

Inflação sem rótulo

Carlos Viana de Carvalho (PUC-Rio e Kyros Investimentos)

Eduardo Zilberman (PUC-Rio)

Tiago Couto Berriel (EPGE-FGV)

Rio, 28/2/2013

A atual conjuntura da economia brasileira vem instigando intenso debate sobre os próximos passos do Banco Central do Brasil (BCB) na condução da política monetária. Apesar do fraco crescimento do PIB no período recente, o nível de desemprego nunca esteve tão baixo, os ganhos reais nos rendimentos dos trabalhadores têm excedido seus ganhos de produtividade e a inflação tem sido persistentemente elevada.

O que explica sinais tão contraditórios sobre a força da economia brasileira: crescimento baixo, mercado de trabalho forte e inflação elevada? Restrições à expansão da oferta agregada, decorrentes de uma infraestrutura inadequada e escassez de mão de obra qualificada, podem explicar este cenário. Em sua última ata, o Comitê de Política Monetária do BCB (Copom) endossa esse diagnóstico ao ponderar que "... o ritmo de recuperação da atividade econômica doméstica – menos intenso do que se antecipava – se deve essencialmente a limitações no campo da oferta. Dada sua natureza, portanto, esses impedimentos não podem ser endereçados por ações de política monetária, que são, por excelência, instrumento de controle da demanda."

Como conduzir a política monetária nessas circunstâncias? As limitações estão do lado da oferta, mas a política monetária é um instrumento de controle da demanda. Será que isso justifica certa leniência da política monetária em relação à inflação?

Um argumento comum, que pode parecer adequado nas circunstâncias atuais, é que a política monetária deve reagir mais intensamente a "choques de demanda" do que a "choques de oferta". A explicação de livro-texto é que um choque negativo de demanda reduz tanto o crescimento quanto a inflação. Neste contexto, uma redução da taxa de juros estimula a economia sem comprometer a estabilidade de preços. Já um choque negativo de oferta também reduz o crescimento, mas gera pressões inflacionárias. Neste caso, uma elevação da taxa de juros visando conter a inflação reduziria ainda mais o nível de atividade econômica.

Em certos casos, a literatura macroeconômica moderna sugere prescrição similar. A política monetária deve reagir mais fortemente a pressões inflacionárias em setores onde há maior rigidez de preços (Aoki, 2001, *Journal of Monetary Economics*). A intuição para esse resultado é simples. A inflação tende a induzir dispersão de preços relativos que não reflete escassez relativa dos bens e serviços. Isto, por sua vez, interfere no papel que o mecanismo de preços desempenha na alocação de recursos escassos, gerando perdas de bem-estar para a sociedade. Em setores mais flexíveis, os ajustes de preços são rápidos, enquanto que em setores com maior rigidez, a dispersão ineficiente de preços induzida pela inflação persiste por mais tempo.

Na economia americana, por exemplo, os setores de energia e alimentos – fontes frequentes de “choques de oferta” nos livros-texto de graduação – têm preços bastante flexíveis. Consequentemente, a política monetária americana não deveria reagir à oscilação de preços nestes setores. Isto justifica a atenção dada pelo Federal Reserve a medidas de inflação que excluem esses preços.¹

Tais argumentos poderiam até servir para justificar certa timidez da política monetária, se a inflação no Brasil resultasse de choques pontuais em setores com alto grau de flexibilidade de preços. Em reportagem publicada no dia 25/2, o presidente do BCB Alexandre Tombini disse ao *Wall Street Journal* que a alta recente da inflação se deve, em boa medida, ao aumento nos preços dos alimentos. A despeito deste choque de oferta recente, as altas taxas de inflação observadas ao longo dos últimos dois anos não decorrem de uma longa sequência de choques adversos no setor de alimentos. As medidas (de núcleo) de inflação que excluem preços de alimentos, por exemplo, têm sido persistentemente elevadas.

O próprio BCB, ao mencionar as “limitações no campo da oferta” no trecho da última ata do Copom reproduzido acima, sugere um diagnóstico distinto para a conjuntura atual. As limitações de oferta com que a economia brasileira se depara não decorrem de choques temporários, mas sim de gargalos estruturais, que dificilmente desaparecerão no médio prazo. Limitações desta natureza resultam num baixo nível de produtividade dos trabalhadores e, portanto, num baixo crescimento do chamado produto potencial da economia brasileira.

Gargalos estruturais também explicam a conjunção de baixo crescimento do PIB e inflação persistentemente elevada. Diante de restrições de oferta, mesmo um nível de crescimento irrisório pode gerar pressões inflacionárias.

Isto nos remete ao título do artigo. Decorre do diagnóstico do BCB que a inflação atual não pode ser rotulada como de oferta ou demanda. As “limitações no campo da oferta” estão dadas a médio prazo. Portanto, não se aplicam os argumentos válidos no contexto de choques temporários. Para ser coerente com seu próprio diagnóstico, o BCB teria de ajustar a política monetária para evitar que o descompasso entre oferta e demanda mantenha a inflação acima da meta por mais tempo.

¹ Já na economia brasileira, os preços da gasolina, energia elétrica e gás natural são administrados e apresentam alto grau de rigidez. Neste caso, a prescrição da literatura macroeconômica moderna é de que o Copom deveria reagir a variações nos preços de energia.