

Metas de inflação e competitividade

Economia-Brasil
"A política de metas de inflação deveria ser modificada incluindo o objetivo do crescimento." Por **Rudiger Dornbusch**

15 SET 2001

Valor Econômico

Depois da crises na Ásia, Rússia e no Brasil, a nova sensatez em termos de gerenciamento do câmbio — flexibilidade cambial associada à perseguição de uma meta inflacionária. Essa é a política adotada pelo México, e também pelo Brasil. Apesar disso, seus resultados são bastante distintos.

Os dois países vivenciaram uma enorme queda no crescimento, ambos estão com a inflação na faixa de 6% a 8%, ambos os países estão com déficits no balanço de pagamentos entre 3% a 4% do PIB. Os dois países estão entre aqueles com as maiores relações entre endividamento e amortização de curto prazo sobre as reservas — ou seja, estão seriamente vulneráveis do ponto de vista externo — e nesse aspecto, não há muita diferença entre eles. Entretanto, se no Brasil os juros reais estão altos, que agravam o endividamento, no México eles estão baixos e tornam a dinâmica do endividamento quase favorável.

Mas no Brasil a taxa de câmbio real caiu muito desde 1999, ao passo que no México ela está subindo sem parar, devendo atingir um nível bem mais alto do que às vésperas do último colapso. Além disso, se as taxas de juro prenunciam o futuro, como no Brasil elas estão em patamar mais que duas vezes mais alto do que no México, a expectativa é de que o câmbio brasileiro sofrerá uma depreciação ainda maior bem antes do México. Em termos acumulados, os níveis de competitividade dos dois países divergiram em quase 50%! O que é que explica essa diferença, o que é que torna o México um vencedor, e o Brasil, aparentemente, um perdedor?

A resposta mais imediata poderia ser formulada assim: o Brasil fica na América Latina e o México, não. O Brasil está no fogo cruzado dos problemas argentinos; e se não basta isso, há também os problemas que vão da crise energética às eleições presidenciais de 2002. Em contraste, o México, na prática, é quase parte dos EUA, dispondo, assim, de uma rede de segurança. Em outras palavras, o México é diferente. Nenhum país obteve uma pontuação tão positiva da agência S&P de classificação de crédito, mas o México está no limite, e o

Brasil está longe dele.

Todos os sinais parecem indicar que o Brasil é sinônimo de complicações e que o México é um lugar seguro. Mas esse não é o caso; o crescimento mexicano despencou, e suas políticas ficarão vulneráveis a essa realidade. Sim, a economia americana irá se recuperar, mas isso não fará milagres ao México; o resultado é uma grande sobrevalorização que produz uma vulnerabilidade. No Brasil, em contrapartida, o câmbio está um pouco mais próximo de um patamar desvalorizado, o que, no fim das contas, é uma fonte de estabilidade. Como pode o Brasil aproveitar essa situação?

A política de metas inflacionárias deveria ser modificada de modo a incluir o objetivo de crescimento. Deveria haver um corte nos juros para estimular o crescimento e melhorar a situação fiscal, mesmo se isso significar desvalorização cambial ainda maior. Não há risco de um colapso da moeda, mas há um sério risco de que a incapacidade de crescer produza um grande abalo na credibilidade financeira e estabilidade do Brasil.

O Banco Central tem agido corretamente, ao não se mostrar obsessivo na perseguição de suas metas de inflação, e também agiu corretamente ao se abster de intervir no câmbio para reduzir a inflação importada. Mas o BC poderia avançar ain-

da mais nessa direção, incentivando o crescimento e lidando com a desinflação ao longo dos próximos anos. É importante que os mercados vejam um compromisso duradouro para com a desinflação. A estabilidade financeira não decorre de não haver inflação, mas sim de um crescimento viável e de bom desempenho fiscal. É por isso que o BC deveria incentivar o crescimento através de juros mais baixos, mesmo que isso signifique um pouco mais de desvalorização cambial e um pouco mais

O BC deveria assumir o risco de explorar já esse benefício desinflacionário futuro praticando uma política um pouco mais expansionista

de inflação no curto prazo.

A desvalorização cambial acumulada brasileira chegou a tal ponto, que há uma boa chance de uma apreciação de 10% a 20% no decorrer dos próximos dois anos. O BC deveria assumir o risco de explorar já esse benefício desinflacionário futuro praticando uma política um pouco mais expansionista.

Mas a agenda do BC está sobrecarregada: ele é responsável por crescimento,

competitividade e desinflação. Onde deveria o BC se concentrar? O fato de que o câmbio é "flexível" não responde à questão, porque há vínculos entre juros e câmbio, e entre os movimentos no câmbio e a inflação. Surgem duas questões: Em primeiro lugar, com tantos objetivos, há necessidade de mais instrumentos de política do BC. Claro que a política fiscal precisa ser incluída no elenco de instrumentos. O segundo é definir uma missão apropriada. Uma missão possível envolveria promover uma desinflação baseada no câmbio através de uma valorização da moeda e de uma política fiscal expansionista para dar sustentação ao crescimento. Essa estratégia corre um provável risco de terminar numa crise financeira decorrente de sobrevalorização e/ou superendividamento.

Alternativamente, a política fiscal deveria cuidar da inflação e da política monetária, diretamente através dos juros e também do seu efeito sobre o câmbio. Se essa missão for assumida, o BC deveria aliviar já sua política monetária e o Tesouro deveria apertar o orçamento. Essa orientação não apenas enfrentaria as questões do crescimento e da inflação, como também esvaziaria uma crise potencial.

Rudiger Dornbusch, economista, é professor do MIT (Massachusetts Institute of Technology).

