

## Incertezas, política econômica, choques e inflação

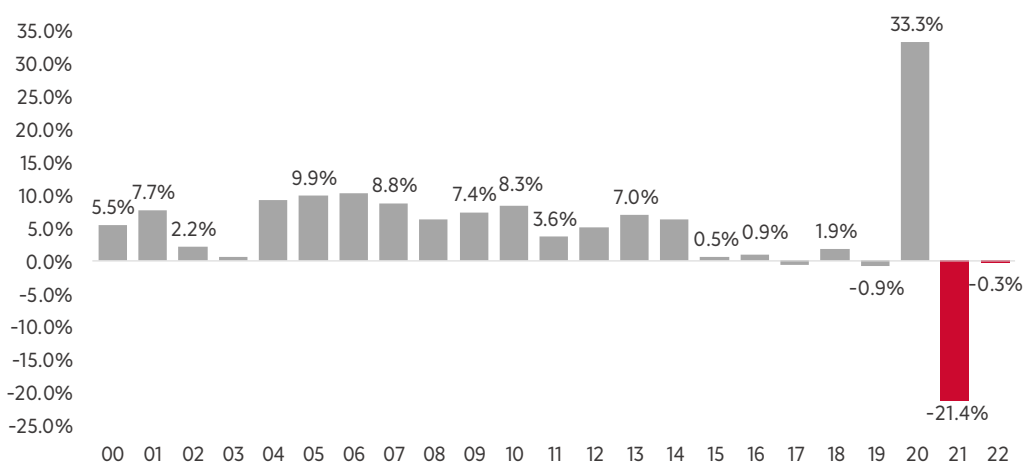
Fernando Honorato Barbosa

**A inflação brasileira é produto da interação entre a política econômica e choques de diversas naturezas.** No início da pandemia, a retração do PIB produziu forte desaceleração dos preços, com inflação acumulada nos primeiros seis meses de apenas 0,24%. A queda do PIB naqueles meses mostrava a atuação clara do hiato do produto e das restrições à mobilidade nos preços.

**No esforço de combate à pandemia, no entanto, a política econômica tornou-se expansionista, com gastos que superaram 10% do PIB e juros reais negativos nunca antes vistos na história, ao redor de -1,0%.** Julgar essas ações aos olhos de hoje é fácil, afinal ninguém sabia qual o impacto da pandemia na economia. Mas a incerteza sobre a extensão dos danos da Covid, que cercava as decisões de *policy* à época, não impediu um perfeito funcionamento dos canais de transmissão da política econômica.

### Gráfico 1: Despesa total do Governo Central

Variação real anual



\* As despesas com cessão onerosa foram excluídas.

Fonte: Tesouro, Bradesco

**As respostas fiscais e monetárias produziram uma rápida recuperação da economia para o nível pré-pandemia e houve desequilíbrios setoriais relevantes entre oferta e demanda, dado o tamanho do estímulo econômico.** Adicionalmente, houve forte depreciação cambial pelas incertezas quanto à dinâmica da dívida pública e pelo *carry* perdido pela moeda brasileira. Ao menos no segundo caso, a resposta da moeda é uma ação esperada, convencional em termos do canal de transmissão, da resposta de *policy* escolhida.

**Em paralelo a essas escolhas de *policy*, uma série de choques se seguiu: os preços de commodities subiram 40% em dólares; os riscos hídricos levaram a um aumento dos preços de energia elétrica e as cadeias produtivas globais sofreram paralisações relevantes em função do excesso de demanda por bens.** Não por outra razão, a inflação no atacado também está batendo recordes históricos. No caso do consumidor, esses choques encontraram terreno fértil para propagação por conta da resposta adotada no país e, em alguma medida, no mundo. Como consequência, a inflação se elevou nos meses subsequentes e segue pressionada desde então.

**Mas esse quadro vem se revertendo.** O juro real já está em nível superior ao pré-pandemia, período em que o PIB não se expandia mais do que 2% ao ano e que motivou o primeiro ciclo de corte de juros da atual administração; o real se recuperou de suas mínimas; o estímulo fiscal dos próximos 18 meses será significativamente menor do que o do último ano e há chance de estabilização, ou mesmo queda, dos preços das commodities em dólares. Apesar da retomada da atividade, o desemprego segue mais elevado do que as estimativas convencionais da NAIRU, mesmo assumindo algum ganho de produtividade no período, e o superávit em transações correntes, mesmo descontando o efeito da alta das commodities, é outro termômetro da existência de alguma ociosidade na economia.

### Gráfico 2: Taxa de juro real *ex-ante*

Swap Pré-DI deflacionado pela expectativa de inflação 12 meses à frente



Fonte: Bloomberg, BCB, Bradesco

**Some-se a isso, o fato de que a potência da política monetária aumentou nos últimos anos.** Houve grande adensamento do crédito, tanto bancário quanto do mercado de capitais; a política para-fiscal é quase inexistente no Brasil hoje em dia e as taxas de juros dos bancos públicos tendem a acompanhar a Selic mais proximamente. Além disso, há indícios de queda do juro neutro da economia por conta do teto de gastos, da reforma da previdência, da autonomia em lei do Banco Central e da própria credibilidade da autoridade monetária.

**Em outras palavras, não há razão para suspeitarmos da eficácia da política monetária.** O aperto de juros em curso irá cumprir seu papel de desacelerar a economia e trazer a inflação para baixo. Se abstrairmos por um momento as incertezas domésticas recentes, a desinflação seria um caminho seguro ao longo do próximo ano. É difícil enxergá-la no auge das pressões de preços, mas nenhum determinante macro sugere que haja descontrole da inflação, a essa altura.

**As incertezas, entretanto, podem desviar a inflação dessa rota de convergência segura.** Qual será a inflação de 2022 se a taxa de câmbio estiver 15% mais elevada do que o nível atual? Há chance de os formadores de preços praticarem reajustes preventivos, descolados do hiato, para se protegerem de cenários desconhecidos? E se a taxa de 10 anos nos EUA se elevar, encontrando a discussão fiscal doméstica fora de rota? E se o choque das cadeias globais perdurar? E se houver racionamento de energia? O que ocorrerá com o teto de gastos? A própria dinâmica da inflação é incerta em um contexto inédito de reabertura, em que se misturam efeitos permanentes de mudanças de hábitos com alterações de preços relativos.

**Essas incertezas se traduzem em projeções para a inflação superiores ao que seria sugerido pelos fundamentos, pelos modelos do Banco Central e pela posição esperada da política econômica nos próximos meses.** Se esse raciocínio estiver certo, a deterioração das expectativas de inflação não pode ser creditada à credibilidade da política monetária e sim a uma incerteza maior do que a habitual quanto aos cenários prospectivos.

**Nessa situação – dada a intensidade e multiplicidade de choques e incertezas – a flexibilidade do regime de metas deveria ser usada, focando nos efeitos secundários dos choques.** Eventualmente, não haverá uma taxa de juros razoável – no sentido de evitar um *overkill* da atividade econômica – capaz de levar as expectativas ao centro da meta, nessas circunstâncias. Em outras palavras, diante da miríade de dúvidas que cercam o cenário econômico de 2022, o custo para convergir a expectativa de inflação para o centro da meta talvez seja proibitivo. Isso não significa inação por parte do Banco Central, mas importa para a calibragem da sua ação e do quão acima do neutro o juro deverá ser posicionado, ao menos enquanto as incertezas não se converterem em cenário central.

**Aqui, vale uma ressalva: quanto mais tempo perdurar a incerteza fiscal, menores as chances de convergência da inflação para a meta no próximo ano, uma vez que a deterioração do quadro econômico vai se consolidando, mesmo antes da definição quanto à manutenção ou alteração do regime fiscal.** As respostas fiscais necessárias para amparar essa convergência da inflação são urgentes e factíveis dentro de um arcabouço muito próximo ao atual regime. O teto de gastos sempre se prestou ao propósito de obrigar o país a fazer escolhas de políticas públicas. É em um momento como este que nos encontramos, agora, mas o teto de gastos segue vigente, por ora.

**Como há defasagens relevantes na política monetária, o mesmo efeito do juro real negativo que produziu depreciação cambial, aceleração da atividade e dos preços irá produzir os efeitos contrários, agora, com sua reversão.** Especialmente se o impulso fiscal se mostrar limitado, apesar dos ruídos que geram depreciação cambial e tornam a convergência da inflação, *ex-ante*, mais incerta.

**Como sempre, pilotar a política monetária é uma arte, em particular diante do ineditismo da pandemia.** Só descobriremos as respostas, *ex-post*. A coordenação entre a política fiscal e a monetária será a ferramenta mais poderosa para evitarmos que as discussões econômicas dominantes de 2022 sejam a contração da atividade e os riscos de dominância fiscal, o que certamente se somaria ao cardápio de incertezas do próximo ano.

## Equipe Técnica

### Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

### Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Ederson Luiz Schumanski / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Renan Bassoli Diniz / Robson Rodrigues Pereira / Thiago Coraucci de Angelis / Vitor Vidal Costa Velho

### Estagiários

Bruna Andreata Valentino / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pires Sene / Lucas Daniel Duarte / Rafaela de Sousa Silva

[economiaemdia.com.br](http://economiaemdia.com.br)

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)