

Afrouxamento quantitativo tupiniquim?

Márcio G. P. Garcia¹
19 de outubro, 2012

Se e quando a economia mundial se recuperar, e retornarem os fluxos de capitais, o BC deve moderar uso das caras intervenções esterilizadas.

Em resposta, quem sabe, às sucessivas reclamações de nossas autoridades quanto aos efeitos colaterais do afrouxamento quantitativo da política monetária nos países avançados, o blog *beyondbrics*, do *Financial Times*, acusou o Brasil de praticar política semelhante.² Segundo o blog, as maciças intervenções cambiais esterilizadas que o BC fez no passado, elevando as reservas cambiais a níveis acima de 380 bilhões de dólares, seriam também uma forma de afrouxamento monetário quantitativo (quantitative easing; QE).

QE é uma ferramenta de política monetária para ser usada em casos extremos de fraqueza da economia. Os bancos centrais recorrem ao QE somente quando a política monetária convencional já perdeu seu poder de estimular a economia, por estar a taxa nominal de juros perto de zero. Ainda que o PIB brasileiro esteja crescendo pouco e a taxa Selic tenha atingido seu nadir de 7,25%, nada indica que QE seja política adequada no Brasil. Na verdade, as intervenções esterilizadas foram muito fortes em 2010, justamente quando o PIB cresceu muito (7,5%) e a taxa Selic terminou o ano em dois dígitos. Já nos últimos meses, como os fluxos de capitais diminuíram e nossas exportações caíram, na esteira da queda do preço das *commodities*, o BC não tem intervindo no mercado de câmbio à vista.

Apesar disso, há, de fato, similaridades entre QE e as maciças intervenções cambiais esterilizadas que o BC conduziu até recentemente e pode voltar a fazer no futuro. Frequentemente, o BC tem se manifestado, via documentos ou declarações de seus diretores e presidente, que, quando excessivos, fluxos de capital tenderiam a criar bolhas de crédito, mesmo quando o BC compra os dólares via intervenções esterilizadas. Outros bancos centrais de países emergentes compartilham tal opinião.

Em artigo acadêmico,³ mostro que, de fato, intervenções cambiais esterilizadas acabam levando ao crescimento do crédito, o que aumenta a demanda agregada e pressiona a inflação. Esse efeito ocorre independentemente do impacto que as intervenções esterilizadas possam vir a ter sobre a taxa de câmbio. Naturalmente, se as intervenções

¹ Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira por mês.

² “Quantitative easing, Brazilian style”, disponível em <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2012/09/10/quantitative-easing-brazilian-style/#axzz29YwZcV25>.

³ “CAN STERILIZED FX PURCHASES UNDER INFLATION TARGETING BE EXPANSIONARY?”, disponível em www.econ.puc-rio.br.

esterilizadas ajudarem a depreciar o real, serão dois os efeitos expansionistas sobre a demanda agregada.

O canal de transmissão das intervenções esterilizadas ao crédito e à demanda agregada opera da seguinte forma. Suponha, para facilitar, que os fluxos de capitais tomem a forma de empréstimo externo a um banco brasileiro, que representaria todo o setor bancário. Quando o banco brasileiro recebe os recursos externos, seu passivo (e ativo) aumenta no equivalente em reais do empréstimo externo. A intervenção esterilizada do BC visa a garantir que o banco vá aplicar tais recursos integralmente em títulos públicos (operações compromissadas, *reverse repos*) que rendem a taxa Selic. Assim, quando o BC finaliza a intervenção esterilizada, o banco se vê com um ativo maior (devido ao empréstimo externo) alocado proporcionalmente mais em títulos públicos. Como a taxa Selic não mudou, o banco quererá redirecionar parte do ativo alocado em títulos públicos para empréstimos. Esse movimento de realocação de portfólio aumenta a oferta de empréstimos e reduz a taxa de juros dos empréstimos, expandindo assim a demanda agregada. Ao mesmo tempo, quando o banco vende os títulos públicos para poder aumentar os empréstimos, a taxa Selic é pressionada para cima. Para manter a taxa Selic na meta fixada pelo COPOM, o BC recompra as operações compromissadas e emite moeda. Ao final da realocação de portfólio do banco, a mesma taxa Selic, combinada com maior demanda agregada, gera também maior demanda por moeda, que é sancionada pela emissão monetária do BC, a fim de manter a taxa Selic na meta.

Em 2010, por exemplo, apesar do aumento da Selic de 8,75% para 10,75%, a base monetária expandiu-se em 25%. O crédito expandiu-se a taxas similares, e a inflação elevou-se a 6%, levando à adoção das medidas macroprudenciais para esfriar a economia. Esses movimentos são compatíveis com o modelo descrito. Em outras palavras, quando um banco central segue uma regra para a taxa de juros, como ocorre no regime de meta para a inflação, e conduz maciças intervenções esterilizadas, ele não esteriliza toda a liquidez criada. Para manter inalterada a base monetária, o BC teria que elevar a taxa de juros acima daquela que prevalecia quando começaram a ocorrer os fluxos de capitais.

Outra analogia com QE é notar que o BC conduz intervenções esterilizadas em apenas um tipo de ativo financeiro: títulos públicos (operações compromissadas). Para manter todos os rendimentos constantes -- tanto a taxa Selic como as taxas dos empréstimos -- o BC deveria intervir também via empréstimos, ou seja, o BC deveria comprar e vender empréstimos, tal como faz com títulos públicos. Se assim o fizesse, o BC conseguiria restaurar a mesma alocação de portfólio que o banco tinha antes de o passivo (e, conseqüentemente, o ativo) aumentar. A maioria dos bancos centrais não age dessa maneira, estando mesmo impedidos legalmente de fazê-lo, como é o caso do BC. No entanto, QE tem adotado esse formato. Ao anunciar recentemente a terceira onda de afrouxamento quantitativo (QE3), o *FED* anunciou que iria comprar mensalmente 40 bilhões de dólares de empréstimos hipotecários, com o objetivo de reduzir o custo das hipotecas, assim estimulando o investimento residencial e reduzindo o desemprego.

Portanto, se e quando a economia mundial se recuperar (como todos desejamos!), e os fluxos de capitais retornarem aos mercados emergentes, os bancos centrais não devem contar tanto com intervenções esterilizadas. Isto é especialmente verdadeiro no caso do Brasil, no qual a acumulação de reservas ainda é extremamente onerosa, gerando pesada

conta de juros. Por qualquer ângulo que se olhe, um verdadeiro ajuste fiscal continua a ser a melhor solução.