

Crescimento econômico e inflação no mundo emergente e no mundo desenvolvido

Apesar de uma recuperação econômica ainda frágil e vacilante em vários países da Zona do Euro e na Inglaterra, a inflação já supera o teto da meta perseguida pelos Bancos Centrais em vários desses países, o que levou o BCE a aumentar a sua taxa básica de juros em 25 pontos de porcentagem na sua última reunião. Como foi amplamente antecipado pelos analistas, Portugal teve que pedir socorro à União Européia e o Fundo Monetário Internacional para continuar financiando a sua dívida soberana e bancária. Felizmente, até agora o efeito contágio sobre a Espanha tem sido quase inexistente, ao contrário do que se temia há alguns meses atrás. A contenção desse efeito negativo foi resultado das reformas que a Espanha vem adotando, que tem melhorado as perspectivas sobre o seu desempenho econômico no médio e longo prazo. E isto fortalece a avaliação de que profundas reformas estruturais que elevem efetivamente a competitividade dos países da periferia seria o único caminho viável para superar a crise da Zona do Euro.

Alguns dos membros votantes do Bank of England também se posicionaram a favor de uma elevação da taxa de juros naquele país, o que acabou ainda não prevalecendo nesta última reunião, diante da fraqueza da atividade econômica. Mas a taxa anualizada de inflação na Inglaterra já esteja rondando o nível inconvenientemente elevado de 5%, o que acirra os dilemas da política monetária.

No Japão, onde a taxa básica de juros também vem sendo mantida próxima de zero há muito tempo, a economia começava a dar alguns sinais de recuperação quando se defrontou com o desastre do terremoto, seguido de *tsunami*, que acabou provocando graves danos a várias usinas nucleares. Diante do impacto da tragédia, que resultou inclusive num corte significativo do suprimento de energia elétrica, o crescimento japonês sofrerá uma contração significativa ao longo de alguns meses, antes que nova fase de recuperação, resultante dos gastos de reconstrução, seja retomada.

O caso dos Estados Unidos é bem mais complexo, no que se refere a qualquer análise das políticas monetária, fiscal e cambial. Desde o último trimestre do ano passado a taxa de crescimento econômico voltou a se recuperar e tem se consolidado ao longo dos últimos meses. Os índices de custo de vida no conceito *headline* (que incluem os preços dos alimentos e da energia) já estão subindo a uma taxa anualizada próxima ou levemente superior à meta implícita de 2% e a própria geração de empregos pelo setor privado apresenta alguma melhora contínua há vários meses. Esta situação levou alguns membros votantes do FED a já se posicionarem abertamente a favor do início de uma nova fase de *exit strategy* na condução da política

monetária americana. Contudo, o Presidente Ben Bernanke tem liderado os demais membros, constituindo uma maioria ainda bem significativa a favor da permanência do atual *statu quo* dessa política monetária. Ou seja, o programa de recompras mensais de títulos públicos até junho próximo (o chamado *Quantitative Easing 2*, ou *QE2*) será mantido e também a expectativa de manutenção de juro zero por um *extended period*.

Esta postura se apóia nos seguintes argumentos fundamentais; 1. a taxa de desemprego ainda permanece bem acima da taxa neutra e a economia opera com grande capacidade ociosa; 2. o núcleo de inflação permanece muito abaixo da meta implícita de 2% ao ano e o aumento extraordinário dos preços dos alimentos e da energia deve ser temporário e continuará sem afetá-lo no médio prazo; 3. as expectativas de inflação que se refletem nas taxas de juros mais longas se mostram bem ancoradas. Diante disso, e tendo em vista o mandato de duplo objetivo, que envolve tanto a taxa de desemprego quanto a inflação, a maioria dos membros do FED considera que manter a política monetária expansionista ainda é a única opção que lhe resta.

Esse tipo de conclusão se torna menos óbvia quando se considera que o mandato do FED, tanto para o emprego, quanto para a inflação, deve se referir também ao médio e longo prazo, e não apenas ao curto prazo. E há boas razões para se questionar se a manutenção dessa política monetária fortemente expansionista, por um período tão longo, não está criando as sementes para uma nova crise no futuro (que voltaria a atingir as taxas de emprego). De fato, deliberadamente o FED tem adotado uma política que favorece a propensão ao risco, a alavancagem e o aumento dos preços dos ativos e das *commodities*, no mundo inteiro, enquanto os poupadores são desestimulados e penalizados. Ou seja, entrega ao paciente uma dose cada vez maior de um remédio que contribuiu para a eclosão da doença (a grande crise de 2008, que resultou, em grande medida, de uma mistura de estímulos monetários excessivos com desregulamentação do sistema financeiro). Tem sido comum o argumento da falta de alternativas. Mas não deixa de ser motivo de cautela e preocupação quando uma política econômica potencialmente perigosa é justificada pela falta de alternativas.

A política monetária americana tem como principal objetivo a retomada da atividade econômica e do emprego nos Estados Unidos. Mas, deliberadamente ou não, tem provocado uma forte desvalorização do dólar frente às demais moedas do mundo (a queda do dólar também ajuda a retomada do crescimento pelo canal do aumento das exportações líquidas). Isso nos

leva ao aumento das dificuldades que tem enfrentado o Brasil na condução da sua política econômica ao longo dos últimos meses.

Brasil – Crescem a Inflação e os Questionamentos sobre a Coerência da Política Econômica

Desde meados da década de 90 tem havido melhoras na qualidade da política econômica e nos fundamentos da economia brasileira, e isso tem resultado em substancial aumento dos investimentos diretos estrangeiros. Não obstante, a taxa real de juros doméstica necessária para equilibrar a oferta e a demanda agregadas continua sendo uma das mais altas do mundo, o que atrai também um grande volume de recursos externos para a renda fixa. O resultado é que o país vem acumulando uma enorme quantidade de reservas internacionais e lidando com uma sobrevalorização da taxa de câmbio que resiste a todos os esforços do governo para evitá-la. Ou seja, a taxa interna de juros necessária para manter a inflação sob controle resulta numa taxa real de câmbio inconvenientemente sobre-valorizada. Esse problema é agravado pela atual política monetária americana. Ou seja, a política monetária americana apenas tem agravado ainda mais um conflito que já era inerente à política econômica brasileira.

Além disso, como o Brasil é um grande exportador líquido de *commodities*, ele também tem se beneficiado da política monetária americana, como já foi corretamente destacado por alguns analistas. Ou seja, o aumento mundial dos preços das *commodities* não pode ser considerado como um choque negativo de oferta, uma vez que contribui também para o aumento da renda e do emprego. E seu impacto sobre a inflação doméstica só é relevante se o governo impedir seu efeito sobre a valorização da taxa de câmbio.

Portanto, as influências externas de fato têm dado alguma contribuição para o agravamento dos conflitos das políticas monetária, fiscal e cambial no Brasil. Mas não podem ser usados como justificativa para se permitir que a inflação volte a ganhar força.

Aumento de taxa de juros é sempre um remédio amargo, principalmente nas condições que descrevemos acima. E a crise recente da economia americana ressaltou a importância das chamadas “medidas macroprudenciais” para evitá-las. Portanto, é sempre correto e desejável levar em conta todas as alternativas de que se dispõe para minimizar o aumento da taxa de juros. Mas o que realmente importa é adotar a política mais eficiente. Ou seja, aquela que obtém resultados no combate à

inflação tendo como contra-partida o menor custo em termos de queda da atividade econômica, do emprego e da distribuição de renda.

A essa altura parece claro que houve mudanças na condução da política econômica do governo Dilma em relação à vigente nos dois mandatos do seu antecessor. E essas mudanças são mais perceptíveis na condução da política monetária - na forma como se conduz o esforço para evitar o aumento da inflação. Essas mudanças ocorrem também num momento em que a inflação registra forte tendência de alta. E já é amplamente conhecido no Brasil o fato de que a inflação atinge principalmente as categorias economicamente mais desfavorecidas. O que importa, portanto, é avaliar se essas mudanças representam uma melhora na condução da política econômica, especialmente tendo em vista os objetivos prioritários de continuidade da melhora da distribuição de renda e da redução da miséria. E tem havido grandes e crescentes divergências entre os analistas do setor privado a esse respeito, o que resulta num inconveniente aumento de incertezas, que por sua vez dificulta a condução da política econômica.

A triste história ainda recente da inflação no Brasil recomenda cautela com o argumento do gradualismo baseado no fato de que muitos bancos centrais do mundo também estão tendo uma atitude mais permissiva no combate à alta dos preços.

Sabe-se que o Brasil tem um dos mais eficientes e rigorosos sistemas de regulação do sistema financeiro e também pratica taxas de recolhimentos compulsórios sobre depósitos bancários das mais elevadas do mundo. Portanto, o espaço na margem para adoção de medidas macroprudenciais eficientes no Brasil já é relativamente mais reduzido. Por outro lado, algumas das razões pelas quais a taxa real de juros no Brasil ainda é tão elevada são amplamente conhecidas, enquanto o diagnóstico mais profundo das causas dessa distorção ainda exige mais aprofundamento das pesquisas.

Até certo ponto as medidas macroprudenciais são justificadas. Mas não temos visto muitos esforços no sentido de corrigir as causas já conhecidas da altíssima taxa de juros no Brasil (empréstimos públicos subsidiados, baixa taxa de poupança doméstica, persistência de indexação, etc) e nem interesse em aprofundar os estudos sobre o seu diagnóstico. Desviar-se da essência do problema e correr o risco de *exagerar* na busca de instrumentos menos conhecidos e testados, que supostamente poderiam ter menos custos, parece ser um dos riscos da política monetária recentemente adotada no Brasil.