

Sob nova direção

Passados menos de 2 meses desde a posse da nova diretoria do Banco Central, as análises possíveis sobre as novas diretrizes da política monetária são ainda tentativas. Ainda assim, nessas primeiras semanas vemos alguns sinais encorajadores. Há um nítido esforço de melhora da comunicação por parte da autoridade monetária, em paralelo a sinais de maior conservadorismo nas primeiras decisões.

No chamado cenário de referência, no qual se supõe estabilidade dos juros e do câmbio ao longo de todo o horizonte de projeção, o BC já estima que a inflação fique em torno da meta de 4,5% em 2017. Isto em princípio poderia indicar que estamos próximos de alcançar as condições necessárias para iniciar o processo de redução dos juros. O Copom salientou, porém, que “deve procurar conduzir a política monetária de modo que suas projeções de inflação, inclusive no cenário de mercado, apontem inflação na meta nos horizontes relevantes”. O cenário de mercado é aquele no qual se projeta a inflação com base nas hipóteses dos analistas de mercado para as trajetórias de câmbio e de juros. Noutras palavras, o Copom tem indicado que somente irá começar a cortar juros quando tiver segurança de que, mesmo que a taxa de câmbio tenha uma depreciação em linha com a projetada pelo mercado, seja possível implementar um ciclo de cortes de juros também da magnitude esperada pelos analistas sem comprometer a convergência da inflação para a meta.

Trata-se de uma abordagem mais cautelosa e, por consequência, talvez envolva alguma postergação do início do ciclo de cortes. Parece-nos, contudo, que os sinais que vimos até aqui indicam uma mudança para melhor na condução da política monetária. Ao longo dos últimos sete anos a inflação situou-se persistentemente acima da meta de 4,5%. Considerando-se as projeções de mercado para este ano, deveremos ter de 2010 a 2016 inflação média de 6,9%, o que é superior inclusive ao teto do intervalo de tolerância de 2 pp (para mais e para menos) em torno da meta de 4,5%.

É natural que a meta não seja exatamente alcançada a cada período, já que a inflação está sempre suscetível a choques de todo tipo. Mas é possível e desejável que a inflação gravite em torno da meta. E este já foi o caso no Brasil: se tomarmos o período de 2006 a 2009, a inflação média foi exatamente igual à meta de 4,5%, embora em nenhum ano esse nível tenha sido exatamente alcançado. Os desvios grandes e sistematicamente para cima por um período de 7 anos não podem ser explicados por choques. O que ocorreu é que simplesmente a política monetária deixou de ser calibrada para atingir a meta.

De alguma forma, a condução da política monetária no Brasil nos últimos anos parece ter sido influenciada pela noção de que um pouco mais de tolerância com a inflação poderia nos conduzir a um equilíbrio com juros reais mais baixos e crescimento econômico mais vigoroso. Não pode escapar aos observadores atentos, porém, que os resultados são desastrosos. A dinâmica da economia brasileira nos últimos anos mostra de forma evidente algo que, pelo menos desde os anos 80 do século passado, já estava solidamente estabelecido na literatura econômica: a ideia de que se pode produzir crescimento econômico persistentemente maior através de maior tolerância com a inflação é uma falácia. Os ganhos são, na melhor das hipóteses, efêmeros. Em qualquer horizonte que exceda uns poucos trimestres, inflação mais alta tem efeitos nefastos sobre o crescimento, pois eleva a incerteza macroeconômica, dificulta o cálculo econômico e cria um ambiente mais hostil ao investimento. Adicionalmente, tampouco foi alcançado o objetivo de reduzir sustentadamente os juros. Após a implantação do regime de metas de inflação, em 1999, houve uma tendência persistente de queda dos juros até 2010. No primeiro semestre daquele ano a Selic média esteve próxima a 9%, em contraste com os 14,25% que tem prevalecido desde meados de 2015. E isto a despeito de a economia mundial em geral ter caminhado nos últimos anos para os menores juros da história moderna.

Por tudo isto, os sinais de reorientação da política monetária são muito bem-vindos. É natural que haja alguma ansiedade por flexibilização da política monetária, mas não podemos perder de vista que a restauração da credibilidade do regime de metas de inflação pode nos conduzir a um equilíbrio muito mais saudável. A redução dos prêmios de risco associados à incerteza inflacionária pode nos levar à retomada da trajetória de queda sustentada dos juros que prevaleceu na década passada. Além disso, ao criar um ambiente de maior estabilidade, a política monetária cumprirá o seu papel e dará a contribuição que lhe cabe para a retomada do crescimento.

Deve-se observar também que há um conjunto de condições favoráveis para a queda da inflação nos próximos anos. Contribui para tanto, em primeiro lugar, o fato de não mais haver grandes defasagens em preços administrados, como era o caso em 2015. Em segundo lugar, temos desde março uma tendência de valorização relevante do câmbio, impulsionada pelas expectativas favoráveis em relação ao novo governo e um ambiente externo bastante benigno. Em terceiro lugar, há um nível brutal de ociosidade na economia, após a pior recessão da história nos últimos dois anos. Somando-se a esses fatores a melhora de expectativas que tem sido gerada pelos sinais de reorientação da política monetária, são boas as chances de se alcançar uma desinflação relativamente vigorosa a partir dos níveis ainda muito elevados de inflação que ora observamos, de 8,8% nos últimos 12 meses.

Para que esse cenário se concretize, porém, é fundamental que haja avanços na agenda de ajuste das contas públicas. Ao longo dos últimos meses, há um movimento importante de melhora dos prêmios de risco soberanos, que deriva essencialmente da expectativa de que o novo governo possa implementar um conjunto de reformas que permitiria gradualmente voltar a gerar os superávits primários requeridos para assegurar a estabilização da relação dívida / PIB. Ao longo do tempo, tais expectativas somente poderão ser sustentadas caso o governo consiga avançar na implementação do ajuste, o que requer aprovação de reformas institucionais importantes no Congresso, com destaque para as emendas constitucionais que estabelecem um teto para os gastos públicos e alteram os critérios de elegibilidade para os benefícios da Previdência Social. Em caso de frustração, deterioração dos prêmios de risco e depreciação da moeda podem criar um ambiente mais desafiador para a política monetária. As condições de liquidez global muito favoráveis indicam que temos algum tempo para aprovar as reformas e implementar os ajustes. Mas esse tempo não é infinito. Seria salutar que usássemos com sabedoria a paciência que o mundo tem tido com os nossos graves desequilíbrios econômicos.

Alexandre Bassoli

Economista-chefe do Opportunity e Mestre em Economia pela USP.