

10/05/2016 - 05:00

Helicópteros presos à coleira

Por **Adair Turner**

Diante da desaceleração da economia mundial, muitos observadores, incluindo Ben Bernanke, ex-presidente do Federal Reserve (Fed, banco central dos EUA), e o economista Brad DeLong, de Berkeley, argumentaram que a expansão fiscal financiada com a emissão de dinheiro não deveria ser excluída da caixa de ferramentas. Falar sobre imprimir dinheiro para "jogá-lo de helicóptero" gerou fortes contra-ataques, como os de Michael Heise, economista-chefe da Allianz, e de Koichi Hamada, principal assessor econômico do primeiro-ministro do Japão, Shinzo Abe, e um dos arquitetos do recente programa de recuperação da economia do país, conhecido como "Abenomics".

Discordo de Heise e Hamada, mas eles acertadamente apontam o foco para a questão central - o risco de que permitir qualquer tipo de financiamento monetário seja um convite para o uso abusivo dessa política. A questão crucial é se podemos elaborar regras e responsabilidades contra esse tipo de perigo. Acredito que podemos e devemos; e acredito que, em alguns países, a alternativa não seria a ausência de financiamento monetário, mas sua adoção sem disciplina.

Como argumentei em recente estudo para o Fundo Monetário Internacional (FMI), as justificativas técnicas a favor do financiamento monetário são indiscutíveis. É essa justamente a política que vai sempre estimular a demanda nominal, mesmo quando outras - como as taxas de juros negativas e os déficits fiscais financiados por dívidas - forem ineficazes. E seu impacto na demanda nominal, em princípio, pode ser calibrado: uma pequena quantia vai produzir estímulos potencialmente úteis seja para a produção ou para o nível de preços, enquanto uma quantia muito grande vai produzir inflação excessiva.

A lição do Japão, e não só do Japão, é clara: é melhor reconhecer as justificativas técnicas a favor do financiamento monetário e mitigar os riscos políticos do que proibir seu uso inteiramente e permitir o acúmulo de riscos ainda maiores para o futuro

Isso não significa negar as importantes complexidades caso se opte por "jogar dinheiro de helicóptero". Se a criação de dinheiro financiar cortes de impostos em vez de aumentos nos gastos públicos, o impacto vai depender de quanto os consumidores decidirem gastar ou economizar - um equilíbrio que pode ficar instável com o tempo. E, como a criação de dinheiro por bancos centrais eleva as reservas dos bancos privados, há o risco de que a concessão de crédito cresça pouco de início, para depois disparar.

O único argumento forte contra "jogar dinheiro de helicóptero" é o ressaltado por Heise e Hamada: o risco político de uso abusivo. Se o financiamento monetário deixar de ser algo proibido, os políticos poderiam usá-lo para bajular suas bases políticas ou para sobreaquecer a economia antes de eleições. Hamada, estranhamente, sugere que os defensores da emissão de dinheiro ignoram esse risco; essa, entretanto é uma preocupação central em meu próprio estudo para o FMI e em recente comentário de blog feito por Bernanke.

A história mostra muitos exemplos de financiamento monetário excessivo, desde a República de Weimar na Alemanha até os vários países emergentes onde os governos pressionaram os bancos centrais a financiar grandes déficits fiscais, provocando altas inflações como resultado inevitável. Então, é possível argumentar de forma válida que os perigos da emissão excessiva de dinheiro são tão grandes que tal prática deveria ser completamente proibida, mesmo se em certas circunstâncias fosse a melhor política.

E políticas alternativas vão ter, às vezes, efeitos colaterais adversos. A raiz dos problemas de hoje foi o crescimento excessivo do crédito antes de 2008.

Naturalmente, os oponentes podem rebater com um argumento do tipo "perdo domine": apenas a proibição total é uma linha defensável contra as pressões políticas por regras cada vez mais lenientes. Em países com histórico recente de emissão excessiva de dinheiro - por exemplo, o Brasil, ainda às voltas para conter a inflação em meio a pressões políticas para financiar grandes déficits - esse argumento poderia ser convincente. Mas se o Banco Central Europeu (BCE), o Banco da Inglaterra ou o Fed pudessem aprovar, de forma independente, um volume máximo de financiamento monetário, não haveria uma sequência inevitável de erosão de sua independência.



A questão crucial é se podemos confiar nos sistemas políticos para que criem e estabeleçam uma disciplina apropriada. Hamada cita o exemplo do então ministro das Finanças do país no início dos anos 30, Korekiyo Takahashi, que se valeu de uma expansão fiscal financiada por emissão de dinheiro para tirar o Japão da recessão. Takahashi, procurou apertar a política monetária uma vez que a produção voltou a níveis adequados e os preços voltaram a crescer, mas foi assassinado por militaristas dispostos a usar o financiamento monetário irrestrito para apoiar a expansão imperial.

A proibição da emissão de dinheiro não tem como assegurar a democracia ou o domínio da lei diante de forças antidemocráticas poderosas. Mas o financiamento monetário moderado e disciplinado pode ajudar algumas vezes, por meio do combate aos perigos deflacionários. Então, em vez de proibi-los, deveríamos assegurar seu uso responsável.

O Japão de hoje ilustra esse perigo. Depois de evitar a emissão de dinheiro por demasiado tempo, agora o país tem tanta dívida pública (cerca de 250% do Produto Interno Bruto) que se essa dívida fosse toda monetizada, o provável resultado seria uma inflação excessiva. O resultado inevitável, na prática, é uma monetização, com o Banco do Japão comprando, a cada mês, mais títulos do que o governo emite, mesmo enquanto continua negando que o financiamento monetário é uma opção política aceitável.

Se o Japão tivesse seguido o conselho de Bernanke em 2003 e adotado estímulos moderados de financiamento monetário, hoje teria um nível de preços um pouco maior e uma taxa menor de dívidas em relação ao PIB.

A lição do Japão - mas não apenas do Japão - é clara: é melhor reconhecer as justificativas técnicas a favor do financiamento monetário e mitigar os riscos políticos do que proibir seu uso inteiramente e permitir o acúmulo de riscos ainda maiores para o futuro. **(Tradução de Sabino Ahumada).**

Adair Turner, presidente do conselho de administração do Institute for New Economic Thinking, foi presidente da Autoridade de Serviços Financeiros (FSA, órgão regulador do mercado financeiro britânico). Seu livro mais recente é "Between Debt and the Devil". Copyright: Project Syndicate, 2016.

www.project-syndicate.org