

20/01/2017 - 05:00

Nada de novo no debate monetário no Brasil

Por **Marcos Lisboa e Samuel Pessoa***Tudo pode acontecer, comenta o sábio.**Mas como proceder no caso deste paciente?, pergunta o enfermeiro.*

André Lara Resende sugeriu, no **Valor**, que os juros nominais praticados pelo Banco Central são a causa da alta inflação no Brasil. Essa sugestão vai na contramão do modelo padrão para condução da política monetária.

A teoria permite muito. A prescrição de políticas públicas, por outro lado, requer a análise das evidências empíricas para tratar o caso particular.

O modelo padrão implica que, caso a inflação prevista esteja acima da meta, maiores juros reais reduzem o consumo e o investimento e, com isso, a inflação futura. No caso inverso, deve-se reduzir os juros reais, o que induz a retomada da atividade.

Desde meados do século XX, no entanto, sabe-se que, dependendo dos parâmetros, os modelos usuais da macroeconomia podem gerar dinâmicas bem diferentes.

Juros maiores podem resultar tanto em maior inflação quanto, como ocorre no modelo padrão, em queda da inflação por meio da redução da atividade econômica e aumento do desemprego.

No começo da década de 1970, descobriu-se que as dificuldades eram ainda maiores. Qualquer trajetória de preços é compatível com os modelos convencionais, mesmo com hipóteses bastante restritivas, como mostram os teoremas conhecidos como "Anything Goes". A teoria econômica não limita o que pode ser observado nos mercados, mas, apenas, identifica as condições compatíveis em cada caso e os resultados esperados.

Cabe aos trabalhos aplicados, com auxílio da teoria, discriminar as circunstâncias específicas, identificar as conjecturas que devem ser rejeitadas, e propor as intervenções mais adequadas em cada caso.

Do acadêmico, espera-se imaginação, desde que embasada por sólidos argumentos. Do formulador da política pública, por outro lado, espera-se a análise da melhor evidência disponível para adotar medidas que podem afetar a muitos. A política monetária requer o cuidado do enfermeiro.

Em artigo recente, John Cochrane propõe que aumentos da taxa nominal de juros podem ajudar à recuperação da economia americana, além de sugerir que o modelo padrão admite resultados inesperados, mesmo quando a taxa neutra de juros seja maior do que zero. ¹ Seria desejável uma robusta evidência empírica para extrair dessa possibilidade uma proposta de condução alternativa de política monetária no Brasil.

Além disso, um Banco Central que antecipe corretamente a queda da atividade e da inflação deve reduzir a taxa de juros. Portanto, não deve surpreender correlação entre juros menores e inflação mais baixa. Como comenta Carlos Eduardo Gonçalves, deve-se ter cuidado para não confundir uma correlação, decorrente da política adequadamente conduzida, com uma causalidade espúria da taxa de juros sobre a inflação.



Em agosto de 1979, Paul Volcker assumiu a presidência do banco central americano (Fed). A inflação estava em cerca de 9% ao ano, e se esperava que pudesse aumentar ainda mais. Volcker iniciou um longo período de combate à inflação e a taxa básica de juros chegou a ultrapassar 18% ao ano. ²

A política monetária vinha de pouco mais de uma década de leniência com a inflação, acomodando choques de oferta, como o do petróleo. Essa longa leniência contaminou as expectativas e tornou o combate à inflação muito mais custoso. Havia dúvidas sobre o comprometimento do Fed com a estabilização da economia e foram necessários quase quatro anos para que a inflação cedesse. ³

A inflação corrente depende da ociosidade da capacidade de produção, assim como da expectativa sobre os preços futuros. Empresas que vendem menos tendem a reduzir preços. Uma maior inflação esperada, porém, significa maiores custos para a produção no futuro e, portanto, requerem novos aumentos de preços.

A evidência disponível indica que a estratégia decorrente do modelo padrão foi eficaz enquanto foi possível, como no caso dos EUA, nos anos 1980, e do Brasil depois da estabilização. ⁴ Quanto maior for a credibilidade da política, menor será o custo de aumento do desemprego desse ajuste.

Pode-se criticar a qualidade da execução da estratégia do modelo padrão em vários momentos. Mas não parece haver evidência de que cortes abruptos de juros reduzam a inflação por aqui. A condução da política monetária em 2011 ilustra as consequências da intervenção motivada por um diagnóstico equivocado.

No entanto, quando a taxa neutra de juros se aproxima de zero a política monetária perde o seu instrumento, a taxa básica de juros, como ocorreu nos países desenvolvidos a partir de 2008. O modelo padrão tem pouco a dizer nesse caso. Os países que enfrentaram esse caso extremo adotaram duas estratégias.

A primeira foi o afrouxamento quantitativo. Os bancos centrais passaram a comprar títulos públicos de longo prazo no mercado, reduzindo o seu prêmio de risco em comparação com a dívida de curto prazo, para induzir a retomada do consumo e do investimento.

A segunda, conhecida por orientação prospectiva ("forward guidance"), foi sinalizar que a trajetória da taxa de juros de longo prazo seria consistente com uma retomada da economia. O banco central anuncia que no futuro os juros de curto prazo permanecerão abaixo do que o devido para compensar o período em que os juros ficaram mais altos do que deveriam ser (nulos em vez de negativos).

A lenta retomada da economia americana resultou na busca por alternativa, entre outras a analisada por Cochrane.

Suponhamos que, em um regime com taxa de juros real próxima a zero, o Fed surpreenda e anuncie o aumento da taxa de juros nominal. O resultado pode ser o aumento da expectativa de inflação. Trata-se de resultado pouco usual.

Essa conjectura não requer pouco. As pessoas devem acreditar que os juros reais permanecerão estáveis, apesar dos maiores juros nominais, e que essa crença seja compartilhada por todos.

Em seguida ao anúncio da elevação dos juros nominais, as pessoas revisam as suas expectativas de inflação para maior, pois acreditam, por hipótese, que os juros reais de longo prazo não são determinados pela política monetária nem no curto prazo. Os maiores juros nominais estariam associados a uma inflação mais alta. Em função da elevação das expectativas, mesmo com a economia muito fraca, os empresários aumentam os seus preços, e, conseqüentemente a inflação sobe. Segue o resultado incomum: juro maior acarreta maior inflação. ⁵

Nada indica que a conjectura seja válida para a economia brasileira. A nossa maior taxa de inflação convive com uma elevada taxa real de juros, o que vai de encontro à motivação do debate sobre política monetária nos países desenvolvidos, onde as dificuldades decorrem de juros reais perto de zero. Adicionalmente, como vimos no parágrafo anterior, a trajetória pouco usual tem como hipótese que a política monetária não afete o juro real.

Os testes empíricos disponíveis indicam que o modelo padrão funciona por aqui: aumento da taxa real de juros reduz a demanda, como ilustra a atual queda da inflação em contraposição ao afrouxamento da política monetária a partir de agosto de 2011. São bem-vindas evidências contrárias. Resta, porém, uma conclusão comum aos diversos casos

analisados por Cochrane, citado por André Lara. O combate à inflação requer política fiscal que garanta o ajuste de longo prazo das contas públicas. Caso contrário, a política monetária será ineficaz, seja aumentando, seja reduzindo a taxa de juros.

Assim terminamos, como nos parece concluir o artigo de André Lara. O risco de não fazermos um ajuste fiscal sustentável será a volta da inflação disfuncional.

1 -John Cochrane, "Michelson-Morley, Occam and Fisher: The Radical Implications of Stable Inflation at Near-Zero Interest Rates", mimeo, dezembro de 2016.

2 -Há sólida evidência de que o melhor manejo de política monetária, na virada dos anos 70 para os 80, estabilizou a inflação e colaborou com o longo período conhecido por grande moderação. A identificação estatística do modelo padrão no período de melhor qualidade da política monetária é mais difícil exatamente devido à maior estabilidade das séries. Ver entre outros "Has monetary policy become more effective?" Jean Boivin and Marc P. Giannoni, The Review of Economics and Statistics, Agosto de 2006; Luca Benati e Paolo Surico, "VAR Analysis and the Great Moderation" American Economic Review, 2009, 99(4), e "Monetary policy matters: Evidence from new shocks data", de S. Mahdi Barakchian e Christopher Crowe, Journal of Monetary Economics, Novembro de 2013.

3 -Marvin Goodfriend e Robert King em "The Incredible Volcker Disinflation", no Journal of Monetary Economics, 2005 narram detalhadamente o processo de inflação e desinflação da economia Americana nas décadas de 60 até 80.

4 - Uhlig, no trabalho "What are the Effects of Monetary Policy on Output? Results from an Agnostic Identification Procedure", Journal Monetary Economics, 2006, contesta a aplicação do modelo tradicional para no período Volcker. Para uma crítica à estratégia de identificação nesse trabalho, ver "A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications", de Christina D. Romer e David H. Romer, American Economic Review, de setembro de 2004 e "Sign Restrictions, Structural Vector Autoregressions, and Useful Prior Information, Econometrica, de setembro de 2015: 1963-1999, de Christiane Baumeister e James D. Hamilton.

5 -Em recente trabalho, "Are Low Interest Rates Deationary? A Paradox of Perfect-Foresight Analysis", Mariana Garcia-Schmidt e Michael Woodford da universidade de Columbia, considerando hipóteses menos exigentes quanto à capacidade cognitiva dos agentes no processo de formação das expectativas, excluem soluções dinâmicas com essas características.

Marcos Lisboa é presidente do Insper.

Samuel Pessoa, é físico com doutorado em economia, ambos pela USP, sócio da consultoria Reliance e pesquisador associado do Instituto Brasileiro de Economia da FGV.