

Policy Note n. 2

A exagerada, insustentável e efêmera redução da taxa de juros no Brasil

23 de setembro de 2021

Fernando Maccari Lara

Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento:

Presidência:

Simone Deos, Presidente do Conselho Técnico-Científico;
Daniel Conceição, Presidente da Diretoria Executiva;
Glauca Campregher, Vice-Presidente da Diretoria Executiva.

Diretoria Executiva:

Fabiano Dalto, Diretor de Pesquisas;
Samuel Braun, Diretor Executivo;
Caio Vilella, Diretor de Projetos;
André Doneux, Diretor de Comunicação;
David Deccache, Diretor Financeiro.

Conselho Técnico-Científico

Ricardo Lodi • Antonio José de Almeida Meirelles • Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos • Carlos Henrique Vasconcellos Horn • Larry Randall Wray • William Francis Mitchell • Xinhua Liu • Fadhel Kaboub • Yeva Nersisyan • Flávia Dantas • James Juniper • Pavlina Tcherneva • Bruno Sobral • Antonio Correia de Lacerda • Caetano Penna • Paulo Gala • Márcio Gimene • Pedro Rossi • Adriana Nunes Ferreira • Marco Antonio Rocha • Julio Cesar de Aguiar • Fernando Maccari Lara • Pedro Paulo Zahluth Bastos • Franklin Leon Peres Serrano • André de Melo Modenesi • Paulo Kliass • Fernanda Ultremare • José Carlos de Assis • Isabela Prado Callegari • Kaio Sousa Mascarenhas Pimentel • João Sicsù • Ricardo Summa • Gustavo Antônio Galvão dos Santos • Guilherme Esteves Galvão Lopes • Felipe Calabrez • Renata Lins • Luiz Gonzaga Belluzzo • Olivia Bullio Mattos • Scott Fullwiler.

Resumo:

A política econômica executada no Brasil nos últimos anos apostava na redução da taxa básica de juros como principal fator de estímulo ao crescimento econômico. Nos primeiros meses de 2020 a taxa básica de juros foi reduzida pela autoridade monetária para um nível historicamente baixo e inferior ao patamar do indicador de risco soberano EMBI+. Tal opção não é nada usual na experiência brasileira e acabou produzindo um comportamento também peculiar da taxa de câmbio nominal, exacerbando no plano doméstico uma pressão inflacionária oriunda da dinâmica dos preços internacionais de commodities. No contexto de um reduzido poder de barganha dos assalariados, circunstância que já era observada anteriormente e que se aprofundou com a crise gerada pela pandemia, tal orientação de política acabou produzindo fortes efeitos distributivos contra os assalariados e rendas mais baixas, mostrando-se assim contraproducente no que diz respeito à manutenção de baixas taxas de juros de forma mais permanente.

Palavras-chave:

Taxa de Juros, política econômica, taxa de câmbio, inflação, efeitos distributivos, autoridade monetária.

Sugestão para Citação:

LARA, Fernando. **A exagerada, insustentável e efêmera redução da taxa de juros no Brasil.** Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD). Policy Note n. 2. Brasil, setembro de 2021.

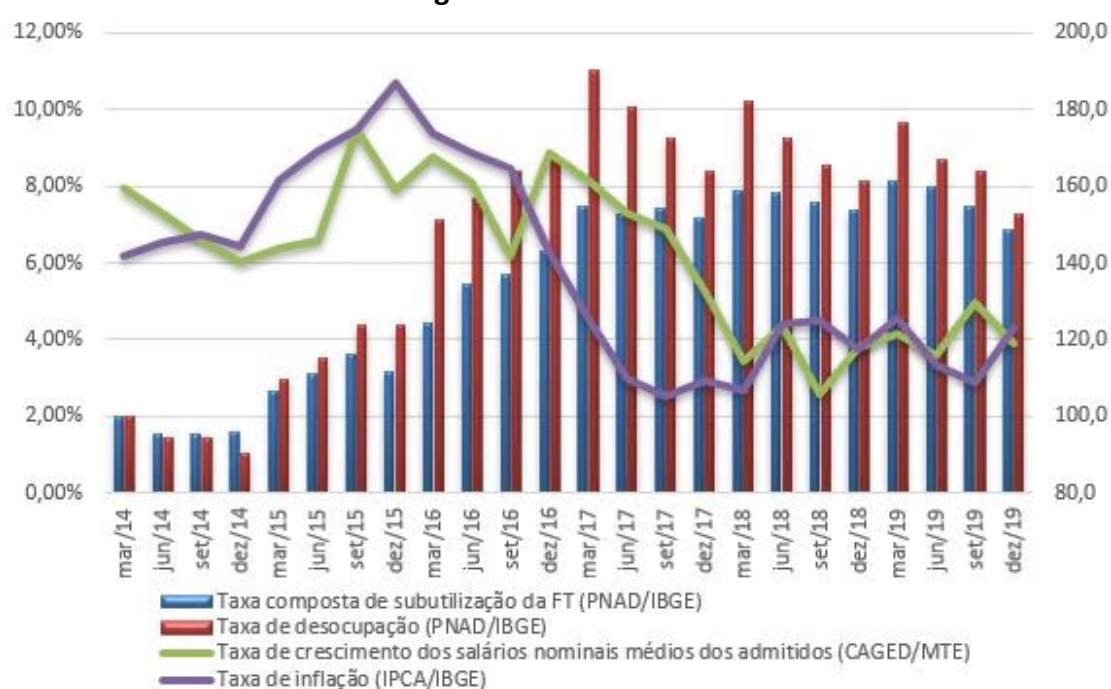
Policy Note n.2 – A exagerada, insustentável e efêmera redução da taxa de juros no Brasil

Fernando Maccari Lara

O Brasil é conhecido pela prática de elevadas taxas de juros. São diversos os efeitos adversos que esta circunstância pode ter, tendo em vista uma melhor distribuição da renda. A transferência de renda para detentores da dívida pública, o elevado custo do crédito, um alto custo de oportunidade do capital, entre outras. Justamente pela relevância desta variável é que o objetivo de uma política monetária preocupada com a questão distributiva deve ser a busca por reduzi-la, de forma persistente e permanente. Recentemente o Banco Central do Brasil voltou a elevar a taxa Selic e tem sido fortemente criticado pelos setores progressistas. Mas será que a crítica tem sido bem direcionada? A questão deve ser analisada tendo em vista tanto alguns aspectos mais estruturais que hoje caracterizam a realidade brasileira quanto a conjuntura específica que vivenciamos, no contexto da pandemia.

Ao contrário do que muitos podem pensar, o crescimento dos salários em termos nominais, ou seja, os valores monetários efetivamente recebidos pelos assalariados, não é algo irrelevante para os resultados distributivos que se estabelecem na economia. Na medida em que o repasse dos custos aos preços por parte das empresas não seja completo, uma redução da taxa de crescimento dos salários nominais é um fator que, em si mesmo, já pode produzir o efeito de elevar as margens de lucro e implicar em perdas reais de salários¹.

Gráfico 1 – Poder de barganha e crescimento dos salários nominais.



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística; Ministério do Trabalho; CAGED

No Gráfico 1 podemos ver os indicadores de desemprego e subutilização da força de trabalho no período que se segue à adoção da postura de austeridade e ao aprofundamento da agenda liberal no

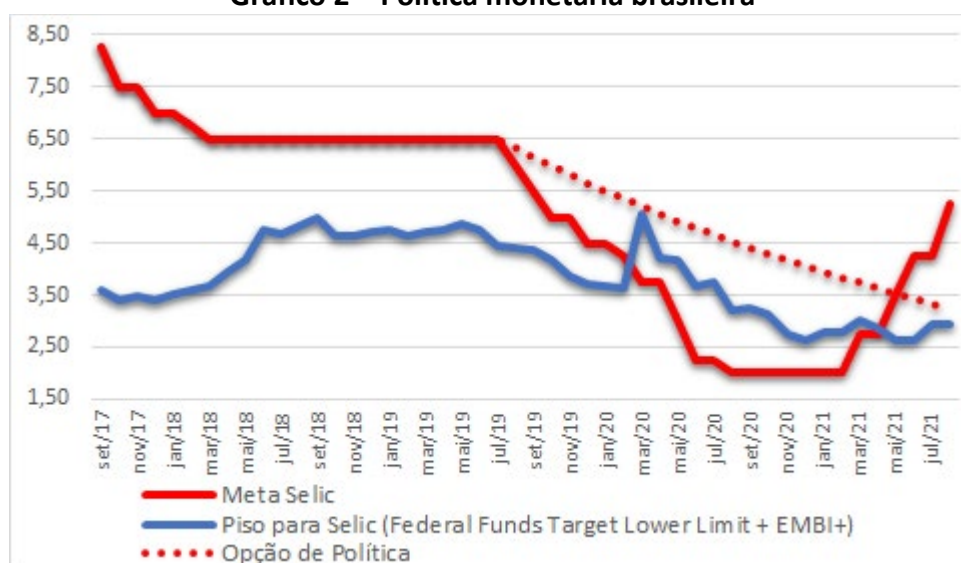
¹ Sobre esse ponto ver Serrano, 2010b.

Brasil. Fica claro que tanto a taxa de desemprego quanto a taxa de subutilização da força de trabalho subiram continuamente em 2015-16 e permaneceram em patamar mais elevado também ao longo da lenta e insuficiente recuperação do crescimento econômico, que se deu após 2017.

O resultado desse colapso das condições de barganha dos assalariados foi uma queda drástica da taxa de crescimento dos salários nominais, componente fundamental e pouco observado para a queda da taxa de inflação, que também ocorreu no período. Visto por esta ótica, faz até certo sentido a afirmação bastante comum entre os economistas convencionais de que a queda da taxa de juros foi um resultado de medidas visando a austeridade fiscal, como o sempre citado teto para os gastos públicos. Os mecanismos que levam de uma coisa à outra são, entretanto, muito diversos em relação ao cenário paradisíaco que costumávamos ver projetado nos artigos sobre a economia nos grandes jornais, em apoio à agenda adotada.

Ocorre que a orientação da política econômica e as reformas liberais praticadas desde 2015, da qual faz parte o teto de gastos, determinaram a persistência do cenário de altas taxas de desemprego, subutilização da força de trabalho e reduzido poder de barganha dos assalariados. Por este mecanismo - em si mesmo já extremamente perverso para a maioria da população - criaram-se condições domésticas favoráveis para a redução da taxa nominal de juros por parte do Banco Central. Note-se que, com a taxa de crescimento dos salários nominais e a taxa de inflação em queda, a redução da taxa nominal de juros é uma medida necessária para evitar que haja elevação da taxa real de juros (a taxa nominal descontada a inflação).

Gráfico 2 – Política monetária brasileira



Fonte: Federal Reserve Bank of Saint Louis; Ipeadata; Banco Central do Brasil

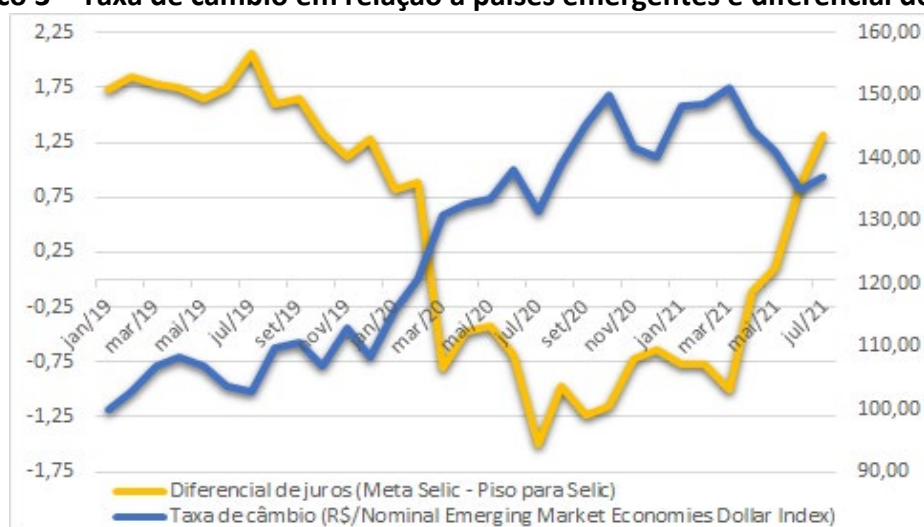
Mas podemos explicar a expressiva redução da taxa nominal de juros no Brasil e seus efeitos exclusivamente com a análise do cenário interno? Não, pois também é preciso observar as condições do ambiente externo. Nesse contexto, entretanto, o que se observou no período recente foi, de um modo geral, uma continuidade das condições bastante favoráveis que têm sido observadas há muitos anos, no que diz respeito ao equacionamento do balanço de pagamentos. A taxa de juros norte-americana e os indicadores de risco externo comportaram-se de forma bastante favorável no período, implicando em um amplo espaço para a redução da taxa nominal de juros. No Gráfico 2 este espaço é retratado pela tendência de redução do que chamamos de “piso” para a taxa doméstica de juros e que, de forma

simples, significa o limite para a redução da taxa interna de juros sem provocar fluxos de saída de capitais e/ou desvalorizações abruptas da taxa de câmbio².

Ao invés, entretanto, de reduzir a taxa nominal de juros de forma gradual e mantendo uma distância segura em relação ao piso, para assim evitar provocar desvalorizações cambiais, o BCB parece ter se orientado justamente pelo contrário. Uma redução bastante intensa da taxa Selic começou a ser posta em prática já ao longo do segundo semestre de 2019. A partir dos primeiros meses de 2020 a Selic desceu a um nível inferior ao aqui considerado piso, permanecendo nesta condição por cerca de 12 meses.

Apesar de ser um aspecto bem pouco destacado pelos analistas, com raras exceções, foi notável o descolamento que essa orientação de política monetária provocou na taxa de câmbio do Real, comparativamente ao que é usual na sua relação com os preços de commodities e às taxas de câmbio de outros países emergentes. O Gráfico 3 mostra o diferencial de juros (a diferença entre a Selic e o piso, do Gráfico 2) em nível negativo em boa parte do período, ao mesmo tempo em que subiu expressivamente a taxa de câmbio do Real em relação a uma cesta de moedas de países emergentes³.

Gráfico 3 – Taxa de câmbio em relação a países emergentes e diferencial de juros



Fonte: Idem ao Gráfico 1; Federal Reserve System; Banco Central do Brasil

Convém explicar a esse respeito que, nos primeiros meses em que se sentia os efeitos da pandemia, em 2020, houve uma forte queda dos preços de commodities, sobretudo do petróleo, em conjunto com desvalorizações das moedas dos países emergentes e com uma temporária elevação do piso para a taxa de juros (que pode ser vista no Gráfico 2). Tais movimentos foram, com toda certeza,

² Assumir que, a curto prazo e sob certas condições, faça sentido considerar um nível de taxa de juros que represente esse "piso" de modo algum corresponde a postular a existência de qualquer mecanismo automático de convergência para um nível único de equilíbrio, seja da taxa de câmbio, seja da taxa de juros. Comparando a meta de taxa de juros determinada pela autoridade monetária e o "piso" estamos apenas avaliando em que medida a própria política monetária possa estar criando as condições para que ocorra uma desvalorização cambial (ou uma sequência delas, considerando os potenciais efeitos sobre expectativas). Detendo um volume considerável de reservas internacionais, a autoridade monetária teoricamente tem condições de moderar os efeitos de instabilidade gerados enquanto mantém a taxa de juros abaixo do piso, mas ao mesmo tempo o próprio piso tende a ser deslocado para cima, no caso da formação de expectativas de novas desvalorizações. Para uma discussão completa dessas possibilidades ver Serrano et al (2021).

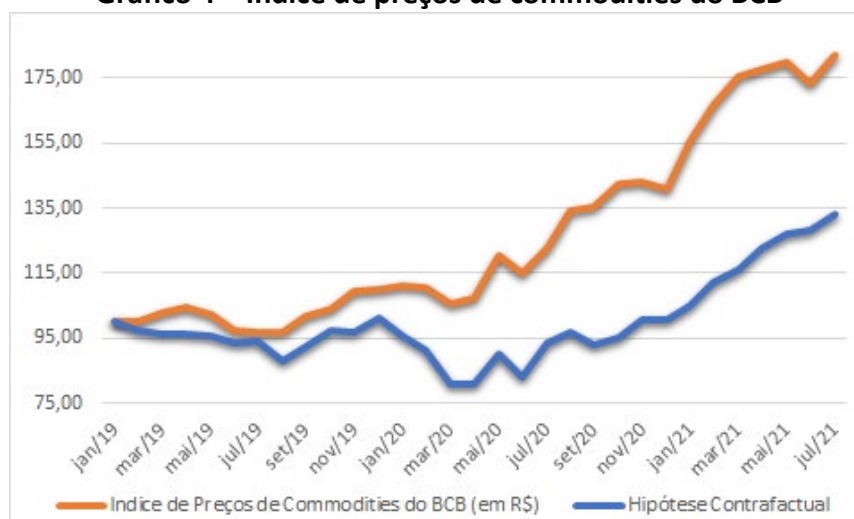
³ Braga et al (2021) mostram que ao longo da pandemia o diferencial de juros ajustado ao risco do Brasil foi inferior à média dos países emergentes.

predominantemente exógenos e virtualmente impossíveis de evitar completamente por ações da política macroeconômica brasileira. Mas não se pode dizer o mesmo sobre o que ocorreu depois.

Já no segundo semestre de 2020, os preços de commodities em geral passaram a recuperar-se fortemente, em conjunto com a revalorização das moedas dos demais países emergentes. À medida em que isso ocorre, o choque inflacionário que decorre da alta de preços externos é neutralizado, ao menos parcialmente, pela taxa de câmbio⁴. No Brasil, entretanto, cuja opção de política monetária foi a de seguir com a redução da taxa de juros e mantê-la abaixo do piso externo até os primeiros meses de 2021, a taxa de câmbio simplesmente não revalorizou no período. O conjunto da obra, no caso brasileiro, foi uma forte desvalorização, tanto em relação ao dólar quanto em relação a outros países emergentes, como mostra o Gráfico 3.

Desse modo, enquanto a narrativa dos economistas convencionais sugeria que a redução da taxa de juros de parte do Banco Central consistia em uma poderosa medida de estímulo para a economia, capaz de produzir a retomada do crescimento econômico e do emprego, o resultado foi a forte desvalorização cambial e a expressiva alta dos preços das commodities em Reais, estabelecendo pressões inflacionárias que elevaram a taxa de inflação oficial para além da meta estabelecida. No Gráfico 4 pode-se observar a evolução do índice de preços de commodities que é computado pelo Banco Central em Reais, comparado a um exercício contrafactual simples. Considerando a evolução deste mesmo índice caso a taxa de câmbio tivesse se comportado como a da cesta de moedas de países emergentes, utilizada no comparativo do Gráfico 3, também haveria uma alta nada desprezível (aproximadamente 33% em comparação com jan/2019), mas muito menor do que a elevação de 82% observada efetivamente.

Gráfico 4 – Índice de preços de commodities do BCB



Fonte: Banco Central do Brasil; Federal Reserve System

⁴ O próprio Banco Central do Brasil reconhece que, usualmente, existe uma relação estabilizadora entre os preços internacionais de commodities e a taxa de câmbio, mas que ela não esteve presente no período aqui destacado. "Os preços de commodities continuaram subindo acentuadamente no mercado internacional, mas seus efeitos foram compensados pela recente apreciação do real. Medido em moeda local, o Índice de Commodities – Brasil (IC-Br) recuou 1,1%, considerando a média dos cinco dias úteis encerrados nas respectivas datas de corte deste relatório e de sua edição anterior, apesar da variação de 11,2% do índice medido em dólares. O movimento das commodities e do câmbio neste trimestre ocorreu em linha com a correlação negativa usual, ao contrário do observado nos trimestres anteriores" (BCB, 2021b, p. 25). Note-se que o retorno da relação estabilizadora teria ocorrido no segundo trimestre de 2021, quando a taxa de juros já voltava a estar acima do piso. Essa relação, entretanto, não é feita explicitamente pelo Banco Central.

É importante ressaltar que, em princípio, qualquer descolamento da inflação em relação à meta estabelecida já precisaria conduzir a uma ampla discussão sobre as opções da política monetária, visto que o objetivo primeiro do BCB é justamente manter a inflação dentro da meta. No caso recente, entretanto, mais razão parece haver para tal debate visto que não só a inflação claramente não é causada por pressões de demanda (conforme rezam os modelos convencionais) como também em função da natureza dos itens que pressionam a inflação e da condição do mercado de trabalho. Alimentos e energia são itens básicos da cesta de consumo, sobretudo das famílias mais pobres. E se a ampla subutilização da força de trabalho impede que mesmo muitas categorias relativamente organizadas consigam repor suas perdas salariais, em pior condição para tanto encontram-se os trabalhadores informais e as categorias com menor capacidade de mobilização.

É impossível saber com exatidão o que teria ocorrido se a opção da política monetária tivesse sido da linha pontilhada do Gráfico 2. E também não se deve deduzir do que aqui foi dito que a política monetária fosse a única ferramenta capaz de potencialmente evitar a enorme corrosão do poder de compra da população que estamos assistindo. Mas, sabendo-se que os preços dos combustíveis estão atrelados aos preços internacionais, que não existe uma política de estabilização dos preços dos alimentos, que não existem controles do movimento de capitais, que o poder de barganha dos assalariados encontrava-se em uma condição extremamente delicada, e que nenhum destes aspectos estivesse em vias de qualquer alteração, teria sido desejável uma redução mais lenta da taxa de juros. Nas condições descritas, uma política mais cautelosa, visando evitar a forte desvalorização cambial a que assistimos, teria sido uma opção mais favorável para o poder de compra de boa parte da população⁵.

Sem as pressões inflacionárias e distributivas que, em alguma medida, foram criadas pela própria política monetária praticada, pode-se cogitar inclusive que a taxa de juros pudesse permanecer por muito mais tempo em um patamar mais reduzido. Desta forma é que seria possível eliminar ou amenizar de forma mais permanente os demais canais de transmissão pelos quais a taxa de juros produz concentração da renda no Brasil. A redução exagerada, insustentável e, portanto, efêmera, que assistimos recentemente não contribuiu em absolutamente nada para este objetivo.

⁵ Advertência que foi feita tempestivamente, por exemplo, por Braga e Serrano (2020).

Referências

- Banco Central do Brasil. **Sistema gerenciador de séries temporais**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>> Acesso em: 04 de setembro de 2021a.
- Banco Central do Brasil. **Relatório trimestral de inflação**. vol. 23, n. 2, jun/2021. 2021b.
- BRAGA, J.; SERRANO, F. **Juros e Câmbio: já temos problemas suficientes**. Grupo de Economia Política da UFRJ. 15 de abril de 2020. Disponível em: <<https://www.excedente.org/blog/juros-e-cambio-ja-temos-problemas-suficientes/>> Acesso em: 04 de setembro de 2021.
- BRAGA, J.; TONETO, R.; CARVALHO, L. **A montanha-russa do câmbio: o que explica a desvalorização e a valorização do Real durante a pandemia?** Centro de Pesquisa em Macroeconomia das Desigualdades, USP. Notas de Política Econômica, n. 12, 2021.
- CONCEIÇÃO, D.; VILELLA, C. **Considerações sobre câmbio e juros a partir da Teoria Moderna da Moeda**. Le Monde Diplomatique Brasil. 29 de março de 2021.
- Federal Reserve Bank of St Louis. FRED Economic Data. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTARL>> Acesso em: 04 de setembro de 2021.
- Federal Reserve System. Foreign Exchange Rates Data. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/releases/h10/current/>> Acesso em: 04 de setembro de 2021.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Sistema IBGE de Recuperação Automática - SIDRA. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/>> Acesso em: 04 de setembro de 2021.
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Ipeadata. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>> Acesso em: 04 de setembro de 2021.
- Ministério do Trabalho. Programa de Disseminação de Estatísticas do Trabalho - CAGED. Disponível em: <<http://pdet.mte.gov.br/acesso-online-as-bases-de-dados>> Acesso em: 09 de agosto de 2020.
- SERRANO, F. **Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil**. Revista de Economia Política, v. 30, n. 1, 2010a.
- SERRANO, F. **O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial**. Revista de Economia Contemporânea, v. 14, n. 2, agosto de 2010b.
- SERRANO, F.; SUMMA, R.; AIDAR, G. **Exogenous interest rate and exchange rate dynamics under elastic expectations**. IE-UFRJ. Texto para Discussão, 22, 2021.



INSTITUTO DE FINANÇAS
FUNCIONAIS PARA O
DESENVOLVIMENTO

 iffdbrasil.org

 [@IFFDoficial](https://www.facebook.com/IFFDoficial)

 [@Iffd_Brasil](https://twitter.com/Iffd_Brasil)

 [/IFFDBrasil](https://www.youtube.com/IFFDBrasil)

 contato@iffdbrasil.org