

# Meta mais realista

**Melhor seria voltar para perto dos 4% ao ano a partir de 2024**

**Ricardo Barboza e Bráulio Gomes**

**Valor, 19/01/2023**

Em artigo publicado no final do ano passado no Financial Times (“It is time to revisit the 2% inflation target”), o economista Olivier Blanchard voltou a defender uma revisão para cima da meta de inflação nas economias avançadas, dos 2% ao ano atuais para 3%. Ele já havia defendido algo semelhante logo após a Grande Crise Financeira Global (embora, naquele momento, advogasse por uma meta de 4%). Blanchard não pode ser acusado de “inflation dove”: ele foi um dos primeiros a alertar para os impactos inflacionários, sobre os EUA e o mundo, do tamanho do pacote de estímulo fiscal introduzido pelo governo Biden, ainda no começo de 2021.

Nessa prescrição recente, Blanchard foi acompanhado por outros economistas renomados, Ricardo Reis e J. Bradford DeLong.

Do ponto de vista teórico, a inflação pode ser tratada como um imposto, o imposto inflacionário, porque gera receitas de senhoriagem para o governo. Como quase todo tipo de taxa, o imposto inflacionário pode gerar distorções microeconômicas. Além disso, há os impactos macroeconômicos: 1- taxas de inflação mais elevadas geram incentivo à indexação/inércia, tornando a inflação menos sensível à política monetária e elevando a chamada “taxa de sacrifício” para desinflacionar a economia; 2- a inflação está associada a efeitos redistributivos nocivos, afetando os mais pobres mais intensamente; 3- inflação mais alta se associa a maior volatilidade e menor previsibilidade, gerando um encurtamento de horizontes e, no limite, um desarranjo de toda a economia.

Economia precisará voltar a operar abaixo do potencial por quase dois anos para chegar à meta de 3% em 2024

De um modo geral, os modelos teóricos mais tradicionais apontam para uma taxa de inflação ótima próxima de zero. Contudo, na prática a calibragem numérica adotada pelos policymakers das principais economias centrais nas últimas três décadas tem definido que a “estabilidade de preços” seria compatível com metas de inflação de até 2% ao ano.

Essa abordagem adotada no “mundo real” reflete um reconhecimento dos problemas de mensuração da inflação: é sabido há muito tempo que índices com agregações do tipo Laspeyres tendem a superestimar a inflação, dentre outros aspectos (ver, por exemplo, os resultados da investigação realizada pela Boskin Commission nos EUA, bem resumidos em Molton 2018). A definição de metas de inflação razoavelmente positivas também reflete uma espécie de “margem de segurança” em relação a quadros de deflação crônica (ecoando a famosa colocação de Ben Bernanke, apontando que a melhor maneira de sair da deflação é não entrar nela).

Essa discussão ganhou um novo capítulo na última década, não somente por conta dos efeitos duradouros da crise econômica iniciada em 2008/09, como, principalmente, da constatação de que as taxas de juros reais de equilíbrio nas economias avançadas vinham apresentando tendência de recuo, estando bem próximas de zero mais recentemente - tornando mais frequentes os episódios em que a política monetária seria limitada pelo chamado Zero Lower Bound (ZLB), isto é, pelo fato de que as taxas de juros nominais praticadas pelos BCs não podem ser muito negativas.

A despeito do “soluço” recente das taxas de juros efetivas, as taxas de equilíbrio tendem a continuar recuando nos próximos anos, sobretudo por questões demográficas (Auclert, Malmberg, Martenet & Rognlie 2021 estimam uma queda adicional de cerca de 1 ponto percentual do juro neutro mundial até 2040). Assim, o problema citado acima pode se tornar ainda mais relevante, comprometendo a capacidade da política monetária de assegurar uma estabilização macroeconômica completa (inflação na meta e economia em pleno-emprego). As autoridades monetárias até podem tentar contornar o ZLB por meio de políticas não convencionais, mas está se tornando cada vez mais claro, após o experimento da última década, que há efeitos colaterais perigosos dessas políticas, especialmente os riscos à estabilidade financeira.

Vários trabalhos acadêmicos recentes têm revisitado o tema da “inflação ótima”, apontando que quando se levam em conta o juro neutro real baixo e cadente/ZLB, bem como o fenômeno da histerese econômica (ciclo afetando tendência/productividade endógena) e a rigidez para baixo nos salários nominais, a inflação ótima nas economias avançadas estaria situada entre 3% e 4% ao ano. (ver De Grauwe & Ji 2018; Andrade, Gali, Bihan & Matheron 2019; Andrés Blanco 2021; e Abritti, Consolo & Weber 2021).

O Brasil adotou o regime de metas de inflação em 1999, com uma meta inicial de 8%, que foi diminuindo até 3,25% em 2003. Após três anos consecutivos de descumprimento da meta (entre 2001 e 2003 a inflação correu bastante acima do teto do intervalo), optou-se por retroceder parcialmente, definindo-se uma meta mais realista, de 4,5% ao ano, a qual vigorou entre 2005 e 2018 (período no qual o IPCA subiu 5,6% ao ano). A partir de 2019, passamos a ter metas cadentes, chegando a 3% em 2024/25.

O argumento frequentemente utilizado para justificar essa redução foi a convergência para as metas adotadas por outros países emergentes, como Chile e Colômbia - critério que ignora as especificidades estruturais/institucionais dos países que podem afetar o nível da inflação ótima. De fato, Alex Ribeiro, em artigo publicado no **Valor** em junho de 2019, apontou que o CMN nunca havia utilizado estudos técnicos para amparar as decisões de fixação das metas de inflação (como, por exemplo, análises para compreender os vieses do IPCA/IBGE e como eles variam no tempo, em um contexto no qual a atualização das estruturas de ponderação com novas POFs é pouco frequente, em média a cada 7 anos).

Alguns colegas de profissão, como Aloísio Araújo e Sérgio Werlang, vêm apontando há tempos que a decisão de reduzir a meta brasileira foi equivocada, especialmente quando se leva em conta o quadro de fragilidade fiscal.

Estamos novamente caminhando para três anos de inflação acima do teto da meta (2021-23). O custo de uma desinflação de 2,5 pontos percentuais ao longo de um ano (IPCA saindo de cerca de 5,5% neste ano para 3% em 2024) não é baixo, demandando que a Selic seja mantida bem acima do nível neutro e que a economia volte a operar abaixo do potencial por

quase dois anos, o que, por sua vez, exacerba o quadro de fragilidade das contas públicas. Nunca é demais lembrar que uma parcela relevante da melhoria do resultado primário observada nos últimos dois anos se deveu ao fato de que a economia se aproximou do pleno emprego em 2022, depois de quase sete anos operando muito aquém disso.

Nesse contexto, e levando em conta o conhecimento técnico atualizado no tema, a meta de inflação brasileira deveria ser reavaliada, talvez voltando para as cercanias dos 4% ao ano a partir de 2024 - uma vez que, dentre outros fatores, nosso mercado de trabalho é bem menos flexível do que o dos EUA.

**Ricardo Barboza é pesquisador associado do Ibre/FGV, professor do Ibmecc e mestre pela PUC-Rio.**

**Bráulio Borges é pesquisador associado do Ibre/FGV, economista sênior da LCA e mestre pela USP. As opiniões aqui expressas são estritamente pessoais.**