

A trilogia impossível

Autor(es): José Márcio Camargo

O Estado de S. Paulo - 31/01/2011

A inflação está de volta às manchetes. China, Brasil, Índia, Colômbia, Coreia do Sul, União Europeia, Inglaterra, enfim, apenas os Estados Unidos e o Japão continuam com taxas de inflação estáveis ou em queda. O irônico é que a principal causa da volta do fenômeno inflacionário é o excesso de liquidez gerado pela política monetária do banco central americano, o Fed. Como ele emite dólares, que é a moeda utilizada para as transações comerciais e financeiras internacionais, um aumento de liquidez acima do que a economia americana é capaz de absorver é automaticamente desviado para o resto do mundo, aumentando a demanda por bens, serviços e ativos reais e financeiros nos outros países. O resultado é a pressão sobre os preços dos bens, commodities e serviços (inflação) e o aumento dos preços dos ativos reais e financeiros (bolhas).

Apesar da aceleração da taxa de inflação, as taxas de juros reais continuam muito abaixo de antes da crise econômica de 2008/2009, e os bancos centrais têm resistido a aumentá-las preventivamente, o que diminuiria os custos da estabilização.

A resistência dos bancos centrais deve-se a dois fatores. Nos países desenvolvidos, as economias ainda não retomaram uma trajetória de crescimento sustentável, continuam com grande ociosidade e elevadas taxas de desemprego. Na verdade, com os atuais níveis de taxas de juros e liquidez, os elevados déficits fiscais e ociosidade, essas economias deveriam estar "voando". Ao contrário, elas estão apenas começando a "engatinhar". Um aumento dos juros, nessas condições, traz consigo o risco de uma diminuição do já baixo crescimento, o que poderia levar a um duplo mergulho na recessão, o que os bancos centrais pretendem evitar a qualquer custo.

Entre os emergentes, a questão é que o excesso de liquidez tem gerado forte pressão por valorização das taxas de câmbio. Dado o diferencial (atual e esperado) de crescimento e de juros entre os países desenvolvidos e os emergentes, a liquidez excedente tem se deslocado na direção desses últimos, gerando aumento da oferta de dólares e sua desvalorização. Isso afeta a competitividade das empresas desses países, reduz as exportações e aumenta as importações, com efeitos negativos sobre o crescimento. Para evitar uma excessiva valorização das moedas e um possível risco de desindustrialização, os bancos centrais intervêm no mercado de câmbio, criam controles de capitais e evitam aumentar os juros.

Porém, em economia, nem tudo é possível e restrições precisam ser respeitadas. Em especial, sabe-se que é impossível adotar, simultaneamente, câmbio fixo, política monetária independente e liberdade do fluxo de capitais.

Suponha, por exemplo, que o país adote uma política de câmbio fixo. Se a taxa de juros interna for maior que a externa, o país atrai capitais internacionais e o fluxo de capitais aumenta, o que gera pressão por valorização da taxa de câmbio. Se a taxa de câmbio nominal permanecer constante, o aumento de liquidez leva a um aumento da taxa de inflação e, portanto, a uma valorização real da moeda. O aumento da inflação gera

expectativa de aumento dos juros, o que eleva o fluxo de capitais e a pressão por valorização cambial. Nesse caso, a solução seria introduzir controles sobre o fluxo de capitais, ou flexibilizar a política cambial, ou adotar a política monetária de seus parceiros comerciais.

Os países emergentes bateram nessa restrição. Para evitar a valorização de suas moedas, estão introduzindo controles de capitais e tornando suas políticas monetárias mais dependentes da adotada pelo Fed, mantendo taxas de juros muito baixas e aceitando uma taxa de inflação mais elevada. Com isso, suas taxas de câmbio real estão se valorizando, ainda que as taxas nominais possam permanecer constantes, ao mesmo tempo que os controles de capitais e as intervenções no câmbio têm se intensificado.

Em países como o Brasil, com baixa taxa de poupança, um risco adicional é de que a introdução de controles acabe afugentando os capitais de longo prazo, dificultando o financiamento do déficit em conta corrente e forçando uma redução drástica do crescimento.

Porém o problema estrutural persiste. Enquanto o Fed insistir com sua política de gerar liquidez excessiva, as pressões inflacionárias continuarão a se aprofundar. A menos que os países emergentes decidam atacar o problema com políticas monetárias mais duras do que as atualmente vigentes, aceitem uma valorização mais pronunciada de suas moedas com menos crescimento ou decidam fechar sua conta de capitais. Eventualmente, os aumentos dos preços das commodities acabarão chegando à economia americana, gerando pressões inflacionárias e queda da renda real e do consumo, o que poderá afetar negativamente o crescimento. Por outro lado, caso as expectativas de inflação sejam afetadas, poderão forçar o Fed, o Banco Central Europeu ou o Banco da Inglaterra a reduzir a liquidez e aumentar os juros. É a trilogia impossível.