

## E o novo mandato, BC?

Por: Ricardo Barboza e Braulio Borges

A última decisão do Copom foi surpreendente. Primeiro, pela elevação de 75 bps na taxa Selic, quando o consenso de mercado apontava para uma alta de 50 bps. Segundo, pelo anúncio de outro aumento de 75 bps em maio, totalizando 150 bps de aperto monetário em plena segunda onda da pandemia. Terceiro, pela comunicação apresentada – que chamou a nossa atenção e que será o foco deste artigo.

Antes de começar, cabe deixar claro que o mandato formal do Banco Central mudou em fevereiro deste ano, quando aprovada a “lei de autonomia do BC” (LC 179/2021). Tal lei acrescentou como objetivos secundários da autoridade monetária a suavização dos ciclos econômicos e o fomento ao pleno emprego. Isso quer dizer que a função de reação do BC hoje não deveria ser a mesma de antes.

Curioso que já se passou mais de um mês desde a aprovação da lei de autonomia e: (i) o site do BC segue apresentando a sua missão antiga, de *“assegurar à sociedade a estabilidade do poder de compra da moeda e um sistema financeiro sólido, eficiente e competitivo”*; (ii) o Relatório Trimestral de Inflação de março não foi alterado na parte que trata dos “Princípios de condução da política monetária”.

Tomadas isoladamente, essas informações poderiam ser interpretadas como mera inércia institucional ou como fatores de baixa importância (ou, ainda, como implicância nossa). Mas, quando analisadas em contexto de contração monetária com uma taxa de desemprego recorde e em ascensão e com sinais de queda da atividade, daí a coisa muda de figura.

A verdade é que não houve absolutamente nada na comunicação do BC que desse importância ao seu novo mandato. Na verdade, o Relatório de Inflação divulgou um modelo de inflação que conta com uma regra de Taylor que dá peso zero ao hiato do produto – destoando daquilo que esperaríamos do BC sob o seu novo mandato.

Sabemos que alguns colegas enxergam com “maus olhos” a adoção de um duplo mandato por um BC. Neste caso, recomendamos o artigo *“Designing a Simple Loss Function for Central Banks: Does a Dual Mandate Make Sense?”*, de Debortoli, Kim e Lindé, publicado no *The Economic Journal* e com resultados amplamente favoráveis à inclusão da atividade ao mandato de um BC.

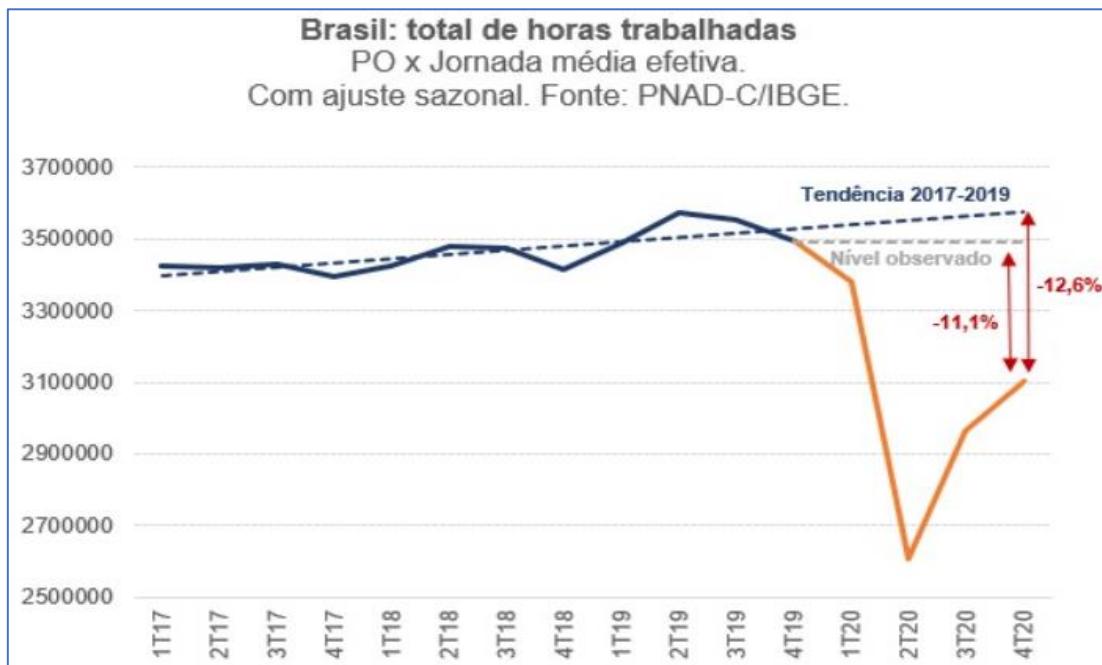
Isto posto, há alguns pontos da comunicação oficial que gostaríamos de discutir.

O primeiro é que o BC “recupera” sua estimativa de hiato do produto com base em quatro indicadores de atividade, incluindo os dados do CAGED. Isso é problemático devido à mudança metodológica na série do CAGED em janeiro de 2020, sendo difícil (senão impossível) conciliar a nova série com a antiga. E o fato de termos hoje cerca de 3 milhões de empregos com carteira “pendurados” no BEm enseja cautela em interpretar os dados de emprego formal no país.

A despeito disso, o Copom tem apontado que *“os dados de atividade e do mercado do trabalho formal sugerem que a ociosidade da economia como um todo se reduziu mais rapidamente que o previsto”*. Essa afirmação soa estranha diante das estimativas de hiato do produto do próprio BC.

No Relatório de Inflação de dezembro de 2020, o BC trabalhava com uma estimativa de hiato de -3,9% no quarto trimestre do ano passado e uma projeção de -3% para o primeiro trimestre de 2021. Já no Relatório de Inflação de março, o BC seguiu com -3,9% para o quarto trimestre de 2020, mas com -3,2% para o primeiro trimestre de 2021, ou seja, com uma ociosidade maior (e não menor) que a prevista.

Entendemos que tem sido desafiador estimar o hiato do produto no contexto atual. Mas há uma forma alternativa, bastante utilizada no debate econômico nos EUA, para medir a ociosidade do trabalho: comparar o total de horas efetivamente trabalhadas hoje com o começo de 2020 ou com a tendência pré-pandemia. O gráfico mostra que a ociosidade do trabalho se reduziu em relação ao “fundo do poço”, mas segue significativamente maior no último dado disponível do que no começo de 2020.



Um segundo ponto a ser destacado são as projeções relativamente otimistas do BC para o crescimento do PIB em 2021, ainda em 3,6%, a despeito das revisões baixistas nas projeções do mercado, hoje em 3,1%, ante 3,5% em fevereiro, com diversas instituições já prevendo algo entre 2,5% e 3%.

Um terceiro ponto é que as projeções de inflação do BC levam em conta algumas premissas que são questionáveis, começando pela própria projeção de PIB já mencionada. Ademais, o BC utiliza em seu cenário básico uma cotação da taxa de câmbio que parte de R\$ 5,70/US\$, chegando a quase 5,90 no final de 2022 (ao evoluir segundo a paridade de poder de compra). Com um crescimento do PIB neste ano em torno de 3,1% e um câmbio caminhando para R\$ 5,25/US\$ no final do ano que vem (projeções de consenso mais recentes), o modelo do BCB estaria apontando inflação abaixo da meta em 2022.

Isso ocorre, pois, dissipados os efeitos primários dos choques de oferta, a inflação tenderá a convergir para os núcleos de inflação, que vêm correndo em torno do piso da meta desde 2017, reflexo do hiato do produto bastante negativo desde então – e que deve persistir ao menos até 2023!

Esse último ponto nos leva a uma última colocação: em contextos como este que atravessamos, é crucial observar as projeções para os núcleos inflacionários para calibrar a política monetária, sobretudo sob um mandato dual (já que a correlação dos núcleos com a ociosidade doméstica é bem maior do que com a inflação cheia). Porém, o BC brasileiro, em contraste com os BCs de EUA, Euro, Reino Unido, Chile e Colômbia, continua não divulgando suas projeções para a inflação subjacente. Isso reforça a avaliação de que o novo mandato introduzido pela LC 179/2021 foi completamente menosprezado pelo BC.

\* 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. Publicado no Valor Econômico em 16/04/2021.