



Alta do dólar não significa inflação

À medida que a crise no sistema financeiro internacional se arrasta, as dúvidas quanto às consequências na atividade econômica aumentam. Apesar da clara desaceleração da produção e da consolidação de processos recessivos nos países desenvolvidos, há incerteza sobre o alcance de seus efeitos nos emergentes e, particularmente, no Brasil. Em meio a indicadores nebulosos, frequentemente contraditórios, aumentam os riscos para os tomadores de decisões nos setores público e privado. Os dados disponíveis sinalizam tendências inequívocas de desaceleração da economia, mas não são capazes de apontar a exata dimensão do efeito no país.

A situação se agrava com a consolidação de algumas interpretações que parecem naturais, mas escondem armadilhas criadas pelas peculiaridades do movimento de instabilidade instalado globalmente. É preciso especial cuidado na reação

aos desdobramentos da desvalorização do real, cuja taxa de câmbio com o dólar é estratégica ao Brasil em vários aspectos, desde o balanço de pagamentos até a formação de preços ao consumidor.

Do fim do regime de câmbio fixo até os dias de hoje, o país passou por três momentos de desvalorização acelerada. Um estudo comparativo das semelhanças e distinções desses episódios pode ser elucidativo para evitar equívocos na condução das políticas macroeconômicas.

Eventos — No mais dramático dos eventos de valorização brusca do dólar, ocorrida na mudança do regime fixo para o flexível, em 1999, em pouco menos de 60 dias úteis a desvalorização atingiu quase 80%. Ela foi seguida de um movimento de lenta recuperação, resultando em estabilização em torno de 45%, depois de quatro meses do estouro da crise, em janeiro daquele ano. O fator primordial associado ao episódio foi a

desconfiança em relação à capacidade de sustentação de uma taxa específica de câmbio, resultado da percepção dos agentes do mercado financeiro do desequilíbrio da política conduzida pelo Banco Central. Já a atividade econômica, que vinha em processo recessivo, manteve sua trajetória.

O próximo acontecimento relevante de desvalorização acelerada do real ocorreu em 2002, diante da mudança na linha política do país, com a eleição presidencial e a expectativa de alterações também na condução da política econômica. A partir de abril, quando do acirramento do processo eleitoral, o real perdeu perto de 70% de seu valor em relação ao dólar, mas em prazo muito maior, de cerca de 180 dias após o início da queda. Naquele período, a economia brasileira iniciava um movimento de recuperação a partir da desaceleração derivada do desabastecimento de energia elétrica que dominou a maior parte do ano anterior.



**Ao contrário
das conclusões
de parte das análises
correntes, não há
uma onda inflacionária
em formação.
Pelo contrário,
no geral os custos
da indústria estão
em desaceleração**

Já a crise instalada recentemente, em setembro de 2008, mudou o patamar do câmbio de R\$ 1,60, depois de um longo processo de revalorização, para a faixa próxima a R\$ 2,40 que prevaleceu até dezembro. Um salto superior a 45% em cerca de 90 dias úteis. Desta vez as raízes do processo estão todas no exterior e atingiram o país em um momento em que a economia estava em crescimento acelerado. As ocorrências de desvalorizações rápidas do real são acompanhadas, como se pode observar, de lento processo de recuperação da relação cambial.

Repasse — Uma questão essencial é identificar até que ponto vai o repasse das altas do dólar para os preços dos produtos finais. O processo de transferência dos aumentos de uma etapa para a seguinte na cadeia produtiva é crucial para balizar, entre outros aspectos, a condução da política monetária pelo Comitê de Política Monetária (Copom).

Há uma interpretação corrente entre os economistas de que o câmbio está produzindo uma onda de pressão de custos, cuja transferência em diversos segmentos parece inevitável. Tal visão parte da sensação aparentemente natural de que a variação do dólar terá que ser absorvida, inevitavelmente, via transferências para os preços do aumento dos custos. Assim, os próximos meses trariam uma ameaça inflacionária que se transformaria em índices crescentes, exigindo sua contenção com o uso do instrumento clássico dos juros para impedir que as altas ponham em risco a estabilidade de preços.

Mas uma leitura aprofundada do comportamento dos indicadores de preços no atacado e no varejo em 2008 vis-à-vis 1999 e 2002 revela diferenças importantes e inusitadas. Nos episódios anteriores, a valorização do dólar levou a uma alta quase que imediata no preço das

matérias-primas, como sugerem as séries históricas do Índice Geral de Preços apuradas pela Fundação Getulio Vargas. No caso de 1999, a transmissão foi mais intensa e rápida, com reversão também mais acelerada. No segundo, em 2002, os aumentos foram menos pronunciados inicialmente, mas muito mais prolongados e duradouros.

Desta vez, um fenômeno diferente vem se apresentando. Os efeitos da desvalorização sobre os índices de preços são muito mais amenos e já dão sinais de “devolverem” parte da alta em um período muito curto, de apenas três meses (outubro a dezembro) após a crise haver se instalado. É um comportamento que destoa dos processos anteriores e precisa ser analisado com atenção.

O Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M) é composto pela média ponderada do Índice de Preços do Atacado (IPA-M), com 60% de peso; do Índice de Preços ao Consumidor (IPC-M), com 30%; e do Índice Nacional da Construção Civil (INCC-M), com 10%. E é no comportamento do IPA-M que se descobre a força da propagação da desvalorização na formação de

preços dos produtos que estão sendo fabricados. Sendo um índice muito amplo, reflete impactos diferentes do câmbio de acordo com o efeito em cada setor pesquisado.

Inflexão — Os preços dos bens intermediários coletados pelo IPA-M são a melhor janela para se enxergar o que está acontecendo na formação de custos da produção. Apontam o comportamento de uma ampla gama de componentes para a manufatura e são indicadores consistentes da tendência geral.

No resultado de dezembro, o IPA-M apresentou recuo de 0,42%, após ter subido 0,30%, em novembro. Os bens intermediários registraram desaceleração, passando de 0,39% positivo, em novembro, para 1,07% negativo, em dezembro.

A tendência fica ainda mais clara com o exercício da anualização da taxa dos bens intermediários. Olhando o acumulado do IPA-M, em 2008, atingiu-se 15,61%. Mas, se os preços coletados entre setembro e dezembro forem extrapolados para 12 meses, a taxa anualizada cai a apenas 4,59%. E, ao se considerar para o mesmo exercício o período de outubro a dezembro — sob o impacto integral da alta do dólar —, a anualização aponta discreto 1,83%. O que sugere que não há pressão inflacionária no atacado.

O episódio do choque cambial de 2008 é o único, entre os três comparados nesta Carta, em que não houve repasse instantâneo para o atacado. Assim, ao contrário das conclusões de parte das análises correntes, não há uma onda inflacionária em formação. Pelo contrário, no geral os custos da indústria estão em desaceleração.

Seria adequado supor que a desvalorização acelerada do real levasse ao aumento proporcional de custos da produção. Entretanto, em 2008, tal efeito foi fortemente compensado pelo comportamento



das cotações das *commodities*, que seguem em sentido oposto ao dólar, amortecendo seu impacto.

É possível verificar a intensidade deste movimento utilizando um índice com base 100 na média de 2000 para acompanhar o nível de preços, em dólar, de uma cesta de *commodities* agrícolas e industriais. Em 1999, por exemplo, o índice variou de 118, em janeiro, para 119, em dezembro, tendo permanecido estável e, portanto, com efeito neutro em relação ao câmbio. Em 2002, o índice estava em 199, em maio, e chegou ao máximo de 247, em fevereiro de 2003, acentuando o efeito cambial sobre os preços — e a inflação. A valorização dos produtos básicos, já naquela época, vinha sendo alimentada pela expansão econômica que se estendeu até a crise financeira de setembro de 2008.

No ano passado, entretanto, as *commodities* apresentaram desempenho oposto. A partir do ápice do índice, de 261, em julho, houve uma queda vertiginosa até 143 no mês passado, em uma expressiva redução de 45%. E o efeito da desvalorização das *commodities* ainda não se encerrou. Muitos dos contratos de fornecimento das indústrias são de prazos longos e, portanto, ainda não absorveram a nova realidade das cotações. Quando de sua renovação, devem incorporar a queda dos preços, diminuindo ainda mais os custos e suas consequências inflacionárias.

Confiança — Um fator surpreendente nos efeitos da crise foi a velocidade de retração da confiança dos consumidores. Neste tipo de episódio, enquanto a queda é súbita, a recuperação se faz de forma lenta, o que implica uma retomada gradual da disposição dos consumidores em voltar a comprar. O levantamento do Índice de Confiança do Consumidor (ICC) é bem claro na indicação desse comportamento: depois de dois

**A constituição
de uma política
anticíclica para
o estímulo à demanda
acrescenta riscos
à administração
das contas do governo,
uma vez que
o momento aponta
para a desaceleração da
expansão
da arrecadação**

meses de arrefecimento substancial — queda de cerca de 10% em outubro e de 5% em novembro —, o indicador apresentou elevação de apenas 0,5%, em dezembro, resultado que ainda não pode ser qualificado como favorável.

A indústria, que vinha trabalhando em ritmo acelerado para atender as vendas internas e externas, foi surpreendida pela rápida redução de demanda. Os estoques, montados para determinado nível de comercialização, repentinamente se tornaram excessivos. É visível o esforço das empresas para reduzi-los o mais rápido possível, com o uso até da interrupção da produção em alguns setores — caso das férias coletivas no segmento de automóveis, mineral, siderúrgico e outros. Este empenho recebeu inclusive apoio do governo, que adotou medidas pontuais de estímulo, como corte de impostos.

À medida que os estoques sejam vendidos, serão reduzidos para um nível compatível com a nova reali-

dade de consumo, menor do que a observada até setembro. A reposição dos estoques, porém, será feita em condições de custos mais baixos, devido ao comportamento dos preços das *commodities*. Portanto, a pressão inflacionária vinda da indústria pode se reduzir ainda mais nos próximos meses.

O movimento abre espaço para que o Banco Central caminhe na diminuição da taxa básica de juros da economia, expectativa criada para a decisão da próxima reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), este mês. Sabe-se que o efeito do corte da Selic na produção e no consumo é vagaroso, mas quanto antes for iniciado, mais cedo resultará em manutenção de atividades, emprego e renda, que se tornam questões prioritárias em um momento de desaceleração generalizada tanto no mercado doméstico quanto internacional.

Se, por um lado, o governo pode contribuir para amenizar a desaceleração econômica via corte de juros, por outro — o da política fiscal — será mais benéfico ao país se for mantida a tendência apontada para 2009. É esperada uma redução do superávit primário em relação ao Produto Interno Bruto (PIB). Essa queda, por si só, já representaria a liberação de renda para permanecer com o setor privado, o que é um estímulo à produção e ao consumo.

A constituição de uma política anticíclica para o estímulo à demanda, como a cogitada com a elevação dos gastos públicos, acrescenta riscos à administração das contas do governo em uma fase que aponta para a desaceleração da expansão da arrecadação. Cautela deve ser a escolha na administração das despesas, em 2009. Este é um caminho equilibrado da política macroeconômica para o enfrentamento da crise que marcará pelo menos o primeiro semestre do ano que começa. ■