

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**UMA RESENHA SOBRE OS POSSÍVEIS FATORES QUE  
MANTÊM A TAXA BÁSICA DE JUROS ELEVADA NO  
BRASIL**

ÍISIS MATHIAS DE LIMA  
Matrícula: 109023975  
e-mail: [isis\\_matdlim@yahoo.com.br](mailto:isis_matdlim@yahoo.com.br)

ORIENTADOR: Prof. Antonio Luis Licha  
e-mail: [licha@ie.ufrj.br](mailto:licha@ie.ufrj.br)

ABRIL 2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**UMA RESENHA SOBRE OS POSSÍVEIS FATORES QUE  
MANTÊM A TAXA BÁSICA DE JUROS ELEVADA NO  
BRASIL**

---

ÍISIS MATHIAS DE LIMA  
Matrícula: 109023975  
e-mail: [isis\\_matdlim@yahoo.com.br](mailto:isis_matdlim@yahoo.com.br)

ORIENTADOR: Prof. Antonio Luis Licha  
e-mail: [licha@ie.ufrj.br](mailto:licha@ie.ufrj.br)

ABRIL 2013

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a).*

Dedico este trabalho à minha família, que é sempre a primeira a aprovar as minhas ideias, planos e aventuras.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço, primeiramente, a Deus que sempre iluminou o meu caminho e os lugares por onde passo, me presenteando com a companhia e parceria de pessoas excepcionais que tornaram-se fundamentais em minha vida.

Agradeço aos meus familiares e amigos, por todo apoio sem o qual a minha formação, tanto pessoal quanto profissional, não se tornaria concreta. Especialmente aos meus pais, Miguel e Angela, e minha irmã, Yasmin, que sempre me deram força e coragem para seguir em frente.

Agradeço, é claro, à equipe de professores do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, que procurou me fornecer uma formação de excelência, ao Prof<sup>o</sup> Licha, que me orientou neste trabalho, aos funcionários da administração e da manutenção da UFRJ que trabalharam para me auxiliar e fornecer um ambiente favorável aos meus estudos.

## **RESUMO**

O trabalho resenha opiniões diversas presentes na literatura relativa à problemática histórica do patamar da taxa de juros básica (nominal) brasileira. Através da análise bibliográfica, foram identificadas as principais causas apontadas pela literatura. São elas: o histórico inflacionário brasileiro, a baixa poupança doméstica aliada a desajustes fiscais e as fraquezas institucionais. Estas causas ordenaram a formação dos capítulos e a agregação dos autores segundo semelhanças em suas análises.

Dentre os autores resenhados estão alguns professores da PUC-Rio como Edmar Bacha, André Lara Resende, Gustavo Franco e Francisco Lopes e, alguns autores de instituições e universidades estrangeiras como Kenneth Rogoff, Carlo Favero e Francesco Giavazzi.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>CAPÍTULO I – A POLÍTICA MONETÁRIA E O HISTÓRICO INFLACIONÁRIO.....</b>	<b>10</b>
I.1- Breve histórico da inflação no Brasil.....	10
I.2– Breve descrição do sistema de metas de inflação e sua implementação no Brasil..	11
I.3- A memória de inflação crônica e a aceitação de um viés inflacionário na economia brasileira.....	13
<b>CAPÍTULO II – A POLÍTICA MONETÁRIA E AS CONTAS PÚBLICAS.....</b>	<b>15</b>
II.1 - A relação de causalidade entre déficit público e taxas de juros.....	15
II.2 - A relação de causalidade entre a poupança doméstica e taxas de juros.....	18
<b>CAPÍTULO III – A POLÍTICA MONETÁRIA E AS INSTITUIÇÕES.....</b>	<b>20</b>
III.1 – Herança inflacionária.....	20
III.2 – O papel das expectativas de inflação.....	21
III.3 – Fraquezas institucionais.....	22
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>23</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>24</b>
<b>APÊNDICE – SÍTIOS VISITADOS .....</b>	<b>26</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO I: Taxa Selic (% a.a.) – Meta COPOM.....	8
GRÁFICO II: Taxas de juros (% a.a.) – Países selecionados.....	9
GRÁFICO III: IPCA anual (% a.a.) - 1980 – 1995.....	10
GRÁFICO IV: IPCA - Acumulado em 12 meses e Metas de Inflação (% a.a.).....	13

## ÍNDICE DE TABELAS

TABELA I: Dívida pública (% PIB) e Taxa de juros (% a.a.) – países selecionados (2013).....	16
TABELA II - <i>Defaults</i> da dívida externa em países emergentes 1824-2004 .....	18

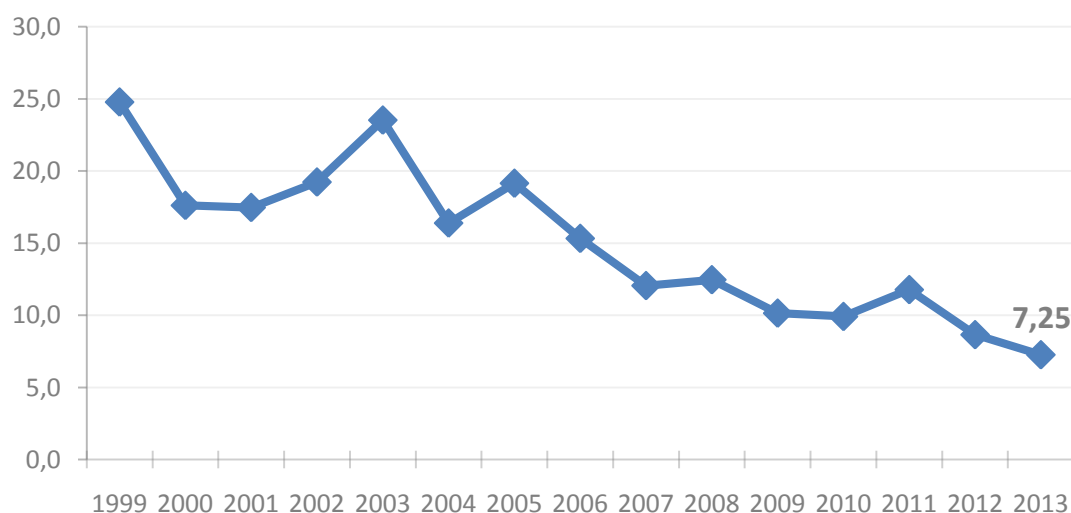


## INTRODUÇÃO

Este trabalho procura resenhar trabalhos que estudam os motivos pelos quais o Brasil tem e mantém taxas de juros relativamente elevadas mesmo se comparadas às taxas de demais países de estrutura semelhante. Analisando essa problemática, este trabalho busca resenhar as opiniões de estudiosos acerca do assunto.

As taxas nominais de juros no Brasil já foram mais altas do que atualmente. Desde 1999, a chamada “tríade da política macroeconômica” – superávit primário, câmbio flutuante e metas de inflação – permitiu, e tem permitido, reduções dos juros, ou seja, as taxas brasileiras estão cada vez mais baixas, principalmente após as recentes e consecutivas políticas de afrouxamento monetário iniciadas em meados de 2011. Porém esse movimento ainda tem sido insuficiente para colocá-las dentro dos padrões dos demais países, mesmo que se dê um desconto pela peculiaridade da atual situação internacional<sup>1</sup>.

**Gráfico 1 – Taxa Selic (% a.a.) – Meta COPOM**

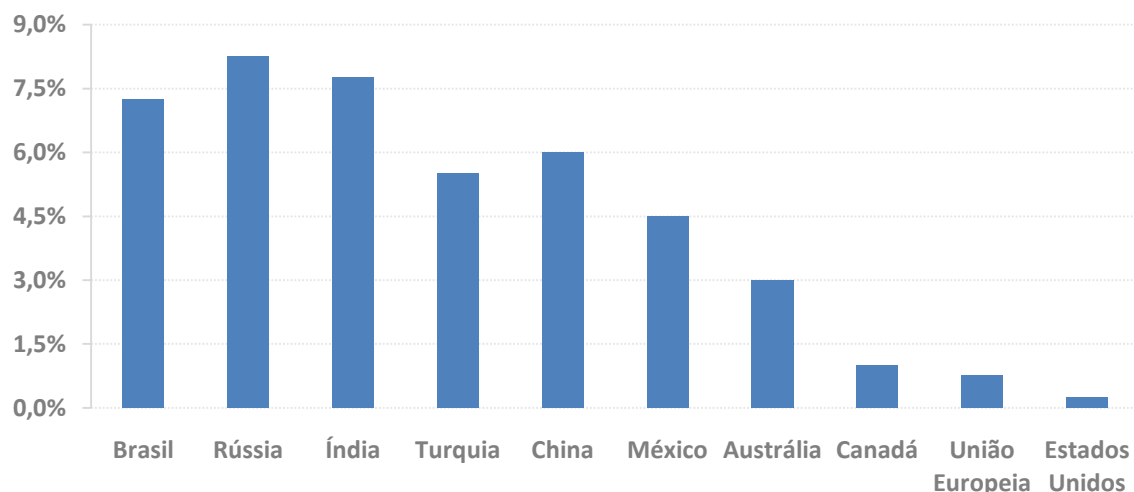


Fonte: Banco Central do Brasil.

<sup>1</sup>As taxas de juros, especialmente nos países industriais, estão anormalmente baixas por causa da anêmica retomada do crescimento econômico, após crise financeira de 2008-09.

Dessa forma, o objetivo do estudo é verificar o porquê de a taxa básica brasileira permanecer em patamar consideravelmente mais elevado que em alguns países emergentes.

**Gráfico 2 – Taxa de juros nominal (% a.a.) – países selecionados**



Fonte: Trading Economics. <http://www.tradingeconomics.com>. (Dados referentes ao mês de fevereiro de 2013).

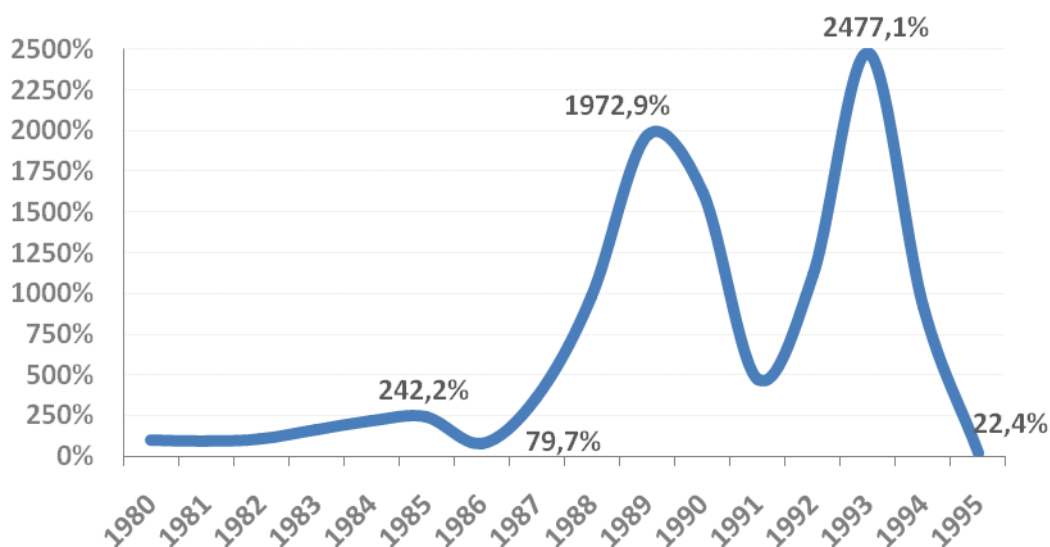
Nesse sentido, abrangendo as principais causas apontadas pela literatura acerca dessa problemática, o trabalho foi organizado da seguinte maneira: o capítulo I abrange uma análise sobre como o histórico inflacionário pode causar o elevado patamar dos juros reais brasileiros; no capítulo II é apresentada uma análise fiscal e sobre a poupança doméstica; o capítulo III, por sua vez, apresenta uma breve análise sobre o papel da estrutura das instituições sobre os juros, apontado por alguns autores como motivo principal da manutenção de um nível elevado dos juros no Brasil. E, finalmente, a conclusão resume as principais conclusões de cada capítulo.

## CAPÍTULO I – A POLÍTICA MONETÁRIA E O HISTÓRICO INFLACIONÁRIO

### I.1 Breve histórico da inflação no Brasil

A história econômica recente do Brasil apresenta, em períodos longos, a presença de inflação alta e volátil. A inflação anual na década de 1970 era moderadamente alta, em torno de 30% ao ano; já no período de 1980-88, ela passou a ser muito alta, em torno de 200% e, tornou-se hiperinflação no período de 1989-94 atingindo uma média de 1.400%. Sendo assim, dentre os países que adotaram o regime de metas de inflação, o Brasil apresenta o mais longo histórico de hiperinflação, durante 1980–1994. Dessa forma, existe uma forte correlação entre os altos níveis de inflação e as elevadas taxas de juros da época: estas precisavam crescer, às vezes para níveis extraordinários, para tentar reduzir a inflação.

**Gráfico 3 – IPCA anual (% a.a.) – 1980 –1995**



Fonte: Ipeadata.

A redução da inflação e de sua volatilidade, depois de 1995, foi um fator crucial na história econômica brasileira. Este foi um marco que possibilitou uma redução das taxas de juros reais ao longo do tempo. A introdução do regime de metas de inflação no Brasil é associada à maior redução de volatilidade inflacionária, dentre os países que adotaram este regime: em 2006, a volatilidade já havia convergido totalmente à média

do grupo. A redução da inflação e de sua volatilidade possibilitou a chamada “*taming of inflation expectations*” (SEGURA-UBIERGO; 2012).

## **II.2 Breve descrição do sistema de metas de inflação e sua implementação no Brasil**

*“O ataque especulativo promovido contra o real em janeiro de 1999 obrigou o Banco Central do Brasil (Bacen) a abandonar o regime de bandas cambiais. Chegava ao fim um período, iniciado em 1995, no qual (...) a utilização dessa política de “ancoragem cambial”, com efetiva valorização da taxa de câmbio e elevação do grau de abertura externa da economia, constituiu-se no elemento-chave da política de combate à inflação no período. (...) O ataque especulativo não apenas deixou patente a incapacidade de sustentação e controle das taxas de câmbio nominal e real, como também deixou os ‘policy makers’ órfãos de seu instrumento de controle da inflação. A opção do Banco Central foi adotar o regime de metas de inflação a partir de julho de 1999.” (CURADO;OREIRO; 2005)*

O regime de metas de inflação é conhecido como aquele no qual a autoridade monetária utiliza seu instrumental de política monetária, a fixação da taxa de juros nominal (básica), para alcançar e manter uma meta explícita de inflação previamente determinada.

Em síntese, e em termos práticos, o Banco Central deve aumentar a taxa de juros nominal toda vez que houver um aumento das expectativas de inflação e, deve reduzi-la toda vez que houver uma redução da inflação esperada, para manter seu compromisso com o sistema.

A teoria por trás do regime afirma que a meta de inflação funciona como um balizador das expectativas de inflação dos agentes, conduzindo a taxa de inflação na direção da sua meta (Bernanke *et al.*, 1999).

Nesse sentido, o regime de metas de inflação possui, de acordo com a literatura, uma série de vantagens. Dentre elas:

- a) Aumento da transparência: o anúncio das metas de inflação eleva o grau de transparência da política monetária tornando mais clara a compreensão do público em relação à atuação dos bancos centrais, o que capacita os agentes econômicos a acompanharem e a controlarem as ações dos bancos centrais de forma mais precisa (OREIRO; CURADO; 2005);
- b) Redução de incertezas: caso a meta inflacionária seja crível, a determinação *a priori* da inflação minimiza as incertezas na economia, facilitando a tomada de decisões, em especial as decisões de investimento.

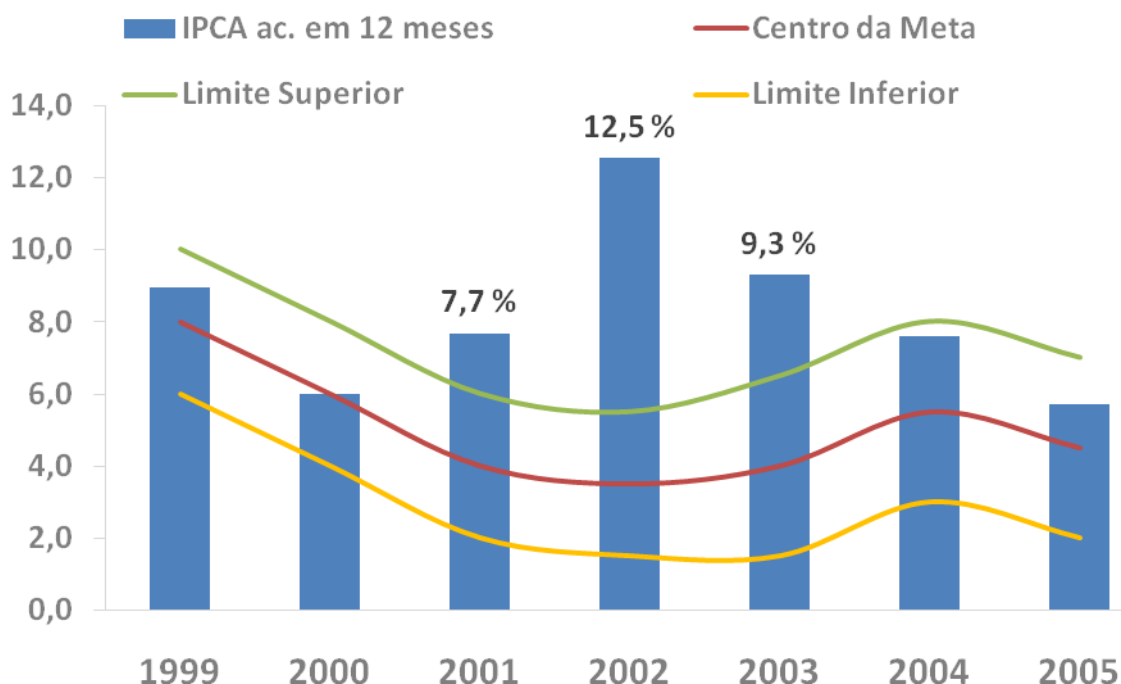
No caso brasileiro, o regime foi formalmente adotado em julho de 1999, a partir do Decreto Presidencial nº 3.088 e da Resolução nº 2.615 do Conselho Monetário Nacional (CMN). O índice de inflação escolhido pelo CMN para determinação e averiguação do funcionamento do regime de metas foi o Índice de Preços ao Consumidor Amplo<sup>2</sup> (IPCA - IBGE). O alcance das metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional é, de acordo com o Decreto nº 3.088, de responsabilidade do Banco Central (BACEN).

Os resultados obtidos nos dois primeiros anos de implantação do regime foram bastante favoráveis. Em 1999 e 2000, levando em consideração a banda preestabelecida, a meta de inflação foi alcançada. Em 2001, 2002 e 2003, as metas de inflação não foram alcançadas, com forte discrepância entre a meta de 2002, de 3,5%, e o resultado efetivo da inflação, de 12,5%. O ano de 2004 marcou o retorno da capacidade de cumprimento da meta pelo Banco Central como observamos no Gráfico 4.

---

<sup>2</sup> À época em que foi adotado como referência, o IPCA chamava-se Índice de Preços ao Consumidor no Atacado.

**Gráfico 4 – IPCA - Acumulado em 12 meses e Metas de Inflação (% a.a.)**



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil.

### **I.3 – A memória de inflação crônica e a aceitação de um viés inflacionário na economia brasileira**

*“(...) parece-nos que a dificuldade de fazer os juros brasileiros convergirem para os padrões internacionais tem raízes mais profundas, que se situam em nosso passado hiperinflacionário.” (BACHA; 2010)*

Uma explicação de peso para a manutenção de patamares elevados da taxa de juros brasileira e, que se estende à explicação de taxas de câmbio historicamente apreciadas, baseia-se, segundo Francisco Lopes (2012), na hipótese de que existe um viés inflacionário na economia, *“resultado ou de uma seqüência de choques inflacionários, ou de expectativas desestabilizadoras contaminadas pela memória da inflação crônica, ou de mecanismos remanescentes de super-indexação, como no caso da regra atual do salário mínimo que procura recuperar um percentual superior à inflação passada”* (LOPES; 2012). Lopes aponta que esse fator faz com que a taxa de utilização da capacidade compatível com o equilíbrio inflacionário seja menor do que

numa economia “normal”, isso ocorre devido à necessidade periódica de reduzir o crescimento da economia - abaixo do potencial - para controlar a inflação. É o que Lopes define como um “*pseudo-equilíbrio inflacionário*”.

Para chegar a essa conclusão, Lopes (2012) produz e analisa um modelo focado em posições de equilíbrio inflacionário, isto é, sem uma consideração explícita das trajetórias de transição entre equilíbrios. Em seu trabalho, ele utiliza uma curva de Phillips com um termo que captura o efeito de práticas de superindexação e o impacto da formação de eventuais expectativas desestabilizadoras, resultado da cultura inflacionária remanescente, herança da experiência de inflação crônica. No estudo, Lopes chega à conclusão de que, com a presença desse viés inflacionário, a economia brasileira produz um nível de utilização da capacidade inferior ao alcançado pelo modelo no equilíbrio inflacionário sem viés. E, corroborando a sua hipótese, Lopes analisa a série temporal deste dado nos períodos de inflação crônica:

*“Uma evidência que em nossa opinião confirma a existência desse viés está na série longa da taxa de utilização da capacidade inicialmente elaborada por Bacha & Bonelli (2005) e agora estendida até 2010 em Bacha & Bonelli (2012). No período de 1947 a 1981 a média da taxa de utilização foi de 96,7% enquanto que no período de 1981 a 2010 foi de 94,3%. Essa redução de dois pontos percentuais na taxa de utilização nas duas décadas mais recentes, marcadas por inflação crônica elevada e por diversas tentativas não exitosas de estabilização, parece consistente com a hipótese de viés inflacionário.”. (LOPES; 2012)*

Do ponto de vista de Lopes (2012), o viés inflacionário, assumido como existente na economia brasileira, faz com que economia opere permanentemente com uma taxa de juros real mais elevada e taxa de câmbio real mais apreciada que numa economia “normal”, sem viés. Pois o “medo da inflação” mantém a utilização da capacidade produtiva abaixo do seu potencial, para controlar o crescimento da economia e, conseqüentemente, a inflação.

## CAPÍTULO II – A POLÍTICA MONETÁRIA E AS CONTAS PÚBLICAS

### Introdução

A manutenção de elevadas taxas de juros ao longo dos anos tem um impacto significativo sobre as contas públicas. Quanto maior é o endividamento do setor público, maior é o estoque da dívida e, maiores são os gastos com juros sobre a dívida. Nesse sentido, as altas taxas de juros praticadas mantêm elevados os patamares dos gastos com pagamento de juros<sup>3</sup> da dívida pública. Analisemos este ponto.

### II.1 A relação de causalidade entre déficit público e taxas de juros

Outra explicação, bastante comum, para a problemática deste trabalho é que nossa taxa de juros real tende a ficar acima do padrão internacional porque nosso déficit público é muito elevado. Isto é, se o déficit público é elevado, o gasto do governo supera a sua arrecadação caracterizando uma política fiscal expansionista onde a poupança do governo é reduzida. E, essa deficiência da poupança pública significa que o volume total de poupança gerada pela economia é insuficiente para sustentar o volume de investimento (LOPES; 2012).

O tamanho do déficit público indica a participação do governo na atividade econômica, em termos de complementação da demanda. Nesse sentido, políticas fiscais expansionistas desdobram-se em impactos positivos sobre a demanda. Além de um impacto inflacionário, o financiamento desses déficits, seja por meio de transferências do setor privado<sup>4</sup> ou por emissão de moeda<sup>5</sup>, afeta diretamente outra categoria de gastos públicos: o endividamento do setor público (rolagem e pagamento dos serviços da dívida).

Dessa forma, Lopes detalha essa perspectiva em seu estudo recente<sup>6</sup>, afirmando que com um nível elevado de taxa de juros, a economia estaria permanentemente

---

<sup>3</sup>O pagamento de juros sobre a dívida entra na categoria de gastos do governo com transferências.

<sup>4</sup> Venda de títulos públicos ao setor privado.

<sup>5</sup> Venda de títulos públicos ao Banco Central.

<sup>6</sup>Ver Lopes( 2012).



gerando um excesso de demanda que inviabilizaria o equilíbrio inflacionário. Para evitar isso, o Banco Central, operando dentro de um regime de meta inflacionária, seria obrigado a elevar, e manter em patamar elevado, a taxa de juros.

A recomendação de política econômica feita por Lopes é, portanto, produzir um ajuste fiscal que aumente a poupança pública. No entanto, o próprio autor identifica um problema com essa argumentação, apontando que o déficit público brasileiro é, hoje, inequivocamente menor que o da maioria dos países, inclusive emergentes, que convivem com taxas reais de juros menores que a brasileira, o que não faria sentido de acordo com esse raciocínio. Este fato é ilustrado na tabela I, a seguir: os países mais endividados - em ordem decrescente - sustentam as menores taxas de juros de maneira inversa à teoria proposta por Lopes.

**Tabela I: Dívida pública (% PIB) e Taxa de juros (% a.a.) – países selecionados (2013).**

Países	Dívida Pública (%PIB)	Taxa de Juros (% a.a)
Japão	221,70%	0,00%
Itália	127,10%	0,75%
Portugal	123,60%	0,75%
Irlanda	117,20%	0,75%
Estados Unidos	101,60%	0,25%
Cingapura	100,80%	0,03%
França	90,20%	0,75%
Reino Unido	89,80%	0,50%
Espanha	88,40%	0,75%
Chipre	86,50%	0,75%
Canadá	84,60%	1,00%
Alemanha	81,60%	0,75%
Egito	79,70%	9,75%
Índia	68,05%	7,50%
<b>Brasil</b>	<b>65,10%</b>	<b>7,25%</b>

Fonte: Trading Economics ([www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)).

Já Gustavo Franco utiliza-se de uma definição básica da macroeconomia para explicar a situação do Brasil, o *crowding out*. FRANCO (2011) define:

*“o crowding out consiste no fato de parte dos efeitos multiplicadores de uma expansão fiscal (sobretudo partes relevantes à demanda do setor privado) ser consumida pelos efeitos contracionistas decorrentes do financiamento da dívida, de modo que tanto mais sensível for a demanda por moeda ao juro nominal, e deve ser bastante num país com traumas inflacionários, mais amortecido será o efeito de uma expansão fiscal sobre a demanda agregada.”*(FRANCO; 2011)

Nesse sentido, Franco afirma que economias “onde o gasto público é cronicamente excessivo, onde há uma longa tradição de ativismo keynesiano, clientelismo político, descontrole e mesmo irresponsabilidade” estão particularmente propícias ao fenômeno do *crowding out*. Aplicando ao caso brasileiro, Franco afirma que a razão de nossos juros serem excessivamente altos reside na necessidade de financiamento do setor público que depende do mercado de capitais nacionais e internacionais. Ou seja, o Brasil, segundo FRANCO (2011) dependeria de atrair fluxos de capitais para investir em títulos da dívida. No entanto, a ‘baixa qualidade’ ou o prazo excessivamente curto da dívida seriam o ponto negativo do títulos brasileiros e, conseqüentemente, a principal barreira aos investidores internacionais. Assim, Franco conclui:

*“O que aconteceria se a taxa SELIC caísse muito significativamente, para um nível “normal”, como se espera que vá ocorrer no futuro? Teríamos, inevitavelmente, uma migração de recursos para outros ativos, as rolagens ficariam mais difíceis e o Tesouro teria problemas de caixa, especialmente se tiver que amortizar parcelas significativas da dívida que vence. A situação fiscal teria que estar muito melhor para que se pudesse reduzir os juros de forma relevante sem criar problemas sérios com a dívida pública. É fácil concluir que não se pode reduzir a taxa de juros abaixo de certo limite sem prejudicar o mercado semi-cativo no âmbito do qual temos conseguido manter em circulação durante anos a fio uma dívida relativamente grande e portanto, uma política fiscal mais frouxa que o ideal”* (FRANCO; 2011)

Seguindo a mesma linha, porém com outro argumento em torno das contas públicas, temos Favero e Giavazzi (2002). Segundo estes autores, a taxa de juros real é alta no Brasil devido ao histórico de *default*<sup>7</sup> da dívida pública, o que aumenta o prêmio de risco exigido por investidores para adquirir títulos da dívida. Como eles destacam:

---

<sup>7</sup>Nesse caso, ““default” can happen via explicit repudiation, inflation or currency devaluation.” (FAVERO & GIAVAZZI; 2002).

“Unlike standard cash investments in equities or debt, the default or expropriation exposure of foreign investors is limited to the difference in returns instead of the total Gross return plus principal” (FAVERO & GIAVAZZI; 2002).

Ainda nesta mesma linha, Rogoff (2005) argumenta que o histórico de *default* da dívida externa (ver tabela I) faz o Brasil pagar um prêmio de risco elevado, mesmo para baixos níveis de endividamento. Logo, a origem dos altos patamares de juros no Brasil estaria no seu histórico de endividamento.

**Tabela II – Defaults da dívida externa em países emergentes 1824-2004**

Países	Número de <i>defaults</i> ou episódios de refinanciamento	Número de anos em estado de <i>default</i> ou refinanciamento (em %)	Número de anos desde o último <i>default</i>
Argentina	4	26,10%	0
Brasil	7	25,60%	> 10
Chile	3	23,30%	20
Colômbia	7	38,60%	60
México	8	46,90%	15
Filipinas	1	18,50%	13
Turquia	6	16,50%	23
Venezuela	9	38,60%	7
Média do Grupo	5,2	27,40%	18

Fonte: Extraído de “Strategies for Bringing Down Long-Term Real Interest Rates in Brazil” (Rogoff, 2005).

## II.2 A relação de causalidade entre poupança doméstica e taxas de juros

A poupança doméstica brasileira é relativamente baixa quando comparada à poupança doméstica da maioria dos países emergentes. Para alguns autores, a baixa poupança doméstica brasileira é uma forte restrição ao crescimento e uma das razões para a elevada taxa de juros real. Se uma economia tem, em termos comparativos, um baixo volume de poupança então a taxa de juros real de equilíbrio será necessariamente superior numa economia com níveis de poupança doméstica mais elevados<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Ver Lopes (2012).

Para argumentar sobre essa hipótese, Lara Resende (2011) baseia-se na noção de incerteza jurisdicional introduzida por Arida *et. al.* (2004). Essa incerteza seria resultado da experiência de décadas de inflação crônica na qual a poupança financeira de longo prazo em moeda nacional foi sistematicamente punida por políticas arbitrárias do governo. Na opinião de Lopes (2012), o fenômeno pode explicar apenas o formato da curva de retornos por prazos, já que o fato de que a poupança de longo prazo é desestimulada não é, a rigor, relevante para o volume total de poupança. Ao contrário, existe um forte estímulo à poupança financeira no Brasil já que qualquer um pode obter uma rentabilidade elevada com investimentos de alta liquidez e grande segurança<sup>9</sup>.

A melhor linha de argumentação para explicar a elevada taxa de juros real como resultando de uma deficiência de poupança privada, segundo Lopes (2012), é, na realidade, uma variante da explicação fiscal da seção anterior. Ela se baseia na observação de que a poupança privada depende não da renda total, mas da renda disponível do setor privado (renda total menos os impostos). Isso significa que a poupança privada deve ser função positiva do nível de utilização da capacidade e também função negativa da carga tributária. Consequentemente, mesmo que nosso déficit público seja comparável ao de outros países, nossa poupança privada pode ser relativamente deficiente em virtude de uma carga tributária excessiva, o que explicaria nossa taxa de juros real acima do padrão internacional.

---

<sup>9</sup> Por exemplo, em LFTs do governo federal através do Tesouro Direto.

## CAPÍTULO III – A POLÍTICA MONETÁRIA E AS INSTITUIÇÕES

### III.1 Herança inflacionária

*“Ao longo do período inflacionário, diversos mecanismos de proteção foram sendo montados, para preservar preços e créditos da corrosão inflacionária. Hoje, esses mecanismos reduzem a potência da política monetária e sua superação facilitaria a redução dos juros no país.”* (BACHA; 2010)

Segundo Bacha (2010), a herança inflacionária também se manifesta na persistência de instituições e mecanismos montados para conviver com a alta inflação, que reduzem a potência da política monetária. Dois desses mecanismos – os créditos direcionados e os preços administrados – são destacados por serem considerados “particularmente perversos”.

Em relação ao primeiro, Bacha afirma que como o custo dos créditos direcionados não está relacionado à taxa de juros Selic, boa parte da expansão do crédito independe das decisões do Banco Central. Isso requer uma taxa Selic mais alta para conter a inflação do que seria o caso se os créditos direcionados também se contraíssem quando o Banco Central apertasse a política monetária. Trata-se, segundo o autor, de ampliar o alcance da política monetária sobre a oferta de crédito, de forma que ela passe a influenciar não só o custo do crédito livre (via taxa Selic), mas também o volume do crédito direcionado<sup>10</sup>. Os créditos direcionados, representaram em 2012 cerca de um terço do total dos créditos do sistema financeiro e são, via de regra, subsidiados.

Um aumento da potência da política monetária seria também obtido pela ampliação do conjunto de preços que variam em função da demanda de bens e serviços, conforme afetada pela taxa Selic. Esse é o mecanismo que regula os chamados preços livres, pois os chamados preços administrados, sujeitos a regras contratuais, tendem a ser reajustados de acordo com índices que medem a inflação passada, independentemente das condições de demanda. Assim, apertos monetários têm que ser mais fortes e mais duradouros do que seriam se houvesse maior flexibilidade dos preços

---

<sup>10</sup> Como desembolsos do BNDES e de outros bancos de fomento, mais o crédito habitacional e o crédito agrícola.

administrados (que respondem por cerca de 30% da amostra de produtos que entra no IPCA). Segundo Bacha, haveria boas razões, para que determinados preços, que envolvem contratos de longo prazo, como os aluguéis residenciais, por exemplo, embutissem regras pré-determinadas de reajuste.

Nesse sentido, o autor propõe a superação desses problemas através da sujeição dos créditos direcionados às decisões de política monetária do Banco Central e da criação de um indexador unificado, consistente com a meta de inflação de longo prazo, ao qual se vinculariam os reajustes dos preços administrados.

### **III.2 O papel das expectativas de inflação**

Já Curado *et al* (2005) acredita que a atual estrutura de governança da política monetária brasileira não é a estrutura mais adequada para o funcionamento do sistema de metas de inflação, fato que justificaria os resultados obtidos pela economia brasileira nos últimos anos em termos de crescimento e estabilidade macroeconômica.

Os autores apontam para o papel das expectativas de inflação na decisão de política monetária. Segundo eles, no caso brasileiro, as expectativas de inflação não refletem a percepção dos agentes com efetivo poder de formação de preços a respeito da evolução futura da inflação, mas opiniões vigentes entre os analistas do mercado financeiro sobre esse tema. Com efeito, as expectativas de mercado desempenham um papel importante na decisão do Copom a respeito do valor da taxa de juros básica. No entanto, essas expectativas de mercado nada mais são do que as expectativas dos departamentos de análise econômica dos bancos e dos agentes do sistema financeiro. Dessa maneira, seguindo a análise desses autores, cria-se um mecanismo considerado perverso segundo o qual o sistema financeiro brasileiro influencia a decisão do Banco Central a respeito da fixação da taxa de juros, pois se os bancos entrarem em acordo entre si, eles podem “forçar” um aumento da taxa de juros por intermédio de uma “revisão para cima” de suas expectativas de inflação. Essa característica da atual estrutura de governança da política monetária no Brasil geraria, então, o problema crônico da taxa de juros real efetiva permanecer num patamar “excessivamente elevado” não só com respeito ao valor observado em outros, mas também com respeito a qualquer estimativa minimamente plausível do valor de equilíbrio da referida taxa.

Desse modo, os autores apontam o mecanismo das expectativas inflacionárias, “instrumento pelo qual o sistema financeiro brasileiro faz com que a política monetária seja conduzida com base nos seus interesses específicos”, como causador da “problemática dos juros brasileiros”.

### **III.3 – Fraquezas Institucionais**

Os principais argumentos que a literatura aponta em relação aos problemas institucionais geralmente são: a incerteza jurídica e a falta de independência do Banco Central.

A incerteza jurídica, em linhas gerais, consiste em deficiências da legislação sobre direitos de propriedade e nos cumprimentos dos contratos. O termo foi criado por Arida *et al* (2004) que a descrevem como uma forma de “preconceito anticredor”, ou seja, o risco de interpretação desfavorável ao credor em caso de apreciação judicial. No entanto, essa hipótese é facilmente desconstruída se compararmos a estrutura institucional brasileira a de muitos países emergentes que, no geral, possuem mais problemas institucionais e ainda assim apresentam uma taxa de juros menor.

Da mesma forma, a falta de independência do Banco Central, citada por Rogoff (2005), seria teoricamente atraente à questão analisada, pois a independência traria um ganho potencial de credibilidade ao Banco Central além de ser uma medida essencial para acabar com a ‘dominância fiscal’. Porém, o próprio autor admite que esta é uma hipótese difícil de ser testada empiricamente. Ainda, segundo o autor, não está claro se a independência do Banco Central determina níveis baixos de inflação.

## CONCLUSÃO

As taxas de juros estão em um nível historicamente baixo no Brasil se considerarmos sua tendência histórica. Mas essas taxas ainda são muito altas se comparadas com as de outros países emergentes que, como o Brasil, utilizam o regime de metas de inflação.

A alta taxa de juros é frequentemente citada como uma das mais importantes restrições ao desenvolvimento econômico do país. Portanto, entender quais são os fatores que podem estar associados a manutenção de patamares elevados dessas taxas tem sido um exercício praticado por muitos economistas. As causas mais apontadas por alguns desses estudiosos podem ser divididas em: a) histórico inflacionário; b) política fiscal expansionista; c) baixa poupança doméstica e; d) fragilidade institucional.

Deste modo, este trabalho reuniu opiniões e as organizou conforme a divisão proposta acima. Economistas ortodoxos, como Gustavo Franco, Francisco Lopes e André Lara Resende, apontam como causa principal a política fiscal que, por um lado, mantém baixa a poupança pública e, conseqüentemente, elevado déficit fiscal; e, por outro lado, mantém uma carga tributária elevada limitando a poupança privada.

No entanto, economistas como Edmar Bacha, Marcelo Curado, José Luis Oreiro e Kenneth Rogoff acreditam que a causa principal de os juros permanecerem elevados está na história econômica brasileira recheada de períodos de inflação alta, hiperinflação, planos de ação mal sucedidos e estruturas remanescentes destes períodos que estão hoje defasadas. Isto, segundo estes autores, teria sido criado o que Lopes chamou de 'viés inflacionário' na economia brasileira, fazendo com que as expectativas de inflação tendam sempre para o pessimismo e, que o Brasil tenha que pagar prêmios de risco elevados para convencer investidores a realizar investimentos no Brasil.

Sabendo que no regime de meta inflacionária o Banco Central tem que operar com a taxa de juros nominal para tentar atingir uma taxa de juros real, que é endogenamente determinada na economia, a literatura conclui que a conjuntura e a



estrutura brasileiras, ou seja, a união dos fatores acima analisados separadamente, justificam tais resultados nos juros.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BACHA, E. L. “Além da Tríade: há como reduzir os juros?”. *Texto para Discussão IEPE/CdG, nº 17*. Rio de Janeiro, 2010.

BACHA, E. & BONELLI, R. “Uma Interpretação das Causas da Desaceleração Econômica do Brasil”. *Revista de Economia Política*, vol. 25, nº 3, págs. 163-189, 2005.

\_\_\_\_\_. “Crescimento Brasileiro Revisitado”, mimeo *IEPE/CdG*. 2012.

BERNANKE, B. S.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F. S. & POSEN, A. S. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University Press, 1999.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. & WERLANG, S. *Implementing Inflation Targeting in Brazil*, Banco Central Working Paper Series, nº 1, 2000.

COLBANO, F. S.; FERREIRA, G.G. “Taxa de juros real de equilíbrio para o Brasil”. *Texto para discussão Tesouro Nacional*, TD nº 001, 2012. Disponível em: <[http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/textos\\_discussao/downloads/td1.pdf](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/textos_discussao/downloads/td1.pdf)> (Último acesso: 25/02/2013).

CURADO, M; OREIRO, J.L. *Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro*. Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 127-146, set. 2005.

FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. *Why are Brazil's Interest Rates so High*. Innocencio Gasparini Institute for Economic Research, Working Paper nº 224, 2002. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=326781](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=326781)> (Último acesso: 01/03/2013).

FRANCO, G. H. B. “Por que juros tão altos, e o caminho para a normalidade”. 2011. Disponível em: <[http://www.economia.puc-rio.br/gfranco/Juros%20-%20CLP%20Casa%20do%20Saber\\_draft.pdf](http://www.economia.puc-rio.br/gfranco/Juros%20-%20CLP%20Casa%20do%20Saber_draft.pdf)>.

JAEGER, M. "Government Debt & Real Interest Rates In Brazil - Reviving the `Fiscal Hypothesis". *Texto para Discussão IEPE/CdG, nº 23*. Rio de Janeiro, 2012.

LOPES, F.L. “Juros, Câmbio e Acumulação de Reservas”. *Texto para Discussão IEPE/CdG, nº 2*. Rio de Janeiro, 2012.

LOPES, L.M.; VASCONCELLOS, M.A.S. de. “O governo” In: L. M. Lopes; M.A.S. Vasconcellos (org) “Manual de Macroeconomia – básico e intermediário”. São Paulo, Ed. Atlas, 2008.

MUINHOS, M.; NAKANE, M. *Comparing Equilibrium Real Interest Rates: Different Approaches to Measure Brazilian Rates*. Banco Central do Brasil Working Paper Series n° 101. Brasília, 2005.

ROGOFF, K. *Strategies for Bringing Down Long-Term Real Interest Rates in Brazil*. Apresentação preparada para o Banco Central do Brasil. Brasília, 2005. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/Pec/Depep/Seminarios/2005\\_VIISemAnualMetasInflBCB/Arquivos/2005\\_VIISemAnualMetasInflBCB\\_Rogoff.pdf](http://www.bcb.gov.br/Pec/Depep/Seminarios/2005_VIISemAnualMetasInflBCB/Arquivos/2005_VIISemAnualMetasInflBCB_Rogoff.pdf)> (Último acesso: 01/03/2013).

SEGURA-UBIERGO, A. *The Puzzle of Brazil's High Interest Rates*. IMF Working Paper, 2012. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1262.pdf>> (Último acesso: 15/01/2013).

## APÊNDICE - SÍTIOS VISITADOS

Banco Central do Brasil/ Séries Temporais: <http://www.bcb.gov.br/?serietemp>

Trading Economics: <http://www.tradingeconomics.com/country-list/interest-rate>

Tesouro Nacional: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/>

IBGE: <http://www.ibge.gov.br/home/>

Ipeadata: <http://www.ipeadata.gov.br/>

Social Science research network: <http://www.ssrn.com/>