

## **Câmbio e inflação**

Gustavo H. B. Franco

Para a felicidade de todos, a desindexação revelou-se um processo vitorioso, em vista dos reduzidos impactos da maxidesvalorização iniciada em janeiro de 1999 sobre a inflação. Mas não se deve perder de vista a singularidade desta situação e aceitar que o regime de repasses aos preços de variações no câmbio seja dado pelos padrões observados no primeiro trimestre de 1999. É preciso compreender o novo regime que se estabelece a partir daí, pois assim, eu creio, se poderá entender melhor as políticas do Banco Central com relação à inflação.

A maxi, convém recordar, levou o câmbio de R\$1,21 a cerca de R\$ 2,15 em meados de fevereiro, mas já ao fim do mês de março o câmbio se estabiliza próximo de R\$1,70. O tamanho da desvalorização depende do ponto de comparação relativamente a R\$ 1,21: foi de cerca de 78% no pior momento, mas depois permanece na faixa de 40% até meados de julho, quando o câmbio começa a depreciar novamente.

A aceleração da inflação no primeiro semestre de 1999 é de uma dimensão bem menor que a desvalorização cambial. O IPCA, índice de preços ao consumidor ampliado, o escolhido pelo BC como base para as metas de inflação, passa de 1,6% anuais para cerca de 3,5% anuais, onde permanece mais ou menos estável no segundo trimestre. O IPA-DI, índices de preços por atacado da Fundação Getúlio Vargas, reconhecidamente o índice mais sensível ao câmbio, passa de 1,5% anuais para algo como 12% anuais razoavelmente estabilizados no segundo trimestre. Ou seja, uma desvalorização de 40% acrescentou 1,7% de inflação no IPCA e cerca de 10,5% no IPA-DI, um desempenho tão extraordinário quanto singular. Os juros estratosféricos, o pavor de uma recessão cavalgar, o aperto na política fiscal, o “apoio” do FMI e as incertezas que prevaleceram nesses primeiros meses, tudo isso compõe um conjunto de circunstâncias muito especiais. A pior conclusão que se poderia tirar deste episódio seria que, como regra geral, a cada 1% de desvalorização, o IPCA só aumenta 0,04% e o IPA apenas 0,26%. Na verdade, o segundo semestre de 1999 seria muito mais educativo sobre o modo como o câmbio afeta os diferentes índices de inflação.

De meados de 1999 até fins de outubro, quando o Banco Central pára de reduzir a taxa de juros, a taxa de câmbio parece crescer monotonicamente de R\$ 1,70 para cerca de R\$ 1,95; uma

desvalorização de cerca de 14%. A partir de julho os índices de inflação começam a se acelerar de tal sorte que, ao fim de 1999, o IPCA beirava os 9% e o IPA-DI beirava os 29% anuais. Com isso esses dois índices registraram acelerações de 6% e de 15% respectivamente. Neste período, portanto, cada 1% de desvalorização gerava quase 0,5% de acréscimo no IPCA e mais ou menos o mesmo 1% de acréscimo no IPA. O regime de repasse se mostrava radicalmente diferente daquele que se observou no primeiro semestre de 1999. É provável que parte da inflação do segundo semestre seja causada pela desvalorização do primeiro semestre, o que indicaria que a “velocidade de repasse” (que tem sido denominada pelos técnicos de “pass through”) estaria superestimada no segundo semestre, e subestimada no primeiro.

Parece difícil negar, todavia, que a desvalorização cambial (fora de episódios excepcionais) afeta muito fortemente o IPA, quase a ponto de haver neutralidade da taxa de câmbio real quando deflacionada pelo IPA, e também o IPCA, diretamente e através do IPA, embora de forma mais fraca e mais defasada. Isto parecia evidente no último trimestre de 1999, quando o fenômeno que se chamou de “gravidez” dos índices pareceu mais perigoso, ou seja, quando a diferença entre os índices de inflação de preços ao consumidor e ao atacado era grande e crescente.

A resposta das autoridades veio através da política monetária, com a interrupção na queda dos juros, que só foi retomada recentemente. A primeira observação a fazer é que o remédio foi absolutamente eficaz. O câmbio recuou de faixa de R\$1,95 em meados de outubro para a faixa de R\$ 1,80 nas últimas semanas, uma apreciação de 7,5%. E em consequência, nos primeiros cinco meses de 2000 a inflação média anualizada medida pelo IPCA caiu para 3,4% e medida pelo IPA-DI caiu para 4,6%. A “gravidez” foi interrompida! E novamente o “pass through” pareceu forte: a julgar pela ocorrido desde outubro do ano passado, cada 1% de apreciação cambial produziu uma desaceleração de cerca de 0,7% no IPCA e de 3,2% no IPA!

De toda maneira, os números parecem sugerir que, diante da evidência firme de convergência entre o IPA e o IPCA há efetivamente espaço para a redução dos juros. Os espaços são menores quando se leva em conta o diferencial de taxas de juros, ou seja, o fato de haver fuga de capital e depreciação cambial quando os juros ficam menores que a soma da inflação local (pelo IGP-M ou pelo IPCA, conforme o freguês), com os juros americanos e o “spread” de risco país. Algo como 16% sem contar o “hedge”. Caso, todavia, o câmbio comece a depreciar e com isso o IPA mostre

novamente sinais de “gravidez”, o Banco Central, a julgar pelo seu comportamento anterior, deverá novamente mostrar cautela. O fato de o IPCA ter sido eleito como a referência para a meta não quer dizer que a Autoridade Monetária não olhe para outros índices. A redução nos juros e a decolagem da economia requerem, sobretudo, paciência.