

O Fed, taxas de juros e estagflação

Michael Roberts – The next recession blog - 23/09/2021

Eis o que disseram as autoridades do Federal Reserve em sua avaliação da política monetária feita em setembro último: *“A economia progrediu em direção às metas de emprego e inflação e, se o progresso continuar tal como esperado, uma moderação no ritmo de compras de ativos pode estar garantida para breve”*. O Fed também sinalizou que os aumentos das taxas de juros podem ocorrer mais rapidamente do que o esperado. Pois, 9 dos 18 formuladores de políticas do banco central norte-americano estão projetando que os custos dos empréstimos terão de aumentar em 2022.

O Fed reduziu sua projeção de crescimento real do PIB para este ano de 7% (junho) para 5,9% (setembro), mas elevou sua projeção para o próximo ano de 3,3% - a estimativa feita em junho chegara a 3,8%. Mais preocupante para os investimentos e para os trabalhadores assalariados, é que a inflação média deverá atingir 4,2% este ano, antes de cair para 2,2% no próximo ano; a taxa de desemprego ficará acima dos níveis prévios à pandemia neste e no próximo ano.

A questão chave para o Fed é saber se deve parar de injetar grandes quantias de dinheiro no sistema bancário. Tem feito isso supostamente para apoiar os negócios durante a crise do COVID. Na referida reunião, ele deixou claro que uma *“redução gradual”* da compra mensal de títulos do governo e hipotecários é iminente (ou seja, uma decisão nesse sentido deve ser tomada já na próxima reunião). Reduzir as compras de ativos, portanto, é algo que *“deve ser feito em breve”*.

Contudo, o Fed está dividido sobre o momento certo para adotar essa política. O seu presidente, Jerome Powell, observou que alguns participantes do comitê de mercado aberto (FOMC) acham que os critérios de *“progresso adicional substancial”* já foram atendidos. Ele próprio, em sua visão, caracterizou as condições no mercado de trabalho como boas, de tal forma que tais critérios estão próximos de serem *“atendidos”*.

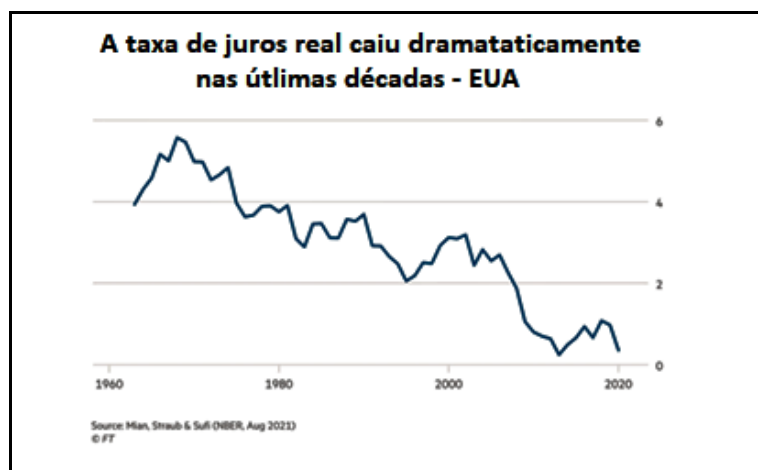
Sob questionamento, Powell disse que a visão consensual do Comitê é encerrar as compras por volta do meio do ano – cerca de um quarto de ano antes da previsão anterior. Ele também enfatizou que o Fed poderia ajustar o ritmo da redução conforme necessário. Adiantou, porém, que essa redução seria provavelmente acelerada se as condições justificarem uma decisão nesse sentido mais cedo do que o esperado atualmente.

Quanto ao aumento das taxas de juros, mencionou que isso ainda estava longe. Os funcionários do Fed estão divididos igualmente entre escalar ou segurar essa elevação até o final de 2022. Permanecem divididos se fazem 3 ou 4 elevações cumulativas até o final de 2023, assim como se fazem de 6 a 7 no total até o final de 2024. Powell continuou a argumentar que a inflação elevada atual se deve em grande parte a *“fatores transitórios”*, os quais desapareceriam no próximo ano. Garantiu que as expectativas de inflação de longo prazo permanecem amplamente contidas.

Portanto, mesmo que a 'flexibilização quantitativa' comece a diminuir no ano vindouro, as taxas de juros permanecerão muito baixas ou próximas de zero pelo menos por mais um ano.

Contudo, o Fed enfrenta um dilema. Taxas de juros muito baixas é algo ruim porque os empréstimos tomados podem fazer subir a inflação, mantendo-a num nível mais alto se a oferta não for capaz de atender à demanda em aceleração. Ademais, os empréstimos para especulação em ativos financeiros e em propriedades estarão assim sendo alimentados. Por outro lado, a elevação das taxas de juros aumentará o custo do serviço da dívida existente, agora em níveis recordes, o que pode levar a inadimplências, falências e um colapso financeiro. Por isso, o Fed não tem certeza sobre qual caminho deve seguir.

Mas também a teoria econômica dominante está indecisa. Isso se deve em parte ao fato de que ela não tem uma explicação clara para as taxas de juros baixas. A visão neoclássica/austríaca é que as taxas de juros de mercado dependem da oferta de poupança e da demanda de investimento. Quando a primeira é mais alta do que a segunda, as taxas de juros tenderão a cair para alcançar um novo equilíbrio. Essa taxa de equilíbrio é chamada de taxa de juros natural (ela costuma se denotada por r^*). A escola austríaca acrescenta: caso o banco central intervenha injetando crédito monetário adicional, ele porá a taxa de mercado abaixo da taxa natural, o que acabará por levar a uma crise de crédito. Na verdade, essa corrente julga que isso já estaria acontecendo agora.



Mas existe uma taxa natural de juros? Esse conceito ajuda a entender o que está acontecendo agora, em especial nas principais economias capitalistas? Keynes rejeitou a ideia argumentando que não havia uma taxa natural estática, mas uma série de taxas dependendo do nível de investimento, consumo e poupança e do desejo de acumular dinheiro (preferência pela liquidez).

Segundo ele, não há razão para supor que a economia capitalista possa "corrigir" qualquer descompasso entre investimento e poupança, particularmente em uma depressão, ajustando as taxas de juros de mercado à "taxa natural" por meio de algum processo de mercado automático. Isso porque, em uma depressão, quando os retornos do investimento são muito baixos em comparação com a taxa de juros, os capitalistas

acumularão dinheiro em vez de investir. Ora, para ele, isso põe a economia numa “armadilha de liquidez”.

Tanto Keynes quanto Marx não raciocinavam com um conceito de taxa natural de juros, mas com a relação entre a taxa de juros que afeta a poupança e a lucratividade (ou retorno) do capital produtivo. Na verdade, o mesmo fez o autor que criou a noção de taxa natural, Wicksell. Segundo ele, a taxa natural *“nunca é alta ou baixa em si mesma, mas apenas em relação ao lucro que as pessoas podem fazer com o dinheiro que tem em suas mãos – e isso, claro, varia. Em tempos bons, quando o comércio é acelerado, a taxa de lucro é alta e – o que é de grande consequência –, espera-se geralmente que permaneça alta; em períodos de depressão, é baixa e espera-se que permaneça baixa”*.

Marx negou validade ao conceito de taxa natural de juros. Para ele, a remuneração do capital, seja ela na forma de juros auferidos com o empréstimo de dinheiro, seja na forma de dividendos obtidos da posse de ações, seja ainda na forma de renda da propriedade, provém sempre do mais-valor apropriado do valor criado pela classe trabalhadora nos setores produtivos. Os juros fazem parte desse mais-valor.

A taxa de juros, segundo ele, flutuaria assim entre zero e a taxa média de lucro obtida na produção capitalista. Em momentos de boom, ela se moveria em direção à taxa média de lucro e, nos períodos de crise, ela tenderia a cair para zero. Mas o que impulsiona decisivamente o investimento seria a lucratividade – e não a taxa de juros. Se a lucratividade fosse baixa, os detentores de dinheiro o acumulariam cada vez mais em espécie ou especulariam em ativos financeiros, ao invés de investir em ativos produtivos. O que importa não é se a taxa de juros do mercado está acima ou abaixo de alguma taxa “natural”, mas se ela, por estar num nível muito alto, está espremendo os lucros que se destinam ao investimento em ativos produtivos.

Uma explicação aventada correntemente recorre à demografia: as pessoas mais velhas tendem a gastar menos e economizar mais – e em todas as economias capitalistas avançadas, a população está ficando em média mais velha. No entanto, a explicação mais recente é que o aumento da desigualdade está criando um “excesso de poupança”, porque as pessoas mais ricas tendem a economizar mais do que as pessoas mais pobres.

Há também um último argumento que vem sendo apresentado há algum tempo, particularmente no plano internacional. Alguns keynesianos argumentam que há um “excesso de poupança global” em países com superávit comercial como China, Japão ou Alemanha, de tal modo que o seu capital excedente tem sido transferido para os EUA, reduzindo aí as taxas de juros.

Um novo artigo, apresentado este ano por Mian e Sufi no simpósio de Jackson Hole do Fed, entusiasmou nomes como Martin Wolf, o colunista econômico keynesiano do Financial Times. Esses dois autores argumentaram algo semelhante ao que já estava contido em seu livro *House of Debt*. Nele, eles apresentam uma tese que já fora sugerida em seus trabalhos anteriores. Eis que a principal explicação para o declínio nas taxas de juros reais consiste no aumento da desigualdade – mas, eles rejeitam a explicação que se vale dos fatores demográficos.

O ponto principal é que as taxas de poupança variam muito mais por renda dentro de grupos de idade do que entre grupos de idade. As diferenças observadas são

enormes: nos EUA, os 10% mais ricos das famílias segundo a renda têm uma taxa de poupança entre 10 e 20 pontos percentuais maior do que os 90% restantes. Dada essa divergência, a mudança na distribuição da base para o topo da pirâmide da renda inevitavelmente elevou a propensão a poupar. Portanto, as taxas de juros baixas são o resultado da acumulação dos ricos.

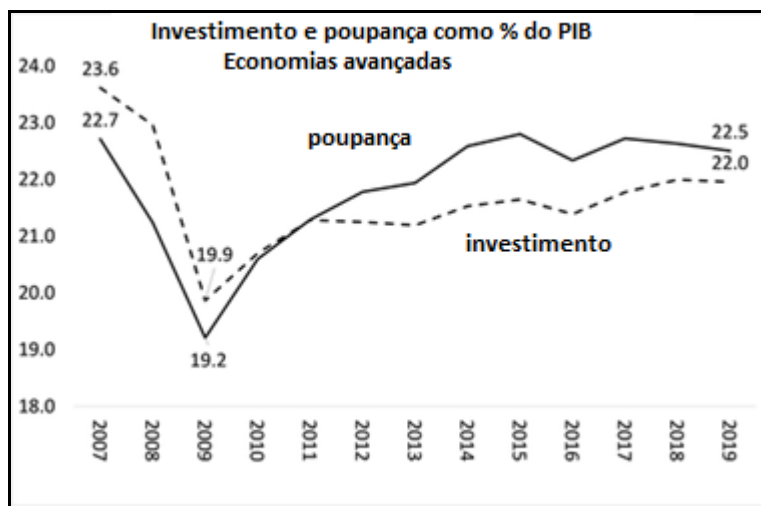
Segue-se desta tese que o Fed não poderá aumentar as taxas de juros enquanto a desigualdade permanecer alta. Enquanto isso, as famílias ficarão mais endividadas ao tomarem empréstimos a taxas baratas para comprar casas – e, assim, elas se arriscam a enfrentar no futuro uma implosão de suas dívidas.

Mas essa explicação é correta? A fraqueza desta explicação consiste em dizer que o problema é o baixo consumo das famílias como um todo, o que levaria à falta de “demanda agregada” necessária para colocar as economias capitalistas em uma trajetória sustentada de maior crescimento. Nesse caso, as taxas de juros poderiam subir sem que houvesse uma crise.

Ora, esta teoria de subconsumo em particular deixa passar o que está faltando em todas as teorias de subconsumo, a saber, não pergunta o que está ocorrendo nas empresas capitalistas. Pois, o consumo dos trabalhadores não é o único componente da “demanda agregada”; como se sabe, há também a demanda de investimento que vem dos capitalistas. Na verdade, Marx argumentou que esse último era o fator mais importante para impulsionar o crescimento da produção em uma economia capitalista – e, sobre isso, até mesmo Keynes às vezes concordava.

Conforme mostrei em várias postagens e em artigo nas revistas acadêmicas, o investimento capitalista é o “fator oscilante” nas expansões e nas recessões – uma queda no investimento leva as economias capitalistas a recessões e um aumento as tira dessa situação. O consumo é apenas um fator retardatário e, de fato, as mudanças no consumo são pequenas durante o ciclo de expansão e queda em comparação com o investimento.

Não há, pois, “excesso” de poupança global ou nacional. Em vez disso, o problema é a existência de uma “escassez de investimento”. Se se olha para as taxas de investimento (medidas pelo investimento total em relação ao PIB), descobre-se que, nos últimos dez anos, o investimento total em relação ao PIB nas principais economias tem sido fraco; de fato, em 2019, o investimento total (governo, habitação e negócios) em relação ao PIB ainda é menor do que em 2007. Em outras palavras, mesmo a baixa taxa de crescimento real do PIB nas principais economias nos últimos dez anos não foi acompanhada pelo crescimento do investimento total. E se você retirar o governo e a habitação, verá que o investimento empresarial teve um desempenho ainda pior.



A razão “poupança nacional/PIB” das economias capitalistas avançadas, em 2019, não foi superior ao de 2007, enquanto que a razão “investimento/PIB” caiu 7%. Tem ocorrido uma escassez de investimentos, não um excesso de poupança. Veja-se o que um economista do “mainstream” pertencente ao Instituto Breugel disse numa carta à Martin Wolf.

“Embora eu não negue que as famílias mais ricas economizem mais, isso não pode explicar a queda nas taxas de juros reais. A razão é simples: a taxa de poupança bruta (expressa como uma porcentagem do produto interno bruto) não aumentou nos EUA. Pelo contrário, diminuiu nos últimos 40 anos, especialmente na década de 1980 e no início da década de 1990, quando a desigualdade de renda cresceu rapidamente. Isso significa que outros fatores superaram o impacto de uma maior desigualdade de renda na taxa de poupança. Além da taxa de poupança, devemos olhar para o outro lado da identidade da conta corrente, ou seja, o investimento. A relação taxa de investimento total/PIB experimenta uma tendência de declínio em todas as economias do G7, exceto Canadá e França. Talvez uma análise das causas da queda da taxa de investimento nos leve a explicar melhor por que as taxas de juros reais estão tão baixas”.

Em minha opinião, as taxas de juros baixas não são o resultado de uma falta de demanda agregada causada pelo aumento da desigualdade e pela incapacidade dos trabalhadores de recomprar tudo aquilo que eles produzem. É o resultado da queda da lucratividade do capital nas principais economias capitalistas. Isso obriga as empresas a olhar para o exterior para investir onde a lucratividade for maior. Note-se que a taxa de investimento nas economias emergentes tem sido, nos últimos dez anos até 10% superior – algo que os economistas keynesianos e pós-keynesianos tem ignorado até agora.

O “excesso de poupança” decorre, na verdade, apenas de uma falta de investimento na economia real. Por que houve e há essa falta? Porque o investimento não tem sido suficiente para impulsionar o crescimento e, com ele, as taxas de juros? A rentabilidade dos setores produtivos está muito baixa. Nos Estados Unidos, a lucratividade do setor não financeiro começou a cair após 1997. E essa queda gerou a crise no setor de alta tecnologia, o que forçou os investidores a transferirem os seus recursos para os investimentos imobiliários. Foi assim que nasceu a bolha imobiliária que estourou em 2008. Por trás do aumento da dívida e do colapso subsequente está,

pois, uma crise na lucratividade da produção capitalista. Nada disso é explicado, naturalmente, no livro *House of Debt* de Mian e Sufi.

Na verdade, a evidência empírica para a existência de uma conexão causal entre a desigualdade e as crises permanece questionável. Em contraste, um trabalho recente de economistas marxistas, conforme apresentado na conferência IIPPE deste ano, mostra que as taxas de juros de mercado (tanto de curto quanto de longo prazo) estão intimamente relacionadas com mudanças na lucratividade do capital. Karl Beitel encontra essa conexão e correlação; Nikos Stravelakis, por sua vez, apresenta um suporte explicativo e empírico para ela.

Assim, se as taxas de juros de mercado são determinadas em última instância pela lucratividade do capital – e não pela relação entre “poupança e investimento” ou pelo nível de desigualdade de consumo das famílias. Então, como a lucratividade do capital tem permanecido baixa, as taxas de juros terão também de ficar baixas. E os bancos centrais, como o Fed, não poderão ignorar isso. Ou, para ser mais preciso, se o Fed opta não apenas por encerrar a flexibilização quantitativa, mas por aumentar sua taxa de juros significativamente, então é mais do que provável que engendre uma crise de endividamento porque a lucratividade do capital produtivo não aumentou.

Acho que isso define o cenário para o debate entre aqueles, como Larry Summers, que temem que o atual aumento da inflação nos preços de bens e serviços nos EUA não seja transitório, o que deve forçar o Fed a aumentar as taxas de juros e aqueles que acham que esse aumento da inflação é transitório e, portanto, que não há necessidade de fechar a torneira de liquidez e espremer crédito – pelo menos por enquanto.



Existe um cenário pior que poderia vir a acontecer. Veja-se as previsões de Nouriel Roubini ou, como costumava ser chamado, o Dr. Desgraça. Eis que previa regularmente colapsos financeiros, até que acertou quando sobreveio a crise de 2008. Esse autor pensa agora que uma combinação de dívida altíssima, taxas de juros baixíssimas e uma série de pressões sobre a oferta global significam que as economias capitalistas estão caminhando diretamente para outra crise. A combinação de baixo crescimento e alta inflação, ou seja, a estagflação está se tornando uma possibilidade.

É verdade que a dívida, tanto privada quanto pública, na economia global está em níveis recordes. Globalmente, em 1999, era de 220 por cento do PIB; atualmente, é

de 360% e está aumentando. Nos países avançados, chega a 420% e está aumentando. Na China, atinge 330% e está aumentando. Nos mercados emergentes, 250% e continua subindo, sendo que a maior parte delas está em moeda estrangeira.

Roubini avalia que esse peso da dívida não possa ser reduzido a não ser por meio de um enorme aumento da inflação, que aliviaria a situação dos devedores. Mas se isso acontecer, haverá destruição das moedas dos mercados emergentes, o que os forçarão a entrar em default. As principais economias poderão, pois, entrar em um período de “estagflação”, ou seja, de baixo crescimento junto com inflação crescente. A última vez que isso aconteceu foi na crise de lucratividade da década de 1970, quando a lucratividade do capital caiu drasticamente, levando às crises de 1974-5 e 1980-82.

A aceleração da inflação pode ser um problema agora nos Estados Unidos e em outras economias capitalistas em estágio de recuperação. Isso certamente prejudica qualquer retorno possível de aumento da renda do trabalho; porém, para o capitalismo, a lucratividade é a verdadeira referência, mas também ela poderá ser contrariada seja por aumentos salariais seja pelo crescimento dos juros. Se isso ocorrer, configura-se melhor o cenário para uma nova crise.