

Política Monetária e Crescimento Econômico

Os bancos centrais não optam entre inflação e crescimento, mas entre a variabilidade da inflação e a variabilidade do crescimento.

Márcio G. P. Garcia¹
21 de março de 2003

Na sabatina do novo diretor de política monetária do Banco Central do Brasil (BCB), Luiz Augusto Oliveira Candiota, pela Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado Federal, o importante tema da relação entre política monetária e crescimento econômico foi levantado. Segundo o *Valor Econômico* (12/3/2003),

“...o líder do governo na Casa, senador Aloizio Mercadante (PT/SP), repreendeu Candiota por ele ter dito que a ‘política monetária não é e jamais será a causa para a definição do crescimento do país’. ‘A sua frase rompe com toda uma reflexão Keynesiana’ (sic) reagiu Mercadante, defendendo que a política do Estado em relação aos juros é sim fator determinante para o maior ou menor crescimento da economia. Tanto é, acrescentou, que o banco central dos Estados Unidos tem usado a redução dos juros na tentativa de reativar a economia americana. ... (O) senador explicou que, diferente dos EUA, o Brasil ainda não tem liberdade para executar uma política monetária que favoreça o crescimento econômico.”

O senador tem razão ao observar que, ao contrário dos bancos centrais das economias desenvolvidas, o BCB não tem a capacidade de praticar política anticíclica, isto é, de reduzir os juros (reais) quando a economia está em recessão. Por outro lado, a frase do novo diretor do BCB está plenamente amparada por décadas de pesquisa teórica e empírica em macroeconomia, além de representar o estado da arte da prática dos bancos centrais: a política monetária é impotente para aumentar a taxa de crescimento de longo prazo da economia.

A estagflação (estagnação com inflação) dos anos 70 ensinou aos macroeconomistas e aos gestores das economias os limites do ativismo monetário. Desde que Paul Volcker (o predecessor de Alan Greenspan) apagou o princípio de incêndio inflacionário na virada dos oitentas, a política monetária dos EUA tem se guiado para a suavização do ciclo econômico sem colocar em risco o controle inflacionário. A alternativa (*trade-off*) enfrentada pelos bancos centrais não é entre inflação e crescimento, como na antiga literatura da Curva de Phillips, mas entre a variabilidade da inflação e a variabilidade do crescimento. Ou seja, o que a política monetária pode fazer é mitigar o ciclo econômico, tornando menos profunda as recessões, mas não pode aumentar o crescimento de longo prazo. É certo que uma política monetária irresponsavelmente frouxa (juros reais excessivamente baixos) pode gerar grande instabilidade inflacionária, impedindo o país de atingir sua taxa (máxima) de crescimento de longo prazo. Ou seja, a política monetária pode prejudicar o crescimento econômico, mas não pode fazer a economia crescer além de seu potencial, que depende de fatores fundamentais da economia, fora do controle da política monetária. Quanto a este aspecto, não há diferença entre a economia brasileira e a economia dos EUA.

Uma outra questão é a capacidade de praticar políticas macroeconômicas (fiscal e monetária) anticíclicas, mitigando os efeitos nocivos das recessões (e, inevitavelmente, ainda que de forma indesejada, diminuindo o tamanho das expansões). Aqui há grandes diferenças entre as economias desenvolvidas e os mercados emergentes. Por exemplo, o PIB dos EUA cresceu 2,4% em 2002, contra 1,5% do PIB brasileiro. Não obstante, o FED reduziu a taxa de juros à menor taxa das últimas quatro décadas, 1,25%, enquanto o BCB elevou os juros brasileiros aos gigantescos 26,5%. Mesmo convertendo-se as taxas nominais de juros para taxas reais (descontando-se a expectativa de inflação), como manda a teoria econômica, a diferença é enorme. E o BCB optou corretamente pelo mal menor; se não freasse o crescimento da demanda agregada, a inflação sairia completamente do controle, o que acarretaria danos maiores ao crescimento, como visto acima.

¹ Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e professor visitante do CREDPR / Stanford University escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

Sem entender as razões pelas quais a economia brasileira reage de forma tão diferente, corre-se o risco de apontar como causa do câncer o remédio com fortes efeitos colaterais nocivos. O BCB pode baixar a taxa Selic quando quiser. Contudo, se o fizer sem respeitar o funcionamento da economia, obterá resultado semelhante à interrupção brusca do tratamento anticancerígeno: cessarão os efeitos colaterais, mas só por milagre o paciente se salvará.

E quais são as distinções fundamentais que fazem com que sintomas semelhantes (recessão) sejam tratados com terapêuticas opostas (baixa de juros lá, e alta de juros cá)? Parte da resposta está nos fundamentos ainda frágeis da economia, notadamente na comparação entre nossa dívida externa (pública e privada) com nossa capacidade de gerar receitas em dólar (exportações). Mas o grosso da diferença está na chamada restrição do dólar (*dollar constraint*). Tal restrição decorre da inserção imperfeita de nossa economia (e dos mercados emergentes, em geral) no sistema financeiro internacional. Em momentos de crise, como os dois anos passados, os fluxos de capital são contraídos abrupta e significativamente, deflagrando uma estagflação associada a uma elevada depreciação cambial.

Uma das principais funções do sistema financeiro é a de atuar anticíclicamente, permitindo a suavização do consumo, ao prover recursos em tempos difíceis, e cobrá-los em tempos de vacas gordas. Para economias como a brasileira, entretanto, o sistema financeiro atua de forma pró-cíclica, inundando-nos de recursos nos períodos de alto crescimento e asfixiando-nos ao removê-los nos períodos de recessão.

Frente a esta dura realidade, há basicamente dois caminhos polares a seguir: prescindir do sistema financeiro internacional ou buscar uma maior e melhor integração com ele. A opção entre os dois caminhos deve depender de qual dos dois viabiliza a maior taxa de crescimento de longo prazo. Acredito que a maximização do crescimento decorrerá de uma combinação de quatro fatores: maior e melhor integração financeira internacional, aprofundamento financeiro doméstico (aumento do crédito ao setor privado), menor necessidade de poupança externa, e maior exportabilidade do PIB.² Este é o caminho que permitirá ao BCB, no futuro, fazer política monetária anticíclica tal como seus congêneres em economias desenvolvidas. O governo Lula vem trilhando o caminho correto para maximizar o crescimento de longo prazo da economia brasileira. Tomara que não reverta a idéias ultrapassadas como a de que a política monetária pode aumentar o crescimento econômico.

² Vide “*Brazil in the 21st Century: How to Escape the High Real Interest Rate Trap?*”, disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/>.