

O curioso caso de inflação alta em meio à maior recessão da história

As projeções de mercado para a economia brasileira seguem em trajetória de deterioração. Após queda do PIB de 3,8% em 2015, a mediana das expectativas de mercado aponta uma queda de 3,5% em 2016. Afora o fato de enfrentarmos pela primeira vez desde 1930-31 dois anos consecutivos de queda do produto, a magnitude da contração que ora se vislumbra caracteriza o pior biênio em termos de crescimento desde o início do século XX, quando esses dados se tornaram disponíveis. O que é surpreendente para muitos é que, a despeito da maior recessão da história, a inflação tem sido persistentemente mais alta do que as expectativas. Tomemos, por exemplo, o consenso de mercado em agosto do ano passado: as projeções apontavam uma inflação de 9,3% em 2015, que recuaria para 5,4% neste ano. A inflação no que restou de 2015 acabou sendo mais alta, levando o número para o ano a 10,7%. Sobretudo, porém, a inflação acumulada desde então levou o mercado a esperar uma inflação muito mais alta em 2016: o consenso de mercado para este ano moveu-se para 7,6%. Isto é, diante de uma inflação 1,4 pp mais alta em 2015, as projeções para 2016 elevaram-se em 2,2 pp.

Desta forma, parece haver um entendimento de que a inflação mais alta na segunda metade do ano passado não decorreu predominantemente de fatores localizados, como um choque climático que impactasse temporariamente os preços de alimentos. Fosse assim, seria razoável esperar que as projeções para 2016 se mantivessem estáveis, ou talvez até se reduzissem: à medida que se dissipassem os efeitos do choque climático e os preços de alimentos retornassem aos níveis habituais, deveria haver uma força baixista sobre a inflação. Pelo contrário, porém, os analistas entenderam que o desvio da inflação em 2015 justificava uma revisão ainda maior dos números para 2016.

O que é mais incrível é que essa piora de percepção sobre a dinâmica inflacionária se deu a despeito da incorporação de uma recessão muito mais grave. Também em agosto de 2015, esperava-se queda do PIB de 2% no ano passado, seguida de quadro de estagnação em 2016. Isto se contrapõe, como dissemos, a uma queda efetiva de 3,8% em 2015, enquanto que as expectativas para este ano evoluíram para uma queda de 3,5%.

O que pode explicar a persistência da inflação em níveis tão altos a despeito de uma recessão tão profunda e prolongada? A nosso ver, o problema fundamental é a falta de clareza sobre o nosso regime monetário. Formalmente, estamos sob um regime de metas de inflação. Porém, entre 2010 e 2014, a inflação média anual foi de 6,1%, próxima do limite superior de 6,5% do intervalo de tolerância em torno da meta, que é de 4,5%. Isso contrasta fortemente com o que prevaleceu no período de 2006 a 2009, quando a inflação média foi de exatamente 4,5%. Os cinco anos de inflação persistentemente mais alta levaram a uma percepção crescente entre os agentes econômicos de que a política monetária não mais estava buscando efetivamente a convergência para a meta. Como consequência, as expectativas de inflação começaram a divergir crescentemente da meta. O problema é que as expectativas afetam as decisões econômicas e o curso efetivo da inflação. Reajustes salariais e outros contratos incorporam inevitavelmente as expectativas dos agentes em relação à inflação futura.

É no contexto de inflação persistentemente superior à meta nos 5 anos anteriores que o choque inflacionário de 2015 deve ser compreendido. Em princípio, o intervalo de tolerância em torno da meta serviria para acomodar os efeitos primários de choques como a correção de preços administrados e a desvalorização cambial. Contudo, como a inflação situava-se há anos na vizinhança do limite superior da banda, não havia qualquer espaço para absorver o choque dentro do intervalo de tolerância.

Em perspectiva, temos agora 6 anos de inflação bastante acima da meta, sendo que no último ano ficou muito acima também do limite superior do intervalo em torno da meta. Nesse contexto, não é de todo surpreendente que as expectativas não apenas para 2016 como para os próximos anos divirjam crescentemente da meta. Isto expressa, em última instância, uma capacidade declinante da meta de ancorar as expectativas. Vem daí nossa inquietação quanto à falta de clareza de nosso regime monetário. Um regime de metas de inflação não pode funcionar adequadamente se não houver uma percepção clara de que a política monetária será calibrada para alcançar a meta. Evidentemente, isto não significa que a meta será exatamente alcançada ano após ano, mas é necessário que a inflação efetiva gravite em torno dela, como foi o caso no Brasil entre 2006 e 2009. Nos últimos 6 anos, tivemos não apenas inflação invariavelmente acima de meta como crescente.

Sem uma âncora para as expectativas, é natural que caminhemos para combinações cada vez mais desfavoráveis entre inflação e crescimento. À medida que os agentes incorporam ao cálculo econômico a noção de que a inflação não apenas está alta como pode permanecer elevada por um longo período, a tendência é que a dissipação dos efeitos de choques inflacionários como o de 2015 se torne mais lenta.

É importante atentar para os mecanismos de retroalimentação que atuam nesse processo. Quando o Banco Central avança na conquista de credibilidade, como fez na década passada, o declínio do risco macroeconômico reduz o juro neutro e eleva o crescimento potencial. Ao mesmo tempo, a percepção crescente da sociedade de que a autoridade monetária tem compromisso inarredável com a meta permite que esta possa ser alcançada sem sacrificar o crescimento.

Corremos agora o risco de enfrentar a reversão desse ciclo virtuoso. Diante das dificuldades de ancoragem das expectativas, tornou-se muito custoso em termos de atividade e emprego produzir uma convergência da inflação para a meta. É possível que os agentes econômicos, ao perceberem que os custos se tornaram tão elevados, concluam que a autoridade monetária não estará disposta a enfrentar o enorme sacrifício requerido para recolocar a inflação na meta. À medida que se dissemina essa percepção, as expectativas tendem a se deteriorar adicionalmente, e então se torna ainda mais custoso produzir a desinflação.

O ponto a ser ressaltado é que a questão inflacionária voltou a se revestir de certa gravidade no Brasil. Seria ingenuidade supor que o problema decorre apenas de um choque agrícola ou da correção de preços administrados. A questão é que o nosso arcabouço monetário se enfraqueceu de forma importante desde 2010. Não estamos diante de uma mera discussão sobre a conveniência ou a necessidade de elevar os juros. Estamos diante de um problema cuja superação requer um esforço de reforma das instituições. Concretamente, isto significa fortalecer o papel do Banco Central como guardião da moeda, tornando-o menos permeável a pressões políticas. Adicionalmente, é preciso que os esforços de reconstrução do regime monetário sejam acompanhados de reformas que alterem de forma significativa a trajetória do gasto público e dissipem, por consequência, as incertezas que cercam a sustentabilidade da dívida pública.

Alexandre Bassoli

Economista-chefe do Opportunity e Mestre em Economia pela USP.