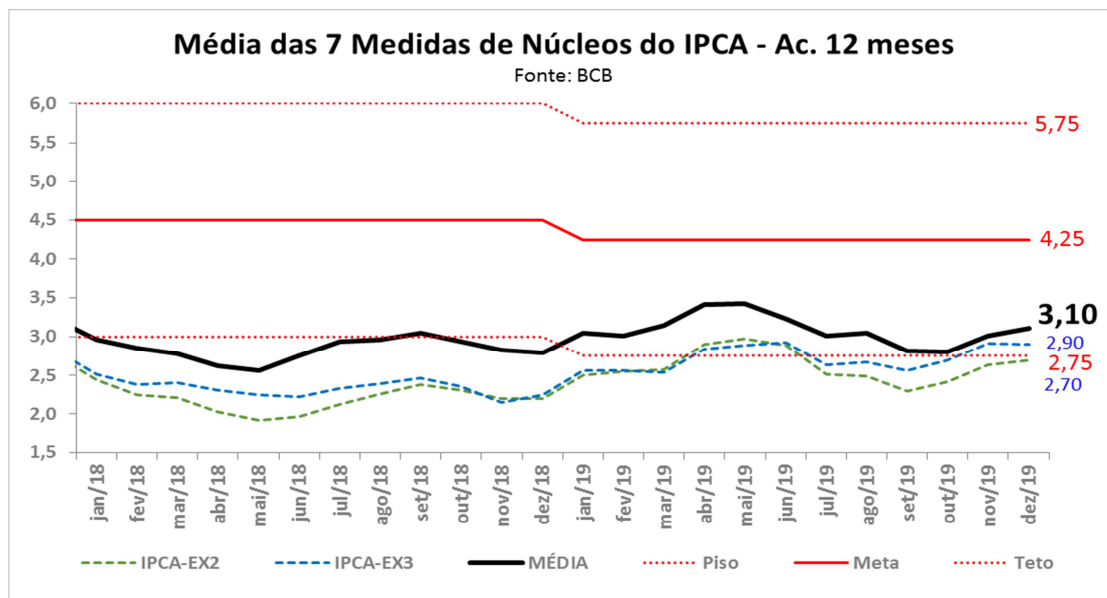
Para usar as mesmas palavras do BC, que guardamos na memória, *“se excluirmos do IPCA o subgrupo alimentação no domicílio, fazendo posteriormente a reponderação do índice”*, a inflação de 2019 passaria para 3,65%, valor novamente bem abaixo da meta.

Diante disso, acho que poderíamos melhorar um pouco a nossa análise da inflação no período. Ao invés de excluirmos apenas a inflação de alimentos (procedimento um tanto *ad-hoc*), podemos analisar as medidas de núcleo de inflação no Brasil de 2017 pra cá.

Para quem não sabe, núcleos de inflação buscam minimizar a influência de itens de maior volatilidade no indicador agregado, com o objetivo de avaliar a tendência da inflação sem os efeitos de choques

temporários que atrapalham a visão do motorista. Nos EUA, por exemplo, é uma medida de núcleo de inflação que mais importa para a condução da política monetária.

Não faltam medidas de núcleo no Brasil - só o Banco Central calcula sete! Para não sermos (mais uma vez) *ad-hoc*, vamos considerar a média das sete medidas como referência (ver Gráfico).



Assim procedendo, o diagnóstico resta claro: a inflação subjacente tem gravitado ao redor do piso do intervalo de tolerância no Brasil desde o final de 2017! Vejam vocês que a linha vermelha do gráfico (que representa a meta) em momento algum é ameaçada pela média dos núcleos de inflação.

Se a economia brasileira estivesse crescendo de acordo com seu crescimento potencial, o núcleo ficaria fluando ao redor da meta. Como estamos fluando ao redor do piso, isso sugere que o país segue operando com uma ociosidade desnecessariamente elevada, que se reflete tanto na alta e inaceitável taxa de desemprego, quanto nos baixos níveis de utilização da capacidade instalada.

A atividade econômica está tão fraca (a despeito do otimismo que recentemente tomou conta dos analistas, mas que, ao que parece, deu uma esfriada à luz dos últimos indicadores divulgados) e o desemprego está tão alto que as duas medidas de núcleo de inflação mais sensíveis à atividade (EX2 e EX3) fecharam 2019 em 2,7% e 2,9% - depois de fecharem 2017 e 2018 abaixo da meta.

É bom frisar que, segundo o Banco Central, *“tanto em testes de correlação, quanto em exercícios econométricos que incluem outras variáveis de controle, os núcleos EX2 e EX3 mostraram maior aderência do que os demais núcleos a medidas de hiato do produto. Nesse sentido, o EX2 e o EX3 parecem incluir componentes da inflação mais sensíveis ao ciclo econômico”*.

Em suma, quando analisamos as medidas de inflação subjacente no Brasil, percebemos que a lógica que bateu em Chico em 2017 seguiu batendo em Francisco em 2018 e 2019 (e, ao que parece, seguirá batendo em 2020). Em bom português, isso é sintoma de uma economia ainda com muita folga. Uma média de várias medidas de hiato do produto segue sugerindo uma ociosidade de -4,3% no Brasil, mais do que o dobro do observado quando a crise de 2008 desembarcou no Brasil - o que nos fez acionar diversas medidas anticíclicas. Chico, é preciso cautela ou perseverança?

**\* Ricardo de Menezes Barboza é Professor Colaborador da Coppead/UFRJ e Mestre em Macroeconomia pela PUC-Rio. As opiniões aqui são estritamente pessoais. Publicado no Valor em 30/01/2020.**