

## Política monetária durante e após a pandemia

*Tiago Berriel é Economista-chefe da Gávea Investimentos.*

*Eduardo Zilberman é Professor Associado do Departamento de Economia da PUC-Rio.*

Há um receituário sendo seguido mundo afora para a condução de política monetária durante a pandemia da covid-19: expansão monetária forte, descontínua, nos limites (e, em alguns casos, testando novos limites) dos instrumentos que os Bancos Centrais possuem. Muitos defendem este receituário sob a lógica tradicional do regime de metas para inflação. A Covid-19 deprime demanda e oferta. O efeito líquido seria recessivo e desinflacionário, ensejando mais estímulo monetário.

As decisões levam em conta, além das circunstâncias correntes e projeções pontuais, o balanço de riscos para a inflação futura. No ambiente tão incerto da covid-19, muitos apontaram para a deterioração desse balanço de riscos como fator que recomendaria cautela na condução da política monetária. Neste artigo, argumentamos que há motivos adicionais para cuidado, decorrentes da dificuldade sobre como interpretar os dados de inflação e atividade econômica durante e após a pandemia. Estas incertezas introduzem riscos na condução da política monetária ao se seguir, sem ajustes, a lógica simples do parágrafo anterior.

Quanto a inflação, duas dúvidas são fundamentais. Haverá mudanças na cesta de consumo relevante para o cálculo da inflação? O comportamento dos preços nos setores mais atingidos pelos choques será diferente numa possível retomada?

Com a covid-19, desligou-se parte da economia: vários bens e serviços deixaram de ser produzidos, ao passo que os padrões de consumo mudaram. Mais à frente, com a economia já reaberta, supõe-se que medidas sanitárias preventivas (ou mesmo questões comportamentais) tornarão algumas destas mudanças persistentes, talvez até permanentes. A tendência é que as cestas de consumo atribuam menos peso a bens e serviços que requeiram interações sociais em seu consumo (alimentação fora do domicílio, passagens aéreas, alguns tipos de entretenimento, entre outros). Esta mudança da cesta tem implicações para análise da inflação a curto e longo prazos.

No curto prazo, muitos mercados estão disfuncionais por conta do isolamento social: lojas fechadas e pessoas em casa. Inflação cadente nestes mercados é pouco informativa. Tome, como um exemplo entre muitos, os cinemas. É plausível que, em muitas localidades, as salas de exibição estejam fechadas e não existam transações suficientes para que os preços observados pelos órgãos estatísticos sejam informativos.

No longo prazo, é plausível uma mudança estrutural nos padrões de consumo. A duração da pandemia, ou mesmo a percepção do quão prováveis serão novas ondas epidêmicas, diminuiria o consumo de bens e serviços que necessitem contato social. As cestas de consumo, assim, podem mudar não por conta de mudanças nos preços relativos, mas por questões tecnológicas e de preferências associadas ao risco de infecção. Por exemplo, mesmo após a pandemia, talvez não seja possível viajar tanto quanto antes, e mesmo que possível, talvez não se queira viajar e se expor a riscos. Há ainda o aumento de consumo associado a maiores cuidados com a saúde. A demanda por máscaras de proteção poderá aumentar de forma permanente. Até que demanda e oferta desses bens e serviços se ajustem, haverá importantes flutuações nos preços relativos na economia.

Em caso de mudanças persistentes na cesta de consumo, há riscos em se perseguir a meta de inflação mensurada pelo índice anterior a pandemia. Primeiro, as pressões inflacionárias se darão justamente naqueles produtos que se mantêm na cesta de consumo, que ainda apresentam mercados funcionais, e que provavelmente comporão a cesta de consumo pós-pandemia com maior peso. Além disso, em relação a inflação que vigora na cesta de consumo relevante, a inflação mensurada com a cesta pré-covid tenderá a ser menor por um período razoável.

Variáveis importantes para condução da política monetária estão sujeitas a distorções. A taxa de juros real, por exemplo, estaria superestimada, e portanto, gerando mais estímulo do que o intencionado. Por fim, a médio-prazo, perseguir a meta de inflação mensurada com a cesta anterior pode ser incompatível com a estabilização da inflação na cesta de bens e serviços que prevalecerá após a pandemia. Esta última é a medida de inflação relevante para critérios de bem-estar.

Em relação a segunda pergunta, o choque atinge pesadamente os setores não essenciais e intensivos em trabalho, que por conta do isolamento social em sua grande parte estão desligados: barbearias, bares, lojas de vestuários, etc. Seja pela redução abrupta na demanda ou pela disfuncionalidade nesses mercados, observa-se inflação em queda nesses setores. Historicamente, a inflação nesses setores apresenta alta persistência e baixa volatilidade.

Previsões dos modelos estatísticos, ao olhar dados passados, extrapolarão essa baixa inflação corrente muitos meses à frente. Entretanto, é incerto imaginar que a inércia inflacionária que se observou no período anterior à pandemia prevaleça em caso de normalização. Soma-se a isso, efeitos inflacionários de possíveis consolidações na oferta em muitos setores, que aumentariam o poder de mercado das empresas sobreviventes.

Quanto ao nível de atividade, há o desafio de calcular o grau de ociosidade na economia, tão importante em vários modelos de previsão para inflação. Hoje, muitas fábricas, lojas e provedores de serviços estão fechados. Apesar de todos os esforços de política pública, algumas empresas não sobreviverão ao período de isolamento, mesmo em setores absolutamente viáveis (em termos de demanda pós-pandemia). O produto potencial, então, estará reduzido durante e imediatamente após pandemia, e não é claro qual o grau de ociosidade que prevalece hoje e qual prevalecerá depois. Entretanto, medidas de hiato do produto construídas sob a hipótese usual de que o produto potencial é uma tendência que se move lentamente alocará a maior parte da queda da atividade econômica ao componente cíclico. Os modelos entenderão erroneamente que há mais ociosidade na economia, e projetarão menos inflação meses à frente.

Sabemos pouco sobre a pandemia. A escala e a profundidade desse choque fazem com que esta falta de conhecimento também se alastre para áreas onde julgamos ter conhecimento consolidado. Listamos alguns exemplos acima relacionados a condução política monetária, e certamente não exaurimos todos. Há, portanto, ganhos em se agir com cautela, enquanto não só se aprende sobre a dinâmica da pandemia, mas também sobre a sua implicação para a condução da política monetária.