



Relatório de Gestão

Reflação e Inflação

O tema da *reflação* tem sido a tônica desde o ano passado, na esteira da recuperação econômica que foi impulsionada pela rápida e intensa resposta das autoridades monetárias e fiscais ao choque inicial da pandemia. Os períodos de reflação são normalmente acompanhados de recuperação em preços de ativos, aumento de *commodities*, elevação do nível de preços, aumento das curvas de juros etc., mas tudo em um ambiente onde os agentes estão mais propensos a tomar risco (*'risk on'*). Porém, desde o início do ano a conversa mudou para *inflação* — quando o aumento no nível de preços (ou a sua antecipação) passa a ser percebido como excessivo, eventualmente suscitando uma resposta de política monetária para conter o aumento de preços.

Essa mudança para o tema *inflação* foi impulsionada pela percepção que o último pacote de estímulo fiscal nos EUA – US\$ 1,9 trilhão (9% do PIB) talvez traga a economia para o nível de produto potencial e para o pleno emprego muito antes do que o inicialmente esperado. Mas a preocupação com inflação foi também acelerada pelo debate entre os próprios Democratas, como Larry Summers¹ e Olivier Blanchard², que alertaram para o risco de inflação. Vários outros economistas³ entraram no debate e as opiniões sobre o tema estão longe de ser conclusivas.

O debate sobre se haverá ou não inflação em excesso foi o suficiente para acelerar o movimento de aumento nas taxas de juros que vinha sendo observado desde agosto nos Estados Unidos. Para contextualizar, notamos que a taxa de juros de 10 anos

¹ “*The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too*” | Washington Post, 27 de janeiro 2021.

² *In defense of concerns over the \$1.9 trillion relief plan* | PIIE | 18 de fevereiro.

³ “*Is Inflation Alive?* - Project Syndicate” | 4 de março de 2021, vários autores.

do título do tesouro subiu de 0,5% em agosto para 0,9% em dezembro: 0,4 pontos percentuais ao longo de cinco meses; mas desde então, o movimento de abertura de juros acelerou e a taxa atingiu 1,6% em pouco mais de dois meses. Embora a situação macroeconômica seja particular aos EUA, as taxas de juros subiram rapidamente também na Europa, Ásia e países emergentes.

Mas, devemos ou não nos preocupar com inflação? Qual dos lados do debate tem razão?

Infelizmente, inflação é um tema sobre o qual a teoria econômica não auxilia muito. Inflação é definida como um aumento excessivo e persistente no nível geral de preços – e este é, talvez, o único consenso acerca da inflação. Talvez a expressão mais lembrada sobre o tema seja “*inflation is always and everywhere a monetary phenomenon*”⁴ (teoria quantitativa ou monetarismo), mas exemplos do Japão do pós crise financeira global (2008), entre outros, deixam claro que esta é uma interpretação limitada da inflação.

A maioria dos bancos centrais (BCs) modernos se apoia nos modelos Novo-Keynesianos, onde a inflação é determinada pelo hiato do produto e expectativas de inflação futura⁵, a conhecida *Curva de Phillips*. Os BCs ajustam a taxa de juros real visando manter a economia operando próximo ao potencial frente aos diversos choques (demanda, oferta, custos) que poderiam levar a um descompasso entre oferta e demanda agregadas. Mas a experiência de episódios com elevada taxa de desemprego em conjunto com inflação elevada mostram que esta também é uma interpretação limitada do fenômeno inflação. Além disso, há um crescente consenso de que a Curva de Phillips está muito plana, ou seja, é pequena a reação da inflação a mudanças no hiato do produto e/ou emprego. Paradoxalmente os bancos centrais utilizam um modelo no qual nem mesmo eles acreditam que funciona(!)⁶.

⁴ “Inflation Causes and Consequences” | Milton Friedman, 1963.

⁵ E inflação passada, em alguns casos.

⁶ Claro que esta é uma visão simplista, apenas provocadora, pois não considera as expectativas de inflação, não considera que a curva observada reflete as expectativas futuras dos agentes, não considera possíveis não linearidades, entre outros

Há também a teoria fiscal do nível de preços (FTPL⁷), que ressalta a importância da política fiscal no controle da inflação em modelos onde o nível de preços é determinado pela dívida pública e pelo valor presente dos superávits primários futuros. Em alguns modelos da FTPL, a política monetária é impotente no controle da inflação – conceito pouco compreendido nos países desenvolvidos, mas bastante concreto para a América Latina.

Por fim, fatores estruturais como demografia, taxa de juros natural, produtividade, e outras variáveis reais também têm impacto sobre a inflação, dificultando ainda mais o entendimento da dinâmica de preços. Goodhart e Pradham⁸, por exemplo, argumentam em seu livro recente que demografia e globalização estiveram por trás da queda de inflação nos últimos trinta anos e alertam que essas tendências estão a mudar e possivelmente resultarão em uma retomada de inflação. Masaaki Shirakawa escreveu um excelente artigo⁹ após deixar o BoJ no qual elabora, entre outros, sobre as dificuldades ilustradas nos parágrafos anteriores sob o ponto de vista da autoridade monetária de um país duramente criticado por não conseguir atingir sua meta de inflação.

Vários economistas preocupados com inflação traçam um paralelo da situação atual com a década de 1950 e 1960, pelo menos em termos do pensamento do Fed na direção de priorizar emprego, aceitando uma inflação mais elevada (moderadamente, claro) em conjunto com uma política fiscal expansionista. Do outro lado, há os que ressaltam que os ciclos de expansão monetária e fiscal nos últimos anos foram alardeados, mas não resultaram em inflação nem na meta, que o ambiente global ainda é desinflacionário e, por fim, se necessário, o banco central saberia como ‘lidar com o problema da inflação’.

Muito difícil tomar partido nesse debate frente ao pouco entendimento sobre o processo inflacionário e frente a opiniões tão antagônicas vindas de pensadores de elevado calibre. Porém, ousamos simpatizar com um cenário onde a inflação vai

⁷ “Fiscal Theory of the Price Level” no acrônimo em inglês.

⁸ “The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival”, Charles Goodhart and Manoj Pradham, 2020

⁹ “Is inflation (or deflation) ‘always and everywhere’ a monetary phenomenon? My intellectual journey in central banking”, M. Shirakawa, BIS Paper 77, pg 57, 2014.

sim ser mais elevada nos próximos anos. A teoria monetária e a teoria fiscal ambas sugerem maior inflação à frente, ao contrário do que ocorreu no pós-2008 onde o estímulo fiscal foi mais moderado e foi rapidamente retirado. Além disso, fatores como a pausa ou eventual reversão na globalização, aumento esperado da regulação, aumento do salário mínimo, aumento do poder dos sindicatos (que é parte importante da agenda Democrata), aumento de impostos que virão, além da mudança na função de reação do Fed, visando uma inflação acima da meta (ainda que moderadamente e de forma temporária), tudo isso aponta de uma forma ou outra para uma inflação maior nos próximos anos.

Por outro lado, os modelos Novo-Keynesianos com uma curva de Phillips pouco inclinada sugerem que o risco de uma inflação muito acima da meta não seria elevado. Mas, se olharmos o copo meio vazio podemos concluir também que será muito mais custoso (em termos de emprego e PIB) trazer a inflação de volta para a meta caso o nível de inflação supere o 'moderado' que seria tolerável. Neste caso, a confiança que o banco central será capaz de 'lidar com o problema da inflação' pode ser abalada, com consequências negativas para expectativas de inflação futura que, nos modelos novo-keynesianos, piorariam ainda mais a dinâmica da inflação. Isso tudo em um contexto onde o elevado endividamento público e privado colocariam ainda mais em cheque a vontade do Fed de apertar a política monetária, suscitando novamente o debate sobre a independência e autonomia do banco central.

Em resumo, a narrativa para o cenário de inflação mais elevada está em consonância com o forte crescimento esperado nos próximos meses, resultante dos estímulos fiscais e do processo de reabertura da economia à medida que o processo de vacinação avance. As previsões dos agentes econômicos para a inflação estão ainda bem comportadas.

Mas há o risco de surpresas positivas na inflação nos próximos meses, seja por efeito base, seja pela mudança de preços relativos de serviços cuja demanda está reprimida por conta do distanciamento social. O Fed antecipou que perceberá estes movimentos na inflação como sendo *transitórios*, mas será difícil distinguir mudança de preços relativos, gargalos temporários de oferta e demanda reprimida, de um processo de aumento no nível de inflação. Preparem-se!

Administração

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A
CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar
Rio de Janeiro – RJ
CEP: 20030-905
Telefone (21) 3219-2500
Fax (21) 3219-2508
www.bnymellon.com.br/sf

SAC: Fale conosco no endereço
www.bnymellon.com.br/sf
ou no telefone 0800 7253219
Ouvidoria no endereço
www.bnymellon.com.br/sf
ou no telefone: 0800 7253219

Gestão e Distribuição

JGP Gestão de Recursos Ltda.
e JGP Gestão de Crédito Ltda.
Rua Humaitá 275, 11º andar
Humaitá, Rio de Janeiro - RJ
CEP: 22261-005
Brasil
www.jgp.com.br

Signatory of:



Este material é meramente informativo e não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades individuais de um ou de determinado grupo de investidores. Recomendamos a consulta de profissionais especializados para decisão de investimentos. Fundos de Investimento não contam com a Garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro, ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto ou do regulamento do Fundo de Investimento antes de aplicar seus recursos. As rentabilidades divulgadas são líquidas de taxa de administração e performance e bruta de impostos. As informações e conclusões contidas neste material podem ser alteradas a qualquer tempo, sem que seja necessária prévia comunicação. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da JGP. Para maiores informações, consulte nossa área comercial.