

## Inflação da Pandemia

### O mais nefasto dos impostos e o maior desorganizador da economia

Mario Cezar Silva Serpa<sup>1</sup>

A inflação precisa ser interpretada como um fenômeno de variação de preços constante e generalizada. Neste contexto, o **único** responsável é sempre o governo, pela simples razão de que a inflação é um fenômeno monetário, e somente o governo tem a responsabilidade de produzir dinheiro (moeda e crédito). Obviamente, não faltam variantes para esta interpretação, e muito menos suas causalidades. Choques de oferta e de demanda são recorrentes tópicos de estudos, "explicam e comprovam" teses, e são sempre invocados para "melhor" entendimento e correta escolha dos instrumentos para se controlar a inflação. Regular a oferta de moeda, em suas diversas formas, significa expandir ou contrair os meios de pagamento, e com isso controlar a inflação.

Esse controle, em boa parte do mundo e aqui no Brasil, é conduzido pelo BACEN por meio de sua política monetária. Dentre os "diversos" instrumentos que a autoridade monetária diz dispor, a principal que se utiliza é a taxa de juros básica da economia – a Selic. Uma vez definida pelo COPOM, o BACEN opera no mercado de títulos públicos para que a taxa Selic efetiva seja aquela definida pelo Comitê. Assim, aumenta-se ou diminui-se a liquidez do sistema, impacta todas as taxas de juros do país e atua nas expectativas. Neste sentido, é um mecanismo poderoso, pois no longo prazo o determinante para duração e persistência (pressão) da inflação são as expectativas (de inflação). O BACEN, portanto, "comanda" para o bem ou para o mal.

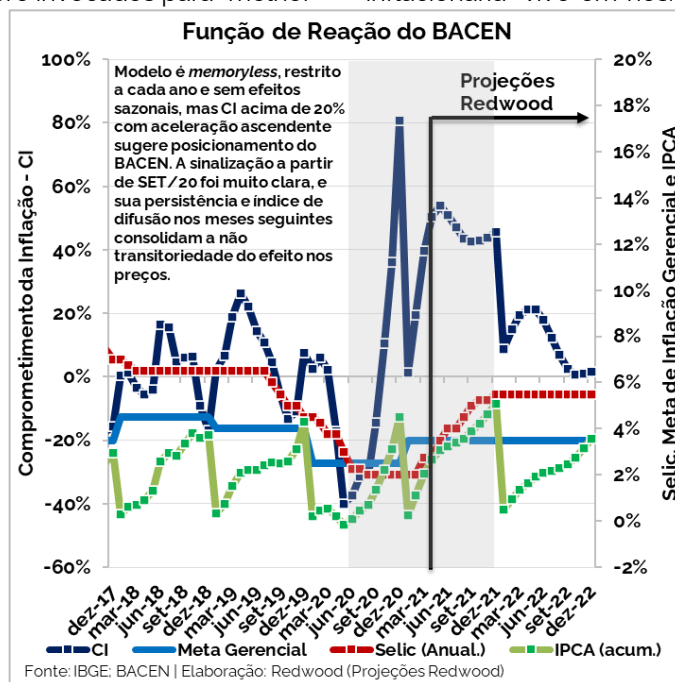
Os dois parágrafos acima talvez simplifiquem demasiadamente o assunto, mas não fogem da

centralidade do problema. Externalidades, incapacidade creditícia e déficit crescente do governo são fatores recorrentes que nos assombram cada vez mais. Somam-se a isso uma economia fechada, com péssimo ambiente de negócios e o chamado "custo Brasil" nas alturas, dentre outros, e tem-se o repertório completo para o equilíbrio instável. Economias mais desenvolvidas e estáveis são menos suscetíveis, em regra, a maiores surtos inflacionários. Nós não estamos neste nível, e a "memória inflacionária" vive em nós. Como? Nossa sociedade, com

reflexo direto nos governantes, adora gastar para além do que podemos (nível de produtividade), seguidamente. O atual debate sobre o orçamento é um exemplo, quantos pensam de forma fiscalmente responsável? Em breve estaremos de volta com o tema *Dominância Fiscal (Dominância Fiscal ou Dominância do Absurdo?)*

A pandemia do Coronavírus veio atacar além

da saúde, também e em vários cantos do mundo, comprometer a atividade econômica, o emprego e a inflação. O mundo se tornou Keynesiano (no sentido de ampliação de gastos), teorias alternativas como a MMT (*Modern Monetary Theory*) ganham espaço, e muito dos reflexos dessas políticas adotadas, por vezes não sintonizadas (ainda que devidas em certa medida pela situação pandêmica), terão reflexos na inflação. Na maior economia do mundo, a americana, por mais "diferente" que queiramos classificá-la, também não estará imune, como não esteve nos anos 1970, a sérios problemas de inflação. O ponto é: estará o FED disposto a tomar as devidas ações



<sup>1</sup>Mario Serpa é economista e sócio da Redwood Asset Management

SÃO PAULO – SP. 26 ABR 2021

caso as expectativas inflacionárias se apresentem? No ritmo de incentivos por meio de pacotes trilionários e o reaquecimento (forte!) da atividade econômica, não é desprezível níveis inflacionários acima da meta desejável já em 2022. Se isso se confirmar, é bem possível que o FED inicie seu aperto monetário mais cedo do que tarde para influenciar as expectativas.

Aqui mora o perigo para o Brasil. Se o FED (e os demais BCs do planeta) iniciar o aperto monetário, nossa situação poderá ficar muito complicada. Hoje já temos o "problema" da inflação colocada. As expectativas já estão desancoradas, seja pela conjuntura da pandemia e seus reflexos, ou pelo fiscal cada vez mais deteriorado e a política monetária "atrasada". Reancorar expectativas significa enfrentar esses pontos. Do lado do BACEN, será ver aumentos fortes e sucessivos da Selic agora. O gráfico *Função de Reação do BACEN* (modelo proprietário) mostra claramente isso. Falhar neste momento será um custo enorme quando e se o mundo passar a ter taxas de juros mais altas. E sem garantias de bons resultados.

Os nossos prognósticos para a inflação medida pelo IPCA não são animadores. A projeção atual para 2021 e 2022 está hoje em 5,1% e 3,6%, respectivamente. Para os preços administrados e livres a pressão continua ao longo de todo o ano de 2021, registrando 8,1% e 4,0%, com algum alívio em 2022, se seguidas as perspectivas de aumentos da Selic em 2021, quando poderemos ter 4,6% nos administrados e 3,4% nos livres. O exercício de projeção de inflação não é tarefa simples, porque admite-se inúmeras outras variáveis exógenas sem maiores impactos – uma simplificação que por vezes precisa ser ajustada dinamicamente. Essa a razão pela qual o horizonte

relevante para política monetária é tão importante de ser "respeitado". Os mecanismos da política monetária levam tempo para surtir total efeito, assim a devida interpretação dos cenários é crucial para tomada de decisão. Essa assertividade tem múltiplos benefícios, uma vez que os mais afetados, em regra, são as classes de rendas mais baixas e, com inflação baixa e sob controle, investimentos fluem com maior abundância.

O mercado financeiro nos auxilia, de certa forma, nessa avaliação das expectativas inflacionárias. A inflação implícita nos vértices dos títulos públicos indexados em

IPCA pode ser um guia. Neste sentido, o estresse verificado em toda estrutura a termo das taxas de juros (curva pré-fixada) confrontado com os juros reais pagos nas últimas semanas desenha o que os investidores esperam de inflação nos próximos anos. Essa trajetória de expectativas inflacionárias pelo mercado, quando comparadas aos estudos econômicos, abre espaço para apostas e arbitragens diversas. Serve também para que os técnicos

do governo possam aferir a eficiência de suas políticas e calibrar adequadamente.

De um jeito ou de outro, modelos e ferramentas de uso e controle estão postos. Se não podemos acertar todas as variáveis tais como externalidades de (*timing*) aperto monetário internacional, ao menos temos os sinais "antecedentes" para agirmos. Nosso BACEN ficar *behind the curve* neste momento não é uma opção. A independência do BACEN será colocada à prova de fogo logo após sua inauguração – um bom teste.

Não podemos ter dúvidas de quem criou essa situação, e muito menos de que será essa mesma pessoa a responsável para consertar seu mal feito.

