

Importância do setor externo na evolução do IPCA

MODENESI, André de Melo e ARAÚJO, Eliane Cristina de. "Importância do setor externo na evolução do IPCA". Valor Econômico. São Paulo, 15 de outubro de 2010.

Em uma economia aberta e com elevada mobilidade de capitais, como a brasileira, a inflação depende, fundamentalmente, de três fatores macroeconômicos: a demanda agregada (ou o nível de atividade econômica), a oferta agregada e a taxa de câmbio.

Partindo dessa premissa, analisamos empiricamente o processo de formação de preços na economia brasileira, durante o regime de metas de inflação. Foram utilizadas as seguintes variáveis: 1) Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE; 2) taxa de câmbio média real/dólar, fornecida pelo Banco Central; 3) índice da produção física (quantum) da indústria, calculado pelo IBGE e usado como indicador do comportamento da demanda agregada; e 4) índice de preço das commodities, formulado pelo Ipea e utilizado como indicador das condições de oferta (este índice refere-se a uma cesta de commodities, divididas em três grupos: metálicas; não metálicas; e energéticas. Ele reflete a estrutura de custos do setor produtivo. Isto é, uma elevação dos preços das commodities constitui um choque negativo de oferta, com impactos inflacionários inequívocos. Seu uso justifica-se especialmente em face da internacionalização dos processos produtivos, verificada após meados dos anos 1990).

http://static.valoronline.com.br/sites/default/files/imagecache/media_library_bigimage/gn/10/10/arte14opin-201-arte-a12.jpg Com isso, podem-se separar os condicionantes macroeconômicos do IPCA em dois: 1) domésticos, que se refletem na demanda agregada; e 2) externos, que se expressam nas condições de oferta agregada e a taxa de câmbio.

O câmbio é, isoladamente, o componente mais relevante na determinação do IPCA, seguido pelas condições de oferta e, finalmente, pelo nível de atividade econômica. Isso robustece um fato estilizado da economia brasileira após o Plano Real: a importância do câmbio na determinação dos preços. O coeficiente de repasse cambial estimado (da ordem de 6% a 7%) é expressivamente maior do que o impacto da demanda agregada sobre o IPCA (entre 2% a 5%, dependendo da metodologia empregada).

Essa constatação também se verifica quando se decompõe a variância do IPCA (veja quadro). A maior parcela da variância do IPCA (12%) é explicada pela variância do câmbio (ao final de 12 meses). Já a variância da oferta, contribui para 2,5% da variação da inflação. A demanda agregada, por sua vez, explica apenas 1% da variância do IPCA.

É possível comparar e até mesmo estabelecer uma hierarquia entre os condicionantes domésticos e externos da inflação. Em conjunto, a taxa de câmbio e as condições de oferta explicam mais de 14% da variância da inflação. O nível de atividade responde por somente 1% da variância do IPCA. Vale dizer, a evolução dos preços é substancialmente mais sensível aos fatores externos do que aos condicionantes domésticos.

A evolução dos preços é substancialmente mais sensível aos fatores externos do que aos fatores domésticos

A evidência empírica indica, portanto, a existência de forte e patente assimetria entre a relevância dos fatores de ordem doméstica e os de caráter externo na determinação do IPCA. Por um lado, é muito alto o peso dos condicionantes externos (taxa de câmbio e preço das commodities) na evolução da inflação. Por outro lado, os condicionantes internos (nível de atividade econômica) explicam parcela reduzida da inflação. Em poucas palavras, os fatores externos se sobrepõem largamente ao comportamento da demanda agregada na determinação dos preços.

Esse resultado traz relevantes implicações de política econômica. Ele reforça a tese de que há problemas no mecanismo de transmissão da política monetária: uma contração da demanda agregada tem reduzido impacto deflacionário. A existência de problemas na transmissão da política monetária implica que, em última instância, a taxa básica de juros (Selic) é pouco potente para conter os preços. Ou seja, o BC, ao aumentar os juros, pode até contrair a demanda agregada; entretanto, o desaquecimento da economia não se transmite "integralmente" para os preços.

Como os condicionantes externos são preponderantes na evolução dos preços, a política monetária - que, por sua natureza, atua sobre os fatores domésticos - torna-se pouco eficaz para combater a inflação no Brasil. Esta é uma das principais razões para explicar o excesso de rigidez que tem marcado a política monetária: como o BC utiliza um instrumento pouco potente, ele se vê "forçado" a exagerar na dose. É por isso que, apesar de praticarmos a maior taxa de juros (real) do mundo, a inflação resiste a cair abaixo de 5% ao ano. (no período 1999-2009, o IPCA ficou abaixo desse patamar em apenas duas ocasiões, e sua média aproximou-se de 7%).

É verdade que, ao aumentar a taxa Selic, o BC torna os ativos financeiros domésticos mais rentáveis estimulando a entrada de capitais externos e, assim, contribuindo para valorizar o real. Como o repasse cambial é alto, os efeitos da política monetária se transmitem para os preços pelo canal do câmbio.

O problema é que a autoridade monetária não pode contar apenas com esse canal por uma razão muito simples: a política monetária, por si só, não é capaz de determinar a taxa de câmbio. Essa variável depende de uma gama de outros fatores, além da taxa de juros, que estão completamente fora do controle do BC. O câmbio é influenciado, por exemplo, por: 1) termos de troca; 2) demanda por exportações, intimamente relacionada com o nível de renda dos nossos parceiros comerciais; 3) aversão a risco dos investidores internacionais; e 4) condições internacionais de liquidez.

Consequentemente, o BC acaba se tornando refém das condições externas. Quando os ventos vindos do exterior são favoráveis, a política monetária é potencializada e, portanto, as metas de inflação são cumpridas com maior facilidade. Quando a situação externa é desfavorável, a política monetária tem sua eficácia comprometida e, assim, o BC tem dificuldade para atingir seu objetivo primordial, a estabilidade de preços.

André de Melo Modenesi é professor do Instituto de Economia da UFRJ e autor do livro "Regimes monetários: teoria e a experiência do real"

Eliane Cristina de Araújo é professora do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá.