

Política Monetária com Eficiência Reduzida?

*Ricardo de Menezes Barboza**

Confesso que a pergunta do título é provocativa. Mas gostaria de restringi-la ao contexto recente da economia brasileira, que compreende o atual ciclo de redução da taxa de juros no Brasil, iniciado em outubro de 2016 e ainda em andamento.

Antes de prosseguir, quero deixar claro que não tenho dúvidas de que a política monetária é a melhor tecnologia que conhecemos para manter a inflação sob controle. No caso brasileiro, para desagrado de muitos críticos, a evidência disponível advoga claramente pela eficácia da política monetária.

Feitas estas ressalvas, voltamos o foco para o que tem acontecido de fins de 2016 pra cá, quando o Banco Central iniciou um ciclo de redução da taxa de juros no país. Desde então, a Selic saiu de um patamar de 14,25% para os atuais 7%, o recorde de mínima histórica, bem como a taxa real de juros ex-ante saiu de cerca 7% para o igualmente recorde patamar atual, inferior a 3%.

Quando o Banco Central reduz a taxa de juros, ele o faz para inflacionar a economia, isto é, para empurrar as projeções de inflação pra cima, em direção à meta. O trabalho da autoridade monetária, no entanto, não é trivial. Essa tarefa requer bons modelos de previsão de inflação e, principalmente, que os mecanismos de transmissão da política monetária funcionem a contento.

Não é novidade dizer que vivemos um período bastante peculiar da nossa história econômica. É possível, pois, que algumas características desse contexto estejam atuando para enfraquecer o modo de propagação da política monetária, diminuindo a sua eficácia.

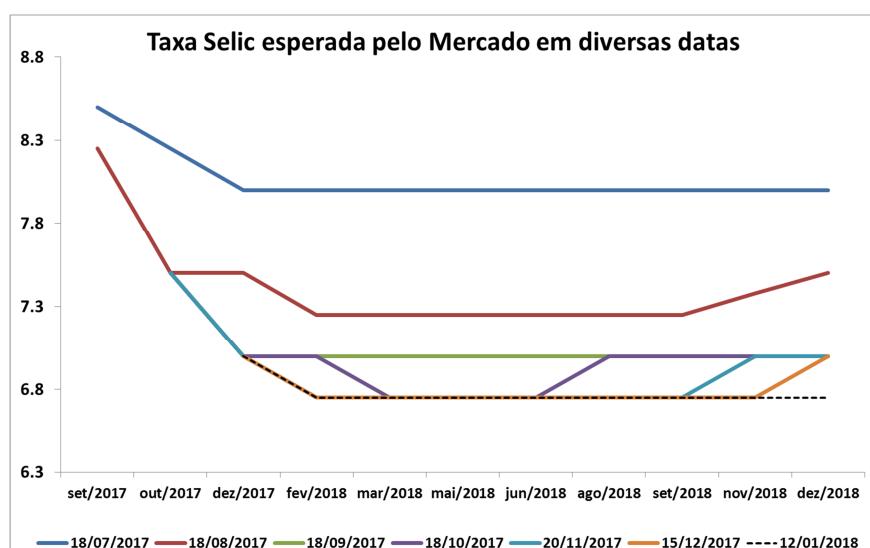
A primeira fonte de enfraquecimento dos mecanismos de transmissão vem do nível de incerteza que paira na economia brasileira, que é o mais elevado desde 1991. O indicador construído por Nicholas Bloom, da Universidade de Stanford, mostra que o nível de incerteza de outubro de 2016 pra cá é quase o triplo da média histórica. Esse seria um simples detalhe não fosse o fato de que, em contextos nebulosos como este, os agentes econômicos se tornam menos sensíveis a estímulos externos, como mudanças na taxa de juros. Aliás, existe evidência nesse sentido na literatura aplicada a outros países e evidência preliminar aplicada ao Brasil.

A segunda fonte de enfraquecimento tem a ver com a dinâmica da estrutura a termo da taxa de juros. Como se sabe, quando a política monetária opera, ela tipicamente se dissemina para toda a curva de rendimentos. Isso quer dizer que mudanças de Selic são apenas a ponta de todo um iceberg de taxas de juros que existem na economia. Essas diversas taxas, por sua vez, são fundamentais para as decisões de gasto dos agentes econômicos. No caso da economia brasileira mais recente, existe um enorme prêmio na curva de rendimentos, que é fruto tanto da nossa fragilidade fiscal, que segue indefinida, quanto do risco eleitoral de 2018. Isso quer dizer que a parte curta da curva caiu, mas a parte longa não caiu nas mesmas proporções, gerando um expressivo aumento de inclinação da estrutura a termo, que está nas máximas dos últimos anos. Essa dinâmica da estrutura a termo enfraquece a propagação dos impulsos de política monetária, dado que a tomada de decisão de muitos agentes depende precisamente de vértices mais longos.

A terceira fonte de enfraquecimento diz respeito ao comportamento do mercado de crédito diante da queda da Selic. Em tese, reduções da taxa básica de juros afetam o custo de captação dos bancos e os *spreads* bancários, o que barateia o preço dos empréstimos e estimula novas

concessões de crédito. No nosso caso relevante, os spreads bancários têm diminuído menos do que se esperaria a partir de alguns modelos que tentam explicar o custo da intermediação bancária. Isso, inclusive, foi reportagem de capa do Valor no dia 29/11/2017. Além disso, por mais que a taxa final do crédito tenha diminuído, as novas concessões para pessoa jurídica ainda seguem operando a baixo vapor. Isso quer dizer que o canal do crédito pode estar enfraquecido nas atuais circunstâncias, o que reduz a capacidade do Banco Central de aquecer a economia via mercado de crédito e, com isso, elevar a inflação.

Ora, se a política monetária pode estar com eficácia reduzida na atual conjuntura, isso quer dizer que serão necessários estímulos monetários mais fortes para alcançar o objetivo de levar a inflação de volta para a meta. Ainda que seja muito difícil identificar precisamente relações de causa e efeito em economia, o fato das trajetórias de taxa de juros esperadas pelo consenso de mercado estarem sendo sistematicamente revistas para baixo, sugere que a hipótese aqui levantada não é absurda. O gráfico mostra essas trajetórias esperadas desde setembro de 2017.



Obviamente, não se pretende aqui afirmar que somente a possível perda de poder da política monetária que responde pela queda esperada da taxa de juros. Existem outras influências importantes nesse processo, como o choque positivo de alimentos, um hiato do produto mais aberto do que anteriormente imaginado e uma insensibilidade da TJLP à Selic maior que a habitual, que culminou, inclusive, com a convergência inédita entre estas taxas.

Em suma, sabemos que política monetária é uma atividade bastante técnica, mas que nunca dispensa uma pitada de arte. Cabe ao Banco Central se manter sempre alerta a essas circunstâncias para que, ao final, tenhamos realmente uma obra de arte.

* Ricardo de Menezes Barboza é Mestre em Macroeconomia pela PUC-Rio, Professor Colaborador do Instituto Coppead e pesquisador do Grupo de Conjuntura Econômica da UFRJ.

Publicado no dia 25/01/2018 no Valor Econômico.