

# O dilema dos BCs e a desigualdade

Por Martin Wolf

Valor, 22/09/2021

**A principal explicação para a queda das taxas de juros reais tem sido a elevada e crescente desigualdade, e não fatores demográficos**

---

Por que os bancos centrais estão tendo tanta dificuldade para fazer o seu trabalho? Uma visão comum é que isso acontece porque eles são estúpidos. As pessoas que afirmam isso insistem que os bancos centrais precisam manter as taxas de juros de acordo com suas normas históricas. Isso está errado porque as normas históricas são irrelevantes. As questões são por que e no que isso implica para as nossas economias.

Um estudo de Atif Mian, Ludwig Strub e Amir Sufi apresentado na conferência monetária de Jackson Hole em 27 de agosto ilumina essa questão. Ele chega a uma conclusão, já sugerida em um estudo anterior do trio: a principal explicação para a queda das taxas de juros reais tem sido a elevada e crescente desigualdade, e não fatores demográficos como o comportamento de poupança da geração do “baby-boom” ao longo de suas vidas, conforme alguns argumentam.

**De um modo geral, as poupanças devem corresponder aos investimentos. E o que acontece quando os ricos ficam mais ricos e assim tentam poupar mais? As taxas de juros precisam cair. Mas o impacto disso sobre os investimentos das empresas é muito fraco**

A análise começa com estimativas da “taxa natural” real de juro, um conceito que remonta ao economista sueco Knut Wicksell. A taxa natural, explicou ele, equilibra a demanda e a oferta na economia, que se manifesta em preços estáveis. A moderna doutrina de metas de inflação descende dessa ideia. O mais importante, porém, é que as estimativas dessa taxa para os Estados Unidos mostram uma queda de cerca de 4% quatro décadas atrás, para cerca de zero hoje.

Essa queda é equiparada em outros países de alta renda, conforme seria de se esperar: em uma economia mundial aberta, juros reais de equilíbrio deveriam convergir. Conforme também observa o estudo, a queda “cria preocupações sobre a estagnação secular, ameaça criar bolhas de ativos e complica a política monetária”. De fato, ela é uma grande parte do motivo que levou os bancos centrais a comprar quantidades enormes de ativos em situações de crise, como agora.

O ponto principal dos bancos centrais é que as taxas de poupança variam muito mais de acordo com a renda dentro de grupos etários do que entre grupos etários. As diferenças também são enormes: nos EUA, os 10% das famílias de renda mais alta têm uma taxa de poupança de 10 a 20 pontos percentuais maior que a dos 90% de renda mais baixa. Dada essa divergência, a mudança na distribuição de renda para o topo inevitavelmente aumentou a propensão geral para poupar.

Como explicação da crescente propensão a poupar e a queda das taxas de juros, a entrada da geração do baby-boom na meia-idade não funciona, porque o aumento da poupança tem sido contínuo, enquanto que o impacto da mudança demográfica no comportamento de poupança não.

De um modo geral, as poupanças devem corresponder aos investimentos. Então, o que acontece quando os ricos ficam mais ricos e assim tentam poupar mais? As taxas de juros precisam cair. Acontece que o impacto disso sobre os investimentos das empresas é bastante fraco. Na verdade, a disposição para investir tem sido cronicamente fraca, em parte por razões demográficas.

Portanto, as compensações tiveram que vir de déficits fiscais persistentes ou gastos maiores dos 90% mais pobres. Ambos são alimentados por dívidas, enquanto que o último é também movido por bolhas nos preços dos ativos, especialmente nos preços das moradias. À medida que os bancos centrais buscam uma taxa natural mais baixa, eles conduzem esses dois processos. Mas à medida que as relações de endividamento aumentam, as taxas naturais caem ainda mais, uma vez que os altamente endividados se tornam cada vez menos dignos de crédito.

Uma objeção a esse argumento é que se trata de apenas um país, por mais importante que ele seja. Mas a tendência em direção a uma maior desigualdade de renda é compartilhada por quase todas as grandes economias, incluindo principalmente a China. De fato, o excesso de poupança do resto do mundo também vem se manifestando nos persistentes déficits em conta corrente dos EUA. A necessidade de compensar este último tornou a tarefa do Federal Reserve (Fed) ainda mais difícil.

A crise financeira de 2007- 2012 deve ser vista como um resultado desses processos, resolvidos na época com o resgate do sistema financeiro, aperto da regulamentação e a duplicação das taxas baixas em toda a curva de rendimento. A crise da covid-19 foi um choque, mas a resposta foi mais do mesmo, mas em uma escala ainda maior.

Além disso, desta vez os enormes aumentos nas reservas do banco central na verdade aumentaram os agregados monetários mais amplos. Assim, não admira a combinação de perturbações no lado da oferta com a vigorosa demanda do momento estar gerando uma inflação “surpresa”.

Então, como a história pode evoluir? Não há uma razão poderosa para esperar que a desigualdade de renda, o motor fundamental do excesso de poupança de hoje, seja revertida, embora ela possa se estabilizar. Há um excelente motivo para um “boom” de investimentos, especialmente a transição climática.

Mas isso não ocorrerá sem uma formulação de políticas consistente, determinada, inteligente e com consciência global. Isso não é nada do que devemos esperar, embora possamos esperar. Portanto, no médio para o longo prazo a estagnação secular deverá retornar, a menos que a desigualdade de renda diminua.

É mais difícil prever o curto prazo, mas se isso der errado, será perturbador talvez até mesmo no médio prazo. Em seu discurso em Jackson Hole, Jerome Powell, o presidente do Fed, insistiu que tudo está sob controle. Mas ele diria isso de qualquer jeito.

De fato, o aumento da inflação surpreendeu quase todo mundo. A preocupação deve ser a de que os choques de preços persistam e depois se incorporem às expectativas, que só seriam revertidas por um período de juros de curto prazo significativamente maiores. Isso causaria estagnação, que por sua vez criaria dilemas dolorosos para os bancos centrais e certamente causariam problemas devastadores para os tomadores de empréstimos mais fracos, notadamente, mas não exclusivamente, as economias emergentes muito endividadas.

As políticas excepcionais de 2020 já não se justificam. Dadas as atuais taxas de juros de curto prazo super baixas e as políticas fiscais de apoio, é difícil imaginar por que as

grandes compras de ativos deveriam também continuar. Temos hoje dinheiro mais do que suficiente e os rendimentos dos bônus deverão aumentar um pouco. Quando os fatos mudam, os bancos centrais devem mudar de ideia. E o momento é agora. **(Tradução de Mário Zamarian).**

**Martin Wolf é editor e principal analista de economia do Financial Times.**