

# Desta vez foi diferente

## Natureza do choque (de custos) e a política fiscal dos últimos anos resolvem o enigma do “pouso suave”

Por Ricardo Barboza e Bráulio Borges

Ricardo de Menezes Barboza é professor da Alumni Coppead/UFRJ. Bráulio Borges é pesquisador associado do Ibre/FGV e economista sênior da LCA

Valor, 08/01/2024

Taxa de sacrifício é o nome dado pelos economistas para o custo de reduzir a inflação em termos de aumento do desemprego (ou de queda do PIB). Assim, por exemplo, com uma taxa de sacrifício igual a 1, a taxa de desemprego precisaria subir 1 ponto percentual (p.p) para gerar 1 p.p. de queda da inflação.

Economistas do mundo inteiro fazem análises da conjuntura sob a ideia de que combater a inflação é um processo que costuma ser doloroso (afinal, o desemprego piora o bem-estar social de forma direta e indireta, pois está associado a aumentos de informalidade, de criminalidade, de separações, de vícios, de suicídios, dentre outras mazelas sociais).

De fato, nos EUA, no segundo semestre de 2022, alguns estudos, feitos, inclusive por economistas muito respeitados pela profissão, sugeriam que para reduzir a inflação para 2%, seria necessário levar a taxa de desemprego para cerca de 7% da força de trabalho por dois anos (partindo de 3,7%).

Aqui no Brasil, no início de 2022, o chamado consenso de mercado projetava que a taxa de desemprego fecharia 2023 em 11,5%, ainda com uma “folga” considerável no mercado de trabalho, a qual faria a inflação voltar para patamares próximos à meta.

Pois bem, desta vez foi diferente.

A inflação está voltando para a meta em várias economias, sem que tenhamos experimentado (pelo menos até aqui) um aumento relevante na taxa de desemprego. Nos EUA, a taxa de desemprego segue em torno de 3,7%, patamar historicamente muito baixo. Aqui no Brasil, a taxa de desemprego recuou para 7,5%, quase 4 p.p. abaixo do previsto no começo do ano passado.

O PIB, por sua vez, segue apresentando uma incrível “resiliência”, talvez uma das palavras mais usadas no noticiário econômico dos últimos anos.

Ora, se a inflação caiu sem qualquer recessão (pelo contrário, o desempenho do PIB surpreendeu para cima) ou aumento do desemprego (que, na verdade, surpreendeu para baixo), então como explicamos os fatos recentes da nossa experiência macroeconômica?

Como já argumentamos inúmeras vezes neste espaço, o aumento da inflação global em 2020-22 foi causado, sobretudo, por pressões de custo, que derivaram tanto da quebra de cadeias

globais de valor, quanto da invasão da Ucrânia pela Rússia, cujo resultado foi a elevação de preços básicos importantes para qualquer economia, razão pela qual a aceleração da inflação global foi sincronizada entre países.

Revertidas as pressões originais, observamos a devolução dos preços. Além disso, houve pressões favoráveis de custo mais recentemente, vide a queda nos últimos meses dos preços de commodities, sobretudo petróleo. Assim, viu-se um processo de desinflação global também altamente sincronizado, sem relação clara com qual país apertou mais ou menos, antes ou depois, a sua política monetária.

Tais movimentos geraram duas ondas de surpresas. Entre agosto de 2020 e maio de 2022, o nosso Banco Central observou um IPCA superior à sua projeção em 18 dos 22 meses desse período (predominância de barras azuis no gráfico). Já entre junho de 2022 e novembro de 2023, o IPCA realizado foi inferior à projeção do Banco Central em 16 dos 18 meses (predominância de barras vermelhas no gráfico)

O curioso dessa história é que a política monetária brasileira foi levada a terreno bastante restritivo para combater a inflação que acelerou entre 2021 e 2022. O aumento da Selic foi expressivo, de 1175 bps, o que em condições normais deveria fazer a economia recuar bastante (vale lembrar que cada 100 bps de Selic reduzem o hiato do produto em 0,5 p.p. segundo uma média de vários modelos do BC). Selic em patamar “significativamente contracionista” deveria ter contraído o PIB, sobretudo em 2023.

Por que a contração não aconteceu? Basicamente, porque outros fatores, como a condução da política fiscal, expandiram a demanda agregada, contrabalançando o efeito recessivo da política monetária. Como o multiplicador fiscal é (na imensa maioria das vezes) positivo, ao contrário do que muitos colegas argumentam para o caso do Brasil, o PIB seguiu bem mais firme e forte do que se esperava.

Outros fatores também influenciaram nessa história, como o excelente desempenho da agropecuária em 2023 (e seus spillovers sobre outros setores), a reabertura da economia e a poupança acumulada na pandemia, e foram aqui ignorados por questões de espaço, mas o grosso da nossa macroeconomia recente poderia ser resumida da seguinte forma: 1- a inflação subiu a partir do segundo semestre de 2020 por pressões de custo globais; 2- a política monetária reagiu fortemente à inflação, mas foi contrabalançada por fatores que elevaram a demanda (como a política fiscal); 3- a pressão de custos foi revertida a partir de 2022, fazendo a inflação cair, mas o PIB resistiu, ficando bem acima do esperado; e 4- um PIB bem mais “resiliente” ajudou a manter o desemprego bem mais baixo que o previsto.

Parece, pois, que não houve sacrifício dessa vez. A natureza do choque (de custos) e a política fiscal dos últimos anos resolvem o enigma do “pouso suave”. A desinflação desta vez foi diferente das demais.