

A atuação dos bancos centrais

Taxas de juros altas perduram nos outros países por períodos máximos de 3-4 anos. No Brasil, perduraram na grande maioria dos últimos 25 anos

Por Carlos Luque, Simão Silber,

Francisco Vidal Luna e Roberto Zagha

Valor, 13/02/2025

Conscientes da ambiguidade, complexidades e incertezas associadas a políticas econômicas ressaltadas por Mankiw, os bancos centrais em outros países têm conduzido suas políticas monetárias de maneira flexível e pragmática. Na determinação da taxa de juros, variáveis tais como taxa natural de desemprego, hiato do produto ou taxa de juros neutra, são utilizadas para alimentar a reflexão e, geralmente, os BCs se sentem autorizados a ignorá-las, cientes que essas estimativas não são certezas absolutas.

Prova disso são as metas de inflação tratadas com flexibilidade. O Federal Reserve (Fed), o banco central americano, manteve recentemente a taxa de juros ainda que a meta de inflação de 2% não tenha sido atingida. Similarmente, sem ter atingido suas metas de inflação, o BC da Índia anunciou que não iria aumentar os juros para não prejudicar o crescimento. E o Banco Central Europeu (BCE) começou a abaixar as taxas de juros antes de atingir suas metas de inflação. Seja por lei, como é o caso do Fed, seja por considerações pragmáticas, como é o caso dos BCs indiano e europeu, manter o emprego e o crescimento são objetivos tão importantes quanto a estabilidade de preços.

No Brasil, nossa experiência tem sido diferente. Primeiro, presidentes e diretores do BCB, ao explicarem suas decisões, dão a impressão na definição da taxa de juros de minimizar as incertezas de mensuração e interpretação.

Uma segunda diferença é o peso dado ao controle da inflação. Nos Estados Unidos, por lei, o Fed tem o mandato de manter a estabilidade dos preços e o pleno emprego. No Brasil, o BCB tem dado prioridade absoluta (exceto durante a covid-19) ao controle dos preços. O resultado é que enquanto nos EUA, UE, Índia, China ou Indonésia, as taxas de juros reais dos bancos centrais oscilam na faixa de 0-1-2% e podem até chegar a ser negativas, no Brasil estiveram na faixa de 6-7% e acabam de ser aumentadas a 8%.

Por que se preocupar tanto com a inflação ao ponto dos mercados financeiros se alarmarem com diferenças na segunda casa decimal? É óbvio que não se quer um retorno à hiperinflação ou à inflação alta dos anos 1980 e 1990. Inflação alta cria instabilidades em preços relativos, torna o retorno sobre o investimento incerto e, portanto, o reduz. Mas taxas moderadas de inflação de 4-5-6% não criam instabilidade de preços relativos maior do que é comum numa economia de mercado em que os fluxos de oferta e demanda variam ao longo do tempo. Além do mais, a literatura empírica tem apontado que taxas de inflação abaixo de 10% geram impactos negligenciáveis sobre o crescimento econômico (Ver Box 1.1 do livro “Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers and Policies”, Banco Mundial, 2019).

Terceira diferença: a apreensão com o desancorar das expectativas tem justificado vários aumentos da taxa de juros no Brasil. Portanto, é importante entender como essas expectativas são medidas. Nos EUA, UE e outros países, as medidas de expectativas de inflação se baseiam por uma parte no mercado (e.g. a diferença entre as taxas de juros futuras dos títulos do Tesouro americano indexados, TIPS, e os não indexados), e, por outro, se baseiam nas opiniões de um amplo espectro de agentes econômicos, consumidores, produtores, instituições financeiras, na base de pesquisas de opinião pelo Fed, universidades e outros entes especializados como “professional forecasters”.

Esses agentes têm diferentes modelos em mente para entender a realidade. Consumidores inter-alia devem olhar aos preços recentes. Ou aos preços do que desejam comprar. Empresários inter-alia prestam atenção aos salários e a situação do mercado de trabalho. Os “professional forecasters” consideram um amplo conjunto de variáveis, inclusive a evolução da economia internacional e tensões geopolíticas.

Nos EUA e UE, as expectativas são medidas agregando expectativas desses diferentes grupos da população, ou seja, reúnem diferentes perspectivas da economia e de como esses grupos antecipam o futuro.

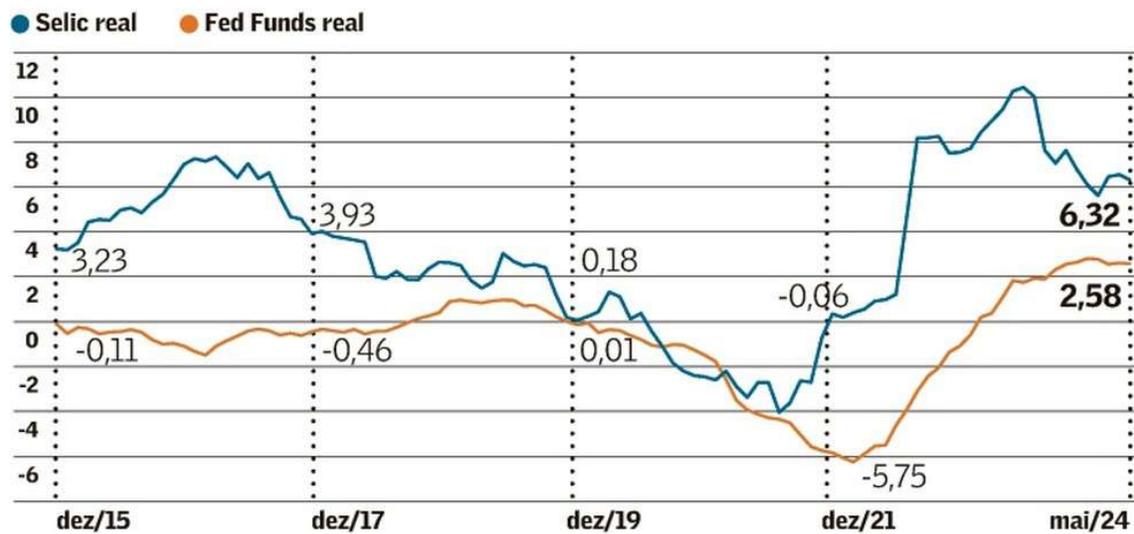
No Brasil, as expectativas colhidas pelo relatório Focus do BCB são baseadas unicamente no questionário fornecido a 170 instituições financeiras. São, portanto, expectativas de um grupo autorreferenciado e coeso, composto de pessoas que se conhecem e tendem a pensar da mesma maneira, com modelos implícitos similares que podem não representar as expectativas dos formadores de preços não financeiros. E é também provável que, nos seus modelos implícitos ou explícitos, essas pessoas deem um grande peso a um conjunto particular de variáveis tais como o déficit fiscal ou a dívida pública.

O resultado é que as expectativas do Focus têm um peso aparentemente muito forte nas decisões do BCB. Outro resultado é a necessidade desse pensamento de grupo manter uma posição unificada e homogênea. É comum nos EUA, na tomada de decisões sobre a taxa de juros, diretores do Fed discordarem abertamente entre si. As diferenças são discutidas na mídia econômica e permitem ao público avaliar a complexidade e incertezas associadas à tomada de decisões sobre a taxa de juros, que afinal nada mais é do que um preço administrado com consequências muito amplas e sérias sobre a economia e a sociedade. No caso do BCB, discordâncias entre diretores são notícias de primeira página e interpretadas como sinal de que a política monetária perdeu seu rumo quando, na verdade, apenas demonstram as dificuldades em tomar decisões corretas.

Quarta diferença: finalmente, como ilustrado no gráfico, enquanto taxas de juros altas perduram nos outros países por períodos máximos de 3-4 anos, no Brasil, perduraram na grande maioria dos últimos 25 anos. As consequências são graves porque, ironicamente, taxas de juros altas por tanto tempo reduzem o investimento e a capacidade de crescimento, fazendo com que a economia “aqueça” a taxas de crescimento baixas, tornando-a vulnerável à inflação.

Selic e Fed Funds reais

% ao ano



Fonte: Elaboração dos autores

Uma economia “aquecida” é um conceito relativo. Com o investimento a 16% do PIB, a economia “aquece” com crescimento a 2-2,5%. Com um investimento a 32%, como foi no passado, a economia só iria “aquecer” a taxas de crescimento bem mais altas. Ou seja, ao reduzir o investimento, a

taxa de juros real muito alta acaba fazendo com que a economia “aqueça” a taxas de crescimento baixas e alimenta as pressões inflacionárias futuras. Na ocasião da reunião do G20, muitos jornais e revistas publicaram as taxas de juros e de inflação nos países do G20 mostrando que o Brasil tem a sexta inflação mais alta do grupo e a quarta taxa de juros. Tivessem esses jornais mostrado a taxa de juros real, a conclusão teria sido bem diferente. Enquanto 19 países do G20 têm taxas de juros reais negativas ou na faixa de 1-2%, o Brasil tem de longe a taxa de juros reais mais alta de todos, na faixa de 7-8% reais.

Carlos Luque é professor da FEA- USP e presidente da Fipe.

Simão Silber é professor da FEA-USP

Francisco Vidal Luna é professor da FEA aposentado.

Roberto Zaghera foi professor Assistente na FEA-USP nos anos 1970 e no Banco Mundial a partir de 1980, onde encerrou a carreira em 2012 como Secretário da Comissão sobre o Crescimento e o Desenvolvimento, e diretor para a Índia.