

Dólar, Inflação e Juros

Márcio G. P. Garcia¹

Após anos de preocupação com atividade fraca e inflação excessivamente baixa ou até mesmo negativa, bancos centrais mundo afora defrontam-se, agora, com a ameaça de volta do antigo inimigo, a inflação elevada. Gargalos na produção causados pela pandemia e preço do petróleo em alta são choques de oferta que elevam a inflação. Também pelo lado da demanda, os recursos proporcionados pelos estímulos fiscal e monetário, bem como pela poupança forçada durante a pandemia, direcionados em grande parte para compra de bens, e não serviços, completam o caldo de cultura favorável para a elevação da inflação. A principal questão é se tais fatores serão temporários ou se acabarão por elevar a inflação de forma duradoura, o que requereria reação mais rápida e intensa dos bancos centrais dos países desenvolvidos para debelar a ameaça antes que ela possa se consolidar.

No Brasil, vivemos dilemas semelhantes e ainda mais acentuados. Como mostra o gráfico, a inflação acumulada nos 12 meses passados (linha laranja), após um breve mergulho no início de 2020, vem desde meados do ano passado se elevando de forma continuada. Também a expectativa da inflação 12 meses à frente (linha verde) começa a se elevar desde o primeiro semestre de 2020. É nesse contexto de elevação inicial da inflação, e também da expectativa de inflação, que, para estimular a economia, o BC opta por reduzir, no início do segundo semestre de 2020, a taxa Selic (linha preta) para seu nadir histórico de 2%, mantendo-a assim até março de 2021.

O gráfico mostra também o comportamento da taxa de câmbio (barras cinzas, escala à direita). O dólar dá um salto no início da pandemia, comportamento que também ocorreu com diversas outras moedas de mercados emergentes. Mas, em contraste com a maior parte dessas moedas, o real não volta a se apreciar, mantendo-se até hoje bem depreciado. Dado que nossas contas externas estão cada vez mais sólidas, beneficiando-se dos elevados preços das commodities que exportamos, e que há muito não temos mais o espectro de dívida pública externa elevada, seria de se esperar que acompanhássemos a apreciação das demais moedas emergentes. É aí que entra o risco fiscal.

À medida que começa a ficar claro que a postura fiscal do governo se deterioraria, processo que culminou no fim do teto de gastos em outubro passado, os ativos brasileiros passaram a exibir crescentes prêmios de risco. O dólar manteve-se elevado, a bolsa caiu e os juros subiram significativamente. O gráfico mostra a taxa de juros de 10 anos (linha azul). Em dezembro do ano passado ainda se situava abaixo dos 8%, patamar que possibilitava a expansão de crédito longo, sobretudo o imobiliário, com reflexos muito benéficos sobre emprego e crescimento. Desde então,

¹ Ph.D. por Stanford, Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio, Cátedra Vinci Partners, escreve mensalmente neste espaço (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

contudo, o aumento dos juros longos vem sendo contínuo, já tendo ultrapassado os 12%. Isso significa menos investimentos, menos empregos e crescimento mais baixo.

Apesar desse quadro negativo quanto ao nível de atividade, o BC tem que responder ao aumento da inflação e das expectativas de inflação. É preciso se reancorar as expectativas de inflação para os próximos anos, que vêm paulatinamente se distanciando das metas. Tal deterioração das expectativas de inflação vem se verificando mesmo para horizontes mais longos, nos quais não deveria haver dúvidas sobre a capacidade de o BC recolocar a inflação na meta. É, portanto, um indício de que crescem as dúvidas sobre a sustentabilidade do mix das políticas monetária e fiscal.

A missão do BC é extraordinariamente desafiadora, ainda mais do que as dos bancos centrais dos países desenvolvidos. Mas, tendo sido recentemente dotado de autonomia para conduzir a política monetária, nosso BC tem ferramentas para enfrentar o grande desafio de voltar a fazer a inflação convergir para a meta. É certo que nenhum banco central pode controlar a inflação sozinho, sem apoio da política fiscal. Por isso, além de aumentar os juros para conduzir a inflação de volta para a meta em um horizonte crível, o BC deve deixar ainda mais claro em seus comunicados que a política fiscal está, cada vez mais, tomando rumo incompatível com a manutenção da inflação baixa. É hora de fazer valer a autonomia.

