

17/11/2015 - 05:00

## O enigma

Por **Antonio Delfim Netto**

Todos os economistas respeitam as evidências empíricas porque sabem que elas são a única forma de dar utilidade prática à disciplina que cultivam e à qual se dá o nome de economia. Ela tenta entender como se acomoda o comportamento do agente econômico individual e as consequências da sua inevitável agregação no nível coletivo, que parece revelar relações estáveis e, às vezes, mensuráveis.

O grande objetivo é descobri-las e medi-las, nem que seja apenas para conhecer o sinal do eventual nexo de causalidade. E a grande esperança é que possam ser manipuladas para melhorar o nível de bem-estar da sociedade.

Um exemplo interessante desse processo é a explicação de um fenômeno tão importante quanto a inflação que acompanha o homem desde o monopólio da emissão da moeda metálica pelo Estado. No momento da sua emissão, a "quantidade de metal precioso" incorporada à unidade monetária tem o valor equivalente a uma dada cesta de mercadorias e serviços. Ao longo do tempo, entretanto, eles produzem discretamente um decaimento ("debasement") dessa quantidade, o que parecia ativar o aumento dos preços, isto é, a inflação.

### ***Cai o poder da política monetária para estabilizar a economia***

As explicações escolásticas no fim da Idade Média ainda atribuíam a inflação a tal decaimento. Foi Jean Bodin (1530-1596), na "Réponse aux Paradoxes de M. le Malestroit" (1568), quem revelou que a relação de causalidade era da quantidade de moeda (não do seu conteúdo de ouro ou prata) para os preços, racionalizada por John Locke (1632-1704).

Durante décadas, a manipulação da identidade  $PT = MV$  - o preço médio de tudo que foi transacionado (P), multiplicado pelo volume unitário das transações (T) é necessariamente igual a tudo que foi pago em moeda (M) multiplicado pelo número de transações feito por cada uma (V) - foi a grande diversão algébrica dos economistas. Foi levada ao paroxismo pelos "monetaristas" do século XX, com suas "longas e variáveis defasagens".

Devido à instabilidade da relação entre massa monetária e PIB, a política monetária evoluiu para o controle da taxa de juros de curto prazo. A evolução foi causada pelas mudanças autônomas dos comportamentos sociais dos agentes e pelas inovações criadas no mercado financeiro.

Nos meados dos anos 90 do século passado, chegou-se à compreensão que a política monetária influi na economia através de pelo menos quatro canais de "transmissão": 1) taxa de juro; 2) taxa de câmbio; 3) crédito; e 4) efeitos sobre os preços dos ativos (riqueza).

Na ponta da linha dos seus aperfeiçoamentos estão os modelos dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral (DSGE, em inglês), que incorporam uma macroeconomia de tempero keynesiano, fundamentos microeconômicos com hipóteses maximizantes, competição imperfeita e viscosidade de preços.

O Banco Central do Brasil tem no seu corpo profissional bem apetrechados economistas e tem, também, os seus modelos. Como se comunica com o país em "bancocentralês", em "matematiquês" e em inglês, é frequentemente mal entendido. Tem um DSGE de médio porte, que tem sido mantido no "estado da arte".

Recentemente recebeu uma modificação substantiva que levou em conta "tanto necessidades de alterações em variáveis observadas quanto a experiência acumulada no processo de projeções para o Copom". As alterações são importantes e, na minha opinião, sugerem que os seus economistas continuam "ligados" às profundas incertezas que envolvem a eficácia da

O primeiro problema monetária no mundo. Isso é visível desde o começo, em 2011, quando, provavelmente com alguma ironia, eles deram o nome de "Samba" ao modelo mais completo... <http://www.valor.com.br/imprensa/noticia-impresso/4318560>

É assunto árido, talvez técnico demais, mas muito revelador. Quais as modificações que foram implementadas? A primeira foi que "a versão log-linearizada do modelo foi substituída pela especificação não linear original, que traz como consequência, a necessidade de definir as curvas de Phillips" (a nebulosa ligação entre variações de salário e do desemprego). Na segunda, "o bloco fiscal foi alterado para tratar a tributação como variável de ajuste para atingir o equilíbrio dinâmico das contas públicas, tornado exógeno o componente dos gastos do governo". Não há nada de dramático nos novos resultados, mas eles mostram uma resposta mais lenta da inflação e mais aguda do PIB à política monetária.

Suspeito que as incertezas que ainda cercam as decisões do Fed estão ligadas à perplexidade de Alan Greenspan. Quando, em 2004, viu a quebra da relação entre as taxas de juros de curto e longo prazo, chamou-a de enigma ("conundrum"). As pesquisas empíricas recentes parecem mostrar um importante declínio do poder da política monetária para promover a estabilidade da economia.

No Brasil, é visível pela segmentação do mercado de crédito. Nos EUA, a elasticidade do emprego com relação à taxa de juro parece ter se reduzido estruturalmente em muitos setores, colocando sérios problemas para a sensibilidade da chamada curva de Phillips, os mesmos que preocupam os economistas do nosso Banco Central. No mês de dezembro talvez saibamos se a "chairwoman" Yellen decifrou o enigma...

**Antonio Delfim Netto é professor emérito da FEA-USP, ex-ministro da Fazenda, Agricultura e Planejamento. Escreve às terças-feiras**

**E-mail: [ideias.consult@uol.com.br](mailto:ideias.consult@uol.com.br)**