

A FALA DE BERNANKE EM JACKSON HOLE

No terceiro trimestre de 2009 a atividade econômica nos Estados Unidos dava mostras, pela primeira vez, de que estava começando a superar a recessão que tivera início, oficialmente, em dezembro de 2007. Em meados de 2010 observou-se um novo enfraquecimento, o que levou o Banco Central daquele país a lançar um segundo programa de compra de títulos públicos, o chamado *quantitative easing 2*. Pelo final daquele ano a economia dava mostras novamente de recuperação, levando vários analistas privados e membros do governo a afirmarem que a recessão havia sido definitivamente superada. Esse tipo de avaliação foi predominante ao longo do primeiro semestre do corrente ano. Recentemente se verifica uma nova fase de redução do crescimento, mas de início ela foi atribuída a fatores temporários, com a alta do preço do petróleo e a catástrofe no Japão. Mas logo em seguida o próprio presidente do Banco Central, Ben Bernanke, reconheceu que esse último desaquecimento não se deveu apenas a fatores temporários. Diante disso, a maioria dos analistas elevou significativamente a probabilidade atribuída ao risco de que a economia americana volte a registrar taxas de crescimento negativas pelo menos em alguns trimestres, ao longo dos próximos doze meses.

Considerando-se que a economia do Japão já quase não cresce há vinte anos, e que a Zona do Euro enfrenta uma crise de complexidade ainda maior que a dos Estados Unidos, inegavelmente é também elevado o risco de que essa queda do PIB possa acontecer em quase todo o mundo desenvolvido, que corresponde a algo como 70% do Produto Interno Bruto Mundial. Desnecessário dizer que as chamadas economias emergentes, que incluem o Brasil, embora desfrutando atualmente de fundamentos muito melhores que os do mundo desenvolvido, não podem se considerar imunes (“descoladas”) de uma crise de magnitude talvez sem precedentes como essa.

O Simpósio de Jackson Hole

Anualmente o FED regional de Kansas Citi promove um simpósio em Jackson Hole onde se reúnem a maioria dos presidentes de bancos centrais e alguns dos melhores economistas do mundo, para debaterem os principais temas macroeconômicos da atualidade e sugerirem diretrizes para a política econômica internacional. As contribuições teóricas e os debates giram sempre em torno de um tema principal previamente escolhido. A reunião desse ano aconteceu nos

últimos dias 25 e 26 e o tema central foi “Achieving Maximum Long-Run Growth” (“Conquistando o Máximo Crescimento no Longo Prazo”).

O mais importante participante desse evento, nesses tempos de crise global, tem sido o Presidente do Banco Central dos Estados Unidos, atualmente o economista Ben Bernanke. Esta não é uma reunião de trabalho do banco central americano para decidir a adoção de medidas de política monetária. Mas todos sabiam que Bernanke faria uma análise do desempenho recente e perspectivas da economia americana. E se referiria aos instrumentos de que ainda dispõe para continuar tentando executar o seu mandato dual de assegurar o controle da inflação e minimizar a taxa de desemprego nos Estados Unidos. Ou seja, continuar tentando afastar o risco de um novo mergulho da economia americana em recessão.

Desnecessário ressaltar o grau de interesse com que todos os governos, investidores e agentes econômicos em geral, do mundo inteiro, aguardavam esse pronunciamento de Bernanke. E a principal indicação sobre a qual se tentava fazer previsões tinha a ver com o chamado *quantitative easing 3*. Ou seja, se Bernanke daria ou não alguma indicação mais concreta sobre a intenção do FED de lançar um novo programa de compras líquidas de títulos federais, por meio do qual continuaria expandindo ainda mais a quantidade de dólares que circula na economia.

O Banco Central dos Estados Unidos recebe do Congresso e do Executivo (ou seja, do povo americano) uma dupla tarefa, para cuja execução lhe é dada completa autonomia: manter a inflação sob controle e perseguir a menor taxa de desemprego. Nos Estados Unidos esses objetivos não são expressos numericamente, mas todos sabem que existem números implícitos tanto para a taxa de inflação como para a taxa de desemprego. E esta segunda meta não pode ser alcançada se a taxa de crescimento da economia não ficar próxima do seu potencial de longo prazo. Em última análise, portanto, a tarefa do banco central se confunde com o próprio objetivo fundamental de qualquer política macroeconômica, que é assegurar o crescimento sustentável.

Mas qualquer economista sabe que o crescimento econômico sustentável exige a utilização de outros instrumentos que estão fora do controle dos bancos centrais. E um deles é a política

fiscal. Ou seja, nenhum banco central do mundo consegue viabilizar o crescimento sustentável de longo prazo com o único instrumento de que dispõe, que é a política monetária.

A essa altura surge um complicador ainda maior. É que a possibilidade de execução de uma política monetária eficiente pode ser viabilizada pela escolha das pessoas certas e de um desenho institucional que assegure a autonomia do banco central para conduzi-la. Mas os demais instrumentos dependem de leis e regras que são decididas conjuntamente pelo Executivo e pelo Congresso. Ou seja, pelos políticos. Embora este seja um processo inerente à democracia, para o qual não se conhece melhor substituto, frequentemente a tomada de decisões é muito mais complexa e difícil do que aquela conduzida por uma equipe de técnicos que compõem os órgãos decisórios de um banco central.

Vale dizer: numa situação política que inviabilize a tomada de decisões necessárias para a adoção de uma política fiscal eficiente, a tarefa do banco central de afastar o risco de recessão pode se tornar impossível. E essa observação é ainda mais verdadeira quando os indicadores fiscais do país (principalmente o tamanho da dívida pública em relação ao PIB e a sua projeção para o futuro) já sofreram grave deterioração.

É fato sobejamente conhecido que sem medidas corretivas abrangentes e profundas a trajetória da dívida pública nos Estados Unidos é insustentável. Mas o que se viu recentemente foi um longo e desgastante impasse político em torno dessa questão, que resultou inclusive numa redução da classificação do risco soberano daquele país por uma das maiores agências encarregadas de fazer esse tipo de trabalho. E esse impasse ainda prevalece, sem perspectivas de solução, pelo menos no curto prazo.

Foi nesse difícil contexto que o Presidente do Banco Central dos Estados Unidos, Ben Bernanke, fez o seu pronunciamento em Jackson Hole.

Os presidentes do Banco Central americano são escolhidos pelo Presidente da República e se submetem a rigoroso escrutínio do Congresso. Obviamente o prestígio acadêmico, a *expertise* em Política Monetária, e uma experiência bem sucedida em cargos importantes relacionados a essa área, são qualificações indispensáveis. Mas existe uma outra que é também de crucial importância para o desempenho de qualquer presidente de banco central no mundo moderno: a capacidade de se comunicar de forma adequada e transparente com os agentes econômicos sobre temas relacionados ao seu trabalho.

Jamais um presidente de banco central (ou qualquer outro executivo) poderá sugerir num pronunciamento oficial que não está em condições de realizar com sucesso a sua tarefa. Pois pedir demissão seria sempre a alternativa óbvia que se lhe imporia. Por outro lado, milhares de economistas competentes em diversas partes do mundo estarão sempre avaliando a consistência técnica de um pronunciamento oficial de um presidente de banco central dos Estados Unidos. Ele terá sempre que se equilibrar entre essas duas restrições. Diante da complexidade da atual crise econômica mundial e do peso da economia americana, qualquer tom de pessimismo teria efeitos possivelmente catastróficos. Mas as conseqüências negativas de um otimismo superficial e vazio de conteúdo também poderiam ser muito negativas.

Há um outro aspecto importante a ser levado em conta para se avaliar a fala de Bernanke. É a que diz respeito à política fiscal. Quando a realização de uma certa tarefa depende do desempenho de duas pessoas ou equipes que atuam de forma quase independente, uma atitude cômoda, negligente e irresponsável, pode ser simplesmente atribuir a culpa do fracasso à outra parte. Por outro lado, nenhuma dessas pessoas ou equipes pode deixar de reconhecer que o seu trabalho está fadado ao insucesso se a outra não fizer a sua parte. Quando as coisas estão funcionando bem essas restrições sequer precisam ser mencionadas, pois elas são óbvias. Mas, quando uma das partes está funcionando mal, a outra se vê obrigada a fazer esse registro. E aqui, uma vez mais, a arte de se comunicar de forma eficiente e adequada precisa ser exercitada.

Em poucas circunstâncias da história dos Estados Unidos o peso da responsabilidade do banco central foi tão grande como agora. Estes são alguns dos referenciais que devem ser levados em conta para se avaliar a qualidade, o significado e as implicações da fala de Bernanke em Jackson Hole.

O Viés Otimista

Bernanke declarou que a economia americana cresce há nove trimestres, após a gravíssima recessão que enfrentou desde 2007 até o terceiro trimestre de 2009. E que não existe qualquer razão estrutural para impedir que ela consolide a retomada do crescimento de longo prazo. Destacou que a crise não solapou definitivamente as vantagens relativas que a economia americana conquistou há décadas, sobre qualquer outra concorrente do mundo. Também manifestou sua expectativa de que a recuperação da economia venha a melhorar nos próximos trimestres (sem a necessidade de

mais estímulos). E que ainda dispõe de vários instrumentos novos para lançar mão no caso de essa sua expectativa vir a se mostrar incorreta.

As observações são fundamentalmente verdadeiras. Mesmo porque ele fez a ressalva de que a taxa à qual a economia vem crescendo tem sido significativamente inferior àquelas registradas em todas as experiências de recessão no passado. Mas o viés otimista está presente quando se considera que essa crise tem características que aumentam consideravelmente o risco de que, na melhor das hipóteses, a recuperação se dê a uma taxa muito baixa, durante pelo menos cinco anos. E na hipótese de uma combinação ineficiente dos instrumentos de política econômica (como tem ocorrido, segundo ele mesmo reconheceu) o risco de mergulho em uma nova recessão está longe de ser desprezível. Além disso, quanto aos novos instrumentos de que poderia lançar mão ele apenas se referiu ao que já havia mencionado em outras oportunidades. E o potencial desses instrumentos é, na melhor das hipóteses, muito menor do que os que já foram utilizados até agora.

A Cobrança por Ajuda

Pode-se resumir, de forma bem simplificada, o que teve de novo nesse pronunciamento de Bernanke da seguinte maneira: ele afirmou de maneira mais enfática que o banco central sozinho não conseguirá atingir o duplo objetivo de controle da inflação e minimização da taxa de desemprego. E declarou que o processo de negociação política do qual resultam as decisões na área fiscal precisa melhorar. Ou seja, a política fiscal não está cumprindo a sua parte no esforço de superação dessa grave crise enfrentada pela economia americana. Deixou implícito que dessa forma a crise não somente persistirá, mas poderá se agravar.

O Realismo e Consistência Técnica

Não tentou tirar coelhos da cartola nem tentar induzir os agentes econômicos a acreditarem em teses carentes de fundamento e consistência econômica. Destacou as vantagens e reconheceu as limitações. E teve a coragem de expor a deficiência da política fiscal, resultante de um impasse político que em grande medida não resulta de um autêntico interesse das partes envolvidas em defender apenas suas convicções sobre o que é o melhor para a sociedade. Usou uma linguagem sóbria e objetiva.

A posição de Bernanke é muito difícil. E é possível que ele ainda venha a liderar a adoção de novas medidas de estímulo monetário – inclusive o *QE3* – mesmo sabendo que ele pouco ou nada contribuirá, adicionalmente, para o crescimento econômico e a redução do desemprego. Mas em Jackson Hole sua postura ainda foi coerente com a preservação da credibilidade da instituição que representa. O que é de fundamental importância, pelo menos para a eficácia da política monetária.

As Reações do Mercado

Ninguém esperava que Bernanke fosse anunciar novas medidas, pois Jackson Hole não é o foro indicado para isso. Mas uma parcela importante dos mercados mundiais acreditava que Bernanke poderia sinalizar com a intenção de adotá-las num futuro próximo. E para essa corrente pode ter havido uma frustração. De início os mercados ensaiaram uma reação negativa. Mas logo em seguida essa tendência foi revertida. Nada garante que essa melhora dos mercados será consistente, pois ainda são enormes as incertezas, não somente sobre a economia americana, mas, principalmente, sobre a Zona do Euro. Mas a reação inicial foi coerente com o fato de que a honestidade intelectual e a coerência técnica são sempre os melhores instrumentos à disposição dos que trabalham em benefício dos interesses da sociedade.

Algo de Útil para o Brasil?

Ao longo dos próximos anos a qualidade dos indicadores fiscais será um dos aspectos mais valorizados pelos investidores internacionais. Quando se considera apenas a relação dívida líquida/PIB e a necessidade de financiamento do setor público (*superávit* ou *déficit* nominal em relação ao PIB) o Brasil está relativamente muito bem. Mas quando se aprofunda a avaliação e se inclui outros indicadores, como a relação dívida bruta/PIB, a carga tributária e o percentual de investimentos em infra-estrutura, a posição do Brasil já piora substancialmente.

Não será possível continuar aumentando a inclusão e os programas sociais como se faz necessário se a economia tender novamente para a semi-estagnação. E não será possível sustentar taxas razoáveis de crescimento econômico se não aumentarem as taxas de poupança e investimento. Estas são constatações óbvias, que se tornam ainda mais enfáticas diante da crise que continuará afetando o mundo desenvolvido por mais alguns anos.