Macroeconomia

Revendo a política monetária

Rogério Mori*

O BANCO Central (BC), aparentemente, começa a despertar lentamente para a dura realidade dos fatos do quadro inflacionário brasileiro e para os potenciais danos que podem ocorrer mais adiante. A inflação brasileira, sob essa perspectiva, situa-se, resistentemente, há algum tempo, em torno dos 6,5% no acumulado do IPCA em doze meses. Isso, aparentemente, afeta de forma gradual as expectativas de inflação no Brasil, elevando-as. Tudo indica que o quadro de inflação alta e transitória foi completamente abandonado por parte do Governo, dando lugar a uma crescente preocupação em termos do comportamento da dinâmica inflacionária no País.

Claramente, o Banco Central está atrasado no processo de elevação da taxa de juros brasileira. A ênfase exagerada em um quadro equivocado no que se refere à inflação situa-se por trás desse atraso. Os temores exagerados de abortar o ciclo de retomada da economia brasileira levaram o BC a manter baixa a taxa de juros. Simultaneamente, outras áreas econômicas do Governo praticavam uma política fiscal expansionista, com aumentos de gastos e isenções em várias áreas. O resultado desse processo refletiu-se sobre pressões em termos de demanda agregada no Brasil, o que levou a uma alta significativa do emprego em vários setores.

Dado o fato de que nossa moeda encontra-se significativamente apreciada em termos reais, as pressões transmitiram-se para o setor de bens não comercializáveis com o exterior e para os importados. Esse fenômeno tem levado a uma piora recorrente do saldo comercial do Brasil nos últimos meses. Nesse ambiente, a indústria nacional perde espaço e expulsa mão de obra, que é absorvida pelos demais setores que não sofrem concorrência externa e se encontram relativamente em melhor situação. A partir disso, a produtividade média brasileira cai e o crescimento econômico brasileiro é baixo, mesmo se considerado o emprego em alta ao longo dos últimos trimestres.

Em face desses elementos, o BC havia se fundamentado, inicialmente, em um aperto monetário relativamente fraco, aguardando uma acomodação da inflação em patamar mais baixo mais adiante.

Tudo indica que esse quadro mudou, e os sinais mais recentes do Banco Central apontam que o aperto monetário pode ser potencialmente maior do que se imaginava inicialmente. Por conta disso, economistas começam a rever para cima suas projeções em torno da taxa de juros brasileira para o fim do ano.

O processo de combate à inflação com um aperto monetário mais intenso, no entanto, impõe novos desafios ao Banco Central no curto e médio prazos.

Possivelmente, o maior desafio nesse processo remonte à questão da taxa de câmbio. Nesse contexto, a moeda brasileira encontra-se excessivamente apreciada em termos reais neste momento, o que reduz substancialmente a competitividade da produção nacional, particularmente da indústria. Nessa lógica, o aperto da política monetária aumenta o diferencial de juros praticados domesticamente relativamente aos juros praticados no resto do mundo, aumentando a atratividade de recursos externos para o Brasil. Se, de fato, isso se materializar, é possível que nossa moeda venha a se apreciar mais em termos reais relativamente às demais moedas, piorando ainda mais a situação da competitividade doméstica.

Outro ponto relevante na questão da alta dos juros remete à questão fiscal. O Governo, nesse sentido, tem trabalhado com uma política fiscal relativamente expansionista nos últimos trimestres, com foco em reativar a economia brasileira. A consequência disso foi uma diminuição considerável do resultado primário do setor público relativamente ao que se verificava no passado. Logicamente, a elevação da taxa de juros, caso seja mais intensa do que o esperado inicialmente, provocará um incremento nas despesas de juros incidentes sobre a dívida pública, o que tende a elevar o déficit nominal do setor público e gerar impactos nada positivos sobre a relação dívida pública/PIB.

Em outras palavras, a alta dos juros pode resolver o problema inflacionário brasileiro, mas pode agravar o quadro econômico em outras dimensões. ■

*Professor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV/EESP)