

Argentina, Juros, Câmbio e Inflação

Márcio G. P. Garcia¹

Departamento de Economia – PUC-Rio

A decisão do COPOM na semana passada de aumentar em 0,5% a taxa básica de juros da economia ajudou a causar um pandemônio no mercado financeiro. Juros e câmbio explodiram, tendo chovido críticas quanto à alegada impropriedade da ação do BC, bem como quanto à mudança em sua postura em relação à gravidade do momento.

Simultaneamente, a situação na Argentina sofreu um agravamento, culminando com a renúncia do ministro Lopez Murphy, que cumpriu o papel do bode russo, tornando menos indigesto o programa de seu sucessor, Domingo Cavallo.

A crise argentina nos afeta através de diversos caminhos, sendo dois deles os mais enfatizados pela imprensa: o via comércio (a recessão de lá afeta nossas exportações, que muito cresceram devido ao Mercosul) e o via contágio financeiro (o aumento dos prêmios de riscos dos títulos argentinos tende a deprimir o preço dos papéis da dívida externa brasileira). Um terceiro canal tem a ver com a atratividade do Brasil para os investimentos diretos estrangeiros (IDE). Este tipo de investimento tem se constituído na principal fonte de financiamento de nosso déficit em conta corrente do balanço de pagamentos desde a segunda metade da década passada.

Sem dúvida, parte da atratividade do Brasil como mercado para o IDE guarda relação com o aprofundamento do Mercosul. Entretanto, algumas das medidas adotadas por Cavallo para sustentar a conversibilidade constituem-se em séria ameaça à continuidade do Mercosul. Ao eliminar as tarifas de bens de capital (bens que a Argentina não produz, mas o Brasil sim) e aumentar as tarifas sobre bens de consumo (há rumores que se quer impor salvaguardas que reduziram o desvio de comércio para o Brasil que tal medida criaria), Cavallo está tentando obter os efeitos de uma desvalorização sem os enormes custos de fazê-la. Não obstante ter sido correto o Brasil apoiá-las, tais medidas são incompatíveis com o processo de consolidação do Mercosul. Caso tais medidas sejam temporárias, o dano não será grande. Mas o cenário mais provável é que elas sejam duradouras. Neste cenário, a atratividade do Brasil para o IDE também sofreria.

Mesmo sem tal efeito, os dados mais recentes de IDE para o Brasil têm sido muito decepcionantes. Para 2001, previa-se que o IDE proveria cerca de 20 bilhões de dólares (exclusive privatizações). Se os dois primeiros meses servirem de guia, não alcançaremos nada perto disso. Isso sem dúvida é muito preocupante, pois indica que o câmbio deverá sofrer maiores pressões altistas, e isto deve ter sido um dos principais dados negativos avaliados pelo COPOM na semana passada.

As decisões sobre a taxa de juros, tomadas pelo COPOM, regem-se pelo regime de metas para a inflação (*inflation targeting*, ou IT). Segundo esse regime, o BC deve usar as ferramentas ao seu dispor—basicamente a taxa de juros, mas também os depósitos compulsórios, intervenções nos mercados de câmbio e de dívida cambial, e outros—para garantir a obtenção de uma meta para a inflação, fixada fora do BC.

A depreciação continuada e duradoura do câmbio afeta a inflação. O coeficiente que mede tal efeito, o coeficiente de repasse cambial (*passthrough*) foi estimado com dados da desvalorização

¹ Márcio Garcia, PhD por Stanford, é diretor do departamento de Economia da PUC-Rio (<http://wwwusers.rdc.puc-rio.br/mgarcia/>).

de janeiro de 1999 em cerca de 15%. A intensidade do repasse da depreciação cambial à inflação depende de vários fatores, variando diretamente com a inflação, com o grau de abertura da economia, e com o grau de aquecimento da economia, e indiretamente com o nível de sobrevalorização real do real (sic). Todos esses fatores apontam para um coeficiente de repasse cambial maior hoje do que há dois anos atrás, embora seja difícil precisar quão maior.

A hermenêutica dos modelos econométricos que regem a política de IT do BC, indicava e indica que a meta de 4% fixada para 2001 está seriamente ameaçada caso o dólar persista no nível acima de R\$ 2,1. Assim, a decisão do BC foi coerente com o regime de IT.

Pode-se argüir que a política monetária deve indicar ao “mercado” qual o caminho a seguir, evitando surpresas. Agindo assim, o BC conseguirá repartir com o próprio mercado grande parte de seu trabalho. O BC certamente não conseguiu isso na semana passada, embora deva-se separar o choro dos perdedores da crítica quanto à imperfeição da comunicação da direção da política monetária. A perseverança do BC na obtenção das metas para a inflação deve corrigir tal falha ao longo do tempo. Infelizmente, tal perseverança requer que se abra mão, pelo menos no curto prazo, de metas mais ambiciosas de crescimento econômico.