

## **A queda da taxa de juros e a inflação de ativos**

---

## **O efeito da crise econômica no rendimento médio dos trabalhadores**

---

## **Puxada por Transportes, inflação volta a patamares positivos em junho**

---

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL

Av. Assis Brasil, 8787 Fone: (051) 3347.8731

UNIDADE DE ESTUDOS ECONÔMICOS

[www.fiergs.org.br/economia](http://www.fiergs.org.br/economia)

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista desta Federação. É permitida a reprodução deste texto e dos dados contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

## A queda da taxa de juros e a inflação de ativos

A expansão da liquidez global não tem provocado inflação de bens e serviços, em que pese a redução na taxa de desemprego. Por outro lado, pode ser o motivo por trás da forte valorização dos ativos.

No Informe Econômico (IE) do dia 22 de junho tratamos sobre a forte expansão do crédito *high yield* dos EUA como consequência da queda das taxas dos títulos públicos e expansão da liquidez. O tema também foi tratado para o Brasil no IE do dia 5 de maio, quando abordamos a expansão do mercado de crédito privado, consequência não só da redução da taxa de juros por aqui, mas também pela menor atuação do crédito direcionado. Em ambos os casos, a queda na taxa de juros teve como resultado o aumento no endividamento privado, o que traz riscos e possibilidade de tensões e crises à frente. Agora, vamos analisar outro efeito dessa nova realidade global.

Um dos mecanismos de transmissão da política monetária – canal por meio do qual a mudança da Taxa Selic afeta o comportamento das outras variáveis econômicas – é o chamado canal da riqueza. A redução da taxa de juros aumenta o valor presente dos ativos, inclusive aqueles usados como garantia de empréstimos por firmas e famílias.

Veja que, qualquer conta de valor justo de um ativo (ação, imóvel, título, etc.) que faz um ou mais pagamentos em dinheiro ao longo do tempo vai levar em conta o custo do dinheiro, ou seja: a taxa de juros. Portanto, as diversas técnicas de apreçamento de ativos (fluxo de caixa descontado, múltiplos justos, Gordon, etc), têm a mesma ideia subjacente: trazer fluxos futuros para o presente descontados por uma taxa. Quando a taxa de juros cai, o valor presente dos ativos sobe. Veja que o gráfico da meta para a taxa Selic e o índice Ibovespa apresentado abaixo não é mera coincidência, ainda que o gráfico em dois eixos esconda um pouco da elevada volatilidade do índice.

Mas atenção, isso não é uma regra de bolso. A taxa de juros está caindo porque a economia está desaquecida, logo as expectativas quanto aos lucros, inadimplência, vacância, etc. – podem piorar. Assim, mesmo com a queda da taxa de desconto, o problema pode estar na queda acentuada ou interrupção do fluxo de pagamentos.

Saindo da teoria e entrando no mundo real: após a crise de 2008, a taxa de juros dos Estados Unidos e de muitos países desenvolvidos atingiu o limite mínimo, que em alguns casos era zero. A alternativa para continuar os estímulos nós conhecemos: rodadas de QE, compra de ativos no mercado secundário e pacotes de estímulo. A expansão dos balanços dos bancos centrais e aumento da dívida pública são a contrapartida para a expansão da liquidez.

Durante a década de 2010, se imaginou que em algum momento a inflação apareceria com força, porém não foi o que aconteceu. A taxa de desemprego caiu ao

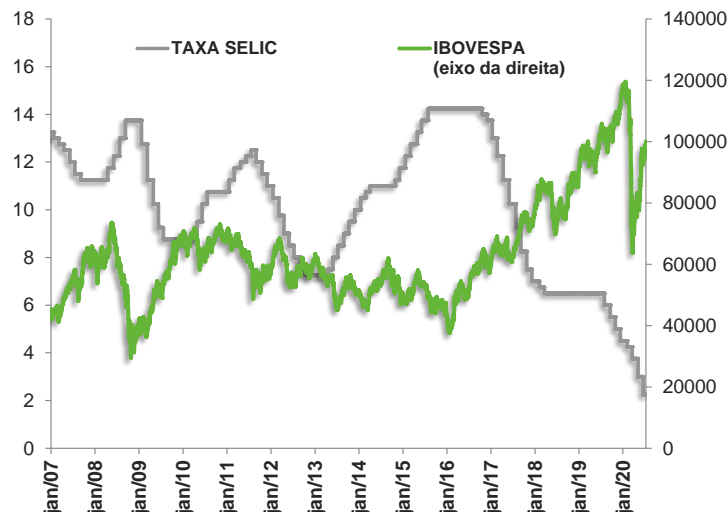
nível de pleno emprego, mas curiosamente a inflação ao consumidor não reapareceu. O *trade-off* entre inflação e emprego, formalizado pela Curva de Phillips, aparentava ter desaparecido.

Porém, parece que tivemos a experiência de algo novo: a inflação acentuada no preço dos ativos. Em termos práticos, o poder de compra das famílias se manteve para os gastos de consumo tradicionais: comunicação, alimentação, transporte. Porém, a renda das famílias compra cada vez menos ações, imóveis e títulos. Além disso, vários negócios passaram a se viabilizar, e valorizar, num ambiente em que a taxa livre de risco é próxima de zero.

É possível que o efeito das taxas de juros baixas, das sucessivas crises, de um padrão de vida já elevado e de uma demografia desfavorável tenha favorecido que o aumento da liquidez fosse para a compra de ativos, inflacionando o seu preço, e não para o consumo. Por exemplo, a taxa de poupança da renda disponível das famílias dos EUA subiu de 4,1% em fevereiro de 2008 para 8,4% em fevereiro de 2020. Além disso, o papel dos países asiáticos na expansão de oferta de bens e serviços mais baratos pode ser uma peça importante no quebra-cabeça da baixa inflação do período.

Por fim, a crise provocada pelo COVID-19 exigiu uma dose generosa de “mais do mesmo”. O índice S&P500 voltou a mostrar valorização após as quedas de fevereiro e março e já está apenas cerca de 6% abaixo do topo histórico. A crise desencadeada pela pandemia não foi capaz de reverter essa tendência. Qual será o limite de expansão e sustentabilidade desse ambiente de alta liquidez? A resposta está no limite de endividamento dos governos com taxas de juros extremamente baixas.

**Taxa SELIC (% a.a.) e Índice Ibovespa (pontos)**



Fonte: Banco Central do Brasil.

## O efeito da crise econômica no rendimento médio dos trabalhadores

Crises econômicas normalmente são marcadas pelo aumento da taxa de desemprego, o que inevitavelmente derruba a renda média auferida pela população ocupada, desconsiderando fontes de renda como benefícios e auxílios do Governo. Foi assim na crise fiscal de 2014-2016, como o gráfico abaixo mostra. Entretanto, na atual crise derivada da pandemia do novo coronavírus, ao contrário do habitual, a renda média se elevou abruptamente, inclusive registrando a maior variação real interanual da série, que começa em 2013. O que poderia explicar tal resultado?

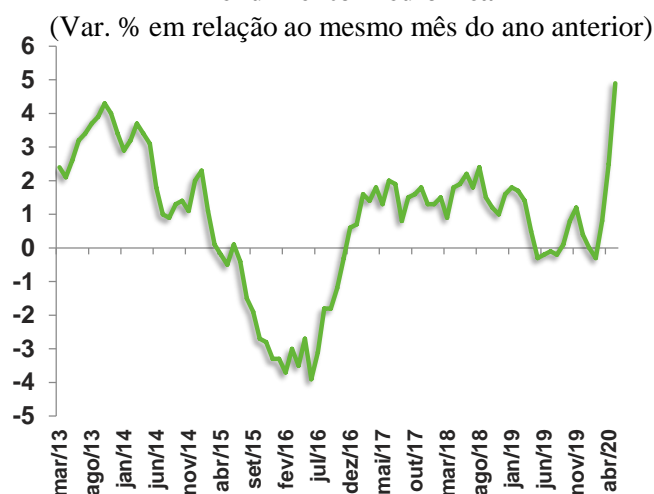
Uma das hipóteses reside no chamado “efeito composição”, que ocorre quando trabalhadores de rendimento menor saem da força de trabalho, elevando a renda média auferida pela mesma. Isso pode ser uma explicação, especialmente na crise atual, que tem maior impacto sobre o mercado de trabalho informal. Em geral, a renda média dos trabalhadores informais são inferiores ao do setor formal, de modo que o aumento da desocupação nesse mercado poderia levar a uma elevação do rendimento médio.

Outra hipótese que poderia explicar o fenômeno seria a ocorrência de o efeito composição dentro das categorias de ocupação. De fato, quando se analisa a variação da população ocupada entre março a maio de 2020, observa-se maiores quedas entre trabalhadores domésticos e empregados do setor privado sem carteira assinada (quedas de 17,6% e 16,4%, respectivamente). Assim, na hipótese de que nessas categorias ocorram

um número maior de demissões ou suspensão, isso contribuiria para a elevação do rendimento médio, como observado. Além disso, é necessário considerar o impacto na renda dos demais trabalhadores que permaneceram ocupados, porém sofreram alguma redução de jornada e salário. Nessa hipótese, é possível considerarmos que cargos de chefia, onde normalmente observa-se rendimentos maiores, foram menos impactados que cargos auxiliares.

Portanto, devido ao alto grau de informalidade do mercado de trabalho brasileiro pré-pandemia, esta discussão demonstra a importância dos programas de transferência de renda praticados pelo Governo durante a crise.

### Rendimento Médio Real



Fonte: PNADC/IBGE. Elaboração: UEE/FIERGS

## Puxada por Transportes, inflação volta a patamares positivos em junho

Na última sexta-feira, o IBGE divulgou os números da inflação referente ao mês de junho. O IPCA do mês passado foi de 0,26%, após deflação de 0,38% observada em maio. Desde março, o índice apresentava desaceleração no nível de preços, com deflação tanto em abril e maio. Assim, o indicador acumula alta de 0,10% no ano e de 2,13% no acumulado em 12 meses. Em junho de 2019, a taxa registrou estagnação.

Dos nove grupos que compõem o índice, sete apresentaram alta em junho. O maior impacto (0,08 p.p.) veio de Alimentação e bebidas, que acelerou de 0,24% em maio para 0,38% em junho. A segunda maior contribuição (0,06 p.p.) veio de Transportes, cujo nível de preços acelerou de uma deflação de 1,9% em maio para uma variação positiva de 0,31%. O maior impacto negativo (-0,02 p.p.) no indicador vem de Vestuário, que registrou nova queda de 0,46% nos preços.

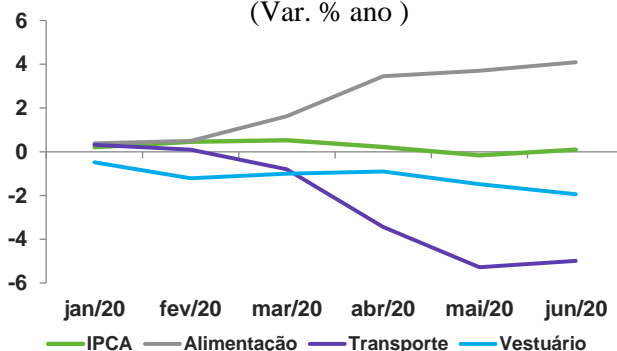
A aceleração em Alimentação e bebidas ainda é puxada pela maior procura por alimentos para consumo no domicílio, em particular pela alta nos preços das carnes (1,19%) e do leite longa vida (2,33%). Por sua vez, Transportes registrou variação positiva após quatro meses consecutivos de queda. A alta se deve especialmente pelo aumento nos preços da gasolina (3,24%), maior impacto individual no índice cheio

(0,14 p.p.). Por outro lado, continua pesando negativamente a variação no preço das passagens aéreas (-26,01%), item com o maior impacto individual negativo no IPCA (-0,11 p.p.). No ano, as passagens aéreas já acumulam queda de -55,13%, reflexo direto dos impactos da pandemia sobre o setor. No mesmo sentido, a contínua desaceleração em Vestuário, que ano acumula queda de 1,94%, reflete o cenário difícil que a epidemia trouxe para o comércio, de forma geral, já que canais de *e-commerce* são mais populares entre bens duráveis.

Apesar do cenário deflacionista do primeiro semestre, nossa projeção é de que a inflação acelere para 1,69% em 2020.

### IPCA

(Var. % ano)



Fonte: IBGE. Elaboração: UEE/FIERGS