

A Miséria da Crítica Ortodoxa
Algumas reflexões preliminares sobre os comentários de Tony Volpon ao artigo
“A Crise Econômica Mundial e a Retomada do Desenvolvimento no Brasil”.

José Luis Oreiro¹
Flavio Basílio²

Os comentários de Volpon ao artigo “A Crise Econômica Mundial e a Retomada do Desenvolvimento no Brasil” nos proporcionaram uma oportunidade ímpar de fazer uma crítica sistemática da “ortodoxia” brasileira no que se refere a sua avaliação dos efeitos da crise econômica mundial sobre a economia brasileira, bem como as suas propostas de enfrentamento da mesma. Sob esse aspecto, os comentários de Volpon são extremamente úteis. Em particular, como ficará claro ao longo das próximas páginas, podemos constatar a “miséria da crítica ortodoxa”, ou seja, a sua total incapacidade de apresentar críticas consistentes e honestas ao Keynesianismo no Brasil. Talvez seja um problema específico dos ortodoxos brasileiros ou talvez seja a demonstração cabal da superioridade do paradigma keynesiano. Cabe ao leitor o veredicto final.

Uma das características mais notáveis do pensamento ortodoxo brasileiro é a sua pretensão de ser o “dono da verdade” dos assuntos econômicos. Todas as posições que diferem/divergem do “saber convencional” são taxadas de “bobagem”, “besteira” e outros adjetivos do mesmo gênero ou até de baixo-calão. O comentário de Tony Volpon, embora mais educado e respeitoso do que a média da “ortodoxia” brasileira, também incorre nesse mesmo vício. Logo na primeira página somos surpreendidos com a frase “Não obstante também nossos colegas keynesianos **ainda** demonstram algumas posições **infelizes**, especialmente em relação a política monetária e ao papel do Banco Central”. Em outras palavras, nós, os keynesianos ignorantes, talvez apenas marginalmente mais inteligentes do que os demais, ainda não nos convertemos a verdade auto-evidente sobre o funcionamento da política monetária, a qual será anunciada pelo autor do comentário.

Ainda na página 1 do manuscrito somos outra vez surpreendidos com a afirmação do autor se que (sic) “faltou uma melhor avaliação do processo que levou (...) a uma alta dos investimentos”. Esse é um exemplo claro de um comentário intelectualmente desonesto. Essa “melhor avaliação” foi feita num artigo redigido por mim, pelo Professor Lionello Punzo (Universidade de Siena), Eliane Araújo (IPEA-RJ) e Gabriel Squeff (FINEP), intitulado “Restrições Macroeconômicas sobre o crescimento da economia brasileira num contexto de *perfect storm*: diagnósticos e algumas proposições de política”. O referido artigo foi apresentado no V Fórum de Economia de São Paulo, realizado em setembro de 2008 na EESP-FGV/SP. Nesse fórum tivemos a oportunidade de apresentar nosso diagnóstico sobre as causas do ciclo recente de crescimento da economia brasileira (2005-2008) a uma platéia composta por Bresser-Pereira, Yoshiaki Nakano, Antônio Delfim Netto, entre outros grandes economistas brasileiros. Nesse artigo apresentamos detalhadamente a nossa avaliação das razões pelas quais o crescimento da economia brasileira se acelerou nesse período, enfatizando

¹ Professor do Departamento de Economia da Universidade de Brasília, Pesquisador Nível I do CNPq e Membro da Associação Keynesiana Brasileira. E-mail: jlcoreiro@terra.com.br.

² Economista, Doutorando em Economia pela Universidade de Brasília e Membro da Associação Keynesiana Brasileira. E-mail: flaviobasilio@gmail.com.

explicitamente o papel da melhoria dos termos de troca e do crescimento da economia internacional para esse resultado. Também argumentamos nesse artigo que o “modelo de crescimento” do Brasil era “insustentável” devido a fortíssima apreciação da taxa real de câmbio – entendida não apenas como uma simples valorização do câmbio, mas como um desalinhamento cambial significativo (de cerca de 25%) com respeito ao valor de equilíbrio de longo prazo da referida taxa – a partir de 2005. Mostramos por intermédio de diversos testes econométricos (algo surpreendentemente ausente da crítica de Volpon, que se assemelha a um simples exercício retórico) que o desalinhamento cambial teve impacto negativo sobre o crescimento da economia brasileira no período em consideração.

Em suma, a análise pormenorizada a respeito das causas da aceleração do crescimento da economia brasileira (com vários testes econométricos para validar a mesma) e as fragilidades desse “modelo de crescimento” já haviam sido apresentadas por mim e outros economistas num artigo anterior ao que Volpon está criticando. O referido artigo encontra-se disponível para *download* no meu site (http://www.joseluisoreiro.ecn.br/elaboracao/forum_eesp_2008.pdf) e foi enviado para o Tony Volpon por mim, por e-mail, no final de 2008. Dessa forma, o Volpon tinha total ciência de nossa posição. Se a sua crítica fosse apenas algo como “neste artigo vocês exploraram pouco o diagnóstico da crise que vocês mesmos desenvolveram em outras oportunidades”, seria uma crítica útil e construtiva. Não foi o caso. É uma pena.

Outra passagem interessante dos comentários de Volpon é a seguinte:

“Era na expansão do mercado de crédito, onde o Brasil começou a ter um comportamento típico de um país consumidor, que eventualmente iríamos ver a grande fragilidade do modelo econômico do governo Lula. De fato, antes da crise abortar esse processo, já estávamos vendo no Brasil o uso de instrumentos de crédito e derivativos de crédito que foram parte central da crise nos países desenvolvidos. Tudo indicava que o Brasil estava caminhando, a despeito do benigno cenário mundial, para uma *crise de crédito e da balança de pagamentos*.”

Nessa passagem, é possível observar com mais vigor a desonestidade intelectual de Tony Volpon. Em artigo publicado no jornal Valor Econômico de 26/12/2008, Flávio Basílio alerta, mais uma vez, sobre a anunciada crise do balanço de pagamentos. Nessa mesma oportunidade, propõe-se a necessidade de um plano B de combate à crise que incorpore o expediente de controle de capitais, somando-se aos argumentos outrora apresentados por Oreiro nesse mesmo jornal. Acrescenta-se que esses argumentos forma apresentados de forma mais elaborada por Oreiro e Basílio em diversas oportunidades, como, por exemplo, nos artigos apresentados na SEP de 2007 e ANPEC de 2008, e na própria dissertação de Basílio, orientada por Oreiro. Podemos ainda, evidenciar a rápida mudança de idéia e percepção de Volpon. No final de dezembro de 2008, Volpon escreve a Basílio: “De novo, devemos perguntar: A economia brasileira está em depressão? Com as expectativas do governo sendo um crescimento de 4% ao ano, precisamos adotar políticas feitas para economias em forte recessão? O que fica totalmente fora de qualquer articulação aqui é a questão externa, ou quase. (...) Não fica claro no texto porque vamos ter tal crise, mas contra qualquer idéia que devemos trabalhar para ter uma política econômica que torna os equilíbrios internos e externos

compatíveis, vemos a velha afirmação que basta tacar controle de capitais para resolver o problema”.

Ora, em dezembro de 2008, Volpon ainda não havia entendido a gravidade da crise que estávamos vivendo, e não foi capaz de entender como os efeitos da crise se propagariam pela economia brasileira. Volpon era vítima do que havíamos chamado de “mito da blindagem”. Em outras palavras, como poderia a economia brasileira estar sujeita aos males agudos da crise internacional se todos os indicadores econômicos “apontavam” para superaquecimento da economia? Como seria possível a crise atingir o Brasil se o receituário ortodoxo estava sendo seguido à risca? Verificou-se que o setor público seguiu com rigor a estratégia de melhoria dos indicadores de solvência e de vulnerabilidade externa, implementando uma explícita política de acumulação de reservas, de tal sorte a zerar a dívida externa líquida. Além disso, conseguiu com relativo sucesso em reduzir os desequilíbrios fiscais, ingressando em uma trajetória descendente da dívida pública, melhorando inclusive a sua composição, desatrelando-a de eventuais flutuações cambiais. Acrescenta-se à adoção por parte do Banco Central do regime de câmbio flutuante com o objetivo de permitir um ajuste endógeno dos eventuais desequilíbrios no mercado cambial, bem como possibilitando uma melhor administração do Balanço de Pagamentos. **Nesse contexto, podemos dizer que Volpon acreditou no chamado mito da blindagem; não considerou em suas análise o setor produtivo da economia. Assim, não foi capaz de compreender a gravidade das operações de *target forward* realizadas pelas empresas exportadoras, como Sadia, Aracruz, VPC, etc. e, por isso, não citou em seu manuscrito a crítica efetuada por Oreiro, Basílio e Souza ao Banco Central no que diz respeito a sua política cambial e na forma como a autoridade monetária demorou em atuar no mercado de câmbio, agravando as perdas financeiras das empresas produtivas e aumentando a vulnerabilidade da economia brasileira à crise.**

Podemos, ainda, evidenciar um outro problema conceitual na crítica de Volpon a Oreiro, Basílio e Souza. Ele postula que o sucesso do crescimento da economia brasileira nos últimos anos (ele não define o período) foi fruto do chamado *efeito-renda* das exportações. Ora, esse argumento é essencialmente Keynesiano, presente nos trabalhos seminais de Thirlwall, Kaldor, Verdoorn, Dutt, etc. Segundo essa corrente de pensamento, o processo de acumulação de capital é a variável relevante para explicar a dinâmica do progresso técnico e o próprio crescimento econômico. Sob este enforque, sabe-se, que a produtividade influencia a produção e por seu turno a própria demanda. Alta produtividade faz com que as exportações sejam mais competitivas nos mercados mundiais. Maiores exportações levam novamente a uma maior produção industrial, provocando aumento da demanda total para os produtos de exportação. Seguindo esta sequência, maior produtividade, mais exportações e maior produção industrial acabam induzindo novos investimentos, proporcionando inovações e produção em escala.

A desonestidade intelectual dos comentários de Tony Volpon fica patética na sua crítica as nossas posições sobre a política monetária do BCB. Na página 4 do seu manuscrito ele afirma que:

“*Ex post*, parece fácil criticar a atuação do Banco Central nesse período, mas se lembrarmos o contexto daquele momento, não era nada óbvio definir o que teria mais força ao longo do tempo: o efeito recessivo do “*sudden stop*” de outubro ou o potencial efeito inflacionário da desvalorização da nossa moeda”.

Essa crítica poderia até ser verdadeira se nossos comentários tivessem sido feitos em fevereiro ou em março de 2009. No entanto, no artigo “A crise financeira brasileira: uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira de Hyman Minsky”, publicado pela Associação Keynesiana Brasileira em novembro de 2008 (ver <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/novidades.asp?id=5>), boa parte das críticas a atuação do Banco Central do Brasil na gestão da crise já se encontravam explicitadas. A lista de “erros do banco central do Brasil” que Tony Volpon se refere no seu blog (vejam em http://alternativabrasil.typepad.com/alternativa_brasil/2009/03/copom-corta-15e-o-resto-do-governo.html) numa clara referência ao documento produzido por mim e pelo Flávio Basílio, foi produzida em janeiro de 2009, data bastante anterior a divulgação dos dados catastróficos sobre o comportamento da produção industrial e do PIB no último trimestre de 2008. Dessa forma, nossas críticas a “inépcia” do BCB antecedem em cerca de dois meses a divulgação dos piores dados sobre o desempenho macroeconômico da economia brasileira. Além disso, deve-se ressaltar que os dados de contração brutal do crédito encontravam-se disponíveis para o grande público em outubro de 2008. Sendo assim, não faz sentido dizer que o BCB não tinha conhecimento do que estava acontecendo com a economia brasileira no final do ano passado. A autoridade monetária tinha todas as informações necessárias, mas não soube (ou não quis) processá-las de modo adequado. Incompetência ou má-fé, cabe ao leitor dar o veredicto final.

No que se refere aos “efeitos inflacionários” da desvalorização cambial e seu papel na “moderação” da autoridade monetária tenho dois comentários a fazer. O primeiro é que nos meses imediatamente anteriores a falência do *Lehman Brothers* o preço das *commodities* internacionais já havia se reduzido de forma significativa. Dessa forma, mesmo em outubro do ano passado, vários analistas já tinham fortes dúvidas sobre o impacto inflacionário da desvalorização do câmbio, haja vista que o mesmo seria substancialmente reduzido pela queda dos preços das *commodities*. Essa foi, por exemplo, a posição apresentada pelo professor Luiz Gonzaga Beluzzo aos conselheiros do CDES (Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social) na reunião do conselho, realizada em outubro de 2008, para monitorar os efeitos da crise econômica internacional sobre o Brasil. O segundo comentário refere-se a magnitude do assim chamado “efeito pass-through”. Os estudos empíricos disponíveis sobre o tema mostram que o tamanho do repasse das desvalorizações do câmbio para o IPCA é relativamente pequeno. Com efeito, o economista Gabriel Coelho Squeff, em sua dissertação de mestrado intitulada “Repasse Cambial Reverso: uma avaliação sobre a relação entre taxa de câmbio e IPCA no Brasil (1999-2007)” mostra que o repasse cambial médio – estimado a partir de seis modelos econométricos diferentes – para o IPCA é de apenas 8,2% transcorridos 12 meses após o “choque cambial”. Sendo assim, mesmo que a desvalorização cambial gerasse uma pressão por aumento de preços – o que não ocorreu devido a queda dos preços das *commodities* – o efeito final sobre o IPCA seria modesto,

podendo ser facilmente absorvido pela autoridade monetária na banda superior da meta inflacionária, ou seja, sem comprometimento da meta de inflação, a qual é definida, no Brasil, a partir de uma banda de variação em torno de uma tendência central. Apenas uma “obsessão irracional” com a obtenção do centro da meta de inflação num contexto de forte crise internacional poderia explicar as “preocupações” com o efeito pass-through por parte do BCB.

Outra demonstração de falta de honestidade intelectual nos comentários de Volpon é sua afirmação de que o Ministério da Fazenda compartilhava com o BCB a mesma avaliação “Panglossiana” dos efeitos da crise sobre a economia brasileira. Aqui Volpon esquece algo fundamental na política: a diferença entre o discurso oficial dos governos e a sua prática. Seria uma atitude totalmente irresponsável por parte do Ministro da Fazenda ou do Presidente da República injetar doses adicionais de pessimismo na economia, anunciando para todos os agentes que a crise seria muito grave e que “todos deveriam apertar os cintos”. **Afirmarões como essa apenas aumentariam os efeitos da crise em função dos seus efeitos sobre as expectativas dos agentes econômicos e, a partir das mesmas, sobre os gastos de consumo e de investimento.** No entanto, o Ministério da Fazenda tomou várias medidas para lidar com os efeitos da crise econômica em outubro e novembro do ano passado. Sem dúvida que o MF poderia ter sido mais “ousado”, apresentando no final do ano passado um grande pacote de obras públicas para garantir o nível de demanda efetiva. No entanto, em defesa do MF, devemos lembrar que a ortodoxia brasileira criticava quase que diariamente a política fiscal “irresponsável” do governo Lula, construindo assim um clima político altamente desfavorável a realização do aumento necessário nos investimentos públicos. Alguns economistas ortodoxos, em artigos publicados em grandes jornais de circulação diária, chegaram a vaticinar a ocorrência de uma grave crise cambial caso o governo implementasse uma política fiscal anti-cíclica !!!

Em nenhuma outra parte dos seus comentários, contudo, Volpon é mais desonesto intelectualmente do que no parágrafo no qual ele nos critica sobre a suposta desconsideração sobre um dos fatos estilizados sobre a política monetária, a saber: o efeito defasado da mesma sobre o nível de atividade econômica. **Em primeiro lugar, Volpon não só desconsidera nossas críticas a atuação do BCB no mercado de câmbio no início da crise, permitindo uma depreciação cambial desordenada que aumentou a fragilidade financeira das empresas brasileiras, detonando assim o pânico entre os bancos brasileiros, levando-os a reduzir drasticamente suas operações de crédito; como ainda desconsiderou solenemente um dos principais argumentos que apresentamos no artigo para embasar nossa crítica a atuação do BCB, qual seja: a contração da base monetária no último trimestre de 2008.** Desde o início da crise em meados de setembro de 2008 estava claro que havia uma crise de liquidez e de crédito no sistema bancário brasileiro, a qual teria efeitos catastróficos sobre o nível de atividade econômica devido aos efeitos da “evaporação do crédito” sobre o capital de giro das empresas e, portanto, sobre a sua capacidade de financiar as atividades normais de produção. Nesse contexto a autoridade monetária deveria utilizar todos os instrumentos a sua disposição para manter os níveis de liquidez da economia como um todo, de forma a reduzir a incerteza dos bancos, o que estimularia os mesmos a manter o nível de empréstimos para o setor privado. A medida mais elementar de liquidez numa economia capitalista é a “base monetária”, constituída pela soma entre o papel-moeda em poder do público e as reservas bancárias. Deve-se ressaltar que, entre todas as medidas de “meios de pagamento” disponíveis (M1, M2, M3, etc), a base

monetária é a única que está sobre controle direto e imediato da autoridade monetária. **Os dados que apresentamos no artigo em consideração mostravam de forma clara que entre outubro e dezembro de 2008, o BCB consentiu numa redução bastante significativa da base monetária, ou seja, ele permitiu uma queda do nível agregado de liquidez da economia. Sendo assim, o BCB atuou no sentido de agravar o problema da crise de crédito e de liquidez ao reduzir o volume do ativo que é considerado a expressão máxima da liquidez!!!**

Voltando agora para a questão do hiato temporal entre a mudança na taxa de juros e os efeitos da mesma sobre o nível de atividade, os comentários de Volpon indicam que o seu diagnóstico sobre a crise é que a mesma resultou fundamentalmente de um choque de demanda negativo, o qual teve como consequência uma queda do nível de atividade em conjunto com uma desaceleração (marginal) da inflação. Nesse contexto, a política monetária pode ser usada para estimular o nível de atividade econômica, mas os efeitos da mesma demandam um intervalo de tempo considerável para se produzirem, haja vista que o canal de transmissão de uma redução da taxa básica de juros sobre a demanda agregada é longo, envolvendo substituição de ativos nos portfólios dos agentes, os efeitos dessas mudanças de portfólio sobre as taxas de retorno dos ativos reais e financeiros e, finalmente, os efeitos das mudanças nessas taxas de retorno sobre a decisão de dispêndio (consumo e investimento) dos agentes econômicos.

No entanto, Volpon desconsidera um elemento extremamente importante em nossa análise sobre os erros do BCB, a saber: a idéia de que a fonte do choque sobre a economia brasileira foi uma contração de crédito (devido ao aumento da preferência pela liquidez dos bancos) a qual tem efeitos tanto sobre a demanda agregada (via redução do volume de financiamentos disponíveis para gastos de consumo) como sobre a oferta agregada (via efeito sobre o capital de giro das empresas e, portanto, sobre o nível de produção). Dizer que a política monetária não poderia ter feito nada para reduzir a contração do crédito bancário é um claro *non-sense*. A manutenção de uma elevada taxa de juros – tanto em termos nominais como em termos reais – no ultimo trimestre de 2008 representou um enorme incentivo adicional para os bancos reduzirem a oferta de crédito, propagando assim os efeitos recessivos da queda das exportações. Ao contrário do que ocorre em outros países, os bancos brasileiros podem atender a sua demanda por liquidez por intermédio de ativos altamente rentáveis, quais sejam, os títulos públicos indexados a taxa básica de juros. Nesse contexto, a manutenção de juros elevados significa proporcionar aos bancos o melhor de dois mundos: a posse de segurança aliada a elevada rentabilidade. Em outras palavras, os bancos não precisam escolher entre “liquidez” e “rentabilidade”, haja vista que podem ter ambos por intermédio da compra de títulos públicos. Dessa forma, a autoridade monetária produziu um claro incentivo a contração de crédito por parte dos bancos. Se o BCB tivesse reduzido fortemente a taxa de juros no ultimo trimestre de 2008, os bancos brasileiros se veriam frente a frente com o dilema “liquidez versus rentabilidade”. Isso porque a substituição de empréstimos por títulos públicos implicaria numa redução significativa da rentabilidade do portfólio dos bancos, o que os levaria, com base numa comparação entre custo e benefício marginal, a reduzir de forma significativa essa substituição. Dessa forma, a contração de crédito teria sido menos intensa, com efeitos positivos tanto do lado da oferta como do lado da demanda agregada. Certamente que isso não seria suficiente para impedir a queda observada na produção industrial, mas reduziria a extensão da mesma.

Uma queda rápida e forte da taxa de juros no ultimo trimestre de 2008 também atuaria de forma bastante significativa sobre as expectativas de longo prazo dos empresários. Como é bem sabido, as decisões de investimento em capital fixo são baseadas em expectativas de longo-prazo sobre a rentabilidade dos projetos de investimento, ou seja, são decisões eminentemente *forward-looking*. Uma redução significativa da taxa de juros no ultimo trimestre de 2008 teria servido como um “sinalizador” para os empresários de que o governo não permitiria uma queda significativa do nível de atividade econômica. Esse “efeito sinalização” teria atuado no sentido de manter o “estado de ânimo” dos empresários. Nesse contexto, vários projetos de investimento teriam sido mantidos, ao invés de adiados, como acabou acontecendo.

Um outro elemento notável de desonestidade intelectual é a afirmação de Volpon que o MF deveria ter (sic) suspenso o PAC e se concentrado em reduções de impostos como política anti-cíclica!!! A teoria econômica e a evidência empírica mostram de forma contundente e quase inquestionável que uma política fiscal anti-cíclica deve se basear em aumento de gastos, ao invés de reduções de impostos. As razões para isso são simples. Em primeiro lugar, não existem garantias de que os consumidores utilizem o aumento na sua renda disponível oriundo da redução de impostos para aumentar seus gastos de consumo. Num contexto de crise, no qual os consumidores temem perder seus empregos no futuro, o comportamento mais provável é um aumento da poupança individual. Dessa forma, reduções de impostos, nesse contexto, serão “poupadas” ao invés de consumidas. **Em segundo lugar, uma redução dos impostos sobre produtos específicos (automóveis, por exemplo) só são capazes de estimular as vendas se forem de caráter temporário.** Nesse caso, os consumidores entendem que a redução de preço dos produtos é temporária e assim antecipam compras que fariam no futuro. Segue-se, portanto, que uma política fiscal anti-cíclica deve combinar um aumento significativo do investimento público, podendo ser complementada marginalmente com reduções temporárias e localizadas de impostos. Precisamente o que tem feito o Ministério da Fazenda.

Os comentários de Volpon sobre a nossa proposta de flexibilização do regime de metas de inflação são de uma desonestidade ímpar. **Em primeiro lugar, Volpon afirma que estamos propondo um “novo regime monetário”. FALSO. Nossa proposta é flexibilizar o regime monetário existente !!!!** Em segundo lugar Volpon afirma que nossas conclusões pressupõem a existência de uma curva de Phillips estável. Outra vez: FALSO. Nossas propostas de flexibilização do regime de metas de inflação se baseiam no artigo intitulado “Inflation Targeting Regimes, Institutional Flexibility and Growth Performance: a keynesian/kaldorian perspective in a dynamic panel analysis” escrito por mim e por Marcos Rocha (EESP/FGV) e apresentado no XXXVI Encontro Nacional de Economia, realizado em dezembro de 2008 na cidade de Salvador³. Nesse artigo estimamos um modelo de crescimento com painel dinâmico no qual a taxa de crescimento de um grupo de países selecionados é regredida contra uma série de variáveis de controle, incluindo três variáveis institucionais que captam o grau de flexibilidade do regime de metas de inflação. Os resultados empíricos encontrados mostram, em conformidade com a literatura internacional sobre o tema, que regimes de metas de inflação mais flexíveis geram uma performance de crescimento superior a regimes mais rígidos. Esses resultados empíricos não dependem da existência de uma “curva de Phillips estável”. Na verdade, o fundamento teórico para os mesmos pode ser

³ Ver <http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807181126230-.pdf>.

obtido na literatura da década de 1960 sobre modelos de crescimento com moeda. Sugerimos ao Volpon uma leitura cuidadosa dos textos do velho James Tobin, prêmio Nobel de Economia, sobre o tema em consideração.

Outro *non-sense* apresentado por Volpon é a sua insistência de que a nossa proposta de flexibilização do regime de metas de inflação pressupõe que a selic seria mais baixa em todos os estados da natureza. FALSO. A flexibilização do RMI pressupõe apenas que a autoridade monetária tem mais espaço de manobra para acomodar choques de oferta. Em outras palavras, a proposta de flexibilização do RMI se baseia na idéia de que nos cenários nos quais ocorrem pressões inflacionárias advindas de choques de oferta, o Banco Central possa fixar uma taxa de juros mais baixa do que faria caso o regime fosse mais rígido. **Isso é bem diferente de dizer que a flexibilização do RMI pressupõe que a selic seja menor em todos os estados da natureza.**

No que se refere aos efeitos da flexibilização do RMI sobre a credibilidade do referido regime, devemos chamar a atenção para o fato de que nossa proposta de flexibilização apenas tornaria o RMI brasileiro mais similar ao RMI adotado em outros países. Em outras palavras, o RMI brasileiro é o mais rígido do mundo. Talvez essa “rigidez excessiva” fosse necessária, nos estágios iniciais de implantação do RMI no Brasil, para dar credibilidade ao mesmo. Hoje, isso não é mais necessário. Como o próprio Volpon menciona nos seus comentários, o RMI brasileiro dispõe de bastante credibilidade acumulada ao longo dos últimos anos. Dessa forma, é chegado o momento de interromper o investimento em credibilidade (cujos ganhos, na margem, são mínimos) para conseguir maior flexibilidade.

Por fim, no que se refere a nossa proposta de mudança no regime fiscal, os comentários de Volpon continuam sendo altamente desonestos do ponto de vista intelectual. Segundo Volpon a nossa política se baseia numa ligação estreita entre a política monetária e a política de investimentos. Nesse contexto, **nossa proposta seria vincular a redução de juros com o aumento do investimento público, o que só seria possível em cenários de crise econômica, como o que estamos vivendo agora, onde não existem pressões inflacionárias e, portanto, o BCB pode reduzir a taxa de juros sem prejuízo da meta de inflação.** Essa não é a essência da nossa proposta de mudança no regime fiscal. **A essência da mesma é a separação entre os orçamentos gastos correntes (que inclui os juros sobre o pagamento da dívida) e os gastos de capital.** No bojo dessa separação propomos que a política fiscal seja pautada pela obtenção de uma meta para o superávit na conta de gastos correntes. **Tal como apresentado detalhadamente no post “Uma Proposta de Mudança no Regime de Política Fiscal”⁴, essa meta seria definida com um intervalo de tolerância de 0.5% do PIB, para mais ou para menos, em torno da tendência central (que inicialmente propomos que seja de 5% do PIB).** A banda de tolerância existe precisamente para dar ao BCB o espaço de manobra necessário para aumentar a taxa de juros nos momentos nos quais pressões inflacionárias do lado da demanda da economia justificarem o referido aumento. Além disso, não vemos necessidade de pensar um novo arcabouço político para acomodar o novo regime fiscal. O congresso nacional tem como uma de suas atribuições constitucionais a aprovação do orçamento fiscal do governo. Dessa forma, caberá ao congresso decidir a cada ano se os gastos de investimento deverão ser

⁴ <http://jlcureiro.wordpress.com/2009/02/23/uma-proposta-de-mudanca-no-regime-de-politica-fiscal/>.

maiores ou menores do que a meta de superávit em conta corrente. A referida meta seria fixada pelo Conselho Monetário Nacional, a exemplo do que ocorre atualmente com as metas de inflação, cabendo ao Ministério do Planejamento a “responsabilização” pela obtenção da meta. O componente “discrecionário” da política fiscal seria, portanto, o investimento público. Em regimes democráticos cabe aos representantes legitimamente eleitos pelo povo decidir se querem uma política fiscal expansionista (investimento público maior do que a meta de superávit em conta corrente) ou uma política fiscal contracionista (investimento público menor do que o superávit em conta-corrente). Essa é uma decisão essencialmente política. **Os economistas podem, no máximo, indicar as conseqüências de uma ou outra política em cenários alternativos. Não nos cabe deliberar sobre esse tema, pois o povo não nos elegeu. Cabe aos políticos eleitos pelo povo decidirem sobre a política fiscal adequada e a forma pela qual ela deve ser implementada. Qualquer outra coisa é, pura e simplesmente, ditadura.**