

Um novo arcabouço de política econômica

José Luís Oreiro e Luiz Fernando de Paula

Valor Econômico, 30.3.2010

Há muito temos defendido propostas de política econômica para o Brasil que visem criar condições para um crescimento mais robusto, acompanhado de estabilidade financeira e estabilidade de preços. Entre tais propostas incluem-se a manutenção de uma meta de inflação em patamares mais elevados do que os prevalecentes nos países desenvolvidos, ou seja, num intervalo entre 4% e 5% ao ano; adoção de políticas fiscais genuinamente anticíclicas, com a geração de déficits em conta corrente do governo nos períodos de crescimento abaixo do potencial e superávits nos períodos de crescimento; a compatibilização entre a meta de inflação com uma meta implícita de câmbio, de modo a evitar uma maior volatilidade cambial e uma tendência mais acentuada a apreciação cambial (inclusive com a criação de fundo de estabilização cambial e a implantação de controles de capitais); o uso de regulamentação financeira para evitar os excessos do mercado financeiro; e, por fim, um conjunto de reformas no sistema financeiro, incluindo uma política mais ativa de redução na participação das LFTs na composição da dívida mobiliária do setor público. Essas propostas foram veiculadas em livros que coeditamos como "Agenda Brasil" (Manole, 2003) e "Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação" (Ed. FGV, 2009), e em vários artigos publicados neste jornal.

Tais propostas foram desqualificadas como "pajelança" por alguns economistas ortodoxos brasileiros. Apesar disso, algumas das mesmas foram incorporadas, ainda que parcialmente, à agenda de política econômica do governo, como a ideia de desvincular alguns projetos de investimento público do cálculo do superávit primário, a decisão acertada do governo de manter a meta de inflação em 4,5% ao ano., a utilização do IOF sobre entradas de capitais, e o uso da política fiscal no contexto do contágio de crise financeira internacional.

Eis que recentemente o FMI publica dois artigos, um que defende uma mudança na agenda de política econômica, de autoria de Oliver Blanchard e outros; e outro (Ostry et al) que defende, sob certas circunstâncias, o uso de controles de capitais como parte da política de gerenciamento dos fluxos de capitais.

O artigo de Blanchard apresenta os contornos gerais de um arcabouço de política econômica alternativo ao que poderia ser chamado de "consenso macroeconômico"

prevalente até a crise econômica de 2008. Para o referido consenso a política macroeconômica deveria ser conduzida com base nos seguintes princípios: 1) fixação de um único objetivo para a política monetária: obtenção de uma taxa de inflação baixa e estável; 2) a política monetária, conduzida sob um regime de metas de inflação, deve ter como único instrumento a taxa de juros de curto prazo; 3) o único objetivo da política fiscal deve ser a estabilização da dívida bruta do setor público como proporção do PIB; e 4) a regulação financeira deve ser pensada de forma independente dos impactos macroeconômicos da mesma, focando apenas em instituições e mercados.

Segundo Blanchard, os fundamentos desse consenso foram seriamente abalados com a crise econômica. Em primeiro lugar, a crise mostrou aos formuladores de política econômica que a manutenção de uma taxa estável de inflação não é condição suficiente para a estabilidade macroeconômica. Isso porque o comportamento dos preços dos ativos, dos agregados de crédito e, até mesmo, a composição da produção podem criar forças desestabilizadoras dentro do sistema econômico que levam, a médio e longo-prazo, a ocorrência de uma crise financeira de grandes proporções. Em segundo lugar, a fixação de uma meta de inflação muito baixa reduz consideravelmente o espaço para a redução da taxa nominal de juros quando a mesma for necessária para se lidar com os efeitos de uma crise financeira.

Assim, os custos da perda de flexibilidade de uma meta de inflação muito baixa superam, em muito, os possíveis ganhos de credibilidade que possam gerar. Em terceiro lugar, a manutenção de um "espaço fiscal" - entendido como uma relação dívida bruta/PIB entre baixa e moderada - se mostrou de importância fundamental para uma pronta e decisiva resposta da política fiscal a crise financeira. Por fim, o escopo limitado da regulação financeira forneceu os incentivos necessários para os bancos criarem operações "exóticas" fora do seu balanço, de forma a contornar os limites de alavancagem estabelecidos pelo Acordo da Basileia, o que acabou por aumentar a fragilidade financeira do sistema como um todo.

Em função das lições aprendidas com a crise, Blanchard propõe a reformulação do arcabouço de política econômica em torno das seguintes linhas gerais: a) no caso dos países desenvolvidos, as metas de inflação devem ser fixadas em patamares mais elevados (cerca de 4% ao ano) de forma a aumentar o espaço de manobra para a condução da política monetária em casos de crise; b) mudança do modus operandi da política monetária de tal forma que a condução da mesma deixe de ser feita exclusivamente por intermédio de alterações da taxa de juros de curto prazo, passando a incluir operações com títulos de diferentes prazos de maturidade de forma a influenciar o prêmio de liquidez dos ativos de longo prazo e, portanto, a inclinação da curva de rendimentos; c) adoção de uma política fiscal efetivamente contracíclica de tal forma a preservar o "espaço fiscal" nos anos nos quais a economia está crescendo de acordo com o seu potencial; d) para os países pequenos que adotam metas de

inflação, as mesmas devem ser compatibilizadas com algum tipo de administração da taxa de câmbio por intermédio das operações esterilizadas de compra/venda de moeda estrangeira, as quais, na presença de mobilidade imperfeita de capitais permitem, dentro de certos limites, a fixação independente de câmbio e juros. Quanto ao último item, Blanchard argumenta que os BCs devem incorporar a estabilidade da taxa de câmbio na sua "função objetivo", uma vez que a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva e estável é condição necessária tanto para a estabilidade financeira, pois parte dos passivos do setor privado é denominada em moeda estrangeira, como também a competitividade externa do setor de "tradeables".

Portanto, o ícone da ortodoxia mundial passou a reconhecer como "corretas" uma parte das políticas econômicas que a "ortodoxia tupiniquim" desqualificava como "pajelança". É momento de discutirmos seriamente qual a política econômica mais apropriada para os tempos pós-crise.

José Luís Oreiro é professor do departamento de Economia da UnB e diretor da Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

Luiz Fernando de Paula - professor da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ e presidente da AKB.