

## Armadilha Inflacionária?

Dionísio Dias Carneiro

Economista, diretor da Galanto Consultoria e do IEPE/CdG

23 de abril de 2009

Estarão os governos construindo uma armadilha inflacionária que prejudicará a retomada da economia no final desta recessão? Esta questão tem dividido economistas, especialmente nos EUA. Mas nós, brasileiros, temos nossas próprias razões para dúvidas e preocupações. Vejamos os argumentos de ambos os lados.

Alguns economistas experientes acham que o governo Obama, ao dar seguimento e respeitabilidade à política anticíclica de Bush, levará os EUA inevitavelmente a uma experiência inflacionária pior do que a dos anos que se seguiram ao primeiro choque de petróleo. O mais proeminente representante dessa visão é Martin Feldstein, de Harvard, presidente do NBER entre 1984 e 2008 e ex-presidente do Conselho de Assessores Econômicos de Reagan, entre 1982 e 1984. Para Feldstein, a inflação virá da combinação de déficit fiscal explosivo com crescimento da oferta de moeda, atualmente em 15% ao ano, fruto do chamado “afrouxamento quantitativo”. John Taylor, de Stanford, e famoso pela “regra de Taylor” que todos os macroeconomistas aprendem na escola, acha que os responsáveis pela política monetária estão tranquilos porque é baixa a utilização da capacidade produtiva e pelo efeito deflacionário de curto prazo das quedas de preços de matérias primas industriais, mas que têm dado pouca atenção às defasagens entre as políticas expansionistas e seus efeitos. O risco, portanto, é que quando resolverem reverter essas políticas, será muito tarde e contra a opinião dos políticos, o que torna provável a saída inflacionária.

Paul Krugman e Joseph Stiglitz não temem a armadilha inflacionária. Acham que o fim da recessão ainda está tão longe que não se justifica pensar em outra coisa se não em políticas expansionistas. Outros, como Robert Hall, de Stanford, e presidente-eleito da American Economic Association, argumentam que não há risco de inflação no afrouxamento quantitativo porque às taxas de juros que remuneram as reservas, os bancos demandam reservas excedentes. Para Hall, no momento em que o Fed quiser reverter a expansão monetária, basta aumentar a taxa de remuneração de reservas e assim controlar o crescimento das reservas livres e a oferta de crédito, um argumento adotado também por Ben Bernanke.

O que se pode dizer das perspectivas de uma armadilha inflacionária no caso brasileiro? Primeiro, o expansionismo fiscal, hoje usado como exemplo de política anticíclica, tem sido crônico. As despesas correntes já vinham aumentando quando o superaquecimento da economia brasileira era claro e ajudava a aumentar a receita à frente das despesas, bem antes da economia mundial mergulhar na recessão. Exemplo de clarividência? Se assim o fosse, o governo não teria minimizado a seriedade da crise. A aceleração da demanda doméstica só não foi inflacionária porque de um lado, o primeiro ano do PAC foi mais de ar quente nos discursos do que de despesas. De outro, porque foi o colapso da demanda externa, que atingiu o auge no quarto trimestre de 2008 que compensou o aumento dos gastos de custeio, que nada têm a ver com o PAC, e não o contrário. A crise reduziu os preços dos *tradables*, abriu espaço para os gastos internos. Reverter o expansionismo fiscal será bem mais difícil: os investimentos atrasados provavelmente estarão em pleno regime quando a economia já estiver acelerada e os gastos com

peçoal são praticamente irreversíveis. Temos, pois, mais uma vez, uma política prócíclica e não anticíclica para 2010.

Há ainda munição de sobra para a política monetária, dada a reputação conquistada pelo Banco Central. Mas uma armadilha inflacionária pode resultar da combinação de trajetória explosiva de endividamento público, já contratada na trajetória dos gastos, com uma ofensiva política contra a independência do COPOM. A nova postura do Presidente de assumir diretamente o papel de ator em decisões nas quais sua imagem deveria ser preservada, como no caso da substituição do presidente do Banco do Brasil pode encorajá-lo a desmoralizar o COPOM, como pregam tantos dos seus amigos dentro e fora do governo.

Somos especialistas em escapar de armadilhas construindo outras. É possível que um aumento da inflação esperada para 2010 e adiante seja visto como uma tábua de salvação para os que acham que os juros não podem baixar porque temos de preservar a liquidez diária remunerada dos fundos de curto prazo e da caderneta de poupança. Essa, sim uma armadilha bizarra, *made in Brazil*. Nada a ver com jabuticabas.