

## **Inflação: Dificuldades à Frente**

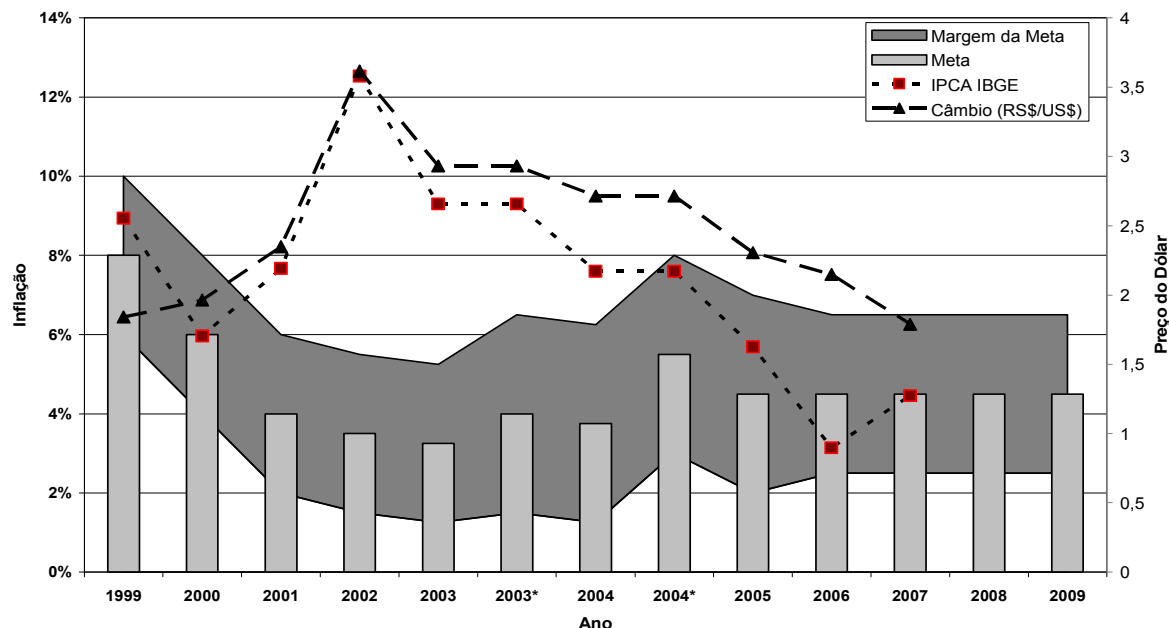
**Rubens Penha Cysne**

A idéia de se instituir no Brasil um sistema de metas de inflação, a despeito do ceticismo gerado em alguns setores quando de seu início, em 1999, tem-se mostrado positiva como mecanismo de política monetária e controle da inflação. Foi capaz, por exemplo, de reverter com sucesso a aceleração inflacionária em 2002, ano no qual o IGP-DI, da Fundação Getulio Vargas, apresentou variação anual acima de 25%.

Há, entretanto, um ponto importante a se considerar daqui para a frente, em função do já elevado déficit em conta corrente do balanço de pagamentos previsto para 2008: a impossibilidade de se contar indefinidamente com o processo de queda do preço do dólar, cujo início data do final de 2002, e que tem ajudado a manter a inflação dentro das metas estabelecidas.

O gráfico abaixo mostra, desde 1999, as metas de inflação, as margens de variação fixadas para as mesmas (área sombreada), a inflação efetivamente observada (calculada pelo IPCA-IBGE de dezembro a dezembro) e o preço do dólar em dezembro de cada ano (esta última variável lê-se na escala da direita). Para o ano de 2008 utilizou-se a inflação dos últimos doze meses até junho e a cotação média do dólar de junho. Os anos de 2003 e 2004 são repetidos em função da modificação das metas de inflação. Para os anos de 2008 e 2009 apenas as metas e os respectivos intervalos são apresentados:

## Inflação e Preço do Dólar



Vários pontos emergem da observação do gráfico.

Primeiro, a despeito da dificuldade inicial de se obter uma inflação dentro das metas estendidas (definidas aqui como sendo aquelas que incluem as margens de variação permitidas em Lei) nos anos que vão de 2001 a 2003, há sucesso na consecução da meta estendida nos demais anos da amostra<sup>1</sup>. Pode-se mostrar que tal sucesso independe do índice tomado, se o IPCA ou o IPC da FIPE ou da FGV, contanto que a análise se restrinja a índices ao consumidor<sup>2</sup>.

Um segundo e importante ponto que emerge do gráfico diz respeito à correlação entre a inflação e o preço do dólar. Como sugeririam modelos econômicos com bens transacionáveis e não transacionáveis com o exterior, a inflação tende a cair em épocas de valorização cambial.

O terceiro ponto decorre do segundo. Como o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos previsto para 2008 já é bastante elevado, ficará difícil defender elevações adicionais dos juros que impliquem em novas valorizações da moeda doméstica frente ao dólar (ou, mais precisamente, frente a uma cesta de dólares e euros). O gráfico sugere que quando se reverte o processo de queda do preço do dólar, partindo-se para uma alta do

<sup>1</sup> Para o ano de 2004 a consecução da meta apenas se obtém em função de ter havido modificação da mesma.

<sup>2</sup> Quando, alternativamente, se toma o IGPM, por exemplo, apenas no ano de 2006 a inflação se situou na meta estendida (tendo se situado abaixo do limite inferior em 2005).

preço desta moeda, ficará bem mais difícil manter a inflação no patamar atual de 4,5% ao ano. A solução terá então que vir da política fiscal.

Quando exatamente todo este processo de reversão da deterioração da conta corrente do balanço de pagamentos terá início, trata-se de ponto em aberto. Em função do ciclo político, seria natural esperar uma tentativa de prolongar-se a situação atual (mais confortável do que as alternativas à mão) até o final de 2010.

Um último ponto que decorre da observação do gráfico é na verdade um sinal de alerta. Observa-se que, mesmo com valorização da moeda doméstica frente ao dólar, a inflação elevou-se entre 2006 e 2007, em função da alta de preços externos.

### **Política Fiscal e Conflitos Decisórios**

Do ponto de vista da economia política do problema, há necessidade de mais conflitos públicos decisórios. No contexto monetário, o conflito público construtivo deveria se dar entre o Banco Central e o Ministério da Fazenda. O primeiro (Banco Central) não deveria participar da decisão sobre as metas<sup>3</sup>. As metas deveriam ser fixadas unicamente pela Fazenda. Neste contexto ideal o Banco Central, ao receber as metas, deveria ser capaz de exigir publicamente da Fazenda, a exemplo do que ocorre em outros países, uma evolução da política fiscal condizente com as metas e com a saúde dos investimentos e das exportações líquidas.

O segundo conflito que deveria ser exacerbado na esfera pública, mas não existe (nem nunca existiu) a contento no Brasil, contraporía efetivamente o Legislativo ao Executivo na discussão do orçamento público. Tal orçamento deveria estar em linha com a decisão a emergir do primeiro conflito construtivo (entre o Banco Central e a Fazenda), detalhada acima. Um orçamento com uma muito mais elevada parcela de despesas discricionárias, em contraposição às despesas mandatórias ou obrigatórias, geradas por outros diplomas legais que não a Lei Orçamentária, deveria ser a peça chave a gerir a política fiscal. Isto possibilitaria às metas de inflação não implicar, como hoje em dia o fazem (para isto concorrendo o sistema de câmbio flexível com mobilidade de capitais), uma nociva troca de demanda externa por demanda interna, na composição do Produto Interno bruto (PIB).

Ao contrário do que usualmente se comenta, a elevação das taxas do Copom pelo Banco Central, quando em dissonância com a Fazenda, não se constitui em uma demonstração efetiva de independência do Banco Central. Esta se caracterizaria, a valer, se houvesse da parte do mesmo questionamento público sobre a consistência da política fiscal subjacente às metas de inflação. Isto está longe de ocorrer no arcabouço institucional brasileiro.

### **Particularidades do Caso Brasileiro**

Há várias particularidades do caso brasileiro que dificultam a condução de política econômica, da política monetária em particular.

---

<sup>3</sup> No Brasil, as metas são fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, que inclui o Presidente do Banco Central.

Primeiro, há os históricos passados de moratórias parciais ou totais, de planos mirabolantes e de elevados níveis de inflação que moldaram, de forma muito particular, a reação de agentes econômicos residentes no Brasil a quaisquer medidas de política econômica.

Segundo, há a incerteza política inerente a uma economia cujo sistema de representação democrática deixa ainda muito a desejar, em particular na identidade partidária, que não é clara nem consolidada; no demasiado elevado número de partidos, que eleva o custo das coalizões executivas; e no sistemático desrespeito ao eleitor caracterizado pela junção de votação proporcional com migração partidária.

Terceiro, há, como mencionamos acima, a histórica fraqueza da instituição orçamentária brasileira.

Quarto, há a enorme dificuldade político-fiscal gerada pela elevada dissociação, existente particularmente no Brasil (em função do grande peso do setor informal), entre o universo de eleitores e o universo de contribuintes. Trata-se, este, de um tema sobre o qual pouco ou nada se discute na mídia, mas fundamental no entendimento da evolução política e econômica do país. Tal dissociação adiciona ao desenrolar dos fatos domésticos um malefício demasiado observado na sociedade brasileira: a socialmente perigosíssima dissociação entre conduta e benefício.

Quinto, há a incerteza associada à fraqueza de outras instituições as quais, ao contrário da formação bruta de capital (leia-se, investimentos), podem ser providas apenas pelo setor público. Incluem-se aí as agências regulatórias, a provisão de justiça, de segurança (física, jurídica, tributária e patrimonial), de saneamento, de educação universal e, mais abrangentemente, de igualdade de oportunidades.

Sexto, há inúmeros fatores de ordem técnica, cada um deles com uma série de conseqüências distintas e complicadas sobre o elo que liga a política monetária à evolução dos preços. Sem ordenamento por grau de relevância e numa redação simplesmente itemista: parcela substancial dos preços determina-se ainda de forma administrativa; uma fração ainda superior a 35% da dívida pública é ainda atrelada à Selic, desta forma não reduzindo a riqueza dos detentores de títulos públicos quando a taxa de juros se eleva, como ocorre quando os juros da dívida são prefixados; os investimentos são, em grande parte, direta ou indiretamente ditados pela iniciativa do setor público; o elevado spread bancário dissocia totalmente a taxa de captação da economia, aquela que o Banco Central tenta afetar quando fixa a Selic, da taxa paga pela parte majoritária dos mutuantes do sistema financeiro.

Tratam-se, todas estas, de peculiaridades nacionais. Não são obra do governo A ou do governo B, mas sim de um passado histórico que remonta pelo menos ao mês de Fevereiro de 1986, quando se iniciou uma seqüência de planos de combate à inflação mal sucedidos (contando-se, em particular, em 1990, com um formidável salto no escuro que fez do brasileiro um eterno desconfiado da intermediação financeira verde e amarela). Mas não devem também ser desprezadas as dificuldades determinadas pela Constituição de 1988, de olhos fortemente reativos ao passado, mas fracamente ativos na construção do futuro.

## **Conclusão**

Parte relevante do sucesso na consecução das metas inflacionárias no Brasil tem se dado em um contexto de melhoria dos termos de troca, valorização cambial e automático aumento da provisão de bens e serviços providos por não residentes. Como manter a inflação sob controle com saldo positivo na conta corrente do balanço de pagamentos (como requer a teoria de otimização intertemporal do consumo em períodos de choques positivos nos termos de troca), e não com o elevado déficit que se prevê para 2008, eis o desafio para os próximos anos.

**Rubens Penha Cysne** (<http://www.fgv.br/professor/rubens/>) é Professor da EPGE/FGV

**Guilherme Augusto B. Torres** proveu assistência de pesquisa.