

# O dilema da política monetária

28AGO 2001

**“A desvalorização cambial piora o dilema crescimento-inflação.” Por Marcelo Carvalho**

**J**Banco Central brasileiro enfrenta um dilema. A inflação está rodando acima das metas, mas a economia está entrando em recessão. Se quisesse defender a meta de inflação a ferro e fogo, o BC deveria subir os juros. Mas isso poderia agravar o desaquecimento da economia. O Banco Central vinha priorizando a inflação para guiar suas decisões de juros.

Mas a combinação de vários choques negativos tem sido maior do que a tolerância das metas de inflação comporta. Nesse contexto, a aderência estrita às metas de inflação seria indesejável, pois penalizaria de maneira desnecessária toda a economia.

Na prática, o Banco Central deveria procurar “fazer a coisa certa”, ao invés de atrelar-se a um conjunto de regras que deixaram de ser apropriadas, uma vez que não foram desenhadas para enfrentar os choques recentes.

O Banco Central dificilmente abandonaria ou alteraria explicitamente o sistema de metas de inflação, temendo a perda de credibilidade que isso poderia trazer. Mas, na prática, a política monetária provavelmente caminha para se tornar mais pragmática e flexível.

Afinal de contas, o Banco Central comprehende que as pressões recentes sobre a inflação resultam de uma série de choques amplamente conhecidos — e não de afrouxamento monetário indevido. Um BC pragmático deveria ser capaz de voltar a cortar os juros em algum momento, provavelmente ainda esse ano. Claro, a Argentina continua sendo uma complicação potencial. Se a situação da Argentina entrar em colapso, seria difícil o BC evitar um aperto monetário.

A desvalorização cambial piora o dilema crescimento-inflação. A inflação está rodando acima das metas. A meta oficial é de 4% para esse ano e 3,5% para o ano que vem, com margem de tolerância de 2% para cima ou para baixo. De janeiro a julho, a inflação acumulou 4,3%, portanto já acima da meta do ano inteiro. Nos doze meses corridos até julho, a inflação acumulou 7,1%, portanto acima do teto de 6% para o ano de 2001.

As próprias projeções oficiais têm subido. No seu último Relatório de Inflação, o Banco Central projetava uma inflação de 5,8% para esse ano e via uma probabilidade de 40% de a inflação ficar acima do teto de 6%. Isso foi em junho. Desde então, o quadro de inflação piorou. O acordo recente do Fundo Monetário Internacional revisou para cima a trajetória esperada de inflação, e agora assume que esta pode subir até um teto de 7,8% esse ano. Para 2002, o Banco Central projeta apenas 3%, mas a trajetória de câmbio aparentemente usada nessas projeções soa otimista.

As expectativas do mercado também têm subido sistematicamente esse ano, de acordo com pesquisa semanal do Banco Central. Para 2001, o consenso

cambial de mais de 20% até agora esse ano poderia adicionar até quatro pontos percentuais na inflação ao longo de um ano.

A julgar pela relação entre o câmbio e a inflação nos últimos anos, é possível que a inflação no segundo semestre desse ano ainda seja pressionada pela desvalorização cambial já observada até agora, embora a recessão deva ajudar a segurar esse impacto.

As pressões recentes sobre a inflação portanto tem a ver principalmente com o câmbio — e não com superaquecimento da demanda doméstica por conta de uma política monetária irresponsavelmente fraca. Pelo contrário, o número do Produto Interno Bruto do segundo trimestre deixou claro que o risco de recessão é alto.

O Banco Central enfrenta portanto uma situação difícil. Se ele quisesse perseguir de forma obsessiva as metas de inflação, temendo a potencial perda de credibilidade no caso de ultrapassar a meta de inflação, então ele deveria aumentar os juros. Mas isso agravaria a recessão e poderia despertar sérias dúvidas junto à sociedade a respeito da própria legitimidade do sistema de metas de inflação.

A questão é que a inflação esse ano tem tudo para ficar acima da meta. Mas isso não deveria ser um desastre, se o Banco Central conseguir explicar adequadamente, para a sociedade, as razões (aliás perfeitamente compreensíveis) que levaram a inflação a ficar acima da meta. Melhor isso do que perseguir metas de inflação hoje irrealistas. Assim, o Banco Central deveria explicar porque a meta furou, e seguir em frente.

Em outras palavras, mesmo que o Banco Central oficialmente declare-se comprometido com metas anuais de inflação cheia em um calendário gregoriano, na prática ele deveria ser capaz de enxergar além da inflação plena, e concentrar-se nas tendências subjacentes da inflação ao longo do tempo, para fins de condução da política monetária.

## **Esse ano a inflação tem tudo para ficar acima da meta, mas isso não deve ser um desastre, se o BC puder explicar as razões**

do mercado subiu de 4,2% no começo do ano para acima de 6% nas últimas pesquisas. Para 2002, subiu de 3,8% no começo do ano para a faixa de 4% a 5% recentemente.

O câmbio tem um papel importante na determinação da inflação — efetiva e esperada. A desvalorização do real nesse ano deve-se a um conjunto de choques, tanto domésticos (racionamento de energia e maior incerteza política) quanto externos (desaceleração global e turbulência na Argentina).

O Banco Central estima que o coeficiente de repasse do câmbio para a inflação é de cerca de 7% no curto prazo, subindo para 12% ao longo de um ano. Além disso, a desvalorização cambial pode empurrar a inflação para cima através dos preços administrados, cujo reajuste é influenciado pelo IGP (que por sua vez é mais sensível ao câmbio do que outros indicadores de inflação). Levando preços administrados em consideração, o Banco Central estima que o coeficiente de repasse do câmbio pode chegar a 20%.

Grosso modo, a desvaloriza-

**Marcelo Carvalho**, Ph.D em economia pela Universidade de Illinois (EUA), é economista-chefe do banco JPMorgan. E-mail: carvalho\_marcelo@jpmorgan.com