

## O Banco Central errou?

Por: Ricardo Barboza e Braulio Borges

Tem sido comum a avaliação dentre analistas de que a aceleração da inflação brasileira neste ano, para muito além do teto do intervalo de metas, teria decorrido em boa medida de um erro do Banco Central. Ao reduzir a taxa Selic para 2% a.a. no ano passado, a autoridade monetária teria gerado uma forte depreciação cambial e/ou um excesso de estímulo à demanda doméstica.

Discordamos desse diagnóstico por diversas razões.

Primeiro, porque o estado da economia brasileira em 2020 demandava uma ação forte do BC. Quando a taxa Selic foi a 2%, o IPCA estava na mínima histórica, as expectativas de inflação para 2020 e 2021 estavam abaixo da meta e a recessão parecia ser bíblica - com algumas instituições projetando queda do PIB próxima dos dois dígitos em 2020 e recuperação bem tímida em 2021.

Embora a política monetária não seja decidida “mecanicamente”, é sabido que, em países que operam sob o regime de metas de inflação, a chamada “regra de Taylor” descreve razoavelmente bem a evolução da política de juros, servindo como referencial para avaliar a adequação da postura da política monetária. Contudo, sua estimativa depende de duas variáveis não observáveis: a taxa de juros neutra e o hiato do produto.

Buscando contornar essas dificuldades, economistas do FMI, no Relatório Article IV sobre o Brasil publicado em dezembro de 2020, estimaram nada mais nada menos do que 27 regras de Taylor para o país. Uma das conclusões é que no final do 2º trimestre de 2020 (horizonte final do exercício deles), a taxa Selic em 2% ainda estava no limite superior das 27 Taylors estimadas. Considerando o ponto médio, a taxa básica deveria ter ido para perto de 1% a.a.

Em suma, não houve erro do BC em ter colocado a Selic em 2%. Havia amplo espaço para reduzir a taxa de juros em 2020.

Quem argumenta que o BC errou geralmente fala dos efeitos cambiais da redução do juro: a queda da Selic teria causado boa parte da depreciação expressiva do R\$/US\$ após a pandemia, em função da redução do diferencial de juros para níveis jamais observados.

Contudo, um exercício feito por um de nós, publicado em março no blog do IBRE (“O que explica a depreciação de cerca de 40% do R\$/US\$ desde 2019?”), aponta que a redução do diferencial de juros respondeu por cerca de R\$ 0,30 do R\$ 1,60 de variação do R\$/US\$ entre o 4º trimestre de 2019 (taxa média de 3,80) e o 4º de 2020 (cerca de 5,40). É relevante, mas passa longe de ser preponderante.

Há quem diga que a baixíssima taxa Selic teria “quebrado” a correlação negativa que usualmente se verifica entre termos de troca e taxa de câmbio. Assim, os termos de troca se elevaram e o câmbio não apreciou, pressionando a inflação. No entanto, a quebra da relação câmbio/termos de troca também aconteceu em outros países emergentes e desenvolvidos exportadores líquidos de commodities.

Além do canal cambial, há analistas que argumentam que a queda da Selic teria gerado estímulos excessivos à demanda agregada. Não obstante, o hiato do produto segue muito negativo mesmo com a Selic tendo ficado 7 meses em 2% (e com um impulso fiscal de cerca de +8% do PIB em 2020).

Em números, no 2º trimestre de 2021 a ociosidade agregada estimada pelo BC estava em -2,5%, pior do que o observado no auge da recessão de 2009 (quando o hiato alcançou -1,9%). Estimativas alternativas

apontam para um hiato hoje entre -4% e -5% - magnitude que parece ser mais coerente com uma taxa de desemprego de cerca de 14% da força de trabalho, muito acima dos 11,5% observados no final de 2019 e dos 9,3% da média 1995-2019.

Isto posto, alguém poderia argumentar: não foi por ter levado a Selic para 2% que o BC errou, mas por ter deixado a taxa de juros tão baixa e por tanto tempo, até o início deste ano, quando já havia sinais de crescimento expressivo do PIB desde o 3º trimestre de 2020.

Sobre este ponto, é importante frisar que a relação relevante se dá entre hiato do produto e inflação, e não entre crescimento do PIB e inflação. Por exemplo, se um país cresce bastante, mas parte de uma situação de muita folga dos recursos produtivos, o hiato pode continuar negativo e exercendo pressão desinflacionária (ainda que cadente ao longo do tempo).

A inflação muito acima da meta que ora observamos se deve a inúmeros choques de magnitude expressiva que atingiram a economia brasileira de forma sequencial: o preço do petróleo e seus derivados subiu demais; estamos passando pela pior seca em 90 anos, com redução de colheitas e pastagens e forte impacto altista nas tarifas de energia elétrica; houve “quebra” de várias cadeias de suprimento e logística globais (algo que também está pressionando a inflação no resto do mundo).

São preços de insumos básicos da economia, cujos aumentos dificilmente não são transmitidos adiante, mesmo com a economia operando aquém do pleno-emprego. Qual cadeia produtiva não tem energia elétrica ou algum derivado do petróleo em sua estrutura de custos? Qual empresa poderia reduzir margens depois de um ano de pandemia? É por isso que agora vemos uma elevada difusão no IPCA e um contágio das medidas de núcleo de inflação. Em tempo: estimamos que cada 10% de elevação do IPCA Alimentação no domicílio, do IPCA Combustíveis e do IPCA Energia elétrica impacta os núcleos de inflação (medidas que excluem, por construção, os efeitos diretos associados a esses grupos) em cerca de 2,0 p.p, 0,2 p.p. e 0,15 p.p., pela ordem (com alguma defasagem, vale notar).

Choques de oferta desfavoráveis criam um problema para a vida dos banqueiros centrais, pois contraem a atividade e aumentam a inflação. Para os BCs que têm mais de um mandato (como passou a ser o caso do BC brasileiro a partir de fevereiro deste ano), e que realmente se preocupam com o desemprego e com a suavização dos ciclos, choques de oferta desfavoráveis são uma verdadeira dor de cabeça. Mas há maneiras de balancear os objetivos de inflação na meta e economia no pleno-emprego, de modo a tentar minimizar o índice de mal-estar (combinação entre desemprego e inflação), sobretudo quando a autoridade monetária tem elevada credibilidade e autonomia.

O BCB parece ter optado pelo combate intransigente a essa pressão inflacionária, apontando que a Selic deverá alcançar “*patamar significativamente contracionista*” nos próximos meses – a despeito da economia seguir operando bem aquém do pleno-emprego. Trata-se de mais um indício de que o novo objetivo introduzido em fevereiro deste ano, de suavizar as flutuações econômicas e fomentar o pleno-emprego, não é nem mesmo secundário. Caminhamos para uma década completa com a economia operando com relevante excesso de ociosidade, algo que, via efeitos de histerese econômica, poderá até mesmo neutralizar os potenciais impactos positivos de várias das reformas que foram introduzidas nos últimos anos.

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

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