

## **4,5% de Inflação é Muito, Mas Pode Ser Pouco**

**Rubens Penha Cysne**

Como reza o Decreto 3.088, de Junho de 1999, que criou o sistema de Metas de Inflação, o Conselho Monetário Nacional se reuniu neste mês de Junho último para delimitar as metas a serem perseguidas nos próximos dois anos. Estas foram fixadas em 4,5% ao ano para 2007 e para 2008.

Ao contrário das oito reuniões do Copom ao longo do ano (doze reuniões, até 2005), sempre noticiadas com alarde pela imprensa, a reunião para a decisão sobre as taxas a vigor em 2007 e 2008 gerou apenas um registro supérfluo por parte da mídia. Tal assimetria de comportamento causa espécie. Isto porque, uma vez fixadas as metas, será obrigação legal do Banco Central persegui-las, usando para isto o juro, único instrumento do qual dispõe. Isto posto, qualquer discussão posterior sobre o juro será uma discussão do efeito, e não da causa. A discussão pública e política deveria ser toda centrada nestas decisões tomadas em Junho de cada ano. O que vem depois, e costuma gerar tanto alarde, é consequência parte legal, parte técnica.

A assimetria no tocante à discussão pública ocorre em parte por falta de conhecimento de como opera o Sistema de Metas, mas também em parte porque o Decreto 3.088 contém uma imperfeição. A imperfeição é tornar a decisão das metas função do Conselho Monetário, que inclui o Banco Central, e não apenas do Ministro da Fazenda. Isto impede uma fundamental discussão pública que deveria substituir em boa parte toda a discussão posterior sobre as taxas do Copom: a discussão que deveria haver, entre o Banco Central e a Fazenda, da consistência macroeconômica das metas. A importância de tal discussão é gerar suporte cultural e político sobre a necessidade de contenção de gastos (condição necessária, ainda que não suficiente). Exportadores, em particular, teriam mais chance de entender, com tais discussões, que juros e câmbio são apenas os termômetros da febre fiscal, não valendo à pena assestar suas baterias contra a determinação de tais preços.

Em um mundo ideal, o Banco Central receberia do Ministério da Fazenda a atribuição de atingir certa meta de inflação, mas poderia questionar publicamente o Ministro acerca da condução de uma política fiscal que tornaria tais metas consistentes do ponto de vista macroeconômico. Isto não ocorre, por participar também o Banco Central da fixação de Metas, assumindo ao mesmo tempo o papel de Legislativo e Executivo. E também em função de sua não independência como instituição nas únicas situações (de conflito) em que tal independência se faz importante.

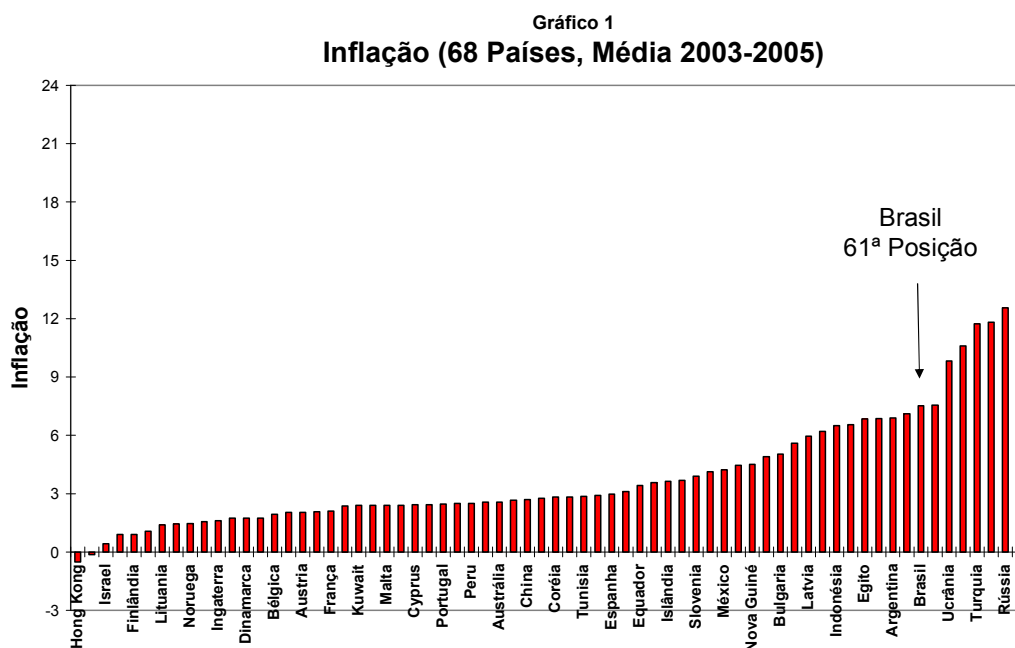
No modelo atual, correm-se três tipos de risco: primeiro, que as metas sejam boas para a inflação, mas ruins para o país; segundo, que o juro necessário à consecução das metas, aliado a um sistema de câmbio flutuante, seja um veículo acelerador do processo de troca de demanda boa (exportações) por demanda ruim (custeio da máquina pública); terceiro, que a partir de um certo ponto, uma trajetória explosiva para a razão dívida líquida / PIB

passa a não mais permitir uma possível necessidade de subida dos juros para conter a inflação.

Tais pontos nos remetem ao título deste artigo. Do ponto de vista de uma economia desindexada onde, em particular, taxam-se juros e variações patrimoniais sem correção pela inflação, uma inflação de 4,5% é demasiado elevada. Introduz distorções fiscais significativas contra a poupança e contra o investimento, os motores do crescimento.

Adicionalmente, como os meios de pagamento (a base de arrecadação das transferências inflacionárias) são muito mais elevados hoje em dia (tomados em relação ao PIB) do que nos tempos de alta inflação, as transferências inflacionárias totais pagas pelo restante da economia aos bancos autorizados a receber depósitos à vista e ao Banco Central são significativas. Com um saldo de M1 (meios de pagamento) de R\$ 131 bilhões, como fechamos maio de 2006, uma inflação de 4,5% ao ano leva a transferências inflacionárias (não confundir com lucros<sup>1</sup>) para o sistema bancário da ordem de R\$ 5,5 bilhões de reais, quantia significativa.

Abaixo, apresentamos a inflação ocorrida entre 2003 e 2005 em 68 países selecionados. Observa-se que o Brasil ocupa a 61ª posição. A mediana da amostra é de apenas 2,8%, enquanto o Brasil apresenta o valor de 7,52% ao ano.



Se as metas de inflação de 4,5% para 2007 e 2008 são muito elevadas, como podem elas ser também baixas, como sugere o título deste artigo? A resposta é simples, e apela para o

<sup>1</sup> Tratam-se, as transferências inflacionárias, dos juros reais compulsoriamente pagos pelo restante da economia ao sistema bancário, por ter que utilizar a moeda nacional para saldar suas operações.

arrazoado feito anteriormente: na ausência de discussão fiscal que as torne consistentes com o restante da evolução da economia, as metas podem ser boas para a inflação, mas ruins (ou não factíveis) para o país. É neste sentido (de factibilidade e consistência) que elas são também baixas.

A manutenção da relação dívida pública sobre produto exige hoje em dia um superávit em torno de 4,1% do PIB, número que se obtém multiplicando-se a relação Dívida/PIB atual (0,517) pela diferença entre a taxa de juros real e a taxa de crescimento do produto real (0,08). O problema com este equilíbrio é a grande vulnerabilidade a choques, sejam externos ou internos.

Suponha, por exemplo, uma súbita corrida contra o dólar (devido ao elevado déficit em conta corrente dos Estados Unidos, hoje em dia da ordem de 800 bilhões de dólares). Isto implicaria a necessidade de o Federal Reserve elevar as taxas de juros. Num passo subsequente, o preço do dólar no Brasil subiria (pela redução do fluxo de capitais), ao mesmo tempo em que a recessão no resto do mundo reduziria nossas exportações, tanto no preço quanto na quantidade. Tais pontos implicariam, internamente, em queda da produção e aumento dos preços.

Tanto a tentativa de conter os efeitos do choque sobre a inflação, via aumento de juros, quanto a redução interna do nível de atividade, pressionariam rapidamente a velocidade de aumento do coeficiente dívida líquida sobre as receitas públicas. A partir de certo ponto, a política de metas de inflação se tornaria inviável, tendo-se que apelar para a receita inflacionária. Os 4,5% projetados para 2007 e 2008 tenderiam a situar-se abaixo da elevação efetiva dos preços, fato que representaria um grande custo social para o país.

Evidentemente, este exemplo trata apenas de uma possibilidade, não de uma fatalidade. Cabe mostrar que sabemos reagir às possibilidades de infortúnio antes que estes se materializem.

**Rubens Penha Cysne é professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas**