

# Inflação pós-desvalorização

O GOVERNO DEVE TOMAR PRECAUÇÕES E EVITAR COMPROMETER O SEGUNDO MANDATO DE FHC

DIONÍSIO DIAS CARNEIRO

Já temos chamado a atenção para a importância de encontrar um caminho para defender a moeda, desde que ficou inviável usar o reforço de reservas propiciado pelo acordo com o FMI para sustentar a taxa de câmbio. O uso das reservas para defender a trajetória do câmbio deu lugar, assim, à sua antítese: passou-se a usar a trajetória do câmbio para defender as reservas internacionais. Teoricamente, no novo regime cambial, a taxa nominal de câmbio deve subir até que a taxa real equilibre a oferta e a procura por divisas. No entanto, entre o início

## Coréia do Sul e México são exemplos de reação positiva, mesmo com o FMI

do processo de elevação da taxa nominal de câmbio e o estabelecimento de uma taxa real de equilíbrio, jazem as sombras de um percurso conflituoso entre preços e câmbio, no qual os exageros no câmbio podem contaminar as expectativas e, no nosso caso, as medidas de inflação.

Os analistas de mercado e seus orientadores especializados têm procurado, no exame das experiências de flutuação de outros países, luzes que permitam iluminar o futuro da taxa de câmbio brasileira. Em vários países, o colapso do regime cambial encontrou, como na Coréia, um caminho para a recomposição da economia. Embora o ritmo das reformas no setor privado coreano, superendividado antes do colapso, tenha sido bem inferior ao que era esperado pelos analistas estrangeiros (e temido pelos agentes econômicos locais), a desvalorização real se deu

com pouca inflação – o pico mensal foi de cerca de 2,5%, mas ninguém falou de inflação anualizada de 34% como base para aumentar preços, tarifas públicas ou salários. Houve, porém, muita reestruturação do comércio exterior, alguma reforma no mercado de trabalho, que permitiu que a taxa de desemprego passasse de 3% para mais de 7% em um ano. Houve também uma rápida redução da necessidade de recursos externos, graças a uma recessão drástica. O governo de D. J. Kim, depois de dois anos de recessão (o passado e o corrente) e falta de recursos privados para financiar o balanço de pagamentos, poderá ambicionar um retor-

no ao crescimento econômico, desde que o permita o crescimento do comércio mundial. Sem inflação, com taxa de juros relativamente baixa, a Coréia fez uma desvalorização real de 46% e poderá colher os benefícios, mais uma vez, de ser um país modelo para que o FMI mostre que nem tudo onde põe a mão vira pó. Outro exemplo de sucesso com a ajuda de um acordo com o Fundo foi o México. Mas com uma história bem diferente: o ajuste do câmbio real que, em 1994, alguns analistas estimavam que viria com uma desvalorização rápida, em torno de 12%, e sem inflação foi feito em quatro anos, com a flutuação que resultou numa desvalorização nominal de 206% e numa desvalorização real de 27%. Houve uma crise bancária respeitável, nacionalização de prejuízos, megaajuda do Tesouro americano e, ainda assim, o produto

caiu 6,2% no primeiro ano antes de voltar a crescer. O déficit comercial de 1998 foi maior do que o do Brasil, atingindo mais de US\$ 7 bilhões. As taxas de juros reais foram negativas, mas isso costuma ser esquecido nos relatos laudatórios.

Como se compara o Brasil com esses dois exemplos de sucesso? Temos chance de ser outro "caso-modelo" para o Fundo exibir na sala de troféus? Ou será o Brasil uma espécie diferente de animal refratário à sabedoria do Potomac? Se o for, terá destino mais semelhante ao da Rússia ou da Indonésia, como parecem sugerir os preços de nossas dívidas externas? Mesmo os bancos estrangeiros cujos negócios de financiamento ao comércio internacional brasileiro têm tido, nos últimos 30 anos, um desempenho invejado pelos que ficaram de fora estão saindo. Sem o retorno do financiamento ao comércio, entretanto, não há possibilidade de jogo cooperativo.

A resposta pode ser resumida em uma só variável: a taxa de inflação esperada. Um mandato sério e para valer, para que o Bacen possa cortar os laços com o Tesouro, responder ao Congresso e concentrar-se na defesa da moeda, ainda poderá salvar o segundo governo de Fernando Henrique. O povo tem dado sinais claros de que deseja a inflação baixa e reelegeu seu defensor em meio à recessão. O Congresso tem respondido ao apoio popular ao presidente, mesmo quando interesses diretos de tantos congressistas, ou mesmo sua percepção do bem comum, estão sendo contrários. O que falta?

Para evitar que a explosão de preços, que se segue à violenta desvalo-

rização cambial nominal, seja transformada em espiral inflacionária é preciso cortar três fontes de transmissão: a indexação salarial, a indexação de tarifas e preços e a expansão do crédito. A recessão que já existe, e está contratada para os próximos meses, contribui para manter relativamente baixa a demanda por indexação salarial e de preços de bens a curto prazo. Mas, ainda assim, as pressões por políticas populistas e a cultura de intervenção continuarão fortes. Os erros passados na privatização já indexaram várias tarifas de serviços públicos e teremos de pagar, agora, um preço alto por esses erros. O governo deve manter-se fora do processo de formação de preços. Caso contrário, vai perpetuar a inflação.

A expansão do crédito merece atenção especial: juros altos ajudam a tornar cara a especulação contra a moeda na transição, mas, dada a bagunça de índices de preços, que é parte da herança inflacionária no Brasil, tentar manter juros reais positivos segundo qualquer índice pode dificultar a recomposição dos estoques. Isso prejudica o equilíbrio dos preços relativos, que é essencial para a desvalorização real. As pressões do FMI para aumentar juros, se ocorrerem, conspirarão contra a credibilidade da dívida interna e aumentarão a probabilidade de cenários de descredito da dívida interna. De nossa parte, mais uma vez, a percepção nítida das opções é o primeiro passo para que o governo possa combater a inflação sem mergulhar outra vez na trajetória de descrença que nos levou à atual situação.

■ Dionísio Dias Carneiro é professor do Departamento de Economia da PUC-Rio