

A política monetária precisa de ajustes
JOSÉ ALEXANDRE SCHEINKMAN

A adoção do regime de metas de inflação no Brasil teve um papel crucial na superação da crise cambial de 1999, e a sua manutenção foi extremamente importante para garantir a estabilidade da moeda nos últimos anos.

O regime de metas não é uma peculiaridade brasileira, e hoje há um razoável acordo de que variações desse sistema são as melhores maneiras de conduzir política monetária. Uma dificuldade que persiste é identificar o índice ideal para a meta de inflação. Apesar da evidência empírica de que, mesmo a taxas entre 5% e 10%, a inflação tem custos relevantes para a economia, não existe um completo entendimento de como o aumento dos preços afeta o desempenho econômico, o que dificulta a tarefa de escolha do índice de preços apropriado. No entanto há boas razões para acreditar que, em inflações moderadas, o índice adequado deve enfatizar os preços que são passíveis de serem influenciados pela política monetária. Nesse caso, um aumento da tarifa de energia elétrica decretado pelo governo não deve, por si só, ser causa de um aperto monetário. O mesmo se aplica aos aumentos em produtos que têm seus preços determinados no mercado internacional, como petróleo ou minério de ferro. Se esse critério estivesse sendo empregado, estariam eliminados do índice da meta os preços

administrados, para os quais o BC projeta aumento de 7,2% neste ano, substancialmente acima do objetivo de 5,1% para a inflação de 2005. E, como esses produtos têm um peso de 29,4% no índice que o BC usa, a política monetária poderia ser bem menos apertada.

Apesar da elevação das taxas reais de juros, a economia brasileira continua a apresentar um desempenho mais que razoável. Essa performance reflete uma situação externa extremamente favorável e a boa condução da política econômica pela Fazenda. Além disso, numa economia como a nossa, convivendo há muito tempo com taxas reais elevadas e, por isso mesmo, com um nível de crédito muito baixo em relação ao PIB, o impacto de aumentos da taxa de juros no nível de atividade é provavelmente menos imediato e menor do que nas economias avançadas.

A pior seqüela da atual política monetária é o seu custo fiscal, que, diferentemente do índice ideal para a meta de inflação, é facilmente identificado. A taxa Selic real, isto é, descontada a inflação, está em torno de 13% ao ano, e a dívida interna excede 50% do PIB. Só pouco mais da metade da dívida é indexada à Selic, mas mudanças nesta taxa também afetam, embora com um hiato, quanto o governo paga em outras formas de financiamento. Como conseqüência, se a política atual continuar, o juro real sobre a dívida interna pode exceder 5% do PIB em

2005 - mais do que todo o superávit primário. Se o governo continuar a honrar a sua dívida, esse custo vai ser pago no futuro por meio de impostos, redução de despesas ou maior inflação.

Alguns defensores da política atual acreditam que, na presença de um BC essencialmente independente, o qual não aceitará o aumento da inflação, o governo vai ser obrigado a aumentar ainda mais o seu superávit primário. Mas a idéia de forçar a autoridade fiscal a se ajustar à política monetária já foi tentada sem sucesso em vários países. A partir de certo ponto, os agentes econômicos simplesmente não acreditam mais na durabilidade do regime monetário. Um exemplo recente foi a Argentina, e todos sabemos como terminou. Infelizmente, não foi ainda desenvolvido um sistema que garanta a boa resolução de conflitos entre as políticas monetária e fiscal, mas ignorar o impacto fiscal da política monetária, como o BC parece fazer, não é solução.