

Conservadorismo institucional

Antonio Delfim Netto

Valor Econômico, 30/06/2009

A política econômica bem-sucedida é uma combinação feliz de teoria e arte. Não da "última moda" teórica ou dos modelos qualitativos mais elegantes, que ainda não foram submetidos à tortura empírica. E sim daqueles que, com os ferimentos das batalhas, foram acumulando robustez no embate dos acontecimentos.

O exercício da política monetária é, talvez, o exemplo mais marcante desse fato. Num passado não tão distante, ela era induzida pela chamada equação quantitativa da moeda. Prevalcia o sistema de câmbio fixo, a pequena mobilidade de capitais, o sistema financeiro era menos importante e suas inovações se sucediam lentamente. A expansão do crédito dependia apenas do sistema bancário, que era controlado pela magnitude da base monetária, pela preferência de caixa da sociedade e pelo nível de depósito compulsório. A hipótese geralmente aceita que os preços eram suficientemente flexíveis, "garantia" que o sistema econômico estaria permanentemente no nível físico máximo de sua capacidade produtiva.

A "teoria quantitativa da moeda" está expressa na equação abaixo:

% variação do PIB real, Q	+	% variação dos preços, P	=	% variação de moeda, M	+	% variação de velocidade, V
---------------------------------	---	--------------------------------	---	------------------------------	---	-----------------------------------

Nas condições então existentes, a demanda de moeda era relativamente estável, o mesmo acontecendo com a velocidade. Logo, para obter a taxa de inflação desejada, bastava somá-la ao aumento previsto do PIB e fixar, no mesmo montante, o aumento dos meios de pagamento. Por exemplo: com a velocidade de circulação da moeda (V) constante e uma previsão de crescimento do PIB real de 5%, para obter uma inflação de 4% bastaria aumentar os meios de pagamento em 9%.

A grande inflação de meados dos anos 70 liquidou com o câmbio fixo e o aumento das transações internacionais de bens e serviços acelerou o movimento de capitais. De um lado, os rápidos avanços tecnológicos, as inovações e a sofisticação do sistema financeiro tornaram a demanda de moeda e a velocidade (V) altamente instáveis e, praticamente, eliminaram a capacidade da autoridade monetária de controlar diretamente o aumento dos meios de pagamentos.

A teoria econômica também sofisticou-se: mostrou que a taxa de inflação dependia fundamentalmente das "expectativas" e que, quando a demanda de moeda era instável, o controle da taxa de inflação pela manipulação da taxa

de juros reduzia a volatilidade do PIB real. Mostrou por outro lado que, em condições normais (com taxas de juros de curto prazo menores do que as de longo prazo), a elevação da taxa de juro de curto prazo eleva as de longo prazo, cortando a demanda de consumo e de investimento e, com elas, a demanda global, o que reduz a taxa de inflação. O inconveniente de tal manobra é que ela exige o conhecimento de uma variável não observável, o "produto potencial", cuja subestimação pode produzir graves danos à taxa de crescimento de longo prazo, como tivemos exemplos no passado recente da economia brasileira.

A tentativa de superar tal problema levou à ressurreição de uma velha ideia desenvolvida pelo grande economista sueco Knut Wicksell no final do século XIX: a possível existência de uma taxa de juro natural. Quando os preços são flexíveis, "existiria" uma certa taxa de juros nos empréstimos que seria neutra com respeito ao nível de preços e manteria a economia no nível do produto potencial. Como é evidente, nem a "taxa natural de juros" nem o "produto potencial" são diretamente observáveis. Extraí-los das entranhas do sistema econômico por métodos econométricos cada vez mais sofisticados é o exercício que excita a profissão. Até agora as tentativas empíricas de determinar, simultaneamente, a taxa de juro natural e a diferença entre o PIB potencial e o observado, o famoso "hiato do produto", apenas mostraram que a primeira não é constante e o segundo altamente problemático!

Pela própria natureza de sua missão, o comportamento do Banco Central tende a tornar-se extremamente conservador, porque: 1) as diferenças de tempo entre a ação monetária e o seu efeito podem ser longas (9 a 15 meses) e variáveis; e 2) o Banco Central tem que lidar com conceitos altamente ilusivos, que ele tem que supor bem determinados: o "produto potencial", que seria o limite superior da capacidade produtiva do sistema econômico, ou a taxa de juros real natural, que seria aquela que manteria a demanda global permanentemente perto do "potencial", sem produzir tensões inflacionárias.

Se aqueles "conceitos" pudessem ser materializados como ectoplasmas, num laboratório econométrico, estaria tudo bem resolvido. O problema é que, como dissemos, as "estimativas" dos dois revelam altas imprecisão e volatilidade.

Diante, portanto, da fundamental incerteza, o Banco Central, para proteger a sua credibilidade, tende a optar pela mais confortável estratégia: escolher para sua política monetária o "menor produto potencial" e a "maior taxa de juro real natural". Esse conservadorismo institucional é, provavelmente, um dos fatores de redução permanente do crescimento econômico e do aumento da taxa de juro real. Como a autonomia do Banco Central é importante para a estabilidade da expectativa inflacionária, é conveniente que seus membros exercitem uma ousadia cuidadosa e conservem um ceticismo esclarecido com relação ao uso dos modelos que utilizam.