

Percalços Monetários

Ricardo de Menezes Barboza*

É inequívoca a fraqueza econômica do Brasil. *“A economia segue operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego”*.

Mas isto não é novidade. A citação acima consta na ata do Comitê de Política Monetária desde 2016. Não é sem razão, portanto, que a inflação tem ficado bem abaixo da meta desde 2017. Para reverter esse quadro, qual instrumento de política econômica deveria ser utilizado?

A maior parte dos economistas (grupo que me incluo) responderia que é preciso reduzir a taxa Selic. Apresentação feita recentemente pelo Presidente do Banco Central deixa claro que a taxa Selic tem como objetivos manter o PIB em linha com o potencial e a inflação na meta.

Mas o fato é que o Banco Central reduziu a taxa de juros. A Selic saiu de 14,25% em outubro de 2016 para 6,5% em março de 2018, configurando uma queda de quase 800 bps. Junto com a queda da Selic, observou-se redução na taxa real de juros ex-ante, de 7% para cerca de 2%.

Como explicar essa situação? Mesmo com forte redução da Selic, a ociosidade no país seguiu enorme e os núcleos de inflação seguiram em patamar desconfortável (e não confortável!).

Uma famosa citação de Keynes diz que: *“se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos que podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios”*. Ora, quais percalços podem ter atrapalhado a efetividade da política monetária?

É possível que parte do problema tenha a ver com o regime de alta incerteza que se instalou no país. Há evidência sugerindo que sob alta incerteza, os estímulos monetários perdem força, pois os agentes se tornam menos sensíveis às mudanças na taxa de juros.

É possível que outra parte dos percalços esteja associada aos efeitos assimétricos da política monetária. Trata-se da “tese do barbante”, que diz que a taxa de juros é instrumento mais efetivo para frear do que para estimular a economia. Há evidência internacional (ainda que ambígua para o Brasil) para essa tese, com artigos publicados em boas revistas estrangeiras.

É possível que parte do problema tenha a ver com choques diversos que atingiram a economia brasileira no período (como a crise da Argentina). Nesse caso, os estímulos monetários teriam operado como esperado, mas os choques atuaram na direção contrária, impedindo que os golpes da Selic tivessem seus efeitos percebidos sobre a ociosidade e a inflação.

Por último, e talvez mais importante, pode ser que o maior percalço resida na mudança de composição (troca de investimento por outros gastos) e na leve contração da política fiscal, bem como na forte contração da política parafiscal (crédito do BNDES). Esses movimentos não tiveram seus efeitos suficientemente contrabalançados pela queda da Selic.

Um exemplo pode ilustrar os resultados produzidos pelos percalços monetários. No Relatório de Inflação de junho de 2018, o Banco Central projetou que a inflação ficaria em torno de 4% entre jul/18 e jun/19, com Selic estável em 6,5% e câmbio em 3,70. Nesse período, a Selic ficou estável, o câmbio foi mais depreciado e, ainda assim, a inflação observada ficou em 3,4%.

Outro exemplo de que houve contratempos: em março de 2018, o Banco Central estimou que o PIB daquele ano cresceria 2,6%. O resultado efetivo foi menos da metade, de apenas 1,1%. Em setembro de 2018, estimou que o PIB de 2019 aumentaria 2,4%. Hoje, as expectativas apontam que vamos crescer tão somente 0,87%, quase um terço do previsto.

Mas a ficha agora caiu e medidas adicionais começaram a ser tomadas. O Banco Central voltou a reduzir a Selic e esse movimento deve ser aplaudido. Hoje, as expectativas do “consenso de mercado” estão prevendo que a Selic deve encerrar 2019 em 4,75%, com alguns analistas já projetando 4,5% para 2020.

A pergunta natural é: se 800 bps de Selic tiveram efeito bem menor do que esperado na reversão do problema cíclico, por que agora 175 ou 200 bps adicionais serão suficientes para tirar a economia brasileira do CTI? Cabe lembrar que o hiato do produto hoje ainda está bem negativo, em cerca de -5%, segundo uma média de várias estimativas disponíveis.

A incerteza segue alta, os ventos vindos do resto do mundo não são animadores, as políticas fiscal e parafiscal devem seguir contracionistas e a tese do barbante tem algum respaldo empírico. Ainda que os modelos tradicionais sugiram que 200 bps adicionais de queda da Selic possam ser suficientes para levar a inflação à meta, os fatos da experiência nos aconselhariam a manter o pisca alerta ligado.

Do jeito que as coisas têm evoluído, o ponto terminal de queda da Selic tem boas chances de alcançar 4%, como afirmou Nilson Teixeira em sua coluna aqui no Valor, ou mesmo entrar na casa dos 3%, bem abaixo do que sugere o consenso de mercado.

Há quem discorde da possibilidade de quedas mais intensas da taxa de juros com base no risco da taxa de câmbio depreciar ainda mais. Embora a depreciação cambial seja um dos canais de transmissão da política monetária, há um ponto nesse argumento que cabe discutir.

O nível de Selic que leva o produto para o potencial pode ser diferente do nível que induz uma depreciação cambial compatível com a meta de inflação (por causa do diferencial de juros). A evidência recente, no entanto, não favorece essa visão.

De janeiro de 2018 até agora, o câmbio desvalorizou cerca de 30% (de R\$ 3,2 por dólar para R\$ 4,1). Quase não houve repasse do movimento cambial para a inflação. Com expectativas bem ancoradas e ociosidade enorme, o repasse cambial tem sido bastante limitado.

O comportamento da inflação e da inflação subjacente, bem como as surpresas inflacionárias, que têm ocorrido mês após mês, não dão sinais de que o processo de redução de juros tenha grandes empecilhos pela frente. Nesse momento, pouca coisa deveria importar tanto aos gestores da política econômica quanto corrigir a enorme ociosidade (principalmente, o alto desemprego, bem acima de qualquer estimativa de desemprego natural) que nos assola.

Se as lições do passado recente servirem de aprendizado para o presente, a política monetária pode, enfim, ser bebida forte para estimular o nosso sistema.

*** Ricardo de Menezes Barboza é Professor Colaborador da Coppead/UFRJ e Mestre em Macroeconomia pela PUC-Rio. As opiniões aqui são todas pessoais.**

Publicado no Valor Econômico no dia 10/10/2019.