

Selic "puro scotch" versus macroprudencial

Carlos Eduardo Gonçalves e Fabio Kanczuk

Talvez a mudança mais explícita de política econômica do governo Dilma foi ter o Banco Central (BC) recorrendo com mais frequência aos chamados instrumentos macroprudenciais, basicamente IOF e compulsório. Quais as consequências dessa migração da convencional Selic "puro scotch" para um mix juro-macroprudencial que causa arrepio aos mais ortodoxos? Há uma genuína preocupação com o risco de um evento de crédito lá na frente, ou trata-se apenas de aversão à Selic por seu impacto no câmbio e na dívida pública? E quais os custos e benefícios de tal mudança?

Arriscando recebermos a alcunha de ingênuos, cremos que a preocupação com a evolução exuberante do crédito no Brasil nos últimos anos foi central na opção por maior carga de medidas macroprudenciais. Isso está colocado de modo bem claro nas comunicações oficiais e nos pronunciamentos do presidente do BC. Claro, ajuda a conter a inflação com menor carga de juros básicos e isso é provavelmente bem visto dentro do governo. Porém, como a preocupação prudencial explicitada pelo BC faz sentido econômico (ainda mais no admirável mundo novo em que vivemos), a interpretação cínica de que evocar risco sistêmico é apenas um subterfúgio para não revelar abertamente ojeriza à Selic parece-nos frágil.

Agora, para o balanço de custos e benefícios.

Os defensores da estratégia macroprudencial levantam várias objeções à Selic. Liderando as queixas está a associação entre sua elevação e a trajetória da dívida do governo. É verdade que mais Selic significa maior dívida pública, tudo o mais constante. Mas por que deveria o BC internalizar essa externalidade enquanto o Tesouro sai ileso de suas ondas de expansão fiscal que emperram a política monetária? Segundo, mais Selic, câmbio mais forte, indústria mais fraca. Queixume eterno. Lamentamos decepcionar os industriais, mas parece-nos que esse canal é, correntemente, um dos menos importantes para explicar o patamar do câmbio real brasileiro, fortemente influenciado pelos termos de troca favoráveis. Terceira crítica: altas da Selic não promovem um efeito-renda relevante, dado que parte dos ativos financeiros estão indexados a ela. Correto, mas o efeito de substituição intertemporal do consumo prevalece intacto.

Para derrubar a inflação é preciso que a política econômica force um crescimento menor. Também a turma da Selic tem seus argumentos críticos. Lembram primeiro que o macroprudencial distorce a alocação de recursos, pois não afeta todo mundo de modo homogêneo. Quem precisa se endividar vê-se em maus lençóis quando o juro para pessoa física dispara com a alta nos compulsórios, mas quem não precisa não tem incentivos a adiar seu consumo presente se o juro que remunera sua poupança não mudou. Ou seja, o fardo do necessário arrefecimento da demanda agregada pesa mais sobre alguns ombros do que outros. Segundo, enquanto não há como se escapar de uma Selic mais alta, os agentes financeiros se esforçam para, a algum custo, driblar as macroprudenciais. Isso gera ineficiências e rouba eficácia da estratégia de ataque à inflação.

Para derrubar a inflação, não há truques de prestidigitação: é preciso que a política econômica force um crescimento econômico menor. Fazendo a hipótese realista de que é limitado o espaço para um desaquecimento significativo via política fiscal (o sonho frustrado de todo economista neoclássico), uma Selic mais alta cumpre a missão afetando tanto o investimento como o consumo privado negativamente.

Outra possibilidade é forçar uma queda maior no consumo hoje, tentando preservar o investimento que aumenta a capacidade de oferta amanhã. Se isso é ideal ou não, depende do contexto. No caso da China, que investe excessivamente e consome pouquíssimo, não parece uma boa estratégia. Já para o Brasil parece-nos fazer algum sentido.

Ocorre que para implementar essa queda desproporcionalmente maior no consumo, a estratégia Selic puro-scoth é menos adequada que a semi-heterodoxia do novo BC. De fato,

os dados robustos de investimento do primeiro trimestre e a perda de vigor nas vendas do varejo são os primeiros sinais de que as coisas estão caminhando na direção.

Estando os dados ainda muito verdes para qualquer julgamento mais firme, resolvemos investigar a eficácia da estratégia macroprudencial em um modelo matemático que simula o comportamento de uma economia real no computador.

Além do tradicional papel da política monetária, em que elevações dos juros reduzem demanda e inflação, o modelo conta com o canal do crédito, implementado da forma proposta pelo próprio Ben Bernanke, presidente do Federal Reserve (Fed, banco central americano) em artigo acadêmico clássico sobre o tema. Com essa especificação, contrações no crédito causadas por outros fatores que não os juros passam a ter efeitos sobre a inflação e atividade. Assim, cria-se espaço para outras formas de implementação da política monetária e controle inflacionário. Para estimar os parâmetros desse modelo, usamos dados da economia brasileira a partir de 1999, fazendo assim com que as equações matemáticas capturem em alguma medida as características reais da nossa economia.

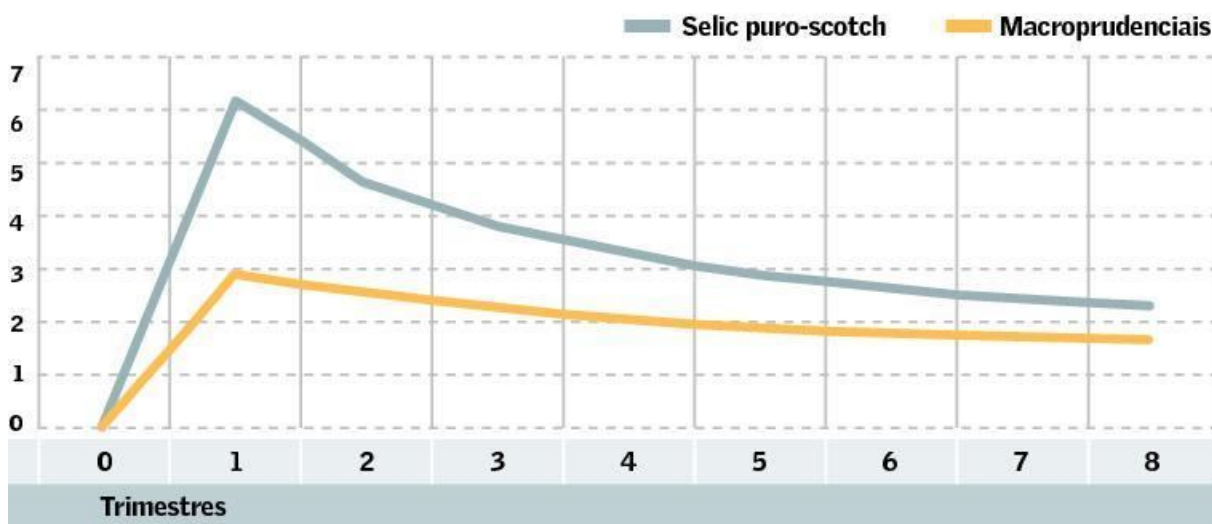
O mérito da análise é o de quantificar os efeitos das duas formas de política monetária - elevação puro scotch dos juros e contração no crédito via outras medidas - sobre inflação e crescimento econômico. Concretamente, mede-se o impacto de um aumento de 1% na Selic sobre o IPCA e sobre o desvio do PIB de sua tendência. A isso comparamos qual seria o impacto de uma queda de 1% no ritmo das concessões de crédito às pessoas jurídicas também sobre inflação e desvio do PIB.

Na figura abaixo reportamos o resultado do experimento grafando a diferença entre os impactos das macroprudenciais e da Selic em termos de sua "razão de sacrifício", que nada mais é que o desvio percentual do PIB de sua tendência necessário para reduzir a inflação em 1%. Vê-se que as macroprudenciais estão associadas a uma menor perda de PIB nesse modelo. Ao atuar mais sobre o consumo do que sobre o investimento, as macroprudenciais machucam menos o crescimento (para um mesmo objetivo de controle inflacionário).

Claro, um modelo não encerra um debate, e nem é esse nosso objetivo. A ideia é mais humilde: adicionar ao rol de custos e benefícios essa característica empírica da estratégia macroprudencial.

Impacto das medidas

Sacrifício de PIB para redução de inflação



Fonte: Composição dos autores

Fonte: Valor Econômico, São Paulo, 1 jun. 2011, Empresas, p. B8.

A utilização deste artigo é exclusiva para fins educacionais