

13/04/2016 - 05:00

Taxas negativas não são culpa dos BCs

Por **Martin Wolf**

Quase nove anos após o início da crise financeira no Ocidente, as taxas de juros permanecem ultrabaixas. Com efeito, um quarto da economia mundial sofre, atualmente, de taxas de juros negativas. Essa condição é tão preocupante quanto as próprias políticas são impopulares.

Larry Fink, presidente-executivo da BlackRock, uma firma de gestão de ativos, argumenta que os juros baixos impedem que os poupadores obtenham os retornos que necessitam para suas aposentadorias. Como resultado, são forçados a redirecionar dinheiro de gastos correntes para sua poupança. Wolfgang Schäuble, ministro das Finanças da Alemanha, chegou ao ponto de atribuir grande parte da culpa pela ascensão do "Alternative für Deutschland", novo partido nacionalista, às políticas introduzidas pelo Banco Central Europeu.

"Salvemos os poupadores" é uma queixa compreensível por parte de um gestor de ativos ou ministro das Finanças de um país credor. Mas isso não significa que a objeção faça sentido. A economia mundial está sofrendo de um excesso de poupança em relação a oportunidades para investimentos. As autoridades monetárias estão ajudando a garantir que as taxas de juros sejam consistentes com esse fato. Em última instância, as forças de mercado estão determinando a remuneração dos poupadores. Infelizmente, o mercado está dizendo que as economias deles não valem muita coisa, pelo menos na margem.

A capacidade da política monetária de aumentar a inflação é essencialmente ilimitada. O perigo é, na verdade, que calibrar a política monetária é mais difícil quanto mais extrema ela se torna. Por essa razão, a política fiscal deveria atuar mais agressivamente

Por que existe tal excesso de poupança? Essa é a questão importante. Tendo em vista seu superávit em conta corrente de quase 9% PIB - ou seja, uma poupança muito acima do que o país absorve internamente, mesmo a taxas de juros ultrabaixas - a Alemanha poderia perguntar qual seria sua taxa de juros doméstica se tivesse de absorver esse excesso domesticamente. Infelizmente, o resto do mundo também não é capaz de absorver facilmente essa poupança.

O excesso de poupança (ou escassez de investimentos, se assim preferir o leitor) é resultado de eventos tanto anteriores como posteriores à crise. Mesmo antes de 2007, as taxas de juro reais de longo prazo estavam em declínio. A partir de então, fraco investimento privado, reduções no investimento público, um abrandamento na tendência de crescimento da produtividade e os excessos de endividamento legados pela crise interagiram de modo a baixar a taxa de juros real de equilíbrio.

Alguns argumentarão que o declínio das taxas de juro reais é simplesmente o resultado de política monetária, e não de forças reais. Isso é errado. A política monetária determina efetivamente as taxas nominais de curto prazo e influencia as de longo prazo. Mas o objetivo de estabilidade dos preços significa que a política monetária visa equilibrar a demanda agregada com a oferta potencial. Os bancos centrais simplesmente descobriram que taxas ultrabaixas são necessárias para alcançar esse objetivo.

Outra objeção é que taxas reais ultrabaixas, e até mesmo negativas, são contraproducentes, mesmo em termos de demanda. Uma réplica a esse argumento é que o BCE aumentou as taxas em 2011 - e produziu resultados desastrosos. A objeção mais ampla é que taxas mais elevadas deslocam rendimentos dos devedores para os credores. É extremamente provável que a primeira opção cortaria mais os gastos mais do que a segunda os aumentaria.

Além disso, ao prejudicar a credibilidade financeira dos tomadores de empréstimos, a política teria mais dois efeitos malignos: ela levaria os tomadores à falência, com consequências ruins para intermediários e credores; e reduziria a expansão do crédito. Assim, o argumento de que o aumento dos juros seria expansionista é altamente implausível. Naturalmente, os poupadores argumentam o oposto. É o que fariam, não é mesmo?



Em suma, temos de considerar as taxas ultrabaixas como sintomas de nossa doença, e não sua causa. No entanto, é correto questionar se o tratamento monetário utilizado é o melhor. Aqui, três aspectos podem ser abordados. Um deles é que, dada a natureza das instituições bancárias, é improvável que as taxas negativas sejam repassadas aos depositantes e, nesse caso, se assim fosse, provavelmente prejudicariam os bancos. A segunda é que há um limite para até que ponto os juros podem ser negativos sem limitar a

conversibilidade dos depósitos em dinheiro. Finalmente, por essas razões, essa política pode fazer mais mal do que bem. Até mesmo seus defensores concordam que há limites.

É possível responder a essas críticas. De todo modo, uma política tão excepcional poderia minar a confiança, mais do que fortalecê-la. Será que essa política monetária nefasta está esgotada? De modo nenhum. A capacidade da política monetária de aumentar a inflação é essencialmente ilimitada. O perigo é, na verdade, que calibrar a política monetária é mais difícil quanto mais extrema ela se torna. Por essa razão, a política fiscal deveria atuar mais agressivamente. De fato, é difícil entender a obsessão com a limitação da dívida pública quando ela está tão barata quanto hoje.

As melhores políticas seriam uma combinação de elevar a oferta potencial e sustentar a demanda agregada. Reformas estruturais e expansão monetária e fiscal agressivas seriam importantes. O Fundo Monetário Internacional argumenta que as reformas estruturais fazem mais efeito em tal contexto expansionista. Isso é particularmente verdadeiro no que diz respeito a reformas do mercado de trabalho. Os EUA tem sido mais bem sucedidos do que a zona do euro na formulação de um conjunto mais equilibrado de políticas.

A Alemanha tem sempre a opção de abandonar o euro. Mas o resultado seria uma enorme valorização de um recriado marco alemão, prejuízos relacionados com ativos no exterior, em termos domésticos, um setor financeiro danificado, aceleração nos investimentos no exterior, deflação e esvaziamento da atividade manufatureira. Alternativamente, a Alemanha poderia permanecer na zona do euro. Mas é preciso entender que sua política monetária não pode ser somente para benefício dos credores. Uma política monetária que estabilize a zona do euro precisa também ajudar os devedores.

Além disso, a dependência excessiva em relação à política monetária é resultado de escolhas, em particular, escolhas relativas à política fiscal, nas quais a Alemanha insistiu vigorosamente. É também resultado do excesso de poupança, para o qual a Alemanha contribuiu substancialmente. Os alemães precisam parar de reclamar das tentativas do BCE de lidar com esses dilemas e ajudar a corrigir problemas que, em parte, eles mesmos criaram. **(Tradução de Sergio Blum).**

Martin Wolf é editor e principal analista econômico do FT