

A ORTODOXIA DO REGIME MACROECONÔMICO BRASILEIRO: DIAGNÓSTICO E PROPOSTAS

André Nassif

Departamento de Economia – Universidade Federal Fluminense (UFF)

andrenassif27@gmail.com

Apresentação no XXIII Congresso Brasileiro de Economia, 17-18 de outubro de 2019, Florianópolis (SC), baseada no *paper* “Macroeconomic policies in Brazil before and after the 2008 Global Financial Crisis: Brazilian policy-makers still trapped in the New Macroeconomic Consensus Guidelines”, de André Nassif, Carmem Feijo e Eliane Araújo, a ser apresentado no 23rd of the Forum for Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM), Berlim, Alemanha, 24-26 de outubro de 2019. (https://www.boeckler.de/pdf/v_2019_10_24_programm_fmm.pdf)


Sumário:

1. O Novo Consenso Macroeconômico e a autocrítica do *mainstream* após a crise financeira global de 2008
2. O tripé macroeconômico como o Santo Graal do regime macroeconômico brasileiro
3. Keynes revive: a teoria de Keynes de determinação das taxas de juros e do nível de preços
4. O regime de metas de inflação é compatível com a teoria keynesiana original?
5. Os problemas da política monetária brasileira: evidências econométricas do regime de metas de inflação e implicações de política econômica (1999-2017)

O Novo Consenso Macroeconômico (1993-2007)

- Formou-se ao longo da chamada Grande Moderação (1993-2007)
- Prevaleceu até a crise financeira global de 2008 e, desde então, uma *mea-culpa* e autocrítica vem fazendo com que o arcabouço teórico macroeconômico esteja sendo reconstruído pelo *mainstream*

O Novo Consenso Macroeconômico na política monetária:

- ❖ Em princípio, pode haver *trade-off* entre inflação e desemprego no curto prazo (Curva de Phillips vertical no longo prazo);
- ❖ *Trade-off* é aceito no curto prazo, mas resulta ou de ilusão monetária (Friedman, 1968) ou de dificuldade de distinção entre mudança de preços relativos e mudança do nível de preços – agentes podem ter “surpresas de preços” (Lucas, 1973);
- ❖ Hipóteses de expectativas racionais (Lucas, 1973) e teoria da credibilidade e reputação (Kydland e Prescott, 1977)  Suporte teórico para a defesa de que a política monetária focasse exclusivamente o controle da inflação, com o uso de um único instrumento, a taxa de juros básica de curto prazo (Lucas (1973): bancos centrais deveriam perseguir apenas um único objetivo (meta de inflação) com um único instrumento de política (a taxa básica de juros), em que pese a regra de Taylor também inserir na função de reação dos bancos centrais o hiato do produto.

O Novo Consenso Macroeconômico na política fiscal:

- ❖ Rejeição da política fiscal como instrumento de política para levar as economias ao pleno-emprego; ou seja, política fiscal neutra justificada pela hipótese de equivalência ricardiana (Barro, 1974);

O Novo Consenso Macroeconômico na política cambial:

Defesa da livre-mobilidade de capitais e de um regime de câmbio flutuante como forças capazes e independentes para promover o ajuste automático do balanço de pagamentos;

“Trindade impossível”: dentre i) autonomia (e estabilidade) monetária; ii) taxas de câmbio flexíveis (estabilidade cambial) e iii) livre mobilidade de capitais; só é possível obter dois desses três objetivos de política econômica (Mundell, 1960)

A autocrítica do mainstream após a crise global de 2008:

Política monetária:

Depois de 2008: Políticas monetárias agressivas (zero-bound rates + QE) são aceitas (depois de 10 anos, quase o novo-normal?) para reverter depressões profundas e crescimento lento com inflação muito baixa;

Para países que guiam sua política monetária por metas de inflação (sobretudo os em desenvolvimento), Yellen (2017) recomenda enfaticamente “metas de inflação flexíveis” (vários objetivos/vários instrumentos)

Políticas financeiras para regular mercados desregulados (Minsky, 1982, também revive!)

Política fiscal:

Estímulos fiscais keynesianos novamente novamente reabilitados; Razões: multiplicadores fiscais maiores que 1 nas recessões; além disso, política fiscal expansionista acelera a recuperação e o crescimento em economias recém saídas de recessões profundas e prolongadas, comandadas por armadilhas de liquidez (Roubini, 2014)

Política cambial:

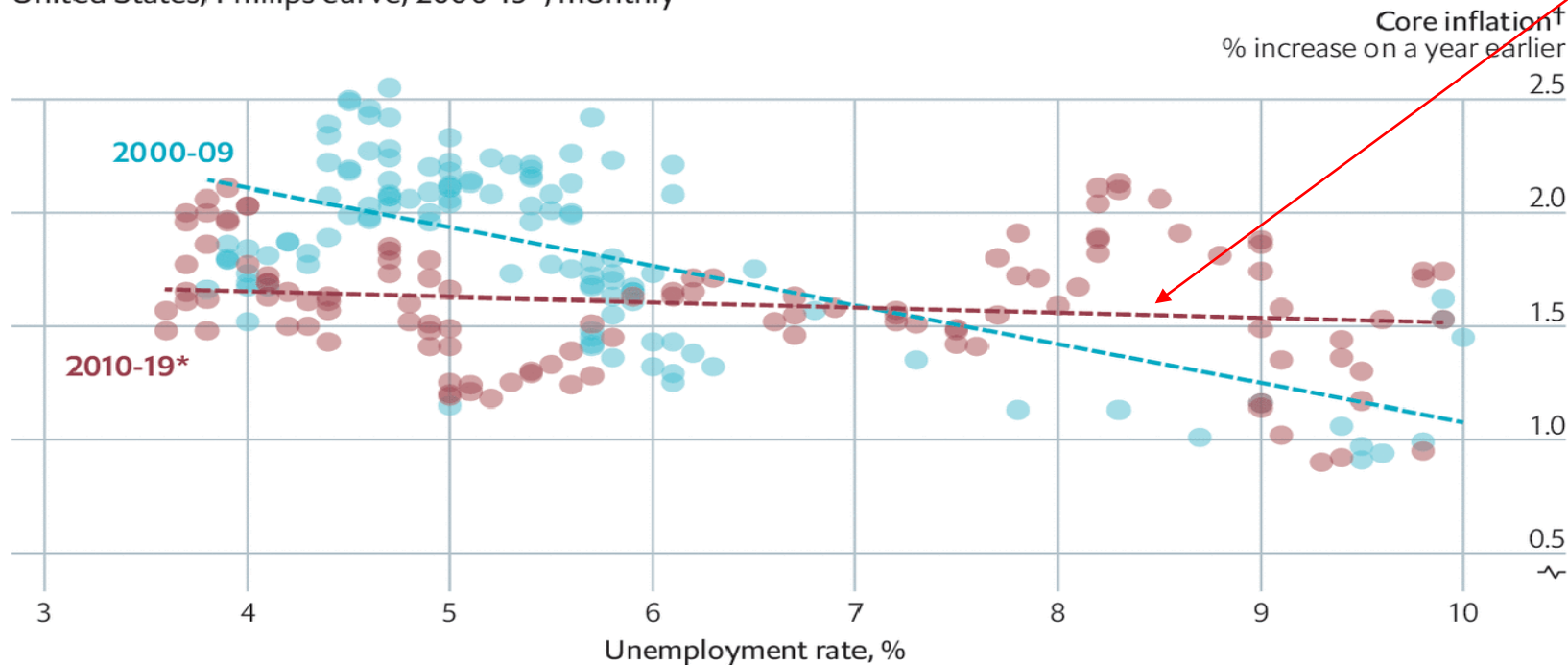
Nada mudou, porque influenciada pelo modelo Mundell-Fleming: objetivo é apenas amortecer choques externos e propiciar o ajuste automático do balanço de pagamentos em regimes de câmbio flexíveis.⁵

Política Macroeconômica	O Novo Consenso Macroeconômico (até 2007-2008)	O Tripé Macroeconômico Brasileiro	A Reconstrução da Teoria da Política Macroeconômica pelo <i>mainstream</i> após a crise global de 2008
Política cambial	Taxas de câmbio flexível (flutuação suja) - ajuste do BP	Taxa de câmbio flexível (flutuação suja) – ajuste do BP	Taxa de câmbio flexível (flutuação suja) – ajuste do BP
Política fiscal	Neutra: veto ao uso de políticas fiscais para levar ao pleno-emprego	Procíclica: Metas para superávits fiscais primários (assegurar confiança no ajuste da dívida pública)	Contracíclica: defesa de déficits fiscais nas recessões (multiplicadores maiores que 1)
Política monetária	Só um objetivo/ só um instrumento (inflação baixa e na meta/taxa de juros básica de curto prazo)	Só um objetivo/ só um instrumento (inflação baixa e na meta/taxa de juros básica de curto prazo)	Vários objetivos/vários instrumentos (inflação/crescimento/ estabilidade financeira, etc) + (taxas de juros básicas, medidas macroprudenciais e, excepcionalmente, controle de capitais)

A Reconstrução da política monetária pelo *mainstream*: a Curva de Phillips não é mais aquela (nem síntese neoclássica, nem Lucas)!

Flattening up

United States, Phillips curve, 2000-19*, monthly



Source: Datastream from Refinitiv

*To August †Personal consumption expenditures, excl. food and energy

Praticamente horizontal!
Baixo desemprego e inflação quase zero!

Prováveis causas: não é produtividade, porque ritmo é lento nos países desenvolvidos (“estagnação secular”)

Pode ser aumento de custos (via salários nominais) não totalmente repassados para preços (maior concorrência).

Fonte: The Economist, 10 October 2019.

Maynard revive: a teoria da taxa de juros e o papel da política monetária na perspectiva keynesiana:

Para Keynes, as taxas de juros reais de longo prazo devem ser baixas para sustentar o crescimento econômico. O Banco Central é capaz de fixar as taxas de juros de curto prazo (*policy-rates*), mas não as de longo prazo:


- *“The short-term rate of interest is easily controlled by the monetary authorityBut the long-term rate may be more recalcitrant when once it has fallen to a level which, on the basis of past experience and present expectations of future monetary policy, is considered ‘unsafe’ by representative opinion.”*
- *[...] “the rate of interest is a highly conventional, rather than a highly psychological, phenomenon.”(emphasis added).*

(Keynes, GT, 1936, pp-202-203).

Ou seja, para Keynes a taxa de juros de curto prazo não é o instrumento mais apropriado (pelo menos não o único) para controlar a inflação, porque provoca distorção no processo de formação de preços (Keynes, 1936; 1937a).

Restrito espaço para que as políticas monetárias fixem taxas de juros “normais” (taxas reais abaixo das taxas médias de retorno sobre o capital) devido à elevada abertura aos fluxos de capitais (Rey 2013)

1) Dinâmica do ciclo financeiro global (e também da incerteza global) determinada pela política monetária do centro hegemônico, i.e., pelo FED-USA (Rey, 2013);

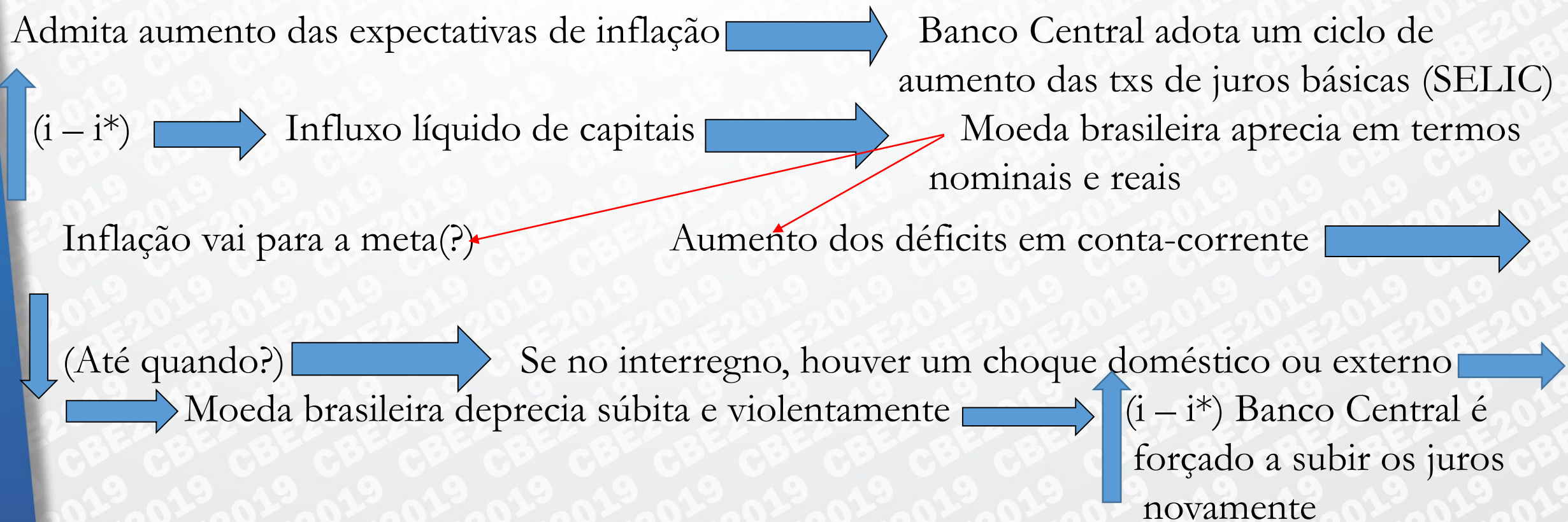
Fase de bonança: FED reduz a taxa de juros básica de curto prazo (FED-Funds) e mundo é inundado por elevado fluxo de liquidez  Taxas de câmbio dos países periféricos são pressionadas para baixo (ciclo de apreciação real);

2) Forte correlação negativa entre incerteza (*VIX-Chicago Board Options Exchange*, maior mercado de opções dos Estados Unidos) e fluxos de capitais (Rey, 2013).

- 3) Fluxos de capitais e de crédito globais crescem dramaticamente quando a incerteza é baixa ou moderada, mas colapsam quando dispara o *VIX* (Rey, 2013).
- 4) Impossível países periféricos terem política monetária autônoma nesse contexto de ampla abertura ao movimento de capitais. Para Rey (2013), países periféricos enfrentam um “dilema”: só é possível restaurar alguma autonomia de política monetária se houver alguma forma de controle das maciças entradas e saídas de capitais.
- 5) Brasil é um dos países periféricos mais afetados adversamente pelo seu elevado grau de abertura financeira externa e pela alta volatilidade de seus movimentos de capital.

Brasil sob metas de inflação (1999-2019):

$$(i - i^*) = e^e + RP$$



NO LONGO PRAZO, NEM ESTABILIDADE DE PREÇOS, NEM CRESCIMENTO ECONÔMICO!

O regime de metas de inflação é compatível com a teoria keynesiana?

O regime pressupõe:

- Neutralidade da moeda; estabilidade monetária como único objetivo da política monetária (Friedman, 1968; Lucas, 1979);
- Efeitos da política monetária só no curto prazo;
- Compromisso com a inflação na meta é essencial para o banco central assegurar credibilidade e reputação (Kidland and Prescott; 1977);
- Na ausência de rigidezes reais, trazer a inflação para a meta é o mesmo que zerar o hiato do produto (a “divina coincidência”, como defenderam Blanchard e Galí (2007), num paper do início de 2007, pouco antes da grande Crise Financeira Global de 2008;
- Todos esses pressupostos, no conjunto, levaram à proliferação da regra de Taylor como regra básica de determinação das taxas de juros básicas de curto prazo (John Taylor, 1993).

Como Lance Taylor (2010) argumenta:

- A regra de Taylor só é eficiente, se e somente se, a inflação for um fenômeno de demanda (excesso de demanda agregada sobre o produto potencial);
- Se a inflação for decorrente de um choque de oferta, um ciclo de alta das taxas de juros para debelar os chamados efeitos secundários (*second-round effects*) pode agravar ainda mais os efeitos negativos derivados daqueles choques, causando custos sociais indesejáveis (elevado desemprego).

Portanto:

- O regime de metas de inflação é definitivamente incompatível com a teoria keynesiana;
- Como discutido recentemente por A.L. Resende (2017), a moeda convencional tal como a conhecemos tende a desaparecer com a difusão de moedas digitais, o que tornará urgente a concepção de uma nova teoria monetária;
- No entanto, como não é prudente eliminar abruptamente o regime de metas de inflação, nesse ínterim, a melhor opção é adotar metas de inflação flexíveis (diversos objetivos; diversos instrumentos), como defendeu Yellen (2017), recentemente. Mas não somente isso: aumentar o horizonte temporal (no Brasil, de apenas 1 ano calendário) para o alcance da meta (como faz a maioria dos países que adota esse regime).

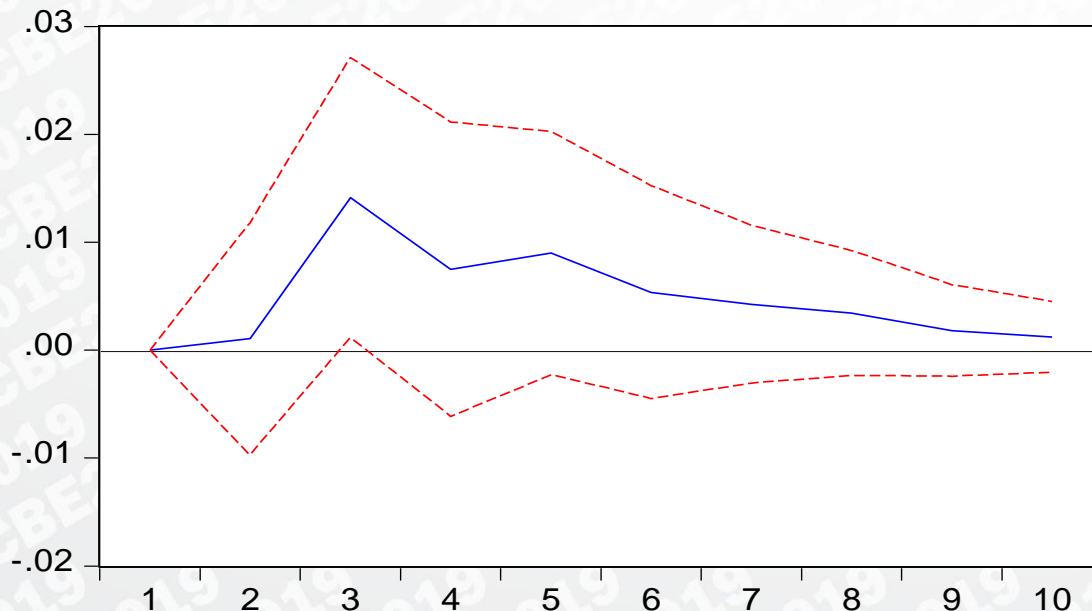
Evidências empíricas: Efeitos da política monetária no contexto do regime de metas de inflação no Brasil

- Modelo de vetores autoregressivos (VAR): Fizemos 2 testes econométricos
- Teste 1: Inflação no Brasil induzida pela demanda ou pelos custos? Testamos o impacto do **crescimento do produto industrial** (proxy para demanda agregada) e da **taxa de câmbio** sobre a inflação. Ou seja, quanto a demanda agregada afeta o nível de preços no Brasil? E quanto a taxa de câmbio afeta o nível de preços no Brasil?
- Teste 2: Quais os principais canais de transmissão da política monetária (i.e. da taxa de juros nominal básica de curto prazo) sobre a **demanda agregada**, sobre a própria **inflação (via canais de expectativas)**, sobre a **atividade econômica**, sobre a **dívida pública** e sobre a **taxa de câmbio**?

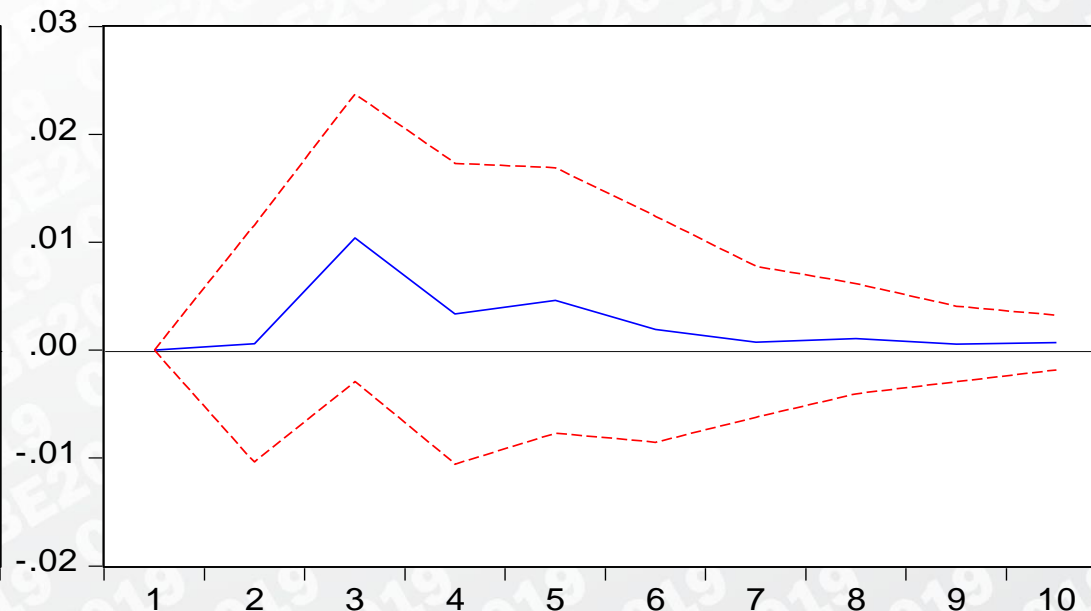
Efeito sobre o IPCA de um choque de demanda e de câmbio

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.

Response of DLOGIPCA to DLOGCAMBIO



Response of DLOGIPCA to DLOGINDSA



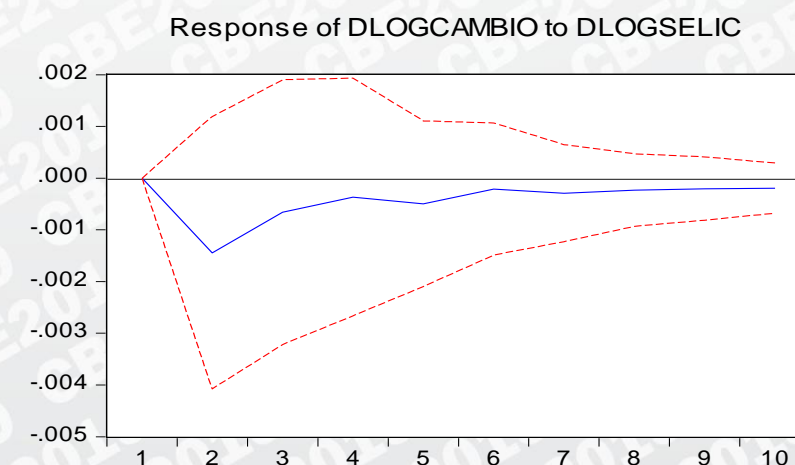
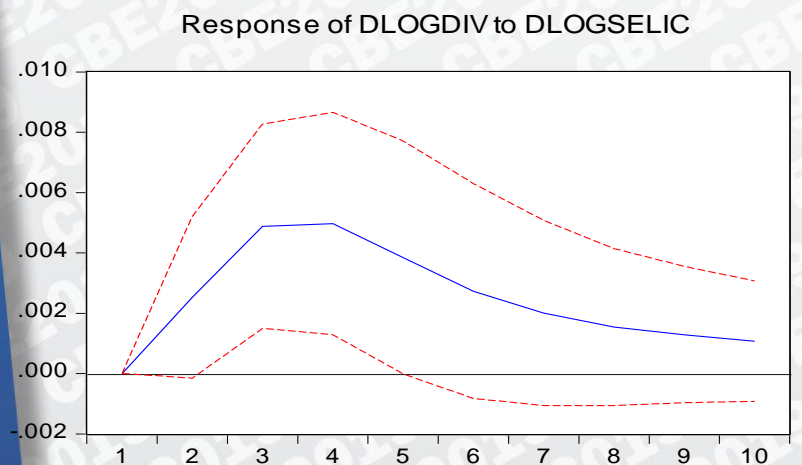
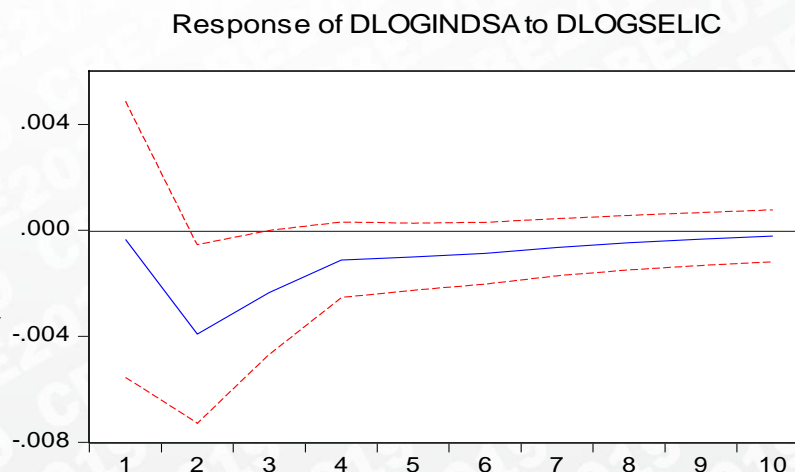
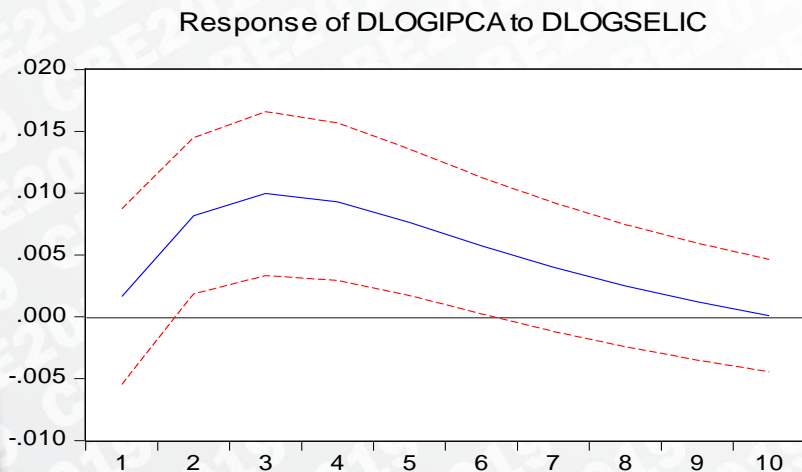
Resposta da inflação a um choque de demanda é relativamente fraca

Depreciação da moeda brasileira tem efeito sobre os preços 2 meses depois do choque, mas o efeito acelerado sobre a inflação é persistente nos meses subsequentes: no 7º mês após o choque a inflação continua mais elevada que no nível inicial.

Esses resultados sugerem que a inflação brasileira é predominante de custos, e não de demanda.

Respostas da inflação, produto, riqueza e taxas de câmbio a mudanças na SELIC

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Respostas das variáveis a choques nos juros?

Efeito sobre o IPCA:

Inicialmente a inflação acelera, alcança o máximo no 3º mês e reduz daí em diante – “*price puzzle*”?

Efeito sobre a atividade econômica:

Claramente negativo;

Effect on Gross Public Debt:

Efeito positivo e prolongado sobre a dívida pública;

Effect on exchange rate:

Efeito claramente negativo:

Tendência de apreciação do real

Conclusões:

O uso da taxa de juros como único instrumento de política monetária reduz a inflação no Brasil, mas seus custos de longo prazo são muito superiores aos seus benefícios:

- ✓ Aumenta demasiadamente o desemprego;
- ✓ Aumenta a dívida pública;
- ✓ Aprecia a moeda brasileira em termos reais;
- ✓ Consequentemente, por afetar a competitividade dos setores *tradables* (sobretudo manufaturados), reduz a rentabilidade esperada dos investimento;
- ✓ E, portanto, reduz o crescimento econômico no longo prazo.

Implicações de política econômica: as taxas de juros reais historicamente muito baixas poderão ser o “novo normal” na economia brasileira na próxima década?

Não necessariamente. Regime macroeconômico baseado no tripé não é consistente com taxas de juros reais baixas. Para reverter a “armadilha” de juros altos/câmbio apreciado e baixo crescimento, será necessário:

- i) Um regime de metas de inflação mais flexível (mais de 1 objetivo/ mais de 1 instrumento – mas também aumento do horizonte temporal do alcance da meta);
- ii) Restaurar o caráter contracíclico da política fiscal;
- iii) Um regime de câmbio flutuante administrado, e não de flutuação suja. Não descartar controles de capital *ad hoc*. Afinal, como enfatizou Helène Hey, 2015, os policy-makers em economias em desenvolvimento abertas aos fluxos de capitais enfrentam não um “trilema” (estabilidade monetária x estabilidade cambial x livre mobilidade de capitais), mas um “dilema” (estabilidade monetária x estabilidade cambial). E não é possível assegurar os dois com ampla abertura ao fluxo de capitais!

OBRIGADO!

andrenassif27@gmail.com