

10/02/2017 - 05:00

Taxa de juros e inflação

Por **José Júlio Senna**

Taxa de juros é assunto polêmico em nosso país, provavelmente mais do que em qualquer outro. As discussões têm a ver com o elevado nível de juros reais que há tempos se pratica no Brasil. Recentemente, as atenções se voltaram para esse tema, com ímpeto renovado, em decorrência de dois artigos de André Lara Resende publicados no **Valor**.ⁱ Nesses artigos, sustentou-se que, não apenas em outras economias, mas principalmente no Brasil, as autoridades monetárias têm feito uso de teorias erradas. E isso as tem levado a conduzir a política monetária de maneira igualmente incorreta.



Aceitas as ideias defendidas nos referidos artigos, caberia ao Banco Central do Brasil reduzir consideravelmente a taxa Selic, mantendo-a em patamar baixo, pois isso aliviaria as contas públicas e derrubaria a inflação. É fácil imaginar o entusiasmo gerado por essa possibilidade.

A base teórica para a prescrição de política contida nos artigos é um trabalho acadêmico desenvolvido por John Cochrane.

ⁱⁱ São dois os modelos tradicionais criticados por Cochrane: o monetarista e o neokeynesiano. No primeiro caso, a variável de controle é o volume de moeda; no segundo é a taxa básica de juros.

Para concluir pela inadequação do primeiro enfoque, o autor alega que, a partir de 2008 o estoque de moeda aumentou enormemente pela adoção de programas de compra de ativos, conhecidos por "quantitative easing" (QE), mas a inflação não explodiu, como seria de prever. Para concluir pela inadequação do segundo, Cochrane raciocina que, segundo o modelo, quando o juro básico chegasse a zero, como aconteceu em alguns lugares, sobreviria um processo deflacionário. Mas também aqui a previsão teria falhado, pois a inflação se estabilizou, perto de zero.

Para explicar as baixas e estáveis taxas de inflação observadas nos últimos anos - segue a argumentação - e, ao mesmo tempo, evitar conflito com o fato de que, a curto prazo, juros e inflação caminham em sentidos opostos, seria preciso combinar um modelo baseado em expectativas racionais com a Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP). Neste caso, juros nominais reduzidos, mantidos por longo período, teriam produzido a inflação baixa observada em anos recentes nos países ricos. Por conseguinte, segundo essa complexa construção teórica, a relação de longo prazo entre juros e inflação seria o inverso da geralmente considerada, ou seja, as duas variáveis andariam na mesma direção. E o sentido da causalidade seria dos juros para os preços.

Essa linha de argumentação não nos parece aceitável. Primeiro, porque não apenas as abordagens teóricas criticadas há décadas funcionam bem para explicar fenômenos monetários, como também é possível reconciliá-las com os resultados observados após a crise financeira. É fácil constatar que fenômenos extraordinários ocorridos nesse período prejudicaram o funcionamento dos instrumentos monetários clássicos, o que não os desqualifica para outras situações.

A esse respeito, cabe lembrar a análise de Richard Koo sobre o Japão.ⁱⁱⁱ Com o estouro da bolha de ativos ocorrido em 1989-90, muitas empresas passaram a privilegiar redução de dívida. Seguraram investimentos e fugiram de novos empréstimos, mesmo diante de juro zero. Com isso, pela contração do multiplicador bancário, quebrou-se a tradicional

proporcionalidade entre base monetária e meios de pagamento. A expansão desses últimos não teve a mesma dimensão do crescimento da base, em especial durante o programa que vigorou de 2001 a 2006, o primeiro QE de que se tem notícia. Pelo motivo apontado, o programa não funcionou como esperado.

A crise financeira recente aparentemente provocou fenômeno semelhante em grande parte do mundo desenvolvido. Desta vez, não apenas empresas, mas também famílias, perceberam-se excessivamente endividadas, passando a priorizar o ajustamento patrimonial. Se empresas contraem investimentos, famílias reduzem o consumo, e novos empréstimos são rejeitados mesmo a juros baixíssimos, não há como os meios de pagamento crescerem na mesma proporção da base. E, sendo assim, também não há como a inflação "explodir" em consequência de QE.

Quanto à crítica de que o juro zero não provocou deflação, cabe notar que o QE e outras formas de estímulo não produziram o efeito previsto, mas é razoável supor que tiveram algum impacto, sustentando a demanda. Seria esta a razão de não ter havido deflação.

Um segundo motivo para não aceitar a mencionada linha de argumentação tem a ver com a causalidade entre juro e inflação e com o mecanismo por meio do qual a primeira variável determinaria a segunda. A ideia aqui é que, ao fixar a taxa nominal de juros, as autoridades transmitiriam um sinal importante sobre a inflação futura. Se o fizerem em patamar muito baixo, perto de zero, as autoridades sinalizariam que a inflação no futuro também será muito baixa. O público, então, levaria a inflação para o patamar sinalizado por acreditar que o banco central sabe mais do que o resto da sociedade. Sob certas circunstâncias, é até possível que funcionasse assim, mas não é o que devemos esperar. Com frequência, participantes de mercado questionam sinais dados pelas autoridades, sendo comuns situações em que o caminho oficialmente previsto de taxa de juros, por exemplo, acaba convergindo para a trajetória estimada pelo mercado, e não o contrário.

Passemos agora à aplicação desse arcabouço. A nosso ver, à semelhança de várias outras, a presente discussão teórica deveria permanecer como tal, não cabendo levá-la para o mundo real. Pensemos, por exemplo, nas propostas de meta de PIB nominal, ou de meta de nível de preços. Não faltam simpatizantes dessas propostas. No entanto, como são ideias de difícil transposição para o dia a dia, não se encontram exemplos de países que as tenham adotado, à exceção da Suécia, que, na época da Grande Depressão, recorreu a "price-level targeting", por meia dúzia de anos. Note-se que sob essa estratégia o esforço para cumprir a meta pode requerer a necessidade de se provocar deflação, algo fácil na teoria, mas de difícil execução.

A aplicação da teoria à realidade brasileira parece ainda mais inapropriada. Cochrane não faz referência a juros reais, aspecto que verdadeiramente se debate no Brasil. Sua análise diz respeito a juros nominais. Dependendo de como se apresente a discussão no Brasil, transmite-se a ideia de que é possível resolver, sem custos, tanto o problema da inflação quanto parte de nossos problemas fiscais, bastando para isso derrubar a Selic. É inadequado levar o público e o meio político a acreditarem nessa possibilidade, em particular quando a sociedade tem de enfrentar pesada carga de indispensáveis ajustes macroeconômicos.

De qualquer modo, ao procurar aplicar as ideias de Cochrane ao caso brasileiro, André Lara lembra que o déficit público persiste e precisa ser financiado. Ao defender redução de juros, lança mão do argumento de que o financiamento monetário do governo não é inflacionário (ou seja, os juros não precisam ser tão altos), como supostamente teria demonstrado a experiência do QE. A nosso ver, não é válido basear a defesa de juros baixos na experiência do QE do mundo desenvolvido. Primeiro porque fatores extraordinários interferiram no resultado dessa experiência. Segundo porque se trata de situação que nada tem a ver com a realidade brasileira.

Argumenta-se também que a inflação no Brasil seria muito pouco sensível a variações de taxa de juros. Os números, porém, não sustentam essa afirmação. Nos últimos anos, tivemos vários ciclos de alta e de baixa da taxa Selic. Em todos esses episódios a inflação reagiu de acordo com o raciocínio tradicional, caindo em resposta às fases de alta e subindo em resposta aos ciclos de baixa, com defasagem variável.

Por fim, André Lara registra os esforços do governo Temer em promover o equilíbrio de nossas contas públicas. E os resultados já estariam aparecendo, havendo sinais de convergência da inflação para a meta. Nenhuma palavra sobre as ações do BC nos últimos sete meses, sem as quais esses sinais de convergência não existiriam. Que o fiscal é indispensável para conseguir esse resultado, não há dúvida. Mas isso não justifica desconsiderar os efeitos da atuação do Banco Central.

i- A. L. Resende, "Juros e conservadorismo intelectual" e "Teoria, prática e bom senso", Valor Econômico, 13 e 27/01/2107.

ii - J. Cochrane, "Michelson-Morley, Occam and Fisher: the radical implications of stable inflation at near-zero interest rates", 2016.

iii - R. Koo, "The escape from balance sheet recession and the QE trap", 2015.

Acompanhe a discussão:

Juros e conservadorismo intelectual - o primeiro artigo de André Lara Resende

Nada de novo no debate monetário no Brasil - a réplica de Marcos Lisboa e Samuel Pessoa

Teoria, prática e bom senso - a tréplica de André Lara Resende

Neofisherianismo: vai entender - A contribuição de Eduardo Loyo

André, Cochrane e a teoria fiscal dos preços - o comentário de Francisco Lafaiete Lopes

Taxa real de juro: evolução e perspectivas - a contribuição de Nelson Barbosa

José Júlio Senna é chefe do Centro de Estudos Monetários do FGV/Ibre, autor do livro "Política Monetária - Ideais, Experiências e Evolução", Editora FGV, 2010, e ex-diretor do Banco Central.

Outros colunistas do Valor também opinaram neste debate. Confira:

Yoshiaki Nakano - **Aritmética monetarista desagradável**

Luiz Gonzaga Belluzzo e Gabriel Galípolo - **Metas de inflação e os ardis da razão**

Luciano Coutinho - **O porquê dos juros altos**

Maria Clara R. M. do Prado - **Monetarismo revisitado, 100 anos depois**

Claudia Safatle - **Governo cogita reduzir meta de inflação para 2019**