

## Inflação (a nova) e política monetária (a velha)

***"Parece existir algo de novo e ainda não devidamente compreendido na inflação posterior a 1999"***

De 1999 a 2004, período em que implantamos as "metas de inflação" e a flutuação cambial, a inflação média anual pelo IPCA foi de 8,7%, e de 7,7% no ano passado. Pelo IGPM os números são 14,5% e 11,9% respectivamente. Raramente, nesses anos, conseguimos uma leitura abaixo de 6%.

Em 1998, último ano de vigência da "âncora cambial", a inflação medida pelo IPCA foi de 2,5%, e pelo IGPM de 1,8%. Deu deflação de 1,8% no índice de custo de vida em São Paulo medido pela Fipe.

Note-se que durante o período da "âncora cambial", de 1995 até o fim de 1998, o câmbio sofria uma desvalorização anual de cerca de 8%. Já nos dois anos e pouco do governo Lula o câmbio só fez cair: fomos de 3,62 reais para 2,57, 29% de valorização nominal, com uma inflação acumulada na faixa de uns 20%. Um colosso em matéria de usar a velha medicação – "juro para cima & câmbio para baixo" –, porém, e inesperadamente, com muito pouco sucesso: a inflação tem revelado bastante resistência a cair para níveis internacionais. A grande pergunta é: por que a fórmula perdeu sua eficácia? Mudou a inflação ou mudou a política monetária? Ou ambas?

É interessante observar que parece mesmo existir algo de novo e ainda não devidamente compreendido na inflação posterior a 1999. Os economistas brasileiros se tornaram especialistas nas altas temperaturas, e não entendem muito bem esse tipo de inflação baixinha mas enjoada, movida por sutilezas e fatores que desprezávamos no tempo em que 99% dos problemas pareciam relacionados com indexação. Sem dúvida, essa nova inflação parece ter uma dinâmica um tanto diversa da anterior. Passamos muitos anos estudando mecânica celeste, e o problema agora é de mecânica quântica. Mudanças de preços relativos ou de produtividade (pequenos "choques de oferta"), volatilidade cambial (risco que se torna custo) e mesmo a taxa de juro (real) como elemento de custo são ingredientes novos que parecem relevantes neste novo contexto, no qual a microeconomia da formação de preços se tornou diferente do que era antes. Podem estar aí algumas chaves importantes para o enigma de ineficácia da política monetária.

Mas isso é apenas metade da história. Há também problemas com respeito às instituições, práticas e instrumentos de política monetária, e pelo menos três bons motivos para explicar o que parecem ser alguns entupimentos nos chamados "canais de transmissão" da política monetária.

Primeiro, como tem sido observado pelas autoridades, a existência de "crédito direcionado" isola certos setores do aperto monetário e conseqüentemente reduz sua eficácia. O cliente do BNDES, do FGTS ou do crédito rural, está "protegido" dos

juros de mercado, às custas dos demais devedores condenados a pagar spreads absurdos. Com muitas "exceções", as regras perdem importância.

Em segundo lugar há o problema de os juros serem tão escandalosos no crédito pessoal, no cheque especial e mesmo no crédito ao consumidor que o devedor não faz conta (exceto talvez pelo número de prestações), de modo que 0,25% ou mesmo 1% a mais não faz a menor diferença. E, para piorar as coisas para a política monetária, que pretende derrubar o consumo, há o advento do crédito consignado, que permite ao endividado sair de dívidas que custam mais de 7% ao mês para outras a 3% ao mês. É claro que para quem faz esse movimento a sensação é de alívio, e se traduz mesmo em mais consumo.

E por fim há uma dificuldade muito conhecida: o percentual elevado da dívida pública na forma de títulos indexados à taxa de juros do "overnight" permite que uma riqueza da ordem de 460 bilhões de reais permaneça totalmente protegida de variações nos juros. É curioso que se diga que o Tesouro não deve emitir títulos com correção cambial para não dar moleza a quem tem dívidas em dólar; a moleza para quem não quer correr risco de juros é total, irrestrita e gratuita.

Os progressos no combate à inflação vão ser muito lentos diante desses fatores todos, e ainda mais penosos se o câmbio voltar a subir.