

O problema não é a política monetária

Márcio G. P. Garcia¹

O folclore político brasileiro é recheado de boas anedotas. Uma delas é a de um prefeito do interior que queria fazer uma obra inexequível. Ao fim de longa conversa, o engenheiro responsável teria dito: prefeito, a obra do jeito que o sr. quer contraria a lei da gravidade. Ao que o prefeito teria respondido: me diz o número dessa lei para eu revogar lá na câmara.

A economia está muito longe da precisão da engenharia. Não obstante, há muito conhecimento teórico, embasado em evidência empírica, que coloca limites no que se pode conseguir. Mas é difícil convencer os políticos dos limites a obedecer.

Em instigante artigo (Alvissaras, Estadão, 9/9/24), o ex-diretor do BC Luís Eduardo Assis, com propriedade, chama a atenção para o fato de que a combinação de política monetária contracionista (juro alto) com política fiscal expansionista (alto crescimento dos gastos públicos) é muito nociva. Tal combinação, que tem sido a regra nesses 30 anos desde o plano real, reduz o investimento e o crescimento, dificulta o combate à inflação e concentra a renda, dentre outros males. No entanto, conter o aumento persistente do gasto público, o calcanhar de Aquiles de nossa política econômica, tem provado ser uma tarefa hercúlea ao longo das últimas três décadas desde o Plano Real.

Após esse início auspicioso, entretanto, o articulista passa a sugerir inovações na política monetária das quais discordo. A primeira delas é que se deveria estabelecer um duplo mandato para o BC, o que “(...) formalizaria uma vida mais difícil para a autoridade monetária, hoje dispensada de enfrentar dilemas.”

Inicialmente, há que se notar que o duplo mandato é uma exceção entre os bancos centrais. Por exemplo, o Banco Central Europeu e o Banco da Inglaterra, não incluem o emprego como meta da política monetária. Claro que ambos tentam maximizar o emprego, mas tal objetivo é submetido à estabilidade de preços.

O principal exemplo de duplo mandato da autoridade monetária é o do Fed. Segundo a lei que rege o funcionamento da autoridade monetária dos EUA, o *Federal Reserve Act*, a política monetária deve ser conduzida de forma a promover efetivamente as metas de máximo emprego, preços estáveis e taxas moderadas de juros de longo prazo.² São, portanto, três objetivos, embora o foco se dê nos dois primeiros, daí a expressão mandato duplo. Além desses objetivos, o Congresso dos EUA adicionou o objetivo de promover a estabilidade financeira. Ora, se os EUA têm duplo mandato, por que não introduzir tal inovação também na institucionalidade brasileira?

¹ Professor Titular, Departamento de Economia da PUC-Rio, Pesquisador Afiliado da MIT Sloan School of Management, Pesquisador Sênior do CNPq e Cientista Nosso Estado da FAPERJ, escreve mensalmente neste espaço. (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-what-are-its-goals-how-does-it-work.htm>.

Esta é uma velha discussão, que ganhou força quando se discutiu a lei de autonomia do BC (Lei Complementar 179). Os objetivos de máximo emprego e estabilidade de preços, em geral, são complementares, pois, mantendo uma inflação baixa, se consegue estimular o investimento, o crescimento e o emprego. Em situações de taxa de inflação em alta, seja por excesso de demanda ou por restrições de oferta, o Fed não hesita em subir o juro e esfriar a economia, a fim de manter a inflação sob controle. A diminuição do emprego durante tais episódios é o preço que se paga para manter a inflação sob controle, garantindo o máximo emprego em longo prazo.

Ou seja, o entendimento do duplo mandato é que em situações em que a inflação supera a meta, seu combate toma precedência, no curto prazo, sobre a maximização do emprego. Agir de outra forma, exacerbaria a inflação, o que desestimularia o investimento, o crescimento e o emprego em longo prazo.

O exemplo mais eloquente de como o duplo mandato é cumprido nos EUA ocorreu na década de 70, quando a inflação chegou aos dois dígitos. Foi a enorme elevação de juros sob Paul Volker no final dos anos 70 e início dos anos 80 que conseguiu domar a inflação nos EUA. O custo em termos de perda de produto e emprego no curto prazo foi muito elevado, mas Volker é tido hoje como um exemplo de como bem conduzir a política monetária para evitar a perpetuação da alta inflação.

É importante ter em conta que, nos EUA, o duplo mandato é uma herança do passado que está submetido a um amplo entendimento institucional de como ele deve ser aplicado.³ Totalmente diferente seria acrescentar tal mandato à legislação brasileira. Não seria surpreendente se diretores do BC viessem a ser processados, por subirem os juros para combater eventual aumento da inflação, alegando-se descumprimento do mandato de maximizar o emprego. Isto dificultaria enormemente o trabalho do BC. Em um país que se livrou da hiperinflação apenas há três décadas, seria muito nocivo pensar em modificar nosso arcabouço legal relativo à política monetária, o sistema de metas para a inflação.

Outra ideia aventada pelo articulista é passar a usar mais ativamente os depósitos compulsórios como forma de controlar o crédito e a demanda, supostamente diminuindo a necessidade de subir os juros. Manejar requisitos de depósitos compulsórios é uma das três formas clássicas de controle monetário. As outras duas são os juros e o redesconto.

Mas os depósitos compulsórios no Brasil já são dos maiores do mundo, o que dificulta aumentá-los para poder subir menos os juros. Ademais, o Brasil tem longa experiência no uso dos compulsórios, em geral, não muito bem-sucedida. Compulsórios são geralmente vistos como uma ferramenta cega, de calibração muito difícil.

Por fim, o articulista propõe que o BC opere também na curva de juros, e não só via taxa Selic, para supostamente aumentar a potência da política monetária. Também nesse caso, a experiência internacional mostra que o banco central tentar controlar taxas de juros de mais longo prazo não funciona. O último país que fazia isso era o Japão, sob condições de inflação e juros muito baixos, bem diferentes das que se vê por aqui. E, mesmo o Japão já abandonou tal política. Antes do Japão, a Austrália já havia sido forçada a abandonar

³ Ainda assim, Trump costuma atacar a independência do Fed por conta dos juros altos (<https://www.politico.com/news/2024/08/08/trump-fed-powell-bank-2024-elections-00173299>).

esse tipo de intervenção.⁴ Os juros de longo prazo obedecem sobretudo à percepção de riscos de longo prazo pelos investidores. O melhor caminho para reduzi-los, no Brasil, é o governo reduzir a incerteza fiscal.

Enfim, ao contrário do que sugere o final do artigo do ex-diretor do BC, não há muito o que inovar na condução da política monetária atual. O que é imprescindível é se concentrar na velha e boa ideia, muito bem exposta no início do artigo, de uma política fiscal sustentável. Isto aliviaria muito a pressão de demanda que força o BC a manter o juro alto para não deixar a inflação disparar, além de impedir o contínuo crescimento da dívida pública, ora em curso.

⁴ <https://www.ft.com/content/0d5ebce8-ce87-4662-9d03-994f2e40481e> .