

26/08/2019 - 05:00

Até onde vão os bancos centrais?

Por **Lawrence Summers e Anna Stansbury**

Os bancos centrais do mundo e os acadêmicos que os acompanham estão tendo seu momento anual de reflexão em Jackson Hole, Wyoming. Mas o tema da reunião deste ano, "Os desafios da política monetária", poderá encorajar uma complacência insular - e perigosa.



AdChoices
PUBLICIDADE

>> **Leia mais:**

- [Powell evita sinalização mais forte sobre rumo dos juros nos EUA](#)
- [Alex Ribeiro: A volta do emprestador de última instância](#)
- [Jairo Saddi: Juros negativos](#)

Simplificando, ajustar as metas de inflação, estratégias de comunicação ou mesmo os balanços não é uma resposta adequada aos desafios que as grandes economias hoje enfrentam. Em vez disso, dez anos de inflação abaixo da meta em todo o mundo desenvolvido, com mais 30 esperados pelo mercado, e o fracasso absoluto dos grandes

esforços do Banco do Japão para aumentar a inflação, sugerem que o que anteriormente era tratado como evidente é na verdade falso: os bancos centrais não podem sempre estabelecer as taxas de inflação por meio da política monetária.

A Europa e o Japão estão no momento no meio de um buraco negro monetário - uma armadilha de liquidez em que há um espaço mínimo para uma política monetária expansionista. Os Estados Unidos estão a uma recessão de distância de um destino parecido, dado que não haverá quase espaço para cortar os juros quando a próxima recessão vier. E com as taxas de dez anos na faixa de 1,5% e as taxas reais futuras negativas, o espaço para o afrouxamento quantitativo e a orientação futura fornecerem um estímulo gradual é muito limitado - mesmo assumindo que essas ferramentas sejam eficientes (o que duvidamos).

Esses acontecimentos parecem dar mais apoio ao conceito da estagnação secular; na verdade, a questão é muito mais profunda do que se reconhece. Em relação ao que era esperado quando um de nós (Summers) tentou ressuscitar o conceito em 2013, os déficits e os níveis de endividamento nacionais são muito maiores, as taxas de juros nominais e reais estão bem menores, e mesmo assim o crescimento nominal do PIB tem sido menor. Isso sugere que algumas forças estão operando para reduzir a demanda agregada, cujo efeito tem sido apenas parcialmente atenuado pelas políticas fiscais.

As discussões convencionais de políticas estão embasadas na (a esta altura, velha) nova tradição keynesiana de ver os problemas macroeconômicos como um reflexo dos atritos que retardam a convergência para um equilíbrio clássico de mercado. A ideia é que a combinação da inflação baixa, uma taxa de juro real neutra em declínio e um limite inferior efetivo sobre os juros nominais pode impossibilitar o restabelecimento do pleno emprego. Segundo essa visão, tudo que pode ser feito para reduzir os juros reais é construtivo, e com uma adequada flexibilidade dos juros, a estagnação secular pode ser superada. Com o problema imediato seriam os juros reais excessivos, é natural olhar primeiro para os bancos centrais e as políticas monetárias para uma solução.

Somos cada vez mais céticos de que as coisas sejam tão simples. A tendência quase universal entre os bancos centrais tem sido interpretar a coincidência das taxas de juros reais muito baixas e a não aceleração da inflação como uma evidência de que o juro real neutro caiu e assim usar os modelos convencionais de política monetária com uma taxa real neutra alterada.

Mas explicações mais sinistras são possíveis. Há fortes motivos para acreditar que a capacidade das baixas taxas de juros para estimular a economia foi atenuada - ou mesmo revertida.

Como as reduções dos juros tem efeitos positivos e negativos sobre a demanda, pode ser que não haja uma taxa de juro real consistente com a plena utilização dos recursos. Cortes nos juros além de um certo ponto podem diminuir, em vez de aumentar, a demanda

A parcela dos setores de bens duráveis sensíveis aos juros no PIB diminuiu. A importância de mirar os efeitos da poupança cresceu com a queda das taxas de juros, enquanto o efeito negativo das reduções dos juros sobre a renda disponível aumentou já que as dívidas do governo cresceram. Juros em queda no cenário atual minam a posição de capital dos intermediários financeiros, logo sua capacidade de emprestar. Como o ciclo econômico se globalizou, o canal cambial se tornou menos importante para a política monetária. Com os juros reais negativos, é duvidoso que o custo do capital seja uma restrição importante aos investimentos.

Considerando-se primeiro o caso mais nefasto: como as reduções dos juros tem efeitos positivos e negativos sobre a demanda, pode ser que não haja uma taxa de juro real consistente com a plena utilização dos recursos. As reduções dos juros além de um certo ponto podem diminuir, em vez de aumentar a demanda. Nesse caso, a

política monetária não só será incapaz de conseguir o pleno emprego, como também será incapaz de aumentar a inflação. Se a demanda cair de forma consistente abaixo da capacidade de produção, a Curva de Phillips indica que a inflação tenderá a cair, em vez de subir.

Mesmo que os cortes nos juros aumentem a demanda, há motivos para preocupação se esse efeito for fraco. Pode ser que qualquer benefício de curto prazo sobre a demanda seja anulado pelos efeitos adversos dos juros mais baixos sobre o desempenho subsequente.

De uma perspectiva macro, os juros baixos promovem a alacnavagem e as bolhas de ativos ao reduzir os custos dos empréstimos e os fatores de desconto, e encorajar os investidores a buscar rendimentos maiores. Quase toda descrição da crise financeira de 2008 atribui pelo menos algum papel às consequências dos juros muito baixos que prevaleciam no começo dos anos 2000. Num sentido mais amplo, os estudantes das bolhas, do historiador econômico Charles Kindleberger em diante, sempre enfatizam o papel do dinheiro fácil e a liquidez excessiva.

De uma perspectiva micro, os juros baixos minam a saúde dos intermediários financeiros ao reduzir sua lucratividade, impedir a alocação eficiente de capital e permitir até mesmo às firmas mais fracas cumprir com suas obrigações de serviço da dívida, e podem também inibir a competição ao favorecer firmas estabelecidas. Há algo de insalubre numa economia em que empresas podem lucrativamente tomar dinheiro emprestado e investir mesmo se o projeto em questão der retorno zero.

Essas considerações sugerem que reduzir juros pode não ser apenas insuficiente como também contraproducente, enquanto resposta à estagnação secular.

Essa formulação da visão sobre a estagnação secular está intimamente relacionada à crítica recente do economista Thomas Palley à "economia do limite inferior zero": taxas de juros negativas podem não remediar o desemprego keynesiano. De uma maneira mais geral, ao adotarmos a visão da estagnação secular, temos que concordar com o ponto há muito enfatizado por escritores da tradição pós-keynesiana: o papel de atritos e rigidez específicos que dão suporte às flutuações econômicas deveria receber menos ênfase em relação à mais fundamental falta de demanda agregada.

Se reduzir juros será insuficiente ou contraproducente, a engenhosidade dos bancos centrais em afrouxar a política monetária num cenário de estagnação secular é exatamente o que não precisamos. Precisamos é de admissões de impotência, para que isso estimule os governos a promover a demanda via políticas fiscais e outros meios. Em vez de mais economia neo-keynesiana, torcemos, mas não esperamos, que o encontro deste ano em Jackson Hole resulte em uma nova velha economia keynesiana. **(Tradução de Mario Zamarian).**

Lawrence H. Summers foi secretário do Tesouro dos EUA (1999-2001) e presidente da Universidade de Harvard, onde hoje é professor.

Anna Stansbury é candidata a PhD em Economia pela Universidade de Harvard. Copyright: Project Syndicate, 2019.

www.project-syndicate.org