

14/09/2016 - 05:00

## Política monetária no mundo do juro baixo

Por **Martin Wolf**

Os bancos centrais são, como escreveu Mohamed El-Erian, "o único ator no palco". Sem dúvida, eles são os principais atores no jogo de estabilização macroeconômica. E então, será que sabem o que estão fazendo?

Uma linha de ataque, popular entre os libertários, é que é arrogância, por parte dos bancos centrais, tentarem conseguir uma estabilização macroeconômica. Eles deveriam ser suprimidos ou obrigados a seguir uma regra mecânica: o padrão-ouro, por exemplo. A lição da história parece absolutamente clara: uma democracia não aceitará que o dinheiro fique fora de um controle intencional. Por enquanto, e em futuro previsível, permaneceremos num mundo de política monetária. Mas, desde a crise financeira, os bancos centrais têm feito coisas atípicas e impopulares. Em circunstâncias incomuns, isso era inevitável.

Infelizmente, as circunstâncias incomuns agora parecem ser habituais. As razões para isso - e as implicações disso - emergem claramente de uma crítica de Lawrence Summers ao discurso de Janet Yellen, presidente do Fed, no simpósio deste ano em Jackson Hole. Como ele escreveu, "contrapor-se à próxima recessão é o principal problema de política monetária com que se defronta o Fed". Mas, receia ele, o Fed está numa posição preocupantemente inadequada para isso.

***Um casamento de maiores déficits fiscais com maior investimento público seria uma dupla bênção. Não só facilitaria o trabalho dos bancos centrais, como também, se bem conduzido, também aumentaria o crescimento econômico potencial***

Grande parte dos sintomas mais importantes do estado da economia mundial são as atuais baixas taxas de juro reais e nominais de longo prazo. No entanto, elas constituem uma continuação das tendências ao longo de 20 anos. Tanto um declínio sustentado das taxas de juro reais como uma queda das expectativas de inflação estão por trás dessas tendências. Esta última é, em grande parte, resultado da política monetária. Mas a política monetária não pode definir as taxas de juro reais a longo prazo. De fato, as ações de política monetária podem não ter muito impacto sobre elas mesmo no curto prazo. Fatores reais poderosos estão em ação.

John Williams, do Fed de São Francisco, apresentou recentemente estimativas sobre a taxa de juros natural. Ele a caracteriza como sendo a taxa de juros de curto prazo, ajustada pela inflação, que "equilibra a política monetária de tal modo que ela não seja nem acomodaticia nem contracionista". Em 2015 essas estimativas caíram para 1,5% no Reino Unido, perto de zero nos EUA e abaixo de zero na zona euro. Note: esses são os níveis que esperaríamos não em recessão, mas em tempos normais.

Os fatores determinantes do declínio secular na taxa de juros natural (ou neutra) real são forças que afetam a oferta de, e a demanda por, recursos financeiros. Essas forças compreendem o envelhecimento, a desaceleração do crescimento da produtividade, a queda dos preços de bens de investimento, reduções no investimento público, desigualdade crescente, "excesso de poupança mundial" e um redirecionamento das preferências, agora por ativos de menor risco. Um estudo do Banco da Inglaterra concluiu que esses fatores poderiam explicar a maior parte da queda 4,5 pontos percentuais na taxa de juros real neutra desde o início da década de 1980.

Tanto a queda acentuada das taxas de juro reais naturais estimadas como a análise do que está por trás dela têm grandes implicações. A mais importante é que é difícil discernir o que poderia reverter as tendências no curto prazo. Provavelmente conviveremos com taxas de juro muito baixas por um período prolongado. Isso significa que o tratamento da próxima recessão de uma maneira normal será bastante difícil.

recessão. Nos EUA, eles poderiam então ser de 3%. Na zona do euro, eles poderiam ser ainda menores. Mas, como mostra a fala de Yellen, em todas as recessões nos EUA desde o final dos anos 1960, as taxas de juro de curto prazo caíram pelo menos 5 pontos percentuais. Isso parece significar uma guinada para taxas extremamente negativas.



O Fed tem certeza de que o leque de instrumentos que tem à disposição seria eficaz em tais circunstâncias. Mas, como observa Summers, há boas razões para questionar se seria realmente assim: a eficácia de compras de ativos em larga escala é discutível (e os efeitos colaterais sobre os mercados de ativos, possivelmente prejudiciais), ao passo que a viabilidade política e institucional de juros fortemente negativos também é questionável.

Presumivelmente por tais razões, Williams argumenta que "uma política fiscal anticíclica deveria ser nosso equivalente a um pronto-socorro antirrecessões".

De fato, tornar isso possível parece ser uma prioridade de primeira ordem para as autoridades monetárias. São também relevantes formas de política monetária que sejam complementares à política fiscal ou mesmo uma alternativa a ela. "Lançar dinheiro de helicópteros" - estímulo direto a gastos - vem imediatamente à mente. Também é possível, em vez disso, elevar as metas para os níveis de inflação ou para os níveis de preços. Acima de tudo, não se deve assumir que tudo tenderá a ficar bem. É necessário preparar agora o elenco de ferramentas futuro. Ele poderá ser necessário muito em breve.

Temos, então, duas outras questões. A primeira diz respeito ao que fazer agora. Acima, assumi que os juros terão aumentado substancialmente antes da próxima recessão. No entanto, isso será muito mais provável se permitirmos que a economia acumule um ímpeto substancial.

Aumentos prematuros nas taxas de juro poderão desencadear uma desaceleração mais acentuada do que as pessoas esperam e colocar os bancos centrais na pior situação possível: ter de combater a recessão quando as taxas continuam muito baixas. Por essa razão, como argumenta Lael Brainard, uma das diretoras do Fed, "os custos, para a economia, de uma demanda mais vigorosa do que a esperada, tendem a ser mais baixos do que os custos de significativa debilidade inesperada". A política mais arriscada é um aperto prematuro da política monetária- e não tarde demais.

A segunda questão é que um objetivo dominante de política monetária deveria agora ser o enfrentamento das causas das taxas naturais ultrabaixas. Um casamento de maiores déficits fiscais com maior investimento público seria uma dupla bênção. Não só facilitaria o trabalho das autoridades monetárias, como também, se bem conduzido, também aumentaria o crescimento econômico potencial.

A opinião generalizada é de que o investimento público sempre será um desperdício. Mas essa é uma visão muito pessimista. Historicamente, o investimento público tem sido muitas vezes um catalisador de investimentos privados. As taxas reais de juros extremamente baixas atuais significam que um grande impulso no investimento público nunca foi mais oportuno. Os bancos centrais não devem continuar sendo o único ator no palco. **(Tradução de Sergio Blum)**

**Martin Wolf é editor e principal comentarista econômico do FT.**