

# 2022, o barbante em ação?

A política fiscal voltou ao velho (e péssimo) padrão pró-cíclico

Por Ricardo Barboza e Bráulio Borges

Valor, 30/12/2021

A economia brasileira entrou em recessão técnica e os dados do último trimestre de 2021 sugerem nova retração, legando um carregamento estatístico negativo para 2022.

Para se ter uma ideia da fraqueza da atividade, no 3º trimestre de 2021 o PIB do Brasil se encontrava 3% abaixo da (fraca) tendência de crescimento de antes da pandemia (2017-2019) e 4,4% abaixo da trajetória projetada pelo consenso de mercado (Focus) em fevereiro de 2020.

Brasil só retomará o pleno-emprego em 2024 ou 2025, bem além do horizonte relevante da política monetária

É verdade que a recuperação do PIB brasileiro após a recessão da covid-19 foi rápida. Porém, retomado o nível de atividade pré-pandemia, a economia brasileira parou de crescer - a rigor, começou a contrair desde julho, segundo o IBC-Br.

Para alguns, essa debilidade econômica soa estranha. Afinal, 1- o Brasil ainda dispõe de muita ociosidade no mercado de trabalho, o que facilitaria o crescimento de curto prazo; 2- a mobilidade social já voltou ao normal; 3- a vacinação em massa já é uma das mais avançadas no mundo; 4- nossos termos de troca estão no nível mais elevado desde 2014; e 5- o Brasil implementou várias reformas desde 2015/16.

Como explicar, então, pelo menos em parte, essa situação incômoda?

Em primeiro lugar, é importante lembrar que, depois de um impulso fiscal positivo de cerca de 8 p.p. do PIB em 2020, a política fiscal brasileira em 2021 e 2022 será bastante contracionista na margem - mesmo levando em conta a renovação parcial do auxílio emergencial neste ano e a revisão para cima do teto de gastos para 2022. A política fiscal foi corretamente anticíclica em 2020, mas já voltou ao velho (e péssimo) padrão pró-cíclico observado durante boa parte das últimas décadas.

Assim, resta basicamente à política monetária o papel de promover a estabilização macroeconômica - estabilização aqui entendida como inflação em torno da meta e economia próxima do pleno-emprego, ao longo do horizonte relevante de política monetária (até 24 meses à frente).

Não custa lembrar, mais uma vez, que desde fevereiro de 2021 o BC passou a ter, formalmente, um objetivo secundário, de suavizar as flutuações econômicas e fomentar o

pleno-emprego. A autoridade monetária finge que nada mudou, argumentando que entregar inflação na meta é a melhor resposta que poderia dar para alcançar os demais objetivos (algo na linha da chamada “divina coincidência”, resultado teórico com pouca aderência à realidade). Interpretação muito conveniente (e inadequada) da legislação.

Contudo, em função da aceleração da inflação desde o final de 2020, para nível bem acima da meta - em movimento sincronizado com o que vem ocorrendo no resto do mundo, ainda que fatores domésticos venham potencializando isso -, o BC deu início, no começo de 2021, a um ciclo de aperto monetário.

Em função do aperto monetário e da piora das condições financeiras, as expectativas para o crescimento do PIB brasileiro no acumulado do biênio 2021-22 passaram de uma alta de quase 7,5% em julho de 2021 para cerca de 5%. Mesmo as projeções para 2023 já caíram para menos de 2%, algo inédito.

A despeito da piora da atividade e das sinalizações de que parte dos choques de oferta desfavoráveis irão ser revertidos nos próximos trimestres (as chuvas já voltaram para a média histórica nos últimos meses e a safra de grãos deverá crescer dois dígitos em 2022, após contração em 2021), o BC vem sinalizando que pretende levar a postura da política para terreno “significativamente contracionista”, de modo a assegurar a convergência da inflação para as metas, o quanto antes.

O que poderia resultar da conjugação de uma política fiscal contracionista com uma política monetária significativamente contracionista? Pois é, a contração econômica está aí.

Como resultado, a maioria dos analistas consultados pelo BC projeta que o Brasil somente retomará o pleno-emprego em 2024 ou 2025, bem além do horizonte relevante da política monetária (o que configuraria uma década de excesso de ociosidade no país!).

O fato é que o cumprimento do novo mandato, introduzido em fevereiro deste ano na lei que conferiu maior autonomia ao BCB, parece estar bastante desbalanceado, com peso enorme para a inflação e quase nenhum para o hiato do produto. Aliás, a divulgação do último RTI mostrou, mais uma vez, que no principal modelo do BCB, a função de reação segue com peso zero para o hiato do produto.

Como se não bastasse a situação econômica já não estar boa, a história do barbante sugere que o balanço de riscos para a atividade pode ser assimétrico.

Desde a década de 30 do século passado, alguns economistas comparam a força da política monetária à força de um barbante: ela é muito boa para puxar/frear a economia, mas não tanto para empurrar/estimular. Muitos atribuem essa analogia à Keynes, mas foi Marriner Eccles, ex-chairman do Federal Reserve que, em 1935, cunhou essa expressão.

Em termos técnicos, a analogia do barbante trata de uma assimetria e quer dizer que choques monetários positivos e negativos têm, em valor absoluto, impactos diferentes sobre o PIB.

Ainda que antiga, a hipótese de efeitos assimétricos da política monetária só foi testada adequadamente nos últimos anos. Angrist, Jordà e Kuersteiner, p. ex., testaram a hipótese do barbante e encontraram que contrações monetárias, de fato, têm efeitos bem mais pronunciados do que expansões monetárias sobre a atividade. As razões que podem explicar

essa assimetria são diversas. Dentre elas, a existência de uma maior rigidez de preços e salários para baixo.

Em suma, se a analogia do barbante é verdadeira, o PIB de 2022 pode surpreender negativamente.

Por fim, alguém poderia questionar: mas o que o Banco Central poderia fazer de diferente para conciliar seus objetivos de inflação na meta e pleno-emprego? Há algumas estratégias possíveis. Além de dar maior peso ao hiato do produto na função de reação, o BC poderia alongar o horizonte de convergência da inflação às metas, considerar as projeções de núcleo na calibragem da política monetária (o BC segue sendo um dos poucos BCs no mundo que não divulga projeções de núcleo) e mesmo atuar de forma mais contundente no mercado de câmbio (já que o R\$/US\$ está bem acima das estimativas de câmbio de equilíbrio e o Brasil segue com uma posição muito confortável em suas contas externas).

**Ricardo Barboza é professor colaborador da Coppead-UFRJ e mestre pela PUC-Rio. Bráulio Borges é pesquisador associado do FGV-Ibre, economista sênior da LCA e mestre pela USP. As opiniões aqui expressas são estritamente pessoais.**