

28 OUT 1999

ECON. BRASIL

# Pessimismo inflacionário e o FMI

DIONÍSIO DIAS CARNEIRO\*

O país enfrenta, mais uma vez, expectativas desfavoráveis para a inflação, e agora o FMI pode atrapalhar. A oscilação dos índices é parte de um cenário de transição, cujo desfecho depende não da teoria econômica ou da racionalidade dos agentes de decisão, mas do espaço de que o governo possa dispor para impedir a concretização de profecias auto-realizáveis. A desconfiança na inflação gera pessimismo entre os investidores que contribuem para o financiamento do Balanço de Pagamentos, incerteza quanto à queda do preço do dólar e instabilidade na recuperação do emprego e da produção. As duas primeiras consequências são parte de um círculo vicioso de desconfiança quanto às possibilidades de funcionamento satisfatório do câmbio flutuante no Brasil. A terceira consequência sinaliza os riscos econômicos e políticos de uma interrupção da queda dos juros, ou seja, uma volta ao "pára-e-anda" que desgastou o regime de deslizamento cambial abandonado em janeiro. Isso deve trazer nova motivação, em breve, para a discussão sobre o regime cambial apropriado para o Brasil, no momento em que o governo De La Rúa, na Argentina, encontrará pressões para desvalorizar ou dolarizar, diante da recessão que está enfrentando.

Há, no Brasil, neste final de 1999 uma desvalorização cambial nominal de mais de 60% pós-flutuação, que significa uma desvalorização real exacerbada em termos das correções esperadas sobre a economia. Na transição em que ocorrem os efeitos reais, seja sobre o balanço de pagamentos, seja sobre os custos e preços internos, ainda prevalece uma incerteza sobre o tipo de correção que se deve esperar. Em um cenário positivo, a queda do valor do dólar para algo em torno de 1,8 no início de 2000 seria considerada um sucesso, sendo uma desvalorização da ordem de 15 a 20% sobre os preços no atacado um forte estímulo para as exportações e para os projetos substitutivos de importações. A recuperação do balanço de pagamentos, que começou com a recuperação do financiamento saudável, representado pela substituição do capital de arbitragem pelos investimentos diretos, consolidaria a recuperação da produção e a do emprego que já vêm ocorrendo. A expansão do crédito e a queda dos juros generaliza os efeitos positivos sobre o consumo e a produção, que completa o estímulo ao crescimento futuro.

Em uma transição de preços desfavorável, entretanto, o excesso de desvalorização nominal seria corrigido pelo aumento da inflação. Em cenário pessimista, ondas de altas salariais no primeiro semestre de 2000 seriam a consequência da velocidade excessiva na queda de juros e na recuperação das vendas, via endividamento das famílias. Maiores repasses da desvalorização aos preços seriam facilitados pelos maiores gastos de consumo. Neste cenário, instabilizam-se as taxas de juros esperadas e o financiamento do balanço de pagamentos, uma vez que as projeções da taxa nominal de câmbio tornam-se ainda mais instáveis. O risco de um círculo vicioso de elevação de câmbio e preços empurraria o governo para uma reversão na política monetária e a uma nova rodada de stop. Neste cenário, desgasta-se a estratégia de política monetária baseada em metas inflacionárias e, mais uma vez, a imagem externa do país.

Dois fatores perturbam as perspectivas de cenário positivo. O primeiro é um choque desfavorável nos preços de alimentos, cujos efeitos de curto prazo sobre os índices pode reforçar a desconfiança. O segundo são os fatores de incerteza que aumentam a demanda por dólar neste final de ano, que vêm sendo reforçados pela percepção de que requisitos de reservas mínimas do acordo com o FMI têm impedido o Banco Central de atender a excessos temporários de demanda por dólar. Houve nítido progresso no ajuste fiscal, tanto a curto prazo quanto nas custosas negociações políticas capazes de sinalizar a aprovação das reforma da previdência e tributária. Esses resultados visíveis devem ter peso forte no reconhecimento, pelo FMI, da seriedade do ajuste econômico brasileiro. Se o FMI transformar-se em entrave à condução da política econômica, hoje, estará justificando o pessimismo inflacionário que quase dez meses de esforços custosos tinham conseguido eliminar.

\*No Departamento de Economia da PUC-Rio