

Política monetária Compras de ativos são benéficas por um determinado intervalo de tempo

Estímulos feitos por BCs têm limites

Sergio Lamucci
De Washington

As compras de ativos pelos bancos centrais têm efeitos positivos para a economia em algumas circunstâncias, ao aumentar a demanda e diminuir restrições financeiras, mas depois de um determinado ponto elas tendem a se tornar contraproducentes, diz estudo dos economistas Aloisio Araújo, da Fundação Getúlio Vargas (FGV) do Rio, e Michael Woodford, da Universidade de Columbia, um dos grandes especialistas em política monetária da atualidade. “Os bancos centrais fariam bem em evitar a armadilha de pensar que, se as políticas de compras de ativos se provaram úteis, aquisições ainda maiores serão sempre melhores”, concluem os autores, grupo que inclui Susan Schommer, do Instituto Nacional de Matemática Pura e Aplicada (Impa), onde Araújo também leciona.

O trabalho aponta limites para a política adotada por bancos centrais como o Federal Reserve (Fed, o banco central americano), que passou a reduzir o ritmo de compra de títulos do Tesouro e papéis lastreados em hipotecas, primeiro, de US\$ 85 bilhões para US\$ 75 bilhões por mês, por estar mais satisfeito com a recuperação da economia. Araújo considera a decisão sensata porque os benefícios das aquisições podem

começar a ser revertidos, como indica o estudo. Na semana passada, o Fed decidiu diminuir as aquisições para US\$ 65 bilhões por mês. Para Araújo, a estratégia gradual faz sentido.

Segundo o trabalho, uma vez que uma parcela suficiente da oferta total de um ativo está nas mãos do BC é “quase inevitável” que o primeiro impacto “de compras adicionais seja apertar as restrições financeiras, em vez de relaxá-las, e contrair a demanda, em vez de expandi-la”. Nesse cenário, enquanto aquisições de títulos “são claramente benéficas” até um determinado limite, compras adicionais passam a ser “contraproduativas”, tanto do ponto de vista macroeconômico (de gestão da demanda) como do microeconômico — no caso do compartilhamento do risco de modo eficiente.

Com a terceira rodada em curso do chamado afrouxamento quantitativo (QE, na sigla em inglês), o Fed tem hoje um balanço com mais de US\$ 4,1 trilhões em ativos. Araújo diz que o estudo não teve como objetivo dizer quando o Fed ou outros bancos centrais devem parar com as aquisições. O trabalho aponta problemas que podem surgir de um exagero da política.

Atualmente professor visitante da Universidade de Harvard, onde tem feito palestras e ministrado cursos, Araújo diz que o estudo “permite” uma justificativa

teórica para o QE. Os bancos centrais adquirem ativos para manter baixas as taxas de longo prazo e, com isso, tentam estimular a economia, num cenário em que os juros básicos estão próximos de zero — no caso dos EUA, desde dezembro de 2008. “Existia pouco entendimento teórico dos motivos para atuar nessa via”, segundo Araújo. O trabalho mostra que a atuação do BC pode, de fato, afetar cotações de ativos, a alocação de recursos e o nível geral de preços na economia. Ele foi divulgado em dezembro pelo Centro Nacional de Pesquisa Econômica (NBER, na sigla em inglês) e apresentado em outubro num seminário do Fed de Saint Louis.

Um dos diferenciais do estudo é introduzir o que Araújo chama de uma “forte fricção no mercado financeiro”, considerando que só se podem fazer operações de crédito com garantias reais, como imóveis no caso do financiamento imobiliário. “Uma situação totalmente flexível e em que tudo funciona bem é muito idealizada”, diz Araújo, que trabalha há tempos com modelos envolvendo garantias.

Woodford é um dos mais respeitados economistas na área de política monetária. No seminário de Jackson Hole de 2012, promovido pelo Fed, ele apresentou um estudo que fez barulho, defendendo a adoção de uma meta para o PIB nominal pela autoridade monetá-

ria dos EUA e ressaltando a importância da transparência na comunicação dos bancos centrais.

Ainda que gradual, a redução das compras de ativos pelo Fed impacta a liquidez nos mercados internacionais, exigindo uma atitude distinta dos mercados emergentes, destaca Araújo. Para reagir a esse cenário, o Brasil deve corrigir a política fiscal, diz ele, afrouxada demais nos últimos anos. "Também é necessário estar pronto para elevar mais os juros." O governo, porém, deve concentrar esforços em reverter a piora fiscal, procurando conter as despesas correntes, para não ter que aumentar demais os juros, "o que é ruim até do ponto de vista fiscal", afirma ele.

Para o economista, também é vital mudar a forma de atuação do BNDES. O foco deve passar a ser a infraestrutura, diz Araújo, ressaltando a importância de aumentar a participação dos bancos privados no financiamento do setor. Segundo ele, houve uma melhora nos leilões de concessões de infraestrutura realizados no fim do ano passado, mas é possível evoluir, com desenhos de mecanismos mais sofisticados.

Se promover essas mudanças, o Brasil pode evitar mais turbulências, acredita Araújo, para quem a situação do país hoje, com US\$ 375 bilhões de reservas, é melhor do que em outros momentos de piora do cenário global. É fundamental, porém, fazer essas alterações.