

10/05/2017 - 05:00

A meta e o Chile

Por **Fabio Giambiagi**

No dia 8/6/2016, publiquei neste espaço, sob o título "Meta de 2018 rumo a 4,25%?" um artigo no qual defendia o argumento de que seria desejável que na decisão a ser tomada acerca da meta de inflação de 2018, o governo definisse o alvo de 4,25%. O raciocínio era sintetizado na seguinte passagem: "Se a taxa de inflação de 2016 se situar perto do teto de 6,5% e for crescentemente viável ficarmos perto de 5% em 2017, podem estar dadas as condições para que o CMN faça um pequeno 'aperto de parafusos' no processo de amadurecimento institucional do regime de metas, adotando uma meta de 4,25% para 2018". Na sequência, argumentava-se que o alvo final deveria ser uma meta de 3% "em perspectiva para a próxima década".

O cenário que eu tinha em mente era de uma variação do IPCA perto de 7% no ano passado, com uma taxa em torno de 5% para o ano em curso. Dada a tendência da desinflação, a ideia era que a inflação efetiva tivesse uma nova redução no próximo ano.

Um ano depois, a realidade se mostrou muito mais positiva no terreno da luta anti-inflacionária. Não só a variação do IPCA de 2016 se situou abaixo do teto de 6,5% - coisa que há um ano praticamente ninguém imaginaria viável - como as expectativas começaram a ser ancoradas em torno da meta oficial e, inclusive, abaixo disso. O Banco Central de Ilan Goldfajn conduziu esse processo com grande eficácia.

Na base do gradualismo, o país poderia transitar para uma década promissora, se a política fiscal ajudar

Hoje, o raciocínio esboçado há um ano se torna ainda mais atual. Com efeito, após dois anos consecutivos de queda expressiva da inflação, com perspectivas claras de ficar abaixo da meta em 2017 e expectativas muito bem ancoradas para o futuro, o Conselho Monetário Nacional (CMN) está em condições ideais para reduzir a meta futura de inflação. Parte-se do pressuposto de que a meta atual é ainda elevada em termos internacionais e de que o objetivo de longo prazo deveria ser uma taxa mais próxima de 3%.

Nesse contexto, é razoável considerar que uma queda da meta, em perspectiva, apresenta-se hoje como um cenário com uma probabilidade como não se via desde 2007, quando o governo perdeu uma chance de ouro de retomar a trajetória de diminuição da meta, num ambiente, na época, muito tranquilo e manteve o "target" de 4,5% julgando que, assim, contribuiria para estimular a economia.

Com base nas considerações acima, há duas decisões que o CMN terá que tomar: o que fazer com a meta e com o intervalo da banda. Cabe lembrar que embora o governo tenha reafirmado o compromisso com os 4,5%, já vigora uma redução importante em relação ao passado, que é a diminuição do intervalo de mais ou menos 200 pontos básicos em relação à meta para mais ou menos 150 pontos, o que significa que o teto é de 6% e não mais de 6,5%, como vigorou durante 11 anos. Diante disso, o governo pode emitir um sinal de continuidade da desinflação de duas formas, reduzindo um ou outro parâmetro - meta e intervalo da banda de tolerância - ou, alternativamente, promovendo um "mix" das duas mudanças.

Ao mesmo tempo, após três anos de queda da renda per capita em face do histórico de taxas de juros reais fortemente elevadas que tivemos em 2015 e 2016, é mais do que natural que a grande maioria do país prefira, no momento, privilegiar mais a redução das taxas de juros reais e o estímulo à demanda do que o alcance imediato de uma meta muito mais ambiciosa de inflação.

Como conciliar esses objetivos? Realisticamente, o CMN se defrontará com as seguintes possibilidades: 1-meta de inflação: Conservar a meta ou reduzi-la em 25 ou 50 pontos; 2- intervalo de flutuação: conservar o intervalo de mais ou menos 150 pontos ou diminuir para mais ou menos 100 pontos ou para mais ou menos 125 pontos.

O cenário não poderia ser mais favorável para reduzir a meta mas, ao mesmo tempo, é importante que a desinflação não obstaculize a queda da Selic e o processo em curso de "religar o motor de arranque da economia". Nesse contexto, qual a melhor decisão a ser tomada pelo CMN em junho? Ela se dará numa situação na qual o Banco Central reconquistou sua credibilidade, o que reduz o custo da desinflação. A decisão poderia contemplar um "mix" de redução da meta de 2019 para 4,25% e do intervalo para mais ou menos 1%.

Assim, o desafio de reduzir o intervalo teria sido completado e ano que vem a meta para 2020 seria definida, muito provavelmente, em 4%. O próximo governo teria então a tarefa de dar continuidade a esse processo suave e gradual de declínio da meta. Portanto, o Comitê de Política Monetária poderia reduzir a Selic a um dígito no final do ano, ao mesmo tempo em que as expectativas de longo prazo começariam lentamente a migrar para o alvo de 3%.

Na base do gradualismo, o país poderia transitar para uma década promissora - evidentemente, se a política fiscal ajudar. Tendo corrido o risco de o Brasil virar uma Venezuela, nossa próxima década poderia assim se assemelhar ao que foram as últimas décadas do Chile. Talvez o futuro volte a sorrir para o Brasil.

Fabio Giambiagi, economista, é superintendente da área de Planejamento e Pesquisa do BNDES e coorganizador do livro "Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2010" (Editora Campus), escreve mensalmente neste espaço. E-mail: fgiambia@terra.com.br.