

A normalização monetária

Por: Ricardo Barboza e Braulio Borges

Considerando o consenso corrente do mercado e as comunicações recentes da autoridade monetária, é bastante provável que a taxa Selic seja majorada em 50 pontos-base na reunião do Copom deste mês, dando início a um ciclo de elevação da taxa básica que deve prosseguir pelo menos até o final de 2022.

Há muita divergência nas apostas, mas alguns analistas e operadores do mercado apontam que o juro real ex-ante no Brasil já deveria atingir algo entre 2,5% e 3% a.a. na virada de 2021 para 2022, partindo de terreno negativo no final do ano passado.

Como toda política pública, as decisões do Copom também deveriam ser tomadas com base em uma análise cuidadosa de custos e benefícios – e já levando em conta o novo mandato do Banco Central, que passou a englobar o objetivo explícito de estabilização do ciclo econômico.

Neste artigo, gostaríamos de chamar atenção para os custos de uma normalização monetária muito rápida e precipitada, em especial quando se leva em conta o fenômeno da histerese econômica (conforme abordamos em nosso último artigo aqui no Valor). Senão, vejamos.

Primeiro, é preciso ter claro que, a despeito de o PIB ter encerrado 2020 em nível “apenas” 1,1% inferior ao observado no final de 2019, a taxa de desemprego estava quase 4 p.p. maior nessa comparação, atingindo o maior patamar desta variável desde a década de 70.

Ademais, há razoável consenso dentre os analistas de que a economia brasileira já estava operando bastante aquém do pleno-emprego antes da eclosão da pandemia. Estimar o hiato do produto, uma variável não observável, tem sido um desafio ainda maior nesse contexto de pandemia, que gerou oscilações bruscas da taxa de atividade (PEA/PIA), da ocupação, das horas trabalhadas e da produtividade – isso não só no Brasil, mas no mundo todo.

Contudo, uma forma relativamente simples de se aquilatar a evolução da ociosidade envolve comparar o total de horas trabalhadas (população ocupada vs horas médias efetivamente trabalhadas) no final de 2020 com o começo do mesmo ano ou com a tendência pré-pandemia. Essa conta aponta uma diferença de -11,1% (sobre final de 2019) a -12,4% (em relação à tendência 2018-19 extrapolada para 2020).

Nos EUA essa mesma conta indica algo entre -7% a -8%. Como na maior economia do mundo a situação era de pleno-emprego antes da pandemia, os valores acima correspondem a uma boa estimativa do hiato propriamente dito. No caso brasileiro, as estimativas apontavam que o hiato já era negativo antes da crise de 2020, de modo que os valores supracitados corresponderiam a acréscimos ao excesso de ociosidade.

É verdade que, em termos do estoque de capital industrial, as leituras recentes do NUCI apontaram valores em torno de sua média histórica (e 4 p.p. acima dos níveis pré pandemia). Contudo, sabemos que isso é inflado em boa medida pela recomposição de estoques consumidos no 2º trimestre, processo que tenderá a ser concluído nos próximos meses. Ademais, isso reflete a utilização do capital em apenas um setor, que responde por pouco mais de 10% do PIB pelo lado da oferta. A utilização de outras estruturas produtivas continua muito aquém dos níveis pré-pandemia, como sugerem o fluxo pedagiado nas rodovias (-9% em jan/21 vs jan/20, segundo a ABCR), a carga de energia (85% da garantia física em jan/21 vs 86,5% um ano antes, segundo a CCEE) e a taxa de vacância de prédios de escritórios em São Paulo (17,3% no 4º trimestre de 2020, vs 13,3% no 1º trimestre, segundo a Buildings), dentre outros.

Em segundo lugar, embora tenhamos recuperado boa parte das perdas do PIB na segunda metade de 2020, as indicações mais recentes apontam que atividade econômica brasileira deverá apresentar estagnação ou mesmo queda no 1º semestre de 2020, na série livre de influências sazonais.

A chamada “segunda onda” vem acontecendo com a força de um tsunami sobre o sistema médico-hospitalar brasileiro nas últimas semanas, levando a novos lockdowns para evitar a repetição das trágicas cenas de Manaus em outras cidades e regiões do país, em um contexto no qual o ritmo de vacinação tem sido bastante inadequado, devendo atingir uma “velocidade de cruzeiro” de cerca de 2 milhões de doses por dia apenas a partir de abril. Isso significa que os meses de março e abril devem apresentar contração relevante da atividade e do emprego, como sugere a análise feita pelo BCB, para o caso do Amazonas, no Boletim Regional mais recente.

Em terceiro lugar, os livros-texto e a prática nos ensinaram que a autoridade monetária deve buscar compreender quais são os determinantes da inflação, se são fatores mais ligados à demanda ou a “choques” de oferta, bem como se tais efeitos tendem a ser temporários ou não. No rol dos “choques de oferta”, temos eventos climáticos, incidentes, guerras, “apagão” restrições à mobilidade, bem como mudanças de preços relativos decorrentes de oscilações cambiais e de preços de commodities.

Em um regime de metas de inflação, quando a autoridade dispõe de credibilidade e autonomia, caso alguns choques temporários desviam a inflação cheia da meta central, a reação considerada mais adequada costuma ser a de acomodar os efeitos primários nos intervalos de metas e combater apenas os efeitos secundários, talvez alongando o horizonte de convergência da inflação cheia a depender da magnitude do choque primário (de modo a não sacrificar excessivamente a atividade econômica).

Nesse contexto, a calibragem da política monetária deve dar maior peso às medidas de núcleo de inflação. No Brasil, tais medidas vêm correndo perto do piso do intervalo de metas desde 2017, tendo acontecido isso também em 2020. Embora elas tenham acelerado recentemente, ainda assim nossas projeções sugerem que elas tendem a encerrar 2021 abaixo da meta, caminhando para perto da meta somente em 2022 ou 2023. É digno de nota o fato de que o nosso Banco Central, em contraste com o Federal Reserve dos EUA e o BC do Chile, não publica suas projeções para os núcleos.

Diante disso, não é claro que o Banco Central deveria elevar a Selic já neste mês, bem como sancionar a normalização agressiva embutida hoje na estrutura a termo do juro. O balanço de riscos deve levar em conta tudo aquilo que foi colocado neste texto – e não apenas o cenário para a inflação cheia de 2021 -, com o BCB comunicando isso de forma clara para coordenar as expectativas de médio e longo prazos.

Do contrário, depois não adianta comunicar que *“a longa duração da recessão pode ter produzido restrições de oferta”*. O desemprego natural mais alto por aqui não terá nada de natural – mas será algo cuidadosamente construído.

* Ricardo Barboza é Professor da Alumni Coppead-UFRJ e Mestre pela PUC-Rio.

** Bráulio Borges é pesquisador associado do IBRE/FGV, economista sênior da LCA e Mestre pela USP. As opiniões aqui expressas são estritamente pessoais.