

## O risco de se ter governo demais

Entrevista de Olivier Blanchard a Alex Ribeiro

De Washington  
Valor, 20.04.11

**"Há muitas outras coisas importantes para a saúde da economia, além da inflação, como o desemprego e o hiato do produto"**

O economista-chefe do Fundo Monetário Internacional (FMI), Olivier Blanchard, afirma que "ainda falta muito" para chegar a um novo pensamento econômico depois da grande crise que atingiu o mundo. Um dos maiores riscos, afirma, é a volta aos anos 1950 e 1960, quando a intervenção dos governos cresceu ao ponto de se tornar excessiva.

Em entrevista ao **Valor**, Blanchard explica os principais pontos do debate que ele mesmo levantou dentro do FMI, incluindo a polêmica sugestão de que os bancos centrais tenham uma meta para a taxa de câmbio. "Estava apenas colocando isso sobre a mesa."

Em seu manual de macroeconomia, um dos mais populares em cursos de graduação, Blanchard define as principais escolas de pensamento econômico atual. Mas ele não quis colocar um nome no novo pensamento que surge da crise. "Detesto rótulos."

**Valor:** *Há um novo pensamento econômico depois da crise? Precisamos de um?*

**Olivier Blanchard:** A resposta para sua segunda questão é sim. Para a primeira, ainda não. Aprendemos que existem coisas em que acreditávamos que provavelmente não são corretas. Temos que repensar como executamos políticas macroeconômicas, mas ainda não chegamos lá. Ainda falta muito.

**Valor:** *É possível colocar um nome, um rótulo, nesse novo pensamento econômico?*

**Blanchard:** Detesto rótulos, não quero dar um novo rótulo, me recuso a ser associado com alguma escola de pensamento. Mas acho que muita gente me vê como um novo keynesiano. O que é um economista novo keynesiano? Acho que é alguém que acredita nos mercados, mas acredita que às vezes eles funcionam mal e que as políticas públicas devem ter um papel central.

**Valor:** *É suficiente para os bancos centrais terem apenas uma meta, a inflação?*

**Blanchard:** Absolutamente não. Não está em questão a importância de manter a inflação em um nível baixo e estável. Mas há muitas outras coisas importantes para a saúde econômica, como desemprego, hiato do produto. Muitos economistas acreditavam que, se a inflação fosse estável, as questões do desemprego e do hiato do

produto estariam superadas. Com frequência, esse não é o caso. Você pode ter situações em que há inflação, mas também hiato do produto. Veja a África do Sul de hoje. Outra coisa que aprendemos na crise é que você pode ter inflação estável, hiato do produto estável ou pequeno, mas nos bastidores pode estar criando problemas financeiros. Quando eles aparecem, podem criar uma grande confusão. Essa é a essência da crise atual. Então, o banco central tem que se preocupar com a estabilidade financeira. E aprendemos, de outro lado, que existem muitos instrumentos, muito mais do que a taxa de juros. Quando a taxa de juros vai a zero, você tem que usar expansão quantitativa ou de crédito, mas além disso tem que olhar níveis de capital, níveis de crédito, níveis de liquidez. Tudo isso cria um trabalho muito difícil, mas não acho que os bancos centrais podem evitá-lo.

**Valor:** *Como não perder o foco no que é importante, a baixa inflação?*

**Blanchard:** Esse é o desafio. É necessário ter um compromisso total com um nível de inflação baixa e estável no médio prazo. **Por exemplo, hoje a inflação cheia é maior do que o núcleo de inflação em muitos países, por causa do impacto direto da alta dos preços dos combustíveis e de alimentos nos índices de preços ao consumidor.** Mas não nos preocupamos com isso, porque os bancos centrais têm um compromisso com a inflação baixa no médio prazo e as expectativas de inflação estão ancoradas.

**Valor:** *Como manter a credibilidade obtida no sistema de uma meta e um instrumento?*

**Blanchard:** Foi essencial usar coisas como regimes de meta de inflação para estabelecer credibilidade. É muito simples: um instrumento, uma meta. Muitos bancos centrais firmaram sua credibilidade dessa forma. Agora que eles têm credibilidade, devem usar. Há muita comunicação que deve ser feita. Acho algo factível. Existe um "trade off" de ter essa política muito simples. Você pode ter credibilidade, mas pode também estar fazendo algo errado.

**Valor:** *Não é controverso defender metas para taxas de câmbio, como o sr. fez?*

**Blanchard:** Há bons argumentos para evitar uma apreciação excessiva. É algo que já está na cabeça dos formuladores de política econômica. Então, o ponto de vista que defendo é apenas ser explícito sobre isso. Muitos países com movimentos de capitais imperfeitos talvez tenham dois instrumentos potenciais. Têm a taxa básica de juros e também a intervenção esterilizada e, dessa forma, podem prestar atenção em duas metas. Estava apenas colocando isso sobre a mesa. Mas há vários outros pontos a ponderar. Pode ser muito perigoso ter uma taxa de câmbio baixa, porque você pode criar "carry trade". Além do mais, existe o risco de que alguns países usem intervenções para manter a taxa de câmbio em níveis excessivamente baixos, para ganhar uma vantagem desleal. Existe o risco de ser mal usado. Mas não há razão para não refletir sobre a questão.

**Metas para a taxa de câmbio seriam apenas um modo de explicitar "algo que já está na cabeça dos formuladores de política econômica"**

**Valor:** *Num seminário organizado pelo FMI, o economista Robert Solow falou sobre a dificuldade de calcular o multiplicador fiscal. Temos os instrumentos macroeconômicos para medir e lidar com esse mundo mais complicado?*

**Blanchard:** Penso que a ideia que Robert Solow defendeu é que não existe algo como "o" multiplicador. Existem vários multiplicadores, dependendo do estado da economia, dos instrumentos fiscais usados. A questão é: quais são esse multiplicadores, podemos ter uma visão mais sofisticada deles? Por exemplo, em que circunstância uma contração fiscal pode ser expansionista? Se um país que tem um enorme prêmio de risco porque é fiscalmente irresponsável e, de repente, ele se torna responsável, é fácil ver que a taxa de juros vai cair de um dia para outro e provocar aumento da demanda. Temos uma noção de como o multiplicador vai variar de acordo com as circunstâncias. Mas temos que trabalhar muito mais nesses temas.

**Valor:** *Controles de capitais estão definitivamente na caixa de ferramentas?*

**Blanchard:** Sim, pelas mesmas razões que todos os instrumentos prudenciais. Se você acha que os mercados de capitais não trabalham de forma perfeita, algo em que todos nós poderemos concordar a esta altura, depois do que vimos acontecer, então você vai querer ter ferramentas para reduzir riscos, para influenciar comportamentos. Há circunstâncias em que fluxos de capitais levam a riscos e você não tem as ferramentas macropudenciais tradicionais para fazer algo a respeito. Por exemplo, se empresas brasileiras tomam empréstimos em Nova York em dólares e você está preocupado com a possibilidade de um risco cambial excessivo, qualquer coisa que você fizer no mercado bancário brasileiro não terá nenhum efeito sobre isso. Então, nesses casos, o que basicamente você quer é evitar isso. Se você puder interromper o fluxo de capitais, você pode dizer não, essa é a coisa certa para fazer.

**Valor:** *Estamos de volta ao mundo dos anos 1960?*

**Blanchard:** Espero que não, mas o risco existe. Gostaria de um mundo com apenas um instrumento e uma meta, mas infelizmente o mundo não é assim. Nos anos 1950 e 1960, esses instrumentos foram mal utilizados. Quando se usam muitos instrumentos, aumenta o risco de surgir considerações políticas, de querer ajudar um grupo ou outro. Então, os riscos existem, mas é assim que o mundo funciona. (AR)

## Procura-se o meio-termo

Alex Ribeiro | De Bretton Woods e Washington  
*Valor*, 20.04.11

**Não há uma agenda formal, o debate apenas se inicia, mas é certo que um novo consenso econômico vai surgindo das cinzas da crise.**

Os economistas têm trabalhado um bocado ultimamente. Em março, o diretor-gerente do Fundo Monetário Internacional (FMI), Dominique Strauss-Kahn, deixou o Rio, num domingo de Carnaval, para, ainda com barba por fazer, abrir um seminário na manhã seguinte em Washington. Alguns dos melhores cérebros do mundo, incluindo os prêmios Nobel Robert Solow, George Akerlof e Joseph Stiglitz, reuniram-se num auditório do FMI para discutir um novo Consenso de Washington depois da grande crise mundial.

Um mês depois, o megainvestidor George Soros trouxe gente de primeira linha, como Paul Volcker, Kenneth Rogoff e Amartya Sen, ao hotel que sediou o encontro original de Bretton Woods para, inspirados pela presença quase física do economista John Maynard Keynes, encontrar um novo Bretton Woods. O presidente do regulador financeiro da Inglaterra, Adair Lord Turner, disse, brincando, que os organizadores do evento sabiam pouco sobre a importância que Keynes dava ao lazer. Num domingo, os trabalhos começaram às 7 da manhã e terminaram às 11 da noite.

Os governos tocaram a vida adiante, entre Washington e Bretton Woods. Os republicanos forçaram o presidente Barack Obama a aceitar um ajuste orçamentário de US\$ 38 bilhões, colocando fim à temporada de estímulos fiscais. A Turquia baixou os juros, para evitar a valorização do câmbio, em vez de aumentá-los, para combater as crescentes pressões inflacionárias. O Brasil fez de tudo um pouco contra a alta de preços, a apreciação do real e o surgimento de bolhas financeiras. O Banco Central Europeu agiu como sempre: aumentou a taxa básica para lidar com riscos inflacionários que para muitos são miragem.

No auge da crise econômica, parecia estabelecida a volta definitiva ao keynesianismo, com o resgate do papel do Estado para estimular a economia, regular o sistema financeiro e controlar os fluxos desestabilizadores de capitais. Estava morto o velho Consenso de Washington, com sua fé em que os mercados encontrariam equilíbrio automaticamente, defesa da desregulamentação financeira e apologia da abertura das contas de capitais.

**O Brasil aparece na vanguarda da nova política econômica, para conter a inflação, evitar bolhas e segurar a valorização do real**

O debate entre os economistas ainda está no começo e, para alguns deles, como o ex-presidente do Banco Central Armínio Fraga, é bastante confuso. Mas as indicações são de que teremos algo no meio: o keynesianismo não será tão intervencionista como o dos anos 1950, e o novo Consenso de Washington, se de fato surgir um, será definitivamente menos liberal. "Precisamos de uma nova forma de globalização, uma globalização mais justa, com face mais humana", disse há alguns dias Strauss-Kahn, numa frase improvável de ser ouvida nas instituições de Bretton Woods de 1980 para cá. "Embora o mercado deva permanecer no centro do palco, a mão invisível não deve se tornar o punho cerrado invisível."

Olivier Blanchard, economista-chefe do FMI, preferiu, em entrevista ao **Valor**, não dar nome ao novo pensamento econômico em gestação. Mas indicou que o "novo keynesianismo", corrente da qual muitos acreditam que ele mesmo faça parte, parece estar vivo. É uma escola de pensamento que junta as duas partes: o novo keynesiano acredita nos mercados, mas acha que eles às vezes funcionam muito mal e o governo deve intervir.

Um personagem que está na cabine de comando da política econômica brasileira acha que há "muita espuma" em torno da discussão sobre o novo pensamento econômico. "Está sendo superestimado. Estamos fazendo no Brasil exatamente as mesmas coisas que sempre fizemos, mas apenas adaptadas ao novo ambiente econômico."

Sobre política fiscal, Robert Solow, autor da teoria sobre crescimento que se tornou padrão nos manuais de economia, fez uma exposição definitiva durante o seminário do FMI. No período que foi conhecido como Grande Moderação, os economistas passaram a crer que os juros eram instrumento suficiente para lidar com recessões e superaquecimentos da economia. A crise lembrou a todos, disse Solow, que a política monetária às vezes pode chegar ao limite e será necessário lançar mão da política fiscal.

"Estamos fazendo no Brasil exatamente as mesmas coisas que sempre fizemos, mas apenas adaptadas ao novo ambiente econômico", afirma alta fonte do governo (na foto, reunião do Comitê de Política Monetária)

Os governos, porém, usaram a política fiscal de forma mais ou menos instintiva, sem saber exatamente como um dado corte de impostos ou aumento de gastos afeta a economia. "Precisamos fazer política fiscal certo", disse Solow. Para tanto, é necessário calcular o multiplicador fiscal, que diz justamente quanto os cortes de impostos ou aumento de gastos estimulam a demanda. A questão, afirma, é que existem vários multiplicadores, de acordo com o estado da economia e a ideologia de cada um.

"Os que desaprovam a política fiscal discricionária tendem a encontrar multiplicadores pequenos", disse Solow. "Os que aprovam o uso da política fiscal discricionária acham multiplicadores grandes."

Esse é mais ou menos o dilema que os Estados Unidos vivem agora. O Partido Republicano venceu as eleições legislativas do ano passado com o discurso de que os fortes gastos públicos são a principal causa do desemprego. Por esse raciocínio, empresas e consumidores estariam jogando a demanda para baixo porque estão assustados com a crescente dívida pública. A Inglaterra foi pelo mesmo caminho, com os conservadores.

No seminário em Bretton Woods, Larry Summers, ex-assessor econômico de Obama, ironizou a noção de que, nas condições atuais, um corte de gastos poderia ter efeito expansionista. "Se isso for verdade, comprometo-me a rever tudo o que pensei até hoje", afirmou. "E, para dizer que farei isso, é porque estou bastante convencido de que tenho razão", emendou, fazendo humor com sua reputação de arrogante.

Em outras circunstâncias, porém, o ajuste fiscal pode ser a melhor saída para combater recessões, reconheceu Summers. Questionado se não era uma inconsistência ele defender expansão fiscal agora para os países desenvolvidos depois de ter pregado ajuste fiscal aos países que quebraram entre 1997 e 1998, Summers disse que são duas situações diferentes. Os Estados Unidos conseguem se endividar na sua própria moeda, enquanto os países emergentes de então estavam sem financiamento.

O economista Richard Koo, da Nomura Securities, disse ao **Valor**, em Bretton Woods, que os Estados Unidos correm o risco de voltar à recessão porque estão fazendo o ajuste muito cedo. Segundo ele, o setor privado segue pagando dívidas, e seria temerário tirar o estímulo do governo agora. "Cometemos esse erro no Japão", afirma Koo. "Os americanos acham que não têm nada a aprender conosco."

**"Embora o mercado deva permanecer no centro do palco, a mão invisível não deve se tornar o punho cerrado invisível", diz Strauss-Kahn**

Blanchard, do FMI, despertou polêmica ao propor que os bancos centrais usem mais de um instrumento para atingir mais de uma meta. Até a crise, afirma, eles basicamente usavam uma ferramenta, a taxa de juros, para atingir um objetivo, inflação baixa. Durante a Grande Moderação, economias avançadas deixaram os juros baixos porque a inflação estava sob controle, mas acabaram alimentando bolhas, como as dos mercados imobiliários americano e espanhol.

Agora, prega Blanchard, os bancos centrais devem prestar atenção não apenas na inflação, mas também na estabilidade financeira, no chamado hiato do produto e desemprego e até mesmo na taxa de câmbio. Para chegar lá, devem usar vários

instrumentos além dos juros, incluindo medidas prudenciais, intervenções cambiais esterilizadas e controles cambiais.

No debate do FMI, a ideia de ter várias metas despertou reações negativas, sobretudo entre economistas da América Latina e Alemanha, que têm um passado traumático de hiperinflação. Os latino-americanos defenderam, de forma geral, a eficácia do regime de metas para os bancos centrais ganharem credibilidade. Expressaram o receio de perda de foco no mais importante, a inflação, caso sejam adotados múltiplos alvos.

Robert Solow: a crise lembrou a todos que a política monetária pode chegar ao limite e então será necessário lançar mão da política fiscal

Um alemão, Otmar Issing, defendeu o sistema de dois pilares do BCE, que ele mesmo ajudou a construir, com características de meta de inflação e do velho monetarismo. O BCE acompanha a evolução de agregados monetários e crédito para identificar tanto pressões inflacionárias quanto bolhas financeiras. "Não é elegante", ironizou Issing, referindo-se às críticas ao sistema do BCE feitas por quem defende a simplicidade do regime puro de metas de inflação.

Em meio a esse debate acadêmico está o Brasil, que, para muitos, aparece na vanguarda da nova política econômica. Usa vários instrumentos para atingir várias metas. O Brasil já subiu compulsórios, taxou e restringiu o prazo do crédito, anunciou uma consolidação fiscal e impôs controles de capitais, como impostos na entrada de investimentos estrangeiros e limites na posição de câmbio dos bancos. Todo esse esforço é para conter a inflação, evitar o surgimento de bolhas financeiras e segurar a crescente valorização da taxa de câmbio.

No Banco Central (BC), porém, a versão é de que estão apenas fazendo o que sempre fizeram. "O BC sempre teve dois mandatos, a inflação e a estabilidade financeira", afirma uma fonte. "Não temos e não gostamos de meta para a taxa de câmbio, pois a flutuação prestou um grande serviço para o Brasil."

De 2002 para cá, afirma outra fonte, o BC alterou o compulsório 62 vezes, e as medidas prudenciais são prática do dia-a-dia. O ajuste fiscal que o governo fez neste começo de ano já estava nas contas do BC desde fins de 2009, porque é sempre esperada uma consolidação fiscal depois de um ano eleitoral. O BC anunciou em fins de 2003 o seu programa de intervenções no mercado de câmbio, com o objetivo de acumular reservas e reduzir a volatilidade cambial. O Brasil colocou e retirou o IOF sobre capitais estrangeiros várias vezes nos últimos anos.

**Os Estados Unidos correm o risco de voltar à recessão, porque estão fazendo o ajuste muito cedo, opina o economista Richard Koo**

Obviamente, nada disso é neutro para a política monetária. O compulsório lida com riscos excessivos do sistema financeiro, mas também afeta a demanda agregada, depois que o crédito subiu de 25% para 50% do PIB. Os fluxos de capitais são um dos fatores que levam ao superaquecimento da economia, e os controles atenuam essa fonte de pressão. Ajustes fiscais tiram a sobrecarga da política monetária. Esse conjunto de medidas deixa o mercado financeiro um pouco confuso. A pergunta mais frequente: o BC está usando outros instrumentos porque não quer subir juros?

A questão é legítima, levando-se em consideração que a Turquia, por exemplo, baixou os juros para conter a valorização do câmbio - e lançou mão de compulsórios para conter a inflação. Estudo do FMI mostra que apenas um terço dos países fez a lição macroeconômica de casa antes de lançar mão de controles de capitais. Os asiáticos estão com taxas de juros negativas, apesar do claro superaquecimento em várias economias. A China prefere apertar compulsórios. "Temos vários instrumentos, por isso podemos atingir vários objetivos", disse ao **Valor** Yu Yongding, ex-diretor do BC chinês. "O governo está dando ênfase agora para o controle da inflação."

Uma fonte do BC afirma que, no caso do Brasil, não há substituição de juros por outros instrumentos. O BC, Fazenda, Presidência da República tomam decisões sobre regulação financeira, orçamento e controles cambiais, de olho em diferentes objetivos. O Comitê de Política Monetária (Copom) se reúne para tratar apenas de inflação, levando em conta os impactos apenas na inflação das demais medidas tomadas pelo governo. "A taxa de juros continua a ser o instrumento clássico para colocar a inflação na meta", afirma a fonte.