

# Qual o instrumento anticíclico?

Por Ricardo Barboza e Bráulio Borges

*Valor Econômico*, 05/10/2020 \

Temos um problema grave de ciclo econômico e não temos instrumento suficiente para resolvê-lo. No curto prazo, estaremos todos mortos

O PIB de um país está sempre sujeito a flutuações cíclicas. Cabe à política (macro)econômica atuar para combater essas flutuações. Isso significa utilizar instrumentos de política para fazer a economia voltar ao pleno emprego, situação em que a taxa de desemprego se iguala à taxa natural de desemprego.

O Brasil tem experimentado (há algum tempo) um enorme problema cíclico, com taxas de desemprego muito acima de qualquer estimativa de taxa natural de desemprego.

## **Temos um problema grave de ciclo econômico e não temos instrumento suficiente para resolvê-lo**

Hoje, a taxa de desemprego está em 13,8%, o maior valor desde 1992. Antes da covid-19, estava em cerca de 11%. Não fosse a queda na taxa de participação, decorrente do isolamento social, a taxa de desemprego estaria por volta de 23%! Já a taxa natural de desemprego brasileira parece se encontrar ao redor de 9-9,5%. Há colegas especialistas em mercado de trabalho que afirmam que a taxa natural estaria entre 6% e 7% após a reforma trabalhista aprovada em 2017.

Em outras palavras, a economia vem operando com uma ociosidade brutal na sua força de trabalho. Isso sem contar a diferença entre as horas efetivamente trabalhadas e a jornada usual/desejada de trabalho - que seria mais um indicativo de ociosidade, neste caso entre trabalhadores ocupados.

Desde a década de 90, formou-se um consenso entre economistas que a política monetária deveria ser a grande responsável pelo combate às flutuações cíclicas, por meio do manejo da taxa de juros. O problema é que a taxa de juros tem um limite inferior, muito próximo de zero em termos nominais. Esse limite existe porque em economias monetárias, a moeda é um ativo cuja remuneração nominal é zero.

O Brasil ainda não está no limite zero da taxa de juros. Mas o Banco Central defende a hipótese que já alcançamos ou estaríamos muito próximos de alcançar o limite inferior da taxa Selic. Nas palavras da autoridade monetária, “o espaço remanescente para utilização da política monetária, se houver, deve ser pequeno”. Isso cria um problema para a economia brasileira, que não teria mais à sua disposição o seu principal instrumento para fazer a economia voltar ao pleno emprego.

Qual seria então o nosso instrumento anticíclico?

Quando os países avançados chegaram no limite inferior da taxa de juros, começou uma rica discussão de política econômica nesses lugares. Um dos instrumentos típicos que voltaram a ser utilizados foi a política fiscal, por meio da ampliação do gasto público e/ou da redução das alíquotas de imposto.

Aqui no Brasil, contudo, essa opção não parece disponível, segundo o Ministério da Economia. Como a situação fiscal do país é delicada - e ainda existe a restrição do teto de gastos - a política fiscal também não poderia ser o instrumento de política anticíclica que a situação requer.

Ora, se a política monetária já não está mais disponível e a política fiscal também não pode ser utilizada, o problema do ciclo econômico brasileiro começa a ganhar contornos mais dramáticos.

Nos países avançados, um instrumento que teve início quando a taxa de juros zero apareceu foi a política de expansão quantitativa: Bancos Centrais começaram a comprar ativos financeiros (públicos e privados) via criação de moeda, implementando um aumento deliberado da base monetária. Um estudo do time econômico da Goldman Sachs, em 2010, sugere que cada US\$ 1 trilhão de expansão quantitativa nos EUA correspondeu a um corte de 1% da taxa básica de juros.

No caso do Brasil, que ainda tem juro positivo, a política de expansão quantitativa não pode ser utilizada. Caso o Banco Central resolva ampliar a base monetária, esse movimento vai reduzir a Selic, sendo que o Banco Central já falou (ainda que sem mostrar qualquer evidência disso) que estamos no limite inferior da taxa de juros, nível a partir do qual a queda da Selic deve gerar mais custo do que benefício.

Isso aumenta o nosso desespero. Afinal, os principais instrumentos utilizados no resto do mundo quando o limite inferior da taxa de juros foi alcançado, não parecem disponíveis por aqui.

Há quem diga que o Banco Central colocou em prática um novo instrumento para resolver a situação: o forward guidance. Em tese, esse instrumento poderia reduzir uma parte da estrutura a termo da taxa de juros, ao sinalizar uma postura do juro básico do tipo “lower for longer”. Como as decisões de consumo e investimento dependem das taxas de juros de diversas maturidades, esse seria um instrumento alternativo de estímulo à economia.

Há vários problemas em colocar as fichas da política anticíclica no forward guidance. Primeiro, pelo fato de que esse instrumento não é novo; ele apenas foi modificado. De fato, o Banco Central sempre fez forward guidance ao revelar os seus cenários de mercado e híbrido. Nesses cenários, quando as projeções de inflação ficavam abaixo da meta, como agora, é como se o BC comunicasse: “olha mercado, com as taxas de juros que vocês estão enxergando daqui pra frente, a inflação não converge pra meta”.

Assim, os agentes revisavam para baixo as suas expectativas de taxa de juros - precisamente o que se pretende com o forward guidance hoje. Assim sendo, não há razões para antever grandes impactos só pelo fato de que agora o Banco Central resolveu falar mais grosso com a mesma mensagem.

O segundo motivo é que desde que o Banco Central anunciou explicitamente seu novo forward guidance, na reunião de agosto, as taxas longas subiram (ao invés de cair). Sempre se pode argumentar que no cenário contrafactual (ou seja, sem o forward guidance) os juros seriam ainda maiores. Mas no mundo factual não houve qualquer estímulo adicional à economia após o forward guidance remodelado.

Diante do que foi apresentado, não há como não descrever com agonia a situação da economia brasileira. Temos um problema grave de ciclo econômico e não temos instrumento suficiente para resolvê-lo. No curto prazo, estaremos todos mortos.

**Ricardo Barboza é professor da Coppead/UFRJ/Alumni e mestre em Macroeconomia pela PUC-Rio.**

**Bráulio Borges é pesquisador associado do Ibre/FGV, economista sênior da LCA e mestre em Teoria Econômica pela USP. As opiniões aqui expressas são estritamente pessoais**