BOLETIM FINDE

Edição de maio/ago de 2021, v. 2, n. 2. ISSN: 2675-7389

FINDE
GRUPO DE PESQUISA EM FINANCEIRIZAÇÃO E DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

O Brasil pós-pandemia e os desafios ao desenvolvimento: a quem interessa o Estado mínimo?

Imagem: robidob.com e sintrajufe

AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Andrea Gama - Carmem Feijó - Conrado Krivochein - Daniel Consul de Antoni
Eduardo Mantoan - Eliane Araújo - Fábio Henrique B. Terra - Fernando A. Teixeira
Júlia Leal - Larissa Naves de Deus Dornelas - Linnit Pessoa - Luiz Fernando de Paula
Mateus Coelho Ferreira - Paulo Gonzaga M. de Carvalho - Pedro Lange Netto Machado
Roberta Costa - Vinicius Brandão - Vinícius Centeno

www.finde.uff.br - facebook.com/findeuff

Artigo do BOLETIM FINDE: v.2, n.2, 2021

Mais sobre o aumento da taxa de juros em 2021

Por Carmem Feijo e Eliane Araújo

O BRASIL PÓS-PANDEMIA E OS DESAFIOS AO DESENVOLVIMENTO:
A QUEM INTERESSA O ESTADO MÍNIMO?

www.finde.uff.br

Mais sobre o aumento da taxa de juros em 2021

Carmem Feijo - Professora da Faculdade de Economia da UFF e coordenadora do Finde

Eliane Araújo – professora de Economia da UEM

Em março de 2021 o Copom iniciou nova escalada de juros, aumentando em 0,75pp a taxa básica e voltando a subir mais 0,75 pp em maio. O aumento da taxa básica de juros em plena pandemia da Covid-19 não surpreendeu o mercado financeiro, que já havia manifestado grande preocupação com a elevação do IPCA por força dos preços das *commodities* e da elevada desvalorização do real em 2020 e início de 2021. O resultado do PIB do primeiro trimestre de 2021, com expansão de 1,2% em relação ao último trimestre de 2020, pode ser visto como validando a decisão do Copom, que se antecipou a uma recuperação da atividade econômica acima do esperado, a despeito da taxa de 14,7% de desemprego (a mais alta da série histórica iniciada em 2012).

Com a elevação das expectativas inflacionárias pelo mercado financeiro, a autoridade monetária seguiu o protocolo do regime de metas de inflação que recomenda a elevação da taxa básica de juros para fazer convergir as expectativas para a meta de inflação. Ou seja, para restringir o repasse de pressões de custo aos preços, a política monetária deve atuar para contrair a demanda agregada. Como apontado por analistas[3], mesmo quando a inflação não tem por causa uma pressão de custo, o Copom deve considerar os efeitos secundários, ou seja, o repasse dos choques adversos em alguns preços ao restante da economia. No caso de a expectativa de inflação para um ou dois anos à frente subir muito, então o diagnóstico é de que o choque não é temporário, e a taxa básica de juros deve subir.[4]

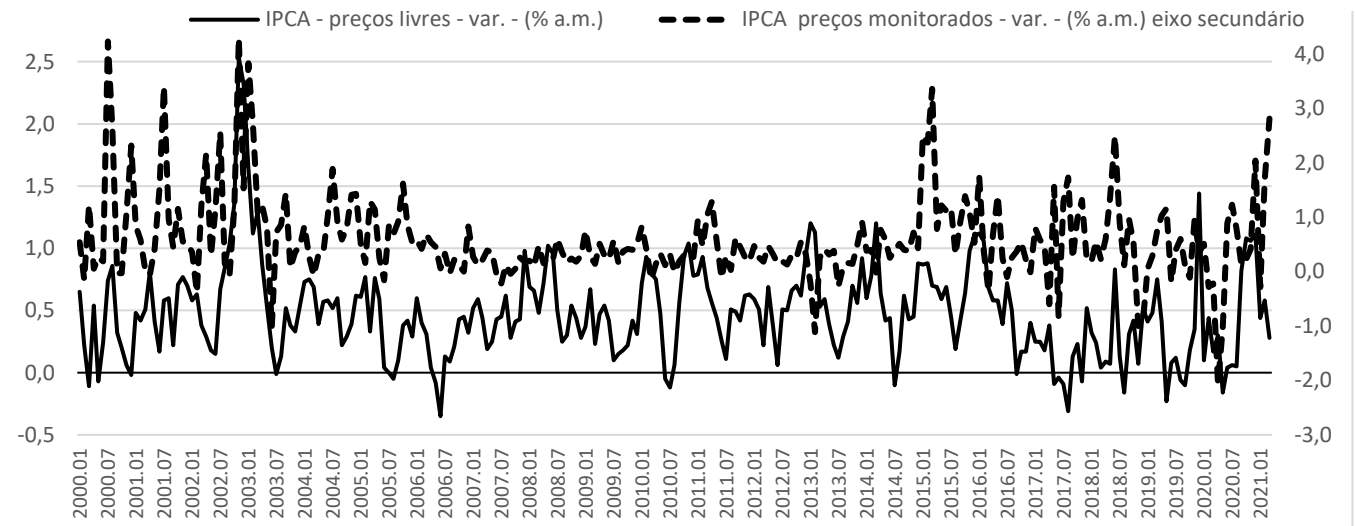
Argumentamos nesta nota que a decisão de 'seguir o protocolo' desconsidera pelo menos duas características importantes da economia brasileira que diminuem o impacto de uma alta na taxa de juros sobre a inflação: a mudança na estrutura da oferta nas últimas duas décadas dado o avanço acelerado da desindustrialização e a expressiva presença de preços monitorados no índice oficial de inflação (IPCA).

A mudança na estrutura produtiva se caracterizou pela desindustrialização prematura e pela especialização da pauta de exportações em *commodities*. Ambos os fatores contribuíram para que a inflação no país se tornasse mais dependente da inflação dos nossos parceiros comerciais e dos preços das *commodities* no mercado internacional. Esse retrocesso de nossa estrutura produtiva tornou, assim, a inflação mais suscetível às pressões de custo advindas do

[3] https://www1.folha.uol.com.br/colunas/nelson-barbosa/2021/03/este-banco-central-merece-um-voto-de-confianca.shtml.

[4] As projeções de inflação do Copom situam-se em torno de 5,1% para 2021 e 3,4% para 2022. Esse cenário supõe trajetória de juros que se eleva para 5,50% a.a. neste ano e para 6,25% a.a. em 2022.

Gráfico 1: IPCA Preços livres e IPCA preços administrados: variação percentual no mês: 2000-2021



Fonte: Ipeadata.

comércio internacional. Os preços administrados, por sua vez, são basicamente determinados ou influenciados por uma regra de reajuste estabelecida por órgão público. Esse é o caso dos transportes, saúde e cuidados pessoais, habitação, comunicação e outros, que correspondem a mais de 25% do IPCA. De acordo com o Banco Central do Brasil (2016, p. 13 nota 12), boa parte dos itens que compõem os preços administrados, como energia e combustíveis, são insumos na produção de outros bens e serviços e, portanto, os impactos ao longo da cadeia produtiva e de distribuição se configuram nos efeitos secundários desses aumentos. Ora, esses preços são pouco sensíveis às condições de oferta e demanda, ou seja, pouco se alteram quando a política monetária se torna tanto mais restritiva quanto mais expansiva. Assim, essa parcela de preços não responde às mudanças na taxa de juros, e a política monetária precisa ser ainda mais contracionista para induzir a inflação para a meta estipulada. O Gráfico 1 ilustra a evolução dos preços administrados e dos preços livres desde 2000 até o primeiro trimestre de 2021. Apesar de a média de variação mensal dos preços dos dois grupos serem próximas (0,53% e 0,59% para os preços livres e administrados, respectivamente), o mesmo não se observa em termos do desvio padrão: 0,75 e 1,60 respectivamente. O coeficiente de correlação entre as séries, de 0,27, também sinaliza na direção da inadequação do uso de um único instrumento para o controle dos preços cujo comportamento segue estímulos muito diferenciados.

Além das especificidades da economia brasileira, devemos acrescentar o caráter extraordinário do momento da pandemia, que se caracteriza por ser de incerteza absoluta. Ainda não há um consenso entre os especialistas sobre a duração da pandemia dada as novas variantes do vírus e a demora no processo de imunização. Como avaliar com acuidade a formação de expectativas de preços neste contexto? Por outro lado, o cenário de incerteza econômica causada pela pandemia continuará a pressionar os gastos públicos e piorar os indicadores de endividamento público, o que alimenta a narrativa em defesa da política de

austeridade fiscal e da política monetária contracionista.

Assim, as duas especificidades aliadas ao momento de incerteza absoluta sobre a pandemia tornam, na nossa avaliação, a taxa básica de juros pouco eficiente como instrumento de combate à inflação. Porém, sabemos que a política monetária restritiva também pode ser utilizada para debelar processos inflacionários que têm origem pelo lado da oferta. Neste caso, a elevação da taxa de juros não atua sobre as causas que originam a aceleração da inflação, mas procura reduzir os efeitos de choques de custo. Ao reduzir os níveis de atividade e emprego da economia, a política monetária restritiva pode evitar que a elevação nos custos seja repassada em sua totalidade para os preços. O Comitê de Política Monetária sabe disso e por isso procura se justificar com a tese que expectativas de inflação crescentes acelerarão a inflação mesmo que não haja excesso de demanda. Na verdade, a elevação da taxa de juros para reduzir as expectativas de inflação apenas provoca um aumento desnecessário do desemprego e do hiato de produto.

O ônus de se utilizar a taxa de juros para o combate a uma inflação de custo é o de criar uma 'convenção' de um nível excessivamente elevado de juros, fato que, numa economia financeirizada, beneficia a classe de rentistas. À luz da macroeconomia pós Keynesiana, uma convenção de juros reais elevados mantém a economia com baixo ritmo de crescimento e baixa taxa de investimento, o que no caso da economia brasileira tem resultado em retrocesso da matriz produtiva e estagnação da produtividade ao contribuir para perpetuar as pressões de custo sobre os preços e o patamar elevado de juros. Ademais, a convenção de juros reais altos faz com que as expectativas de aumento significativo da inflação reflitam mais um desejo dos participantes do mercado financeiro e que são informantes da pesquisa Focus, por exemplo, e não a fenômenos reais que tornam crescentes as expectativas de inflação. Nesta linha de raciocínio, os questionamentos de dois artigos – de J L Oreiro e L F de Paula[5] e de André Lara Resende[6] – bem colocam que a decisão de março aponta para a 'volta do rentismo'.

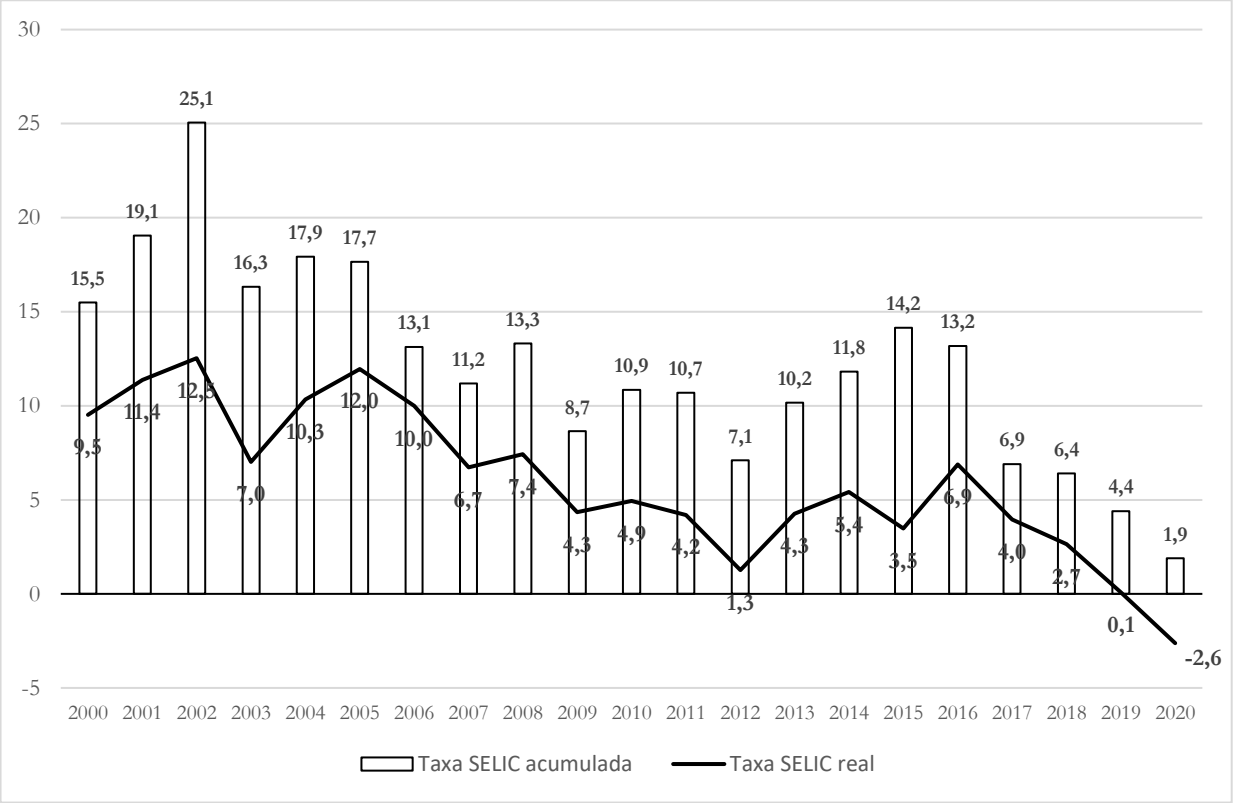
Vale recordar que o contexto de estagnação do produto e elevado desemprego vem acompanhado de políticas de austeridade fiscal implementadas desde 2015. Quanto à política monetária, o movimento de queda da taxa básica de juros (Selic) iniciada em 2016 foi interrompido em março de 2021, quando o IPCA atingiu 6,10% em 12 meses, valor superior ao teto da meta (3,75% com limite de 5,25%) estabelecida para 2021, mas, em termos reais, ela se reduzira a 0,7% aa– um valor muito menor do que aquele ao qual está acostumado o mercado financeiro. O Banco Central reduziu a Selic de 14,15% aa em agosto de 2016 para 1,94 % aa em agosto de 2020 até fevereiro de 2021 principalmente porque a economia se mostrava quase estagnada, mas tal redução, como mostra o Gráfico 1, levou a taxa de juros real a ficar negativa em 2020, fato que contraria as expectativas do mercado financeiro.

A força do rentismo se faz sentir na pressão sobre a curva longa de juros da dívida pública. Esta, como foi apontado, estava subido aceleradamente no primeiro trimestre. Aqui, cabe elucidar que o mercado financeiro é o maior detentor de títulos da dívida pública, e, por tabela, o público com recursos poupados junto aos fundos de investimento dos bancos e instituições financeiras. Logo, a subida de juros agora e a sinalização de que continuará a subir irá representar, como bem mostrou André Lara Resende, uma transferência de renda do setor público para o

[5] https://valor.globo.com/eu-e/artigo/luiz-f-de-paula-e-oreiro-elevacao-na-selic-pode-sinalizar-a-volta-do-rentismo.ghtml

[6] https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2021/04/01/andre-lara-resende-a-quem-interessa-a-alta-dos-juros.ghtml

Gráfico 2: Taxa Selic nominal e real (%): 2000-2020



Fonte: BCB (série 4189) e IBGE (IPCA)

setor financeiro, com a economia em recessão e sem condições de usar o gasto público com componente de sustentação da demanda agregada.

Por fim, vale lembrar que desde a crise financeira internacional, o arsenal de instrumentos usados pelos bancos centrais dos países desenvolvidos tem sido ampliado. Há um entendimento de que para situações diferentes, deve-se desenvolver novas ferramentas de trabalho. No âmbito dos instrumentos de política monetária encontra-se o *forward guidance*. O *forward guidance* é uma ferramenta de política monetária usada pelo banco central para sinalizar a taxa de juros de determinado período e assim guiar a economia para que a expectativa seja atendida. Este tem sido um reforço importante ao kit de ferramentas do Banco Central Americano (*Federal Reserve – Fed*), e tem sido utilizada para fornecer acomodação adicional à política monetária depois que as taxas de juros de curto prazo caíram perto de zero. O *forward guidance* implicou a orientação estendida de taxas futuras, com o anúncio de que manter as 'taxas objetivo' era manter a taxa de juros de curto prazo mais baixa por mais tempo do que se poderia esperar, pressionando significativamente as taxas de empréstimos de longo prazo.[7]

No caso do Brasil, considerando-se a contração da economia em 2020 e o elevado nível de desemprego em 2021 e as incertezas em relação a evolução da

[7] Yellen (2016) aponta estudos que evidenciaram que as políticas de *forward guidance* ajudaram a impulsionar o crescimento da demanda por bens e serviços, reduzir a taxa de desemprego e evitar que a inflação caísse ainda mais abaixo do objetivo de 2%.

pandemia, não seria o caso de um *forward guidance* na direção de manter a queda nas taxas de juros (como ocorreu brevemente no segundo semestre de 2020)? Ademais, o aumento na taxa de juros afeta diretamente a dívida pública, cujas tentativas de controle recaem basicamente sobre o corte de despesas do governo. O conservadorismo da orientação da política monetária no Brasil é um ponto fora da curva em relação ao debate internacional sobre política monetária. Assim, as sinalizações de captura do BCB pelo mercado financeiro deveriam ser levadas em consideração na avaliação das decisões do Copom.

Concluímos, que com o avanço da desindustrialização e a queda nos investimentos produtivos, o destino da poupança privada, que no caso do Brasil está concentrada no financiamento da dívida pública, é para ganhos rentistas com títulos públicos. A gestão da política monetária de forma conservadora e anacrônica só deve levar a um maior empobrecimento da economia brasileira, com aumento da taxa de sacrifício por combater inflação de custos com instrumentos inadequados, mas defendidos, com muita força, pelos rentistas.

Referências

Yellen, J. (2016). *The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future.* At "Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160826a.htm

BOLETIM DO GRUPO FINDE

Edição quadrimestral: v.2, n.2, mai/ago de 2021.
ISSN: 2675-7389

É uma publicação do **grupo de pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento** que reúne reflexões acerca dos impactos sociais e econômicos no Brasil da **Pandemia do Covid-19 e implicações futuras**. As análises são apresentadas em formato de artigos e conta com a colaboração de economistas e cientistas políticos.

FINDE | GRUPO DE PESQUISA EM FINANCEIRIZAÇÃO E DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

SOBRE O FINDE:

O grupo de pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE), sediado na Faculdade de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF), em Niterói, congrega pesquisadores e alunos de pós-graduação da UFF e de outras instituições, interessados em discutir questões acadêmicas relacionadas ao avanço do processo de financeirização e seus impactos sobre o desenvolvimento socioeconômico das economias modernas.

O propósito do grupo é produzir estudos sobre como o avanço da financeirização tem transformado o ambiente macroeconômico condicionando decisões econômicas de famílias, firmas e governos, com desdobramentos sobre a dinâmica das economias no curto e no longo prazo.

A pauta de pesquisa é extensa e abarca temas da microeconomia – tomada de decisão dos agentes; funcionamento de mercados específicos; incentivos aos processos de inovação e desenvolvimento tecnológico – da macroeconomia – instabilidade financeira sistêmica; regulação do sistema financeiro; autonomia e eficácia de política econômica; assimetrias internacionais – e da interação entre estas duas dimensões analíticas.

CONSELHO EDITORIAL DO BOLETIM:
Carmem Feijó – Editora Chefe
Adriano Vilela Sampaio - Editor
Fernanda Feil - Editora

EDITORES ASSOCIADOS:
Caio César de Azevedo, Daniel Consul, Daniel Henriques, Eduardo Mantoan, Júlia Leal, Linnit Pessoa e Vinicius Centeno

CONTATO DAS AUTORAS E AUTORES

Andrea Gama
andreagama@id.uff.br

Carmem Feijó
cbfeijo@gmail.com

Conrado Krivochein
conradokrivo@gmail.com

Daniel Consul de Antoni
daniel.consul@outlook.com

Eduardo Mantoan
eduardo.mantoan@hotmail.com

Eliane Araújo
elianedearaujo@gmail.com

Fabio Terra
fhbterra@gmail.com

Fernando Amorim Teixeira
fernando_tx@yahoo.com.br

Júlia Leal
juliaa.leal@hotmail.com

Larissa Naves de Deus Dornelas
larissand6@hotmail.com

Linnit Pessoa
linnitpessoa@gmail.com

Luiz Fernando de Paula
luizfpaula@terra.com.br

Mateus Coelho Ferreira
mateuscf25@hotmail.com

Paulo Gonzaga M. Carvalho
pgmcarvalho@openlink.com.br

Pedro Lange Netto Machado
pedrolangenm@gmail.com

Roberta Costa
rmendes@id.uff.br

Vinícius Brandão
v.brandao91@gmail.com

Vinícius Centeno
vinicenteno@gmail.com

COORDENAÇÃO DO GRUPO:
Carmem Feijó -Professora Titular de Economia (UFF)

VICE-COORDENAÇÃO:
Adriano Sampaio - Professor de Economia (UFF)

ENDEREÇO:
R. Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n, Niterói – Faculdade de Economia, Bl F, 5º Andar

MAIS INFORMAÇÕES:

E-Mail: findeuff@gmail.com
Site: www.finde.uff.br
Facebook: findeuff
Instagram: findeuff
Twitter: findeuff
Youtube: /Financeirização Desenvolvimento

FINDE
GRUPO DE PESQUISA EM FINANCEIRIZAÇÃO E DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

ONDE ESTAMOS:

R. Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n,
Faculdade de Economia, Bl F, 5º Andar
Gragoatá - Niterói – RJ
24210-200

findeuff@gmail.com

www.finde.uff.br