

13/03/2019 - 05:00

# A política monetária já se esgotou

Por **Martin Wolf**

Por que as taxas de juros estão tão baixas? Será que a hipótese da "estagnação secular" ajuda a explicar isso? Qual é a implicação de taxas de juros tão baixas sobre a provável eficácia da política monetária durante uma nova recessão? Que outras políticas poderiam ser necessárias experimentar, como alternativa à política monetária ou como uma maneira de elevar sua eficácia? Essas são as perguntas de macroeconomia mais importantes. São também muito polêmicas.



Recente estudo de Lukasz Rachel e Lawrence Summers joga luz sobre essas interrogações. Seu ponto principal é respaldar e desenvolver a hipótese da "estagnação secular", revitalizada pelo professor Summers em 2015 como relevante para a nossa era. A mais relevante inovação desse estudo é tratar as grandes economias avançadas como um bloco único. Seguem-se quatro de suas conclusões.

Em primeiro lugar, ocorreu uma queda drástica e progressiva das taxas de juros incidentes sobre ativos seguros, de mais de 4% na década de 1980 para cerca de 0 atualmente. Em segundo lugar, esta queda secular das taxas de juros reais implica queda aproximadamente equivalente na taxa de juros "neutra" ou "de equilíbrio" (inobservável) - a taxa na qual a demanda se equipara à oferta potencial.

Em terceiro lugar, os governos não estão gerando essa fragilidade estrutural da demanda. Ao contrário, ao expandirem os gastos sociais, os déficits e o endividamento, os governos aumentaram as taxas de juros reais de equilíbrio de longo prazo, mantidas inalteradas as demais variáveis.

Finalmente, mudanças no setor privado teriam, por si sós, gerado uma queda de mais de 7 pontos percentuais na taxa de juros real de equilíbrio. Entre os vários fatores que promoveram essa queda acentuada estão, provavelmente, o envelhecimento da população; a retração do crescimento da produtividade; o declínio da concorrência; e o recuo dos preços dos bens de investimento.

Os autores concluem que a hipótese da "estagnação secular" nas economias de alta renda - uma demanda cronicamente frágil, em relação à produção potencial - é altamente aceitável. Afinal, escrevem, "antes da crise financeira, as taxas de juros reais de curto prazo negativas, a corrosão dos padrões de crédito e a política fiscal expansionista eram suficientes para garantir um crescimento apenas moderado. O crescimento suficiente na Europa só foi mantido por meio do que, em retrospectiva, parece ter sido um nível de concessão de crédito inquestionavelmente insustentável para a periferia".

Esta análise tem grandes implicações atualmente. Quando ocorrem as recessões, as taxas de juros reais de curto prazo têm de cair significativamente e a curva de rendimentos (que mostra as taxas pagas pelos bônus em vários vencimentos) tem de assumir uma inclinação fortemente ascendente para que a política monetária estabilize a economia.

***Nossa experiência infeliz com o impacto da política monetária prova que passamos a depender muito dos bancos centrais. Mas eles não conseguem administrar com sucesso a estagnação secular. Até pelo contrário, agravam o problema, no longo prazo***

Suponhamos, então, que nossas economias estivessem para cair numa recessão profunda, mas ainda tivessem taxas de juros próximas de 0 e taxas nominais muito baixas também. Suponhamos, ainda, que a inflação estivesse em algum ponto entre 0 e 2%. Nesse caso, a reação a uma recessão exigiria taxas de juros nominais de curto prazo fortemente negativas, possivelmente tão baixas quanto -5%. Isso criaria, para falar o mínimo, um cipal de problemas técnicos, financeiros e políticos.

Essa análise implica que os bancos centrais não estão criando taxas de juros baixas, como acusam seus críticos, e sim fornecendo as baixas taxas de juros reais de que a economia necessita. Um estudo de Claudio Borio e outros, do Banco de Compensações Internacionais, adota o ponto de vista exatamente contrário: argumenta que os regimes monetários fixam as taxas de juros reais, mesmo no longo prazo - posição que contraria opiniões padrão sobre a necessidade de separar os processos monetários dos reais em economia.

Isso parece difícil de aceitar, em geral. Mas é altamente relevante em um aspecto decisivo: o de que as taxas de juros desempenham grande papel na condução dos ciclos de crédito. Na verdade, é assim que a política monetária funciona, normalmente. Se o banco central quiser elevar a inflação em uma economia dotada de uma demanda estruturalmente fraca, fará isso por meio do estímulo ao crescimento do crédito e do endividamento. Poderá não conseguir elevar a inflação, e sim criar uma crise de endividamento. Isso é deflacionário, não inflacionário.

Portanto, a política monetária pré-crise, voltada para elevar a inflação, criou agora o contrário: um excesso de endividamento deflacionário que opera por meio do que Richard Koo, da Nomura, chama de "deflação do balanço". Isso, por sua vez, leva a taxas nominais (e reais) ainda mais baixas. Portanto, os mecanismos financeiros empregados para gerir a estagnação secular a exacerbam.

Precisamos de mais instrumentos de política pública. O instrumento óbvio é a política fiscal. Se a demanda privada for estruturalmente frágil, o governo precisará preencher a lacuna. Felizmente, baixas taxas de juros tornam os déficits mais sustentáveis. De acordo com estudos recentes de Olivier Blanchard, ex-economista-chefe do Fundo Monetário Internacional (FMI), e Jason Furman, ex-presidente do conselho de assessores econômicos dos Estados Unidos, juntamente com o professor Summers, essa combinação não é apenas verdadeira atualmente; foi verdadeira no passado. Isso torna a política fiscal uma aposta muito mais segura.

Naturalmente, é essencial perguntar qual é a melhor maneira de usar esses déficits de forma produtiva. Se o setor privado não quer investir, o governo deveria resolver fazer isso. Mas ele pode também aprimorar o incentivo para que o setor privado invista. O mundo precisa fazer enormes investimentos em novos sistemas energéticos: uma mescla de investimentos públicos e privados é, sem dúvida, a melhor resposta.

A credibilidade da tese da "estagnação secular" e nossa experiência infeliz com o impacto da política monetária provam que passamos a depender demasiadamente dos bancos centrais. Mas eles não conseguem administrar com sucesso a estagnação secular. Até pelo contrário, agravam o problema, no longo prazo. Precisamos de outros instrumentos. A política fiscal é o ponto de partida. **(Tradução de Rachel Warszawski)**

**Martin Wolf é editor e principal analista econômico do FT**

