

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

**DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS NO BRASIL NA
ULTIMA DÉCADA**

YGOR PORTO DE LUNA FREIRE
Matrícula nº: 112109219

ORIENTADOR(A): Edson Peterli

AGOSTO 2016

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

**DETERMINANTES DA TAXA DE JUROS NO BRASIL NA
ULTIMA DÉCADA**

YGOR PORTO DE LUNA FREIRE
matrícula nº: 112109219

ORIENTADOR(A): Edson Peterli

AGOSTO 2016

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

Dedico este trabalho a minha avó Ligia e a minha mãe Claudia que sempre apoiaram e incentivaram, incondicionalmente, o estudo na minha vida.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus familiares, que sempre apoiaram as minhas decisões pessoais e acadêmicas, e aos meus amigos da UFRJ, que estiveram ao meu lado durante essa jornada. Gostaria de ressaltar especialmente meus amigos do “Antiguidade” e meu orientador Edson Peterli.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo abordar distintas visões sobre a alta taxa de juros brasileira. Diversos assuntos e tópicos foram arrolados. Um panorama da economia brasileira pós Plano Real é apresentado para compara-lo com o de outras economias emergentes. Confronta as visões ortodoxa e heterodoxa a respeito da taxa de juros, no contexto da economia brasileira, no período recente.

Palavras-chave: Taxa de juros; visão ortodoxa; visão heterodoxa; Brasil; economia brasileira.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Fundos Emprestáveis	13
GRÁFICO 2 - Necessidades de financiamento do setor público, no conceito bruto, para diversos países emergentes, 2007 e projeções para 2011 (% do PIB)	20
GRÁFICO 3 - Poupança doméstica e taxa de juros real em países emergentes: uma média entre 2000 e 2009	25
GRÁFICO 4 - Evolução entre taxas de juros 11/2002 a 20/2004	36
GRÁFICO 5 - A taxa de juros brasileira na última década	37
GRÁFICO 6 - A variação da taxa de juros e do PIB brasileiro na última década	39
GRÁFICO 7 - A variação da taxa de juros e do índice de desemprego brasileiro na última década	40
GRÁFICO 8 – A variação da taxa de juros e do índice de desemprego brasileiro no último ano	41
GRÁFICO 9 - A variação da taxa de juros e da taxa de produção industrial brasileira na última década	42

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - A relação entre a dívida pública e a taxa de juros.....	21
---	-----------

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	5
RESUMO	6
LISTA DE GRÁFICOS.....	7
LISTA DE TABELAS	8
INTRODUÇÃO.....	10
CAPÍTULO 1 - PRINCIPAIS CAUSAS PARA A ELEVADA TAXA DE JUROS BRASILEIRA SEGUNDO A TEORIA ORTODOXA.....	12
1. ASPECTOS TEÓRICOS	12
1.1. Concepção Ortodoxa e a Teoria Dos Fundos Empréstáveis.	12
1.2. Causas para a elevada taxa de juros brasileira segundo a concepção Ortodoxa.....	17
CAPÍTULO 2 – PRINCIPAIS CAUSAS PARA A ALTA TAXA DE JUROS BRASILEIRA SEGUNDO A TEORIA HETERODOXA	27
2. ASPECTOS TEORICOS	27
2.1. A incerteza e o papel da taxa de juros na teoria heterodoxa.....	28
2.2. A alta taxa de juros no Brasil, segundo a visão heterodoxa	30
CAPÍTULO 3 - O CENÁRIO ECONÔMICO BRASILEIRO IMEDIATAMENTE APÓS O PLANO REAL	33
3.1. O Plano Real	33
3.2. A progressão da taxa de juros no Brasil	35
3.3. Consequências da alta taxa de juros brasileira sobre o PIB	38
CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
BIBLIOGRAFIA.....	45

INTRODUÇÃO

A partir do Plano Real, em 1995, observa-se uma estabilização de preços fortalecendo o valor do dinheiro que praticante tinha sido corroído devido as altas taxas inflacionárias nos anos anteriores¹. Assim, já não era mais necessário ir às compras para estocar grandes quantidades de alimentos em casa e aproveitar ofertas consideradas imperdíveis, temendo um rápido aumento generalizado de preços, como era ocorrência corriqueira no período antecedente.

Um aspecto pouco explorado neste contexto foi o comportamento da taxa de juros. Com a estabilidade dos preços proporcionada pelo Plano Real não era mais necessário elevar a taxa SELIC para conter a inflação através do desaquecimento da Economia. Por que, então, a taxa SELIC, após o Plano Real, foi mantida em patamares elevados²? Segundo Franco (2006, p. 277), a compreensão dos motivos que fazem a taxa de juros brasileira ser tão elevada representa “o maior desafio intelectual e prático da profissão desde o fim da hiperinflação”.

Conforme dados divulgados por Bancos Centrais de diversos países do mundo, ainda hoje a taxa básica de juros no Brasil permanece de modo continuo entre as 15 maiores do mundo. Países desenvolvidos possuem taxas de juros que variam entre -0,75%, como a oferecida pelo Banco Central Suíço a 2,25%, aplicada pelo Banco Central Novo Zelandês. Países em desenvolvimento como México, Chile e Peru possuem taxas básicas que variam, atualmente, entre 3,5% e 4,25%. De fato, a taxa de juros é formada por expectativas com respeito ao futuro. Ela, em verdade, é o preço do amanhã que se instala no imaginário dos indivíduos e pouca contribuição tem para sua formação o fato de um país ser desenvolvido ou estar em fase de desenvolvimento.

A política monetária, ao controlar o volume de meios de pagamento “hoje”, pode, no curto prazo, influenciar as expectativas com respeito ao futuro. Contudo, se a política monetária controlando a quantidade de dinheiro hoje – e alterando taxa de juros - muda o futuro é uma questão em aberto que as várias linhas de pensamento econômico não conseguem obter uma

¹ Sobre o Plano Real ver, dentre outros: Bacha (2007).

² A taxa SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) é a taxa média ponderada pelo volume das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e realizadas no SELIC, na forma de operações compromissadas. Ela abaliza a maioria das taxas de juros dos bancos privados no Brasil por ser utilizada pelo BACEN para atingir metas de taxas de juros estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM).

resposta consensual.

Inúmeros autores se propuseram a examinar razões que explicassem tal questão e, com o objetivo de continuar tal debate, este trabalho busca explicar os motivos para o Brasil possuir uma das mais elevadas taxas de juros do mundo, denotando diversas causas que contribuem para tal fato. Dividimos o presente trabalho em quatro capítulos, além desta introdução e das considerações finais.

Os capítulos 1 e 2 apresentam a visão Ortodoxa e Heterodoxa respectivamente acerca a taxa de juro e as justificativas pelos quais ela é tão alta no Brasil para os respectivos grupo de economistas.

O capítulo 3 apresenta uma visão geral sobre o momento brasileiro pós estabilização econômica com o Plano Real comparando o Brasil com o Resto do Mundo, além de discutir os impactos de possuir uma das maiores taxas básicas de juros do mundo.

CAPÍTULO 1 - PRINCIPAIS CAUSAS PARA A ELEVADA TAXA DE JUROS BRASILEIRA SEGUNDO A TEORIA ORTODOXA

1. ASPECTOS TEÓRICOS

Este capítulo tem como objetivo apresentar as principais causas para a elevada taxa de juros brasileira, segundo as visões de economistas ortodoxos. Para introdução dos argumentos dos economistas ortodoxos, serão apresentadas a importância da poupança, do investimento e do papel desempenhado pela própria taxa de juros, abordando importantes pontos, como a Teoria dos Fundos Empréstáveis e a Ineficácia da Política Monetária.

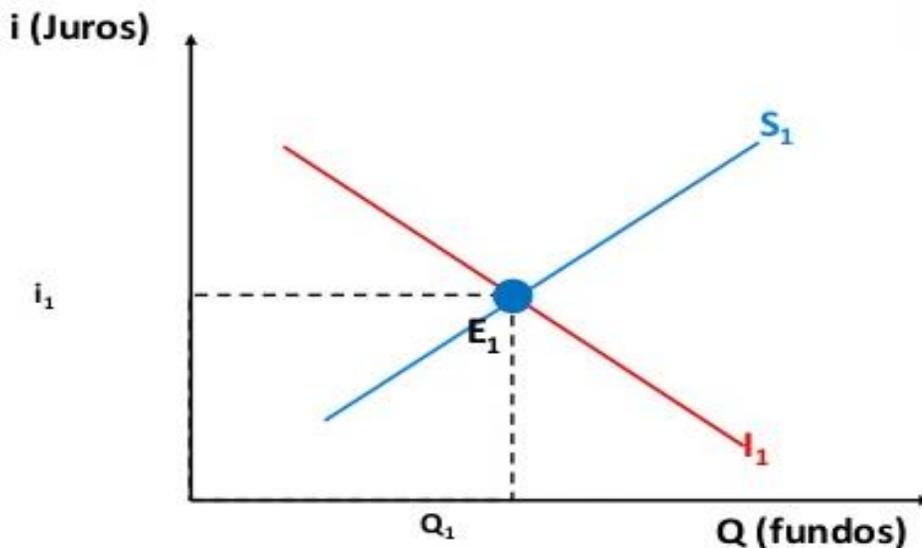
1.1. Concepção Ortodoxa e a Teoria Dos Fundos Empréstáveis.

Para entender as principais causas da alta taxa de juros brasileira segundo a teoria ortodoxa, facilita compreender a Teoria dos Fundos Empréstáveis (TFE), associada aos economistas (neo)clássicos do final do século XIX e início do século XX.

De acordo com Além (2010, p. 125), "pela Teoria dos Fundos Empréstáveis, a taxa de juros expressa o prêmio de espera que o agente econômico auferir por renunciar ao consumo presente em favor do consumo futuro". A poupança, nesse caso, seria uma escolha que os agentes fazem envolvendo o *trade-off* entre consumo corrente e futuro de bens e serviços, visando descobrir o que é mais vantajoso entre consumir no presente ou poupar recursos correntes com o intuito de consumir mais no futuro. A adição de consumo no futuro em relação ao presente é uma função direta da taxa de juros.

Para Irving Fischer (1930) a taxa de preferência intertemporal (vontade do indivíduo em trocar o consumo presente pelo futuro) é o principal determinante da poupança, juntamente com a renda e a taxa de juros. Para Fischer quanto maior a renda do indivíduo, maior a possibilidade de poupar ele tem. No entanto, a orientação do montante a ser reservado para poupança é ditado pela taxa de juros. Assim, encontraremos uma curva de oferta de fundos empréstáveis positivamente inclinada, dado que quanto maior a taxa de juros maior é o incentivo para que as pessoas substituam o consumo presente pelo consumo futuro.

GRÁFICO 1 – Fundos Emprestáveis



Fonte: elaborado pelo autor.

A teoria dos fundos emprestáveis fornece uma teoria da determinação da taxa de juros de equilíbrio, onde o nível ótimo de longo prazo é resultado das decisões dos agentes de investir e poupar. A TFE estabelece uma visão em que o sistema financeiro é um mero intermediador de poupanças. Segundo Além (2010),

a taxa de juros é determinada pela igualdade entre a oferta (poupança) e a demanda (investimento) de fundos disponíveis para empréstimos. De acordo com essa abordagem, a taxa de juros (i) seria um fenômeno real e uma função direta da poupança (s) - quanto maior a taxa de juros, maior o incentivo para os agentes econômicos pouparem - e inversa do investimento (I) - taxas de juros mais elevadas aumentam o custo do investimento, o que inibe a tomada de empréstimos (ALÉM, 2010, p. 125)

As taxas de juros estariam ligadas a modificações tanto do lado da demanda quanto da oferta. No primeiro caso, seriam resultantes de mudanças na renda, retornos esperados, ricos ou liquidez. No segundo, de variações no retorno das oportunidades de investimento, políticas governamentais ou custos de empréstimos. Os bancos repassam as poupanças para os investidores, que tentarão direcionar esses recursos para ativos visando aumentar a capacidade de produção da economia. A poupança, nesse modelo, é claramente uma condição necessária para o investimento, sendo o banco apenas um intermediador dos recursos poupados passados para os

investidores.

Para os economistas (neo)clássicos a política monetária não exerce influência sobre a taxa de juros. Eles consideram a hipótese de que os indivíduos enxergam a moeda como um simples veículo de trocas e sua maior ou menor quantidade não altera a relação de preços entre os bens e serviços, já que eles são totalmente flexíveis: as variações na quantidade de moeda fazem os preços variarem na mesma direção, sem alterar a proporcionalidade entre eles. O principal autor dessa corrente de pensamento foi Irving Fischer que estabeleceu a teoria quantitativa da moeda, expressando a relação:

$$MV=PT [1]$$

M = meio monetário;

V = velocidade de circulação da moeda;

P = preços;

T = volume de transações.

Qualquer variação em M seria imediatamente incorporada ou absorvida pelo P, uma vez que o volume de transações e a velocidade de circulação da moeda depende de atributos sancionados pelos costumes e normas da sociedade, nada tendo a ver com a moeda. A corrente de pensamento ortodoxo mais atual advoga que um aumento na oferta de moeda é repassado aos preços que, no entanto, não são totalmente flexíveis. Economistas ortodoxos como Fisher e Friedman entendem que a sociedade se adapta ao novo nível de oferta monetária, pois criam expectativas adaptativas. Outra corrente de neoclássicos como Robert Lucas, Neil Wallace e Thomas Sargent advogam que os indivíduos estabelecem expectativas racionais com respeito a variação da quantidade de moeda. De qualquer modo, no momento em que o Banco Central anuncia um aumento da oferta de moeda, agentes econômicos imediatamente se antecipam, elevando preços e salários. Assim, a política monetária é inócua no longo prazo (Cardim, 2007, p.126).

A taxa de juros é afetada apenas pelas preferências intertemporais dos indivíduos (o quanto eles estariam dispostos a abrir mão de seu consumo presente em detrimento de seu consumo futuro) e pela produtividade marginal do capital (uma vez que a cobrança de juros era atribuída por economistas clássicos à produtividade marginal do capital, ou seja, ao lucro que o

capital proporciona a quem o possui). Temos então que a taxa de juros não afeta as decisões de poupança e investimento na economia. Seguindo esse modelo, a taxa de juros irá garantir que variações exógenas em componentes da demanda não interfiram no nível de demanda agregada por bens e serviços. Irei dividir temporalmente este processo: imaginemos, em um primeiro momento, uma retração no nível de Investimento. Com menos agentes econômicos investindo, a taxa de juros tende a cair. Uma taxa de juros mais baixa, por sua vez, imediatamente reduzirá a poupança, dado que os agentes optariam por consumir e investir no presente, devido ao baixo custo do empréstimo. Esse novo aumento do consumo teria um valor idêntico à queda da poupança e do investimento (provocada pela queda da taxa de juros), que seria igual a retração inicial do investimento, uma vez que, de acordo com a lei de Say³, o nível de demanda é necessariamente o mesmo da oferta. Dessa forma, segundo Além (2010)

(...) variações das taxas de juros funcionam apenas para acomodar o nível de demanda ao montante inicial a partir de uma alteração exógena dos componentes da demanda. A queda exógena inicial de qualquer componente de demanda será necessariamente compensada pelo aumento de outros componentes, a partir da queda das taxas de juros (ALÉM, 2010, p. 154).

Portanto, seguindo o modelo ortodoxo, o único papel pertencente à política monetária é a estabilidade do nível geral dos preços, ou seja, o combate ao processo inflacionário. Além disso, em caso de uma retração exógena um componente da demanda agregada (consumo, investimento, gasto governamental, etc.), a taxa de juros cairá de forma que haja um aumento de um ou mais componentes da demanda agregada, na exata medida da queda inicial. Ou seja, o mercado possui uma capacidade autor-reguladora que garante o funcionamento da economia em um ponto de equilíbrio de pleno emprego. Uma política fiscal expansionista que proponha aumento dos gastos governamentais, por exemplo, apenas aumentaria a parcela de gastos do setor público em detrimento do setor privado, sendo ineficaz para aumentar o nível de emprego na economia.

Por fim, é necessário indicar a existência de uma relação entre as variações de reservas cambiais e a base monetária, que ocorre devido ao curso forçado da moeda nacional. Assim, tanto taxa de juros quanto taxas de câmbio podem ser manipuladas pela política monetária, se o

³ Segundo a Lei de Say, ou Lei dos Mercados de Say, “a oferta cria sua própria demanda”. Essa, baseia-se na hipótese de que todos os rendimentos gerados no processo de produção são canalizados para a compra de bens e serviços produzidos pela indústria.

interesse for obter uma quantidade de reservas internacionais, no curto prazo. Segundo Peterli (2015), temos pela a equação [2] que a variação das reservas internacionais líquidas é igual a diferença entre a variação de dinheiro e o crédito público do banco central:

$$\Delta RI = \Delta H - \Delta CP \quad [2]$$

Uma queda nas reservas internacionais (déficit externo) indica uma saída de pagamentos: residentes contrataram mais bens ou serviços ou compraram mais ativos do resto do mundo do que receberam por suas vendas externas, fazendo com que ΔH se torne negativa e, por consequência, contraindo a liquidez interna. No limite, tal situação faz com que os preços internos caiam, os juros subam, os investimentos refreados e que o desemprego aumente. Assim, as importações se contraem ajustando automaticamente o Balanço de Pagamentos. Paralelamente, uma elevação nas reservas sugere efeitos contrários. Assim, podemos imaginar que o Balanço de Pagamentos pode ter movimentos alternados entre déficits e superávits ao longo do tempo, o que sugere que no longo prazo, ele se encontra em equilíbrio.

Na prática, podemos supor que os governos não seguem os ensinamentos postos pela ideia do ajuste automático do Balanço de Pagamento, dado que a sua validade só é verificada se os demais países também perseguirem esses ensinamentos. Conforme afirma Peterli: “para que de fato, o ajustamento automático se verifique é necessário que todos os países utilizem seus Bancos Centrais como caixas de compensação, abrindo mão de medida compensatórias em face de um déficit externo” (PETERLI, 2015, p. 43).

À margem do ajuste automático do Balanço de Pagamentos, na existência de desequilíbrio externo, países atenuam efeitos da menor liquidez monetária contraindo dívidas externas, para que possam continuar importando acima do permitido pela receita cambial providenciada pelas exportações. Tal efeito ocorre com a ampliação de créditos públicos (CP) no montante requerido pelo endividamento externo em dólares (à taxa de câmbio de mercado, em moeda nacional, por parte do banco central). Dessa forma, a redução da liquidez é esterilizada. Nas palavras de Peterli (2015): “o aumento do crédito público ΔCP pode ser utilizado para estabilizar o volume de dinheiro primário que sofreria redução por conta de uma variação negativa no saldo comercial externo” (PETERLI, 2015, p. 43).

Ao ampliarmos o modelo para incluir o sistema financeiro e bancário consolidado chegamos a expressão [2]:

$$\Delta RI = \Delta M2 - \Delta CD^*$$

Onde;

$\Delta M2$ = variação dos meios de pagamento (papel moeda em poder do público mais depósitos a vista e de longo prazo nos bancos comerciais)

$\Delta CD^* = \Delta CP + \Delta CD$ = Crédito doméstico, composto pela soma do crédito ao setor público (CP) mais o crédito do setor privado não-bancário (CD). Caso o déficit público seja financiado mediante a endividamento público, temos ainda que $\Delta CP = \Delta G - \Delta T$.

Dessa forma, chegamos a expressão [3]:

$$\Delta RI = \Delta M2 - \Delta CD - (\Delta G - \Delta T) \quad [3]$$

Segundo Peterli (2015) tal identidade foi utilizada por países com dívida externa em que se caracterizavam intenções demonstrativas de ajustamento macroeconômico (redução da demanda agregada) ao Fundo Monetário Internacional (FMI) para obter o seu aval e continuar se endividando ou postergando os pagamentos dos encargos da dívida externa. Fica claro que o aumento da taxa de juros torna negativa a variação de ΔCD (crédito doméstico privado) favorecendo o aumento das reservas internacionais e de igual modo acarretam efeitos assemelhados a elevação dos tributos e contração dos gastos governamentais. Adicionalmente trazendo essa identidade para os anos recentes ela se coaduna perfeita ao fato de o Brasil ter uma das maiores taxas de juros, localizar-se no ranking superior entre os países que mais tributam, e portanto figurar com forte dotação de reservas internacionais em detrimento do aumento de o emprego.

1.2. Causas para a elevada taxa de juros brasileira segundo a concepção Ortodoxa

O debate sobre o porquê de a taxa de juros no Brasil ser tão elevada é longo e complexo. Seja relacionando-a com Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP)⁴, com a incerteza jurisdicional⁵, a baixa poupança doméstica, com o nível da dívida pública⁶, interesse

⁴ Sobre a relação da taxa de juros com a necessidade de financiamento do setor público, ver: Franco (2011).

⁵ Sobre a relação da taxa de juros com a incerteza jurisdicional, ver: Bacha e Resende (2004); Gonçalves, Holland e Spacov (2007); Resende (2011).

governamental em manter os juros altos⁷, ou como uma implicação da existência de mecanismos parcialmente obstruídos de transmissão da política monetária⁸, dentre várias outras teorias, a literatura sobre o tema não apresenta um consenso para explicar a alta taxa de juros no nosso país. Nesta seção, apresentaremos algumas dessas teses. Conforme veremos a seguir, existem inúmeros motivos fiscais que qualificam/contribuem para um alto prêmio de risco atrelado a taxa de juros brasileira. Além disso, também abordaremos a teoria segundo a qual o governo está pagando mais caro por seus empréstimos devido a elevada taxa básica de juros da economia.

1.2.1. Necessidade de Financiamento do Setor Público

Um dos argumentos para explicar as taxas de juros no Brasil está relacionado ao fato do país possuir um histórico desfavorável: de mau pagador.

O histórico desfavorável brasileiro relativo ao pagamento de suas dívidas externas nos remete aos tempos do Império. Ao considerarmos o ano de 1824, encontraremos uma nação que já nascia repleta de dívidas. Neste ano o Imperador Dom Pedro I pedia empréstimos externos para cobrir dívidas da colônia -. Em 1829, tivemos a primeira renegociação da dívida externa brasileira, então conhecida como empréstimo ruinoso, para pagamento de débitos vencidos. Até o final da Monarquia, o Brasil contrairia mais 17 empréstimos junto a bancos ingleses. Após a proclamação da República, o cenário, nesse sentido, não se alterou significativamente. O ano de 1898 pode ser considerado como um marco pois foi quando houve a primeira renegociação de dívida da República, reunindo em um único crédito, todos os empréstimos a vencer. Já em meados do século XX, no ano de 1931, o Estado Novo de Getúlio Vargas anunciava a primeira moratória brasileira e, em 1937 Vargas suspende todos os pagamentos dos serviços de todos os empréstimos por três anos. O ano de 1959 foi marcado pelo rompimento do então presidente Juscelino Kubitchek com o FMI, devido ao fato de este não aceitar os elevados níveis inflacionários brasileiros e aquele não concordar com práticas restritivas a expansão demanda, contrarias ao eixo norteador da industrialização, do fazer cinquenta anos em cinco, contemplados pelo plano de metas. Com a entrada do Governo Militar, o Brasil passa pelo período

⁶ Sobre a relação da taxa de juros com a dívida pública ver, dentre outros: Favero e Giavazzi (2002); Muinhos e Nakane (2006).

⁷ Sobre a relação da taxa de juros com a poupança doméstica, ver, por exemplo: Brito e Minari (2015)

⁸ Ver: Barboza (2015).

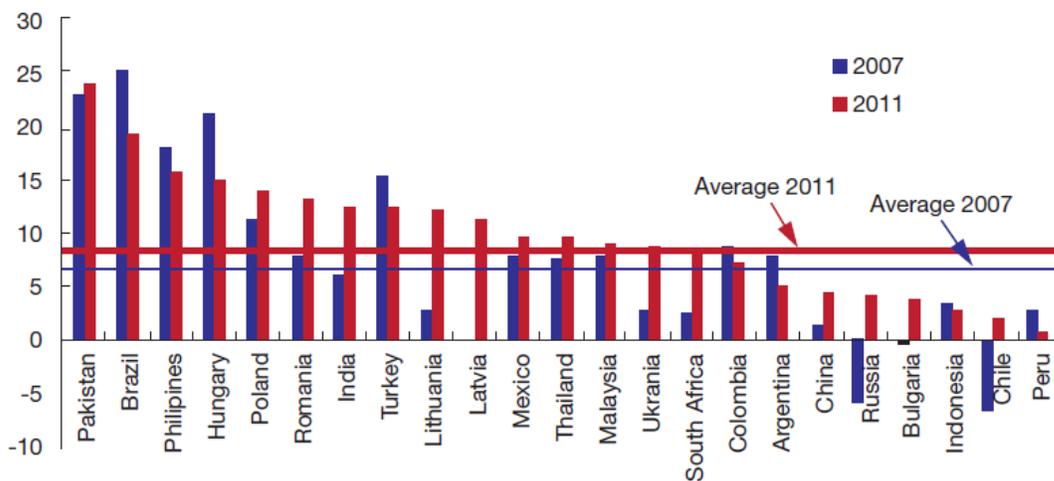
posteriormente conhecido como “milagre econômico”, nos anos de 1970. Com grande aporte de capital financiado por títulos públicos cuja indexação incluía juros mais correção monetária, tornando esses papéis com ganho garantido, a demanda do governo por bens e serviços praticamente tornou bem-sucedida a política industrial iniciada por Juscelino, calcada na substituição de importações. O boicote imposto pela organização dos países produtores de petróleo (OPEP) em 1973/4 ao preço do barril de petróleo, que chegou a custar quatro vezes mais que o preço prevalecente no período anterior, requereu que o país se endividasse externamente para continuar o processo de crescimento econômico. As taxas dos juros internacionais, ao final dos anos 80, foram de sobremodo elevadas decorrentes da inflação internacional que vinha se instaurando no mundo por conta da elevação de custos dos produtos causadas pela elevação do preço do petróleo. (Jornal O Globo, 2008) ⁹

Tais fatos, juntamente relacionados com o famoso “sequestro da liquidez”, em que o então presidente Fernando Collor de Mello ordena o congelamento de todas as aplicações financeiras no país por cerca de 17 meses, contribuíram para que o prêmio de risco atrelado à taxa de juros brasileira disparasse.

Ainda que tenha percorrido um longo caminho nos últimos anos, o país continua com elevados níveis de endividamento, que se refletem na alta taxa de juros. Nesse sentido, Teixeira (2013) afirma que a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) brasileiro, por exemplo, embora em rota de queda, era de 20,4% do PIB em 2007, em 2012 está em 18,5% do PIB e a previsão para 2013 é de que seja de 18,0% do PIB, é uma das mais elevadas do planeta. Franco (2011) aponta a necessidade de financiamento do setor público brasileiro como uma das principais razões para a alta taxa de juros no país.

⁹ Informações da tabela retiradas da reportagem “Histórico da Dívida Externa no Brasil”, Jornal O Globo, 22/02/2008.

GRÁFICO 2 - Necessidades de financiamento do setor público, no conceito bruto, para diversos países emergentes no ano de 2007 (% do PIB)



Fonte: IMF (2011, p. 32)

O Gráfico 2 acima mostra que no ano de 2007 o Brasil exibiu, dentre todos os países emergentes, o maior índice de necessidade de financiamento do setor público (aproximadamente 25% do PIB). Segundo Franco (2011), faz todo sentido pensar que rolagens da ordem de 20% do PIB ocorram a cada ano, sendo tal fato fator gerador de financiamentos externos, programas com o FMI ou arranjos institucionais e regulatórios. De acordo com o autor,

(...) antes tributávamos o pobre, o ausente nas composições políticas, os sem-voz, os não alcançados pela correção monetária. Agora penhoramos o nosso futuro, ou tributamos as futuras gerações, através do endividamento, e com isso elevamos o “preço do amanhã”, os termos de troca entre o presente e o futuro, a fim de se sustentar um gasto público maior do que os contribuintes de hoje estariam dispostos a bancar. Se é válida a chamada “equivalência ricardiana” segundo a qual a dívida de hoje são os impostos do futuro, estamos assistindo uma tentativa de os contribuintes de hoje transferirem para os de futuras gerações o ônus de um nível de consumo do governo superior ao que seria possível sustentar com impostos de hoje. O centro do problema fiscal nos dias de hoje parece, portanto, relacionado à dívida pública e particularmente aos custos inerentes à manutenção de um mercado cativo para a dívida pública doméstica, que a sustenta em um nível bem maior do que os residentes no Brasil gostariam de carregar a juros níveis internacionais. (FRANCO, 2011, p.28).

Paul Krugman (2011), defende que comparar a dívida do governo à dívida de um indivíduo ou de uma empresa constitui erro, pois são eventos distintos. Segundo o autor, as

peessoas pensam no papel da dívida na economia, da mesma forma que pensam para suas dívidas pessoais.. Mas isso está errado. O débito criado, conhecido como dívida pública é basicamente dinheiro que nós devemos a nós mesmos, pois que o governo é nosso representante: assim não envolve uma real transferência de recursos. Tal fardo não está presente pois nós (e nossos descendentes) estaríamos devendo para nós mesmos. Para retratar tal fato, Krugman cita um exemplo real, vivenciado nos Estados Unidos, logo após o final da Segunda Guerra Mundial, em que saíram com uma dívida excedendo 100% do PIB americano. No contexto da guerra, não havia movimento de capital e praticamente toda a dívida foi essencialmente paga por contribuintes americanos.

Krugman (2011) questiona se essa dívida fez com que os Estados Unidos se tornassem um país mais pobre, ou mesmo, se a dívida fez com que os Estados Unidos fossem forçados a gastar menos do que gastariam se ela não existisse. Não. Segundo ele, os contribuintes americanos tinham que pagar os juros da dívida, mas ao mesmo tempo, foram os contribuintes americanos que receberam os juros. Os Estados Unidos foram ao mesmo tempo, provedor e pagador e estava basicamente, pagando dinheiro para si mesmo.

Uma alta dívida pública pode ser um fator determinante na taxa de juros de um país? Como podemos observar na Tabela 1, a experiência internacional desmente esse fato

TABELA 1 - A relação entre a dívida pública e a taxa de juros

País	Dívida Pública % PIB	Juros
Japão	229,2	-0,1
Grécia	176,9	0
Líbano	133,28	10
Jamaica	132,72	5
Itália	132,7	0
Portugal	129	0
Cabo Verde	123	7,5
Chipre	108,9	0
Bélgica	106	0
Cingapura	104,7	0,37
Estados Unidos	104,17	0,5
Espanha	99,2	0
Butão	98,9	6
França	96,1	0

Irlanda	93,8	0
Canadá	91,5	0,5
Egito	90,5	11,75
Reino Unido	89,2	0,25
Jordânia	89	3,75
Croácia	86,7	2,5
Áustria	86,2	0
Eslovenia	83,2	0
Sudão	79	12,4
Mongólia	77,4	15
Zimbábue	77	11,44
Baamas	76,3	4,5
Sri-Lanka	76	7
Hungria	75,3	0,9
Sérvia	73,4	4
Albânia	72,13	1,25
Ucrânia	71,21	15,5
Alemanha	71,2	0
Islândia	68,5	5,25
Belize	68,3	2,5
São Tomé e Príncipe	68,23	10
Gana	67,6	26
Índia	67,2	6,5
Mauritânia	66,9	9
Brasil	66,23	14,25

Fonte: Elaborado pelo autor com bases nos dados do site *Trading Economics*.¹⁰

Países como Itália e Japão possuem percentuais de dívida pública sobre o PIB consideravelmente maiores do que o Brasil e taxa de juros consideravelmente menor. O mesmo vale para outros países em que a dívida pública como proporção do PIB é superior à do Brasil, mas apresentam uma taxa de juros inferior à brasileira. Isso nos indica outra linha de raciocínio: a dívida pública brasileira só não é mais baixa, porque os juros são altos.

¹⁰ Informações da tabela retiradas do portal “Trading Economics”. Disponível em: <http://pt.tradingeconomics.com/>. Acessado em 30 de agosto de 2016.

1.2.2. Incerteza jurisdicional

Outra ideia relacionada com alta taxa de juros brasileira é a da incerteza jurisdicional¹¹. A ideia de que a incerteza jurídica mantém contato íntimo com a taxa de juros foi apresentada inicialmente em Arida, Bacha & Lara-Resende (2005), no artigo "*Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil*". De acordo com os autores:

O mercado financeiro interno brasileiro de longo prazo não é desenvolvido devido ao fato de agentes privados terem medo de confiarem suas poupanças em instrumentos financeiros de longo prazo sujeitos à jurisdição brasileira. Isso ocorre pois, desde a década de 1970, podemos citar diversos fatores que contribuíram para a criação do cenário de incerteza jurisdicional, dentre eles: manipulação de indexação financeira, mudanças no padrão monetário, congelamento de ativos financeiros, anulação judicial de contratos indexados ao dólar, atos normativos da Receita Federal alterando a taxa de contratos em andamentos etc. (ARIDA, BACHA & LARA-RESENDE, 2005, p.1, tradução nossa).

Neste trabalho, os autores abordam a incerteza sobre a estabilidade (e segurança) dos contratos financeiros firmados sob a jurisdição brasileira como principal motivo para a alta taxa de juros no curto prazo e para a falta de um mercado desenvolvido de crédito doméstico no longo prazo. O principal argumento apresentado por eles é de que o prêmio "cobrado" por poupadores seja maior para suprir a fraca jurisdição brasileira. Como retratado acima, a ausência de convertibilidade da moeda, o histórico de perdas nos valores de contratos financeiros de longo prazo e anulação judicial de contratos indexados ao dólar contribuem para tal.

1.2.3. Baixa poupança doméstica

Outra causa que pode estar relacionada à alta taxa de juros do Brasil, segundo a teoria ortodoxa, é a baixa poupança doméstica. Este aspecto possui como base a Teoria dos Fundos Emprestáveis, vista anteriormente, e possui a poupança como uma condição necessária para o investimento, de modo que sem a sua existência, não há investimento.

Como o Brasil possui baixa poupança doméstica, não existem recursos em abundância para financiar o investimento e, por consequente, o crescimento econômico. Isso, por sua vez, exerce pressão sobre a taxa de juros, elevando-a, e tornando-a atrativa sob olhar de agentes estrangeiros motivados por eventuais ganhos com essa taxa de juros mais alta. Além disso,

¹¹ Incerteza jurisdicional é a incerteza que incide sobre a estabilidade e a segurança dos contratos financeiros firmados sob jurisdição brasileira.

podemos observar essa questão sob a ótica do consumo: um país com baixos índices de poupança, naturalmente possui uma alta propensão a consumir, que ao aquecer a demanda, aumenta as chances do Banco Central realizar alguma alteração na taxa SELIC para conter elevações de preços causadas pela expansão da demanda. Tal fato é confirmado por André Lara-Resende (2011) quando este afirma que

Uma questão fundamental a ser superada por países pobres é a insuficiência de poupança. A insuficiência de poupança decorre tanto da premência das necessidades básicas de consumo, quanto da falta de instituições e hábitos indutivos da poupança. (LARA-RESENDE, 2011).

Entretanto, por que o Brasil é um país com altos índices de consumo? De acordo com Wong (2015),

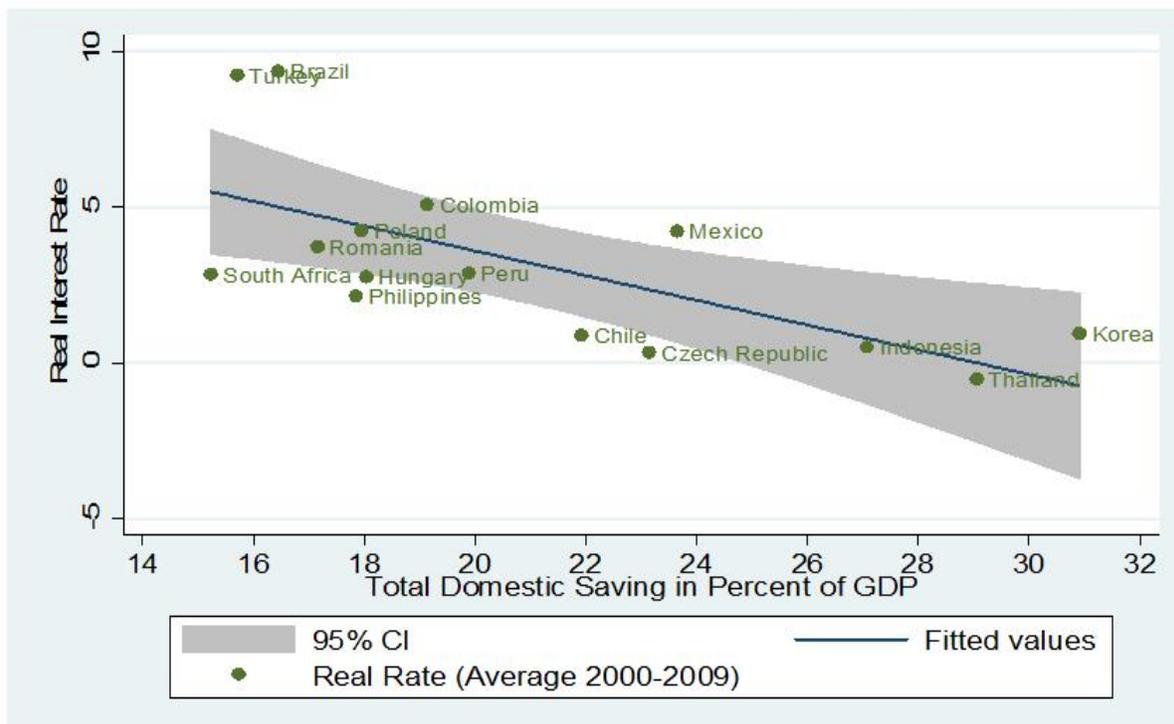
o Brasil adotou durante as últimas duas décadas um modelo de crescimento baseado no consumo. Através de distribuição de renda para as pessoas de camada mais baixa e subsídios ao consumo, o governo estimulava as pessoas a entrarem no mercado consumidor (...) tanto a renda quanto o consumo aumentaram. Porém, como o segundo cresceu proporcionalmente mais, a taxa de poupança caiu (WONG, 2015).

Conforme citado, o setor público estimula um aumento na demanda através de programas sociais, necessários para o desenvolvimento do consumo. Entretanto, com a implementação destes e a criação de um suposto “estado de bem-estar social”, os agentes econômicos se sentiriam desestimulados a poupar. De acordo com Nakame e Pessoa (2011),

Evidentemente a formação de poupança de uma sociedade depende fortemente da estrutura de incentivos subjacente. Sociedades que provêm estado de bem-estar social muito generoso com diversos mecanismos públicos de mitigação de riscos apresentarão menores valores para a poupança. Quando não há estado de bem-estar a poupança tende a ser muito elevada. Este é o caso, por exemplo, da China que poupa 50% do PIB. Assim a baixa poupança brasileira é essencialmente fruto da estrutura de incentivos que desestimula a poupança. (NAKAME E PESSOA, 2011, p.64).

O exemplo do chinês citado acima pode ser corroborado pelo gráfico abaixo, apresentado por Segura Ubierno (2012).

GRÁFICO 3 - Poupança doméstica e taxa de juros real em países emergentes: uma média entre 2000 e 2009



Fonte: Segura-Ubiergo (2012, p. 8).

Um segundo motivo, também derivado dos programas sociais, que explica a baixa poupança doméstica brasileira é a aposentadoria garantida pelo governo. Diferentemente do exemplo anterior, a aposentadoria garantida pelo Estado não ativa o consumo. Conforme explicam Brito e Manari (2015),

(...) mais de 95% da população não necessita poupar durante a vida ativa, pois desfrutarão de um aumento da renda "livre" per capita na aposentadoria. Ou seja, surpreendentemente, uma baixa taxa de poupança voluntária é a reação correta da perspectiva do brasileiro médio que planeja um consumo estável, crente na manutenção do arranjo previdenciário vigente (BRITO e MINARI, 2015, p.1).

Este ponto tem sido pauta frequente em debates econômicos, uma vez que o Brasil gasta (comparativamente) muito mais com aposentadoria do que outros países que apresentam o mesmo estágio de desenvolvimento demográfico¹². De acordo com Pessoa e Nakami (2011),

¹² Sobre esse tema, ver: Pessoa e Nakami (2011) e Brito e Minari (2015).

quando se faz uma comparação internacional, o Brasil gasta com aposentadoria muito mais do que países com o mesmo estágio de desenvolvimento demográfico. A comparação do Brasil com uma amostra de 30 outras economias, aponta que gastamos de duas a três vezes mais com previdência - inclui aposentadorias pagas pelo setor público aos funcionários do setor privado, aos funcionários públicos (civis e militares) e o pagamento de pensão por morte (setor público e privado) - do que economias com a mesma razão de dependência, isto é, a população com 65 anos ou mais como proporção da população em idade ativa (PESSOA e NAKAMI, 2011).

CAPÍTULO 2 – PRINCIPAIS CAUSAS PARA A ALTA TAXA DE JUROS BRASILEIRA SEGUNDO A TEORIA HETERODOXA

Este capítulo tem como objetivo apresentar as principais causas para a elevada taxa de juros brasileira, segundo as visões de economistas heterodoxos. Para introdução dos argumentos dos economistas heterodoxos, serão apresentadas a importância da incerteza e a Teoria da Preferência pela Liquidez.

2. ASPECTOS TEORICOS

A teoria da preferência pela liquidez (TPL), criada por Keynes só é possível de ser imaginada em um ambiente de incerteza, onde a vontade do agente em reter moeda como uma reserva de valor reflete o grau de desconfiança dos agentes em seus próprios cálculos e expectativas futuras. A moeda surge como uma alternativa de aplicação de recursos em um ambiente de incerteza. Segundo Além (2010, p. 120): “a moeda surge na teoria de Keynes como uma das formas de se manter a riqueza com vantagem em relação aos outros tipos de ativos, de ser a liquidez por excelência”.

É importante destacar que a liquidez também reflete a incerteza, pilar fundamental da teoria Keynesiana. O grau de liquidez de um ativo reflete às necessidades de segurança e flexibilidade em um ambiente incerto, uma vez que o agente, a qualquer ocorrência de um novo evento, pode liquidar rapidamente os seus ativos (ALÉM, 2010, p. 120).

É importante destacar que a moeda toma o patamar de ativo mais líquido da economia, uma vez que ela é simultaneamente o meio de pagamento da economia - a sua transformação de "reserva de valor" para a função "meio de pagamento" é automática. Uma vez que o agente econômico possua a liquidez, ele deverá lidar com eventos inesperados oriundos de um ambiente de incerteza. Os faturamentos de uma firma, por exemplo, podem ser automaticamente convertidos para meios de pagamento. Além disso, possuindo moeda (liquidez) o agente poderá alterar com grande facilidade seu portfólio de investimentos, em caso de surgir um novo evento atraente a especulação; e portanto em um ambiente incerto.

Na sua teoria da preferência pela liquidez, Keynes distinguiu três motivos para que o agente demande moeda: transação, precaução e especulação. O primeiro motivo aborda a moeda

como facilitadora de trocas, o segundo, reserva a moeda a função proteger o agente contra eventos inesperados e a terceira, corresponde ao motivo que sustenta a parcela do portfólio de moeda dos agentes que é uma função das taxas de juros reais da economia. Desse modo, se os agentes acreditam que a taxa de juros está baixa, eles aumentarão a demanda por moeda no presente para comprarem títulos no futuro. Caso acreditem que ela está sobrevalorizada, demandarão menos moeda e comprarão mais títulos para venderem no futuro, quando o preço deles estiver mais alto (em razão da redução dos juros) (ALÉM, 2010, p. 121).

Sendo assim, a função de demanda por moeda, segundo Keynes é dada por:

$$Md = Mdt + Mdp + Mde$$

Sendo que:

Md = demanda total por moeda

MDT = demanda pela moeda pelo motivo transação

Mdp = demanda pela moeda pelo motivo precaução

Mde = demanda pela moeda pelo motivo especulação

Sendo a demanda por moeda pelos motivos transação e precaução funções da renda com a qual mantém pouca ou quase nenhuma elasticidade enquanto que a demanda de moeda pelo motivo especulação depende de expectativas com respeito aos ativos financeiros e a quantidade de moeda.

A incerteza e o papel da taxa de juros na teoria heterodoxa

Keynes faz uma abordagem histórica em sua teoria, de modo que as ações tomadas no presente apenas terão seus resultados observados no futuro, sobre o qual os agentes não possuem nenhum controle. Mesmo com grande dispêndio em pesquisas, é impossível prever precisamente, por exemplo, o preço de *commodities* em um universo de cinquenta anos, ou mesmo a existência de eventos surpreendentes, como o atentado terrorista em Paris, ocorrido no dia 13 de novembro de 2015. Nesse contexto, se insere um dos principais pilares da teoria de Keynes: a incerteza. É nesse contexto que Keynes desenvolve a teoria da preferência pela liquidez, descrita anteriormente.

Como apresentado, a taxa de juros segundo a teoria clássica, nada mais é do que o preço

de equilíbrio entre a demanda de recursos para investir (produtividade marginal do investimento) e a propensão de abster-se do consumo imediato. Entretanto, de acordo com Keynes, a taxa de juros é um fenômeno monetário, determinado pela "preferência pela liquidez" dos agentes e pela política das autoridades financeiras. Em sua teoria, a taxa de juros é obtida através da combinação entre a demanda e a oferta de moeda.

Segundo Keynes (1936):

deveria ser óbvio que a taxa de juros não pode ser um rendimento da poupança ou da espera enquanto tal. (...) pelo contrário, a simples definição da taxa de juros diz-nos, literalmente, que ela é a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado, pois a taxa de juros não é, em si, outra coisa senão o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo, por um período determinado, do poder de comando da moeda em troca de uma dívida. (...) A taxa de juros não é o "preço" que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o "preço" mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. Isto implica que, se a taxa de juros fosse menor, isto é, se a recompensa da renúncia à liquidez se reduzisse, o montante agregado de moeda que o público desejaria conservar excederia a oferta disponível e que, se a taxa de juros se elevasse, haveria um excedente de moeda que ninguém estaria disposto a reter" (KEYNES, 1936, p. 122).

Ainda de acordo com Keynes (1936, p. 164), a taxa de juros não é o preço que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato, mas o preço do dinheiro. É a recompensa por abrir mão da liquidez em forma monetária, dado que a moeda é o ativo com o maior prêmio de liquidez dentro todos os ativos. Ao contrário da teoria defendida por economistas ortodoxos, Keynes defende que a taxa de juros é a recompensa por não entesourar e não uma recompensa pela "espera". Nesse sentido, a taxa de juros é o que se ganha não porque se poupa, mas porque se aplica esta poupança em outros ativos que não a moeda.

A determinação da taxa de juros, na teoria keynesiana, ocorre como um fenômeno monetário, a partir de dois aspectos: a preferência pela liquidez e as políticas de gestão da moeda por parte do órgão emissor. Uma vez que o setor privado não é capaz de produzir moeda, quando ocorre um aumento na demanda por moeda, ocorre uma redução na demanda por outros ativos na economia. Ou seja, quando ocorre um aumento na demanda por moeda (acumulação de riqueza sob a forma monetária), essa riqueza irá subtrair a demanda por outros meios de acumulação, tais como bens de capital (cuja produção poderia gerar renda e empregos). Concluímos que um aumento na preferência pela liquidez pode ter como contrapartida uma redução na demanda por

bens e serviços, podendo essa, ser uma das causas do desemprego, chamado por Keynes de "desemprego involuntário".

2.1. A alta taxa de juros no Brasil, segundo a visão heterodoxa

2.1.1. Equilíbrios Múltiplos da taxa de juros

Dentre os vários trabalhos sobre a alta taxa de juros no Brasil, de visão mais heterodoxa, destacamos o trabalho de Bresser Pereira e Nakano (2002). Os autores partem do princípio que a economia brasileira sofre de uma tendência à semiestagnação, devido às restrições ao endividamento externo e público. Tal política vem sendo reforçada por uma política monetária que produz taxas de juros elevadas. Segundo os autores, existe um ciclo-vicioso que no qual elevadas taxas de juros aumentam o risco soberano do país, o que por sua vez, justificam taxas mais elevadas (BRESSER PEREIRA E NAKANO, 2002, p. 151). Para os autores, a taxa de juros no país é alta devido ao fato de as autoridades econômicas atribuírem a ela funções múltiplas: (i) restringir a demanda agregada para controlar a inflação; (ii) evitar a desvalorização cambial, a fim de conter inflação de custos; (iii) estimular a entrada de capitais, para equilibrar o BP; (iv) incentivar a compra de títulos, com vistas a financiar o déficit público; e diminuir o déficit comercial, via contenção da demanda. Nesse contexto de objetivos múltiplos, ocorria frequentemente que a elevação dos juros para atender um determinado objetivo poderia vir a aprofundar desequilíbrios em termos de outros objetivos, demandando constantes elevações da taxa Selic¹³.

Sendo assim, de acordo com Bresser Pereira e Nakano (2002), haveria a possibilidade de manter a inflação estável e condizente com a meta de inflação com diferentes níveis de taxa de juros real. Dentro desta ótica, o argumento do autor é de que o Brasil estaria em um equilíbrio perverso, pois devido ao grande desequilíbrio em termos de objetivos, seria necessária uma taxa de juros real muito elevada para manter a inflação controlada.

Vale lembrar que, conforme destaca Barboza (2015, p. 136), ainda que vigentes sob o regime

¹³ Os próprios autores afirmam que seria evidente que um único instrumento não poderia alcançar simultaneamente todos os objetivos, ainda mais sendo esses objetivos contraditórios. De acordo com os autores “a elevação da taxa de juros pode permitir o alcance de um objetivo, mas caminhará na direção oposta aos outros, aprofundando os desequilíbrios macroeconômicos. [...]. Dada a multiplicidade de objetivos, a taxa real de juros ao longo dos últimos anos tem sido a mais alta do mundo” (Bresser-Pereira e Nakano, 2002, p. 163).

cambial existente à época do trabalho de Bresser Pereira e Nakano (2002), algumas destas funções deixaram de influenciar a dinâmica da taxa de juros com o regime de metas de inflação. Sob este, a taxa de juros tem o objetivo único de manter a taxa de inflação em uma meta pré-estabelecida.

2.2.2. Convenção conservadora na política monetária

Bresser Pereira e Nakano propõe ainda, uma outra explicação para a alta taxa de juros brasileira. Segundo os autores, o Banco Central do Brasil (BCB) incorporou a convenção de que existe um piso alto para a SELIC: “depois da persistente manutenção da taxa de juros em nível muito elevado é natural que surja o medo de redução, e que esse nível se torne uma convenção”. Nesse sentido, concluímos que a alta taxa de juros brasileira é uma “convenção”. (BRESSER PEREIRA e NAKANO, 2002, p. 169). Tal teoria é decorrente tanto do modelo de política macroeconômica adotada (regime de metas de inflação) quanto da própria gestão da política monetária, no qual o Banco Central Brasileiro acaba por fazer frequentemente o jogo do sistema financeiro, sancionando suas expectativas altistas em relação a inflação. Nakano (2006) criticava o fato de que ciclo de redução da taxa Selic, iniciado no ano de 2005 estava sendo conduzindo de forma lenta, mesmo com um cenário macroeconômico interno de condições favoráveis, tais como a inflação sob controle, o baixo risco Brasil, e o alto saldo em conta corrente. Além disso, o cenário internacional também era propício para a redução da taxa de juros, com a economia internacional em expansão e as condições internacionais de liquidez favoráveis. Por tanto, os juros altos e a lentidão em sua diminuição só se explicariam pelo fato do BACEN aceitar essa convenção de que o juro de equilíbrio seria em um patamar mais alto.

Outro importante ponto é o grande número de interesses provenientes de uma alta taxa de juros. Para Erber (2008) a elevada taxa de juros brasileira seria justamente o resultado de uma influente coalizão de interesses cujo objetivo gira em torno da manutenção dos juros em níveis mais altos. Com isso, tanto os rentistas que lucram com aplicações financeiras quanto o BACEN em si - que se beneficia da reputação de ser um banco central conservador - sairiam beneficiados. Segundo o autor, uma “ampla e poderosa constelação de interesses” teria estabelecido, por convenção, que a combinação de altos juros com câmbio valorizado seria não só benéfica, mas essencial para o desenvolvimento do país. Além disso, essa coalizão de interesses teria, à sua disposição, “instrumentos para consolidar e difundir sua convenção de desenvolvimento” sendo que o

mais explícito está nas mãos do sistema financeiro [...]. Mas há outros [...] como o financiamento de campanhas políticas, as relações com os membros do Congresso, os ‘anéis burocrático-empresariais’ [...] e as relações com a mídia [...]. O Banco Central é um membro necessário desta coalizão [...]. Para o estabelecimento da coalizão e da convenção que lhe serve de representação social, basta que o Banco Central e os membros privados derivem benefícios conjuntos da mesma política — no caso, o prestígio de cumprir as metas e os lucros derivados dos altos juros e do câmbio valorizado (ERBER, 2011, p. 43).

De modo geral, haveria uma relação de subserviência do Banco Central aos interesses do mercado financeiro. Isso seria evidenciado até mesmo pelo fato de que as diretorias estratégicas na definição da política monetária ficam a cargo de economistas vindos do próprio mercado.

CAPÍTULO 3 - O CENÁRIO ECONÔMICO BRASILEIRO IMEDIATAMENTE APÓS O PLANO REAL

Este capítulo tem como objetivo contextualizar o cenário econômico brasileiro, com uma visão geral da progressão da taxa básica de juros (SELIC) ao longo do tempo, depois do Plano Real. Além disso, o capítulo visa também dimensionar a SELIC com outras taxas de juros básicas do resto do mundo, abordando os impactos da alta taxa de juros.

3.1. O Plano Real

No dia 28 de fevereiro de 1986 veio a público o conteúdo do chamado Plano Cruzado, plano econômico apresentado pelo então presidente José Sarney, por meio seu ministro da fazenda Dilson Funaro. Analiticamente, existiam quatro grandes grupos de medidas no plano Cruzado. Eram eles: a reforma monetária e congelamento, a desindexação da economia, os índices de preços e cadernetas de poupança e a política salarial. O primeiro possuía como objetivo criar uma imagem de uma nova e forte moeda e permitir intervenção nos contratos, uma vez que ficava estabelecida uma nova unidade monetária. Os preços de produtos foram congelados, assim como a taxa de câmbio vigente no dia anterior ao lançamento do plano. O segundo, foi marcado por lançamento de OTNs (Obrigação do Tesouro Nacional), com valor congelado por um ano, ficando terminantemente proibida a indexação de contratos com prazos inferiores a um ano. O terceiro tinha como objetivo evitar o fenômeno da ilusão monetária. O quarto ponto prezava que os salários fossem contabilizados por um cálculo médio dos salários dos últimos seis meses, visando protegê-los da inflação.

O sucesso inicial do Plano Cruzado foi enorme. Os índices de preços ao consumidor baixaram de 15% no início de 1986 para praticamente zero nos meses subsequentes. O IBGE apontou um crescimento de 20% nos postos de trabalho criados no primeiro quadrimestre de 1986 e a taxa de desemprego caiu de 4,4% em março para 3,8% em junho.

Entretanto, a aceleração do consumo que se deu sob uma demanda já aquecida, mas com preços congelados, gerou uma instabilidade econômica com sucessivos boicotes a oferta de produtos. O governo havia promovido uma expansão exagerada da oferta monetária: taxas de juro reais se tornaram negativas, o crédito e consumo se expandiram e produtos começaram a

desaparecer das prateleiras. Após outras experiências malsucedidas com o II Cruzado, que possuía como um de seus principais objetivos, fornecer uma válvula de escape para toda a inflação reprimida durante o congelamento de preços, o governo do presidente Fernando Collor de Mello (15 de março de 1990 a 29 de dezembro de 1992) dentre outros pontos, tinha como objetivo alcançar uma estabilidade duradoura de preços. Como ocorrido na década de 80, com o governo Sarney, os planos econômicos do governo Collor não alcançaram o objetivo traçado. O plano Collor I, introduzido no mesmo dia da posse do novo presidente, introduzia o Cruzeiro como a nova moeda.

Na área financeira se deu a maior mudança introduzida pelo novo plano: o “sequestro da liquidez”, em que aplicações financeiras superiores ao limite de NCr\$50.000 foram bloqueadas, sendo corrigidos por juros de 6% ao ano. Entretanto, este representava uma inadmissível intervenção estatal, que acabou por desestabilizar a confiança dos poupadores no sistema financeiro nacional. A maior crítica, porém, era de natureza teórica. Segundo Giambiagi (2011, p.157), o plano teria confundido os conceitos de “fluxo” e “estoque”. Na realidade, era o fluxo da moeda quem deveria ser considerado como fato gerador da inflação e não o seu estoque.

Já o plano Collor II, prezava por uma maior racionalização dos gastos públicos, modernização do parque industrial e fim de toda e qualquer indexação da economia. Segundo Gustavo Franco, criava-se o chamado “neogradualismo”, onde a dinâmica de formação de preços seria “predominantemente forward looking” (FRANCO, 1993, apud GIAMBIAGI, 2011, p. 150)

Este plano foi diretamente atrapalhado pelo conturbado cenário político brasileiro. A crescente sucessão de escândalos culminou em uma grande perda de credibilidade do governo Collor, levando ao impeachment do presidente em 30 de Novembro de 1992.

A estabilidade duradoura de preços se deu somente através do Plano Real. De acordo com Giambiagi (2011):

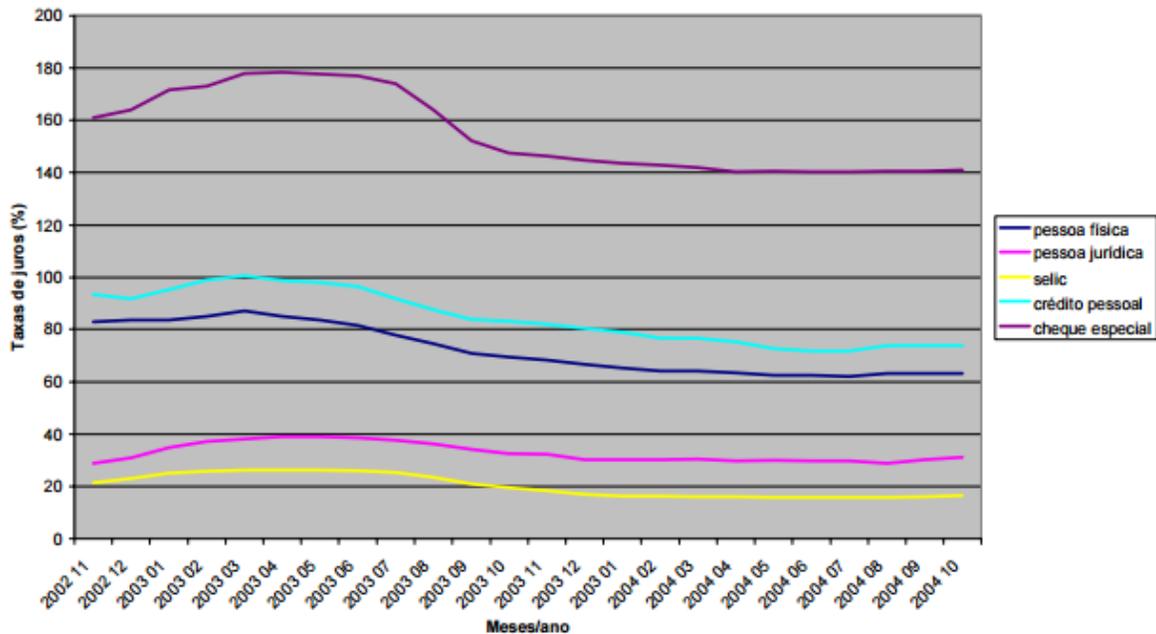
O Plano Real foi originalmente concebido como um programa em três fases: a primeira tinha como função promover um ajuste fiscal que levasse ao “estabelecimento do equilíbrio das contas do governo, com o objetivo de eliminar a principal causa da inflação brasileira”; a segunda fase visava “a criação de um padrão estável de valor denominado Unidade Real de Valor — URV”; finalmente, a terceira concedia poder liberatório à unidade de conta e estabelecia “as regras de emissão e lastreamento da nova moeda (real) de forma a garantir a sua estabilidade (GIAMBIAGI, 2011, p. 160).

Plano Real se diferencia dos planos econômicos dos anos 1980 e começo dos anos 1990 por ter diagnosticado o desajuste das contas públicas como a causa principal da inflação descontrolada no Brasil. Conforme afirma Giambiagi (2011) " embora todos os planos desde o Cruzado (1986) atribuíssem grande importância à necessidade de desindexação para a estabilidade dos preços, a proposta da URV era bastante original e bem mais complexa do que os congelamentos de preços propostos anteriormente" (GIAMBIAGI, 2011, p. 161). Dessa forma, com o Plano Real, a partir do ano de 1994, o Brasil consegue conter o nível de preços após amargar grandes períodos de grande crescimento inflacionário.

3.2. A progressão da taxa de juros no Brasil

Conforme vimos, a taxa de juros tem sido pauta frequente em debates econômicos no Brasil ao longo dos anos. Contamos com a existência da taxa de juros SELIC, determinante do nível básico de juros na economia brasileira. De acordo com um estudo intitulado de: "A Rainha das taxas de Juros", realizado no ano de 2005, pelo professor João Saboia, do Instituto de Economia da UFRJ, é possível observar um alto nível de associação que diversas taxas possuem com a taxa básica de juros da economia. No estudo realizado por Sabóia (2005) foram levantadas taxas de juros anuais no período entre novembro de 2002 e outubro de 2004 e foram consideradas as seguintes taxas: taxas médias utilizadas pelos bancos nos empréstimos para pessoa física e jurídica, taxa de crédito pessoal e do cheque especial.

GRÁFICO 4 - Evolução entre taxas de juros 11/2002 a 20/2004



Fonte: Sabóia (2005, p. 2).

Conforme apresentado no gráfico, constata-se uma grande dependência entre as demais taxas de juros e a taxa SELIC, uma vez que ambas as curvas apresentam os mesmos movimentos. Após calcular o coeficiente de correlação (variação entre 0 e 1), Sabóia encontrou valores variando de 0,91, quando a Selic é comparada com a taxa média de pessoa jurídica, a 0,99 quando comparada a taxa do cheque especial e 0,95 e 0,97 na comparação envolvendo pessoa física e crédito pessoal, respectivamente. (SABÓIA, 2005, p. 2).

Com isso, ao controlar a taxa básica de juros da economia, o governo possui o “controle” sob as demais taxas de juros da economia. Conforme afirma Sabóia (2005),

“Verifica-se, portanto, que o controle sobre a taxa Selic representa um controle quase que total sobre as demais taxas de juros da economia. Assim, o BACEN possui um excelente instrumento de controle das várias taxas de juros a partir da definição do nível da taxa Selic” (SABÓIA, 2005, p. 2).

Segundo Barboza (2015, p. 153) fatores como a segmentação do mercado de crédito, a baixa importância do crédito livre na determinação da demanda agregada e a truncada estrutura a termo da taxa de juros e a participação de LFTs na composição da dívida pública, elevam a inclinação da curva IS na economia brasileira e exigem um maior nível de taxa de juros do banco

central para que este possa minimamente cumprir com seu objetivo de manter a inflação na meta, com a economia operando ao nível do produto potencial. Desde o Plano Real, em 1995, o Brasil vive uma fase de relativa folga no controle de preços. Entretanto, o Banco Central do Brasil vem mantendo a taxa Selic elevada e tal ponto diverge da expectativa gerada pela estabilidade de preços decorrente da aplicação do Plano Real. Embora a taxa de juros brasileira seja extremamente elevada, em teoria, isso não deveria ocorrer. E não deveria ocorrer pois o governo é o agente econômico mais propenso a honrar a sua dívida, ou, invertendo a lógica, menos propenso a passar um calote. Em última instância, é o governo quem pode imprimir papel para honrar suas obrigações, mesmo que tal venha a gerar inflação. Dessa forma, a taxa de juros que o governo utiliza para se financiar deveria ser, por definição, a mais baixa da economia.

Entretanto, é importante ressaltar que instituições bancárias lucram com uma alta taxa de juros, caracterizando um jogo de poder. A indústria bancária tem um papel fundamental na tomada de decisão na determinação da taxa de juros pelo Banco Central. Diferentemente de pessoas físicas, bancos possuem grande influência em tomadas de decisões monetárias: a todo momento, oficiais do Banco Central se reúnem com banqueiros. Bancos possuem lucros emprestando os depósitos de seus correntistas a taxas de juros mais altas e em um ambiente de menores taxas de juros, seus lucros seriam pressionados para baixo.

O gráfico abaixo apresenta a variação da taxa básica de juros brasileira na última década:

GRÁFICO 5 - A taxa de juros brasileira na última década



Fonte: Banco Central do Brasil

Apenas a título de comparação, de acordo com o portal português *Trading Economics*, que realiza uma compilação das taxas básicas de juros apresentadas por todos os BCs do mundo, o Brasil se encontra em décimo sexto lugar entre as maiores taxas de juros do mundo, com 14,250%, posicionado entre Iêmen e Angola.

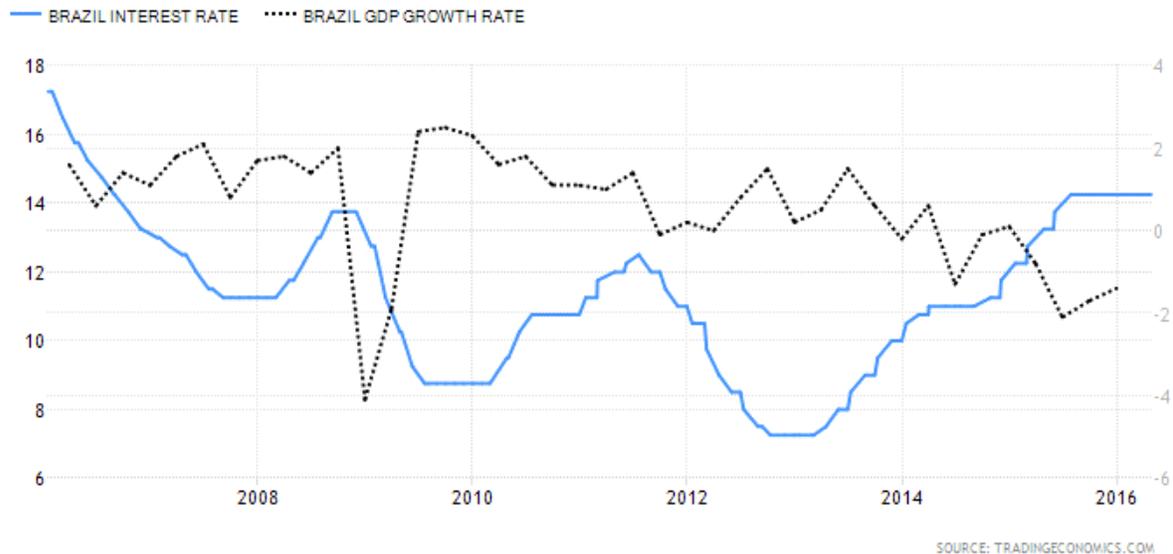
É válido ressaltar que a taxa de juros brasileira não é alta apenas quando comparada a países desenvolvidos, as quais suas taxas básicas variam entre -0,750%, como a oferecida pelo Banco Central Suíço a 2,250%, aplicada pelo Banco Central Neozelandês. A visibilidade de tamanha discrepância só é constatada quando comparamos a taxa SELIC com as taxas de juros de países que estão no mesmo patamar de desenvolvimento que o Brasil.

A taxa básica que o governo brasileiro toma para se financiar é mais do que quatro vezes maior do que a utilizada pelo governo Chileno, mais do que três vezes maior do que a utilizada pelo governo Peruano e mais do que o dobro da utilizada pelo governo Colombiano.

3.3. Consequências da alta taxa de juros brasileira sobre o PIB

A atual taxa SELIC possui impactos para a economia e para o cotidiano de seus agentes econômicos, por isso, é considerada como um fator inibidor de crescimento. O gráfico 6, abaixo, apresenta a variação da taxa básica de juros brasileira, comparada com a variação do Produto Interno Bruto (PIB) do país na última década.

GRÁFICO 6 - A variação da taxa de juros e do PIB brasileiro na última década



Fonte: Portal Trading Economics

Em momentos de alta de juros, como apresentado entre os anos de 2008 e 2010 (onde ocorreu a crise do *subprime*) assim como no hiato apresentado entre 2012 e 2014, tivemos um impacto negativo no PIB. Conforme dito, os juros nada mais são do que um prêmio pago as pessoas para que elas abram mão do consumo presente, em favor do consumo futuro. Dessa forma, em uma economia na qual os rendimentos dos ativos financeiros estão crescendo ou tem expectativas de crescimento, mais pessoas deverão estar dispostas a deixar de consumir no presente para poupar e consumir mais futuro. Conforme vimos nas equações [2] e [3] desenvolvidas no primeiro capítulo, quando o consumo é impactado negativamente, o PIB é impactado negativamente.

Além do consumo, outro fator determinante para o PIB é o investimento. O investimento na atividade produtiva e empreendedora será afetado, uma vez que juros mais altos representam um custo de crédito mais alto. O consumo também pode ser afetado via aumento do número de desempregados. Isso ocorre pois, com um menor investimento, as indústrias (e atividade produtiva em geral), apresentariam uma menor oferta de emprego, acrescidos de um maior índice de demissões, contribuindo assim, para a redução da renda familiar. Com elevação da taxa de juros ou a criação de expectativas altistas a demanda agregada se contraí.

O gráfico abaixo apresenta a variação da taxa básica de juros brasileira, comparada o a

variação da taxa de desemprego do país na última década.

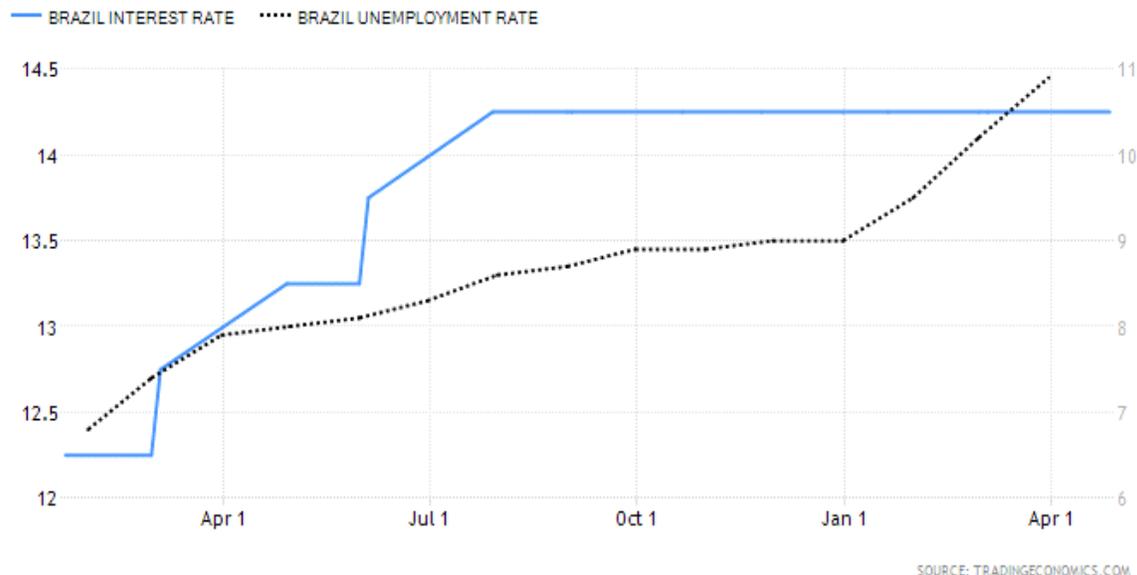
GRÁFICO 7 - A variação da taxa de juros e do índice de desemprego brasileiro na última década



Fonte: Portal Trading Economics

Conforme podemos observar, entre os anos de 2014 e 2016, tivemos uma relação direta entre taxa de juros e nível de desemprego no Brasil. Para uma melhor representação gráfica, apresento o recorte do gráfico representando apenas a variação da taxa básica de juros brasileira, comparada o a variação da taxa de desemprego do país no último ano.

GRÁFICO 8 – A variação da taxa de juros e do índice de desemprego brasileiro no último ano



Fonte: Portal Trading Economics

No momento em que o Banco Central aumenta a taxa SELIC, todas as demais taxas são afetadas, confirmando a relação presente no artigo de Sáboia (2005). Dessa forma, o cartão de crédito, o cheque especial e o crédito pessoal são impactados, fazendo com que haja uma retração do consumo. Uma vez que a sociedade está consumindo menos, é natural que a produção caia e, conseqüentemente, o desemprego aumente, o que explica a relação direta apresentada pelos gráficos 7 e 8 entre a SELIC e o índice de desemprego.

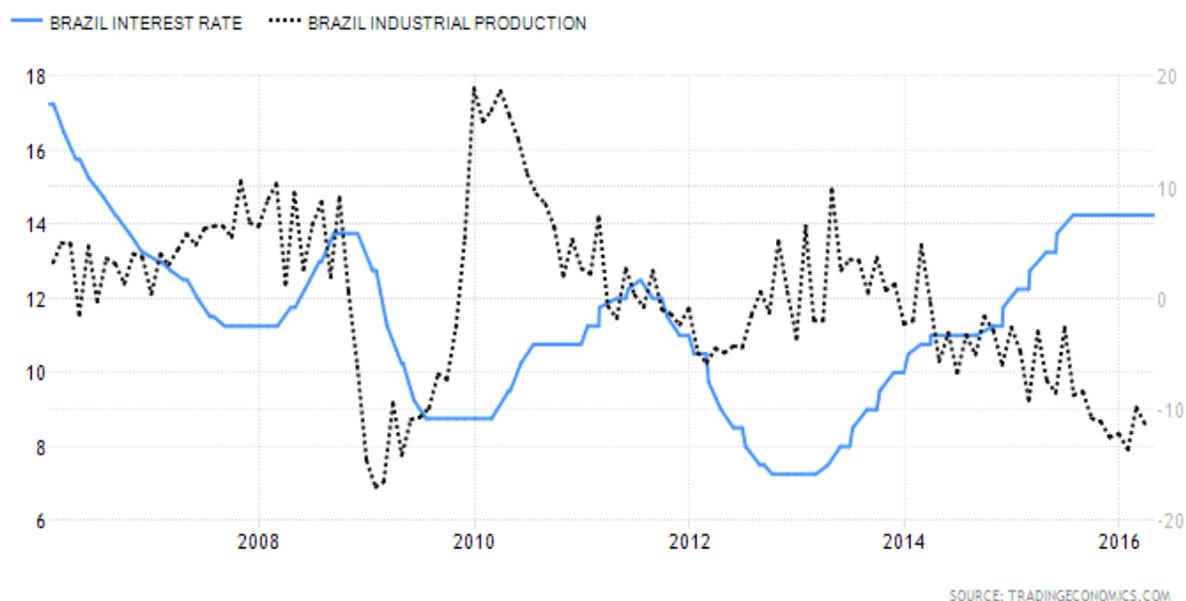
Um empreendedor racional irá preferir alocar seus recursos em títulos públicos, como o tesouro direto, que possui uma rentabilidade garantida e com risco simplesmente inexistente *vis-à-vis* investi-los em uma indústria ou em um projeto empreendedor. Isso ocorre pois, nesse momento, o seu investimento em atividade produtiva ou atividade empreendedora deve apresentar retornos superiores a rentabilidade apresentada pela SELIC e obviamente, quanto mais alta a SELIC, menos projetos apresentarão rentabilidade superior a ela. Em todo caso, é importante destacar que: em países com uma alta taxa de juros, encontramos um maior custo de crédito, comprometendo assim, a atividade empreendedora.

Além de afetar o investimento nas indústrias existentes e na criação das novas, a alta taxa de juros também interfere na competitividade do setor, dado que seus *stakeholders* se sentirão

mais receosos de colocarem capital nesse negócio, podendo tornar suas máquinas e equipamentos obsoletos quando comparados a outras indústrias internacionais.

O gráfico 9, abaixo, apresenta a variação da taxa básica de juros brasileira, comparada a variação da produção industrial do país na última década.

GRÁFICO 9 - A variação da taxa de juros e da taxa de produção industrial brasileira na última década



Fonte: Portal Trading Economics

Em momentos de alta de juros, como apresentado entre os anos de 2008 e 2010, temos um impacto negativo no Investimento, assim como no hiato apresentado entre 2012 e 2014 e ao longo de toda representação gráfica.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta monografia, nos propusemos analisar a diferença entre percepções ortodoxas e heterodoxas sobre a taxa de juros no Brasil e identificar, dentro de cada visão, potenciais motivos para o Brasil possuir uma das mais altas taxas de juros do mundo.

Para economistas ortodoxos, o mercado financeiro brasileiro não se desenvolve devido ao grande receio que os agentes privados possuem de confiarem suas poupanças em instrumentos financeiros de longo prazo, sujeitos a jurisdição brasileira. Isso que faz com que a taxa de juros tenha que ser alta o suficiente para compensar esse risco. Além disso, economistas ortodoxo-liberais justificam a alta taxa de juros com base no baixo nível de poupança interna brasileira, conforme abordado na Teoria dos Fundos Empréstáveis. Dado que a poupança é uma condição necessária para o investimento, como o Brasil possui uma poupança doméstica extremamente baixa, ou seja, não há capital destinado para financiamento de investimento, se faz necessária uma alta taxa de juros, como forma de incentivar o consumo futuro em detrimento do consumo presente.

Por outro lado, economistas heterodoxos creditam a alta taxa de juros brasileira a outros motivos. Um desses motivos seriam os equilíbrios múltiplos da taxa de juros, teoria que parte do princípio que a economia brasileira sofre de uma tendência à semiestagnação, devido às restrições ao endividamento externo e público. Política que vem sendo reforçada por uma política monetária que produz altas taxas de juros, formando um ciclo-vicioso, uma vez que quanto maior a taxa de juros, maior o risco soberano do país, justificando novamente, aumento das taxas de juros e assim por diante. Outro motivo apresentado por esse grupo de economistas é o pró-conservadorismo na política monetária, em que o a alta taxa de juros é simplesmente explicada por uma convenção, um receio de realizar algo diferente do que vem sendo praticado nos últimos anos.

À revelia das diversas causas potenciais do processo inflacionário brasileiro, desde a implementação do Plano Real, o combate à escalada de preços tem sido consideravelmente centrado na retração de demanda a partir da elevação da taxa de juros.

Como visto, o governo é, em tese (na ótica dos bancos), o cliente que apresenta um menor risco de calote. Dessa forma, quando o governo eleva a taxa de juros, ele está se propondo

a pagar mais pelo empréstimo tomado. Nesse cenário, não faz sentido que o banco cobre menos para um cliente que ofereça um maior risco, o que faz com que o acesso ao crédito seja dificultado via aumento de custo. Além disso, com o estabelecimento de uma alta taxa básica de juros, o banco destina uma maior parte de seus recursos para títulos públicos, reduzindo a parcela disponível para pessoas e empresas, encarecendo o dinheiro.

A alta taxa de juros no Brasil de hoje remete aos argumentos citados ao longo deste trabalho e a outros pontos não abordados.

BIBLIOGRAFIA

ALÉM, Ana Cláudia. *Macroeconomia: Teoria e Prática no país*. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

ARIDA, Pérsio.; BACHA, Edmar L.; LARA-RESENDE, André. “Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil”, In F. GIAVAZZI, I. GOLDFAJN e S. HERRERA (Orgs.). *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience: 1999 to 2003*. Cambridge: MIT Press, 2005.

Autor Desconhecido. “Histórico da dívida externa no Brasil” Disponível em:<<http://oglobo.globo.com/economia/historico-da-divida-externa-no-brasil-3626195>>. Acessado em: 08 de ago. 2016

BACHA, Edmar. “Plano Real: uma segunda avaliação”, In: REZENDE, Fernando (org.). *O Plano Real e outras experiências internacionais de estabilização*. Rio de Janeiro: IPEA/CEPAL, 1997.

BARBOZA, Ricardo. “Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil”. *Revista de Economia Política*, v. 35, nº 1 (138), 2015, p. 133-155.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. “A economia e a política do Plano Real”. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 4 (56), out-dez. 1994, p. 129-149.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade”. *Revista de Economia Política*, vol.21, n.3, p. 169, 2011.

BRITO, Ricardo D.; MINARI Paulo T. "Será que o brasileiro está poupando o suficiente para se aposentar?". *Rede de Economia Aplicada*. Working Paper 75. São Paulo, 2015.

CARDIM, Fernando.; SOUZA, Francisco.; SICSÚ, João.; PAULA, Luiz Fernando.; STUDART, Rogério. “Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política”. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

COSTAS, Ruth. *Alta de juros terá impacto bilionário na dívida pública*. 2015. Disponível em: http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/01/150121_juros_selic_ru. Acessado em 25 de maio 2015.

ERBER, Fabio S. “As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política”. *Revista de Economia Política*, v. 31, n. 1, mar. 2011, p. 31-55.

FAVERO, Carlo A.; GIAVAZZI, Francesco. “Why are Brazil’s Interest Rates so High?” *Innocencio Gasparini Institute for Economic Research, Working Paper No. 224*. (2002).

FRANCO, Gustavo *et al.* “Por que os juros são altos no Brasil?”. *CLP papers*, 2011.

FRANCO, Gustavo. “Notas Sobre *Crowding Out*, Juros Altos e Letras Financeiras do Tesouro”. In: BRACHA e OLIVEIRA FILHO (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Contra Capa Livraria, 2006.

FRANCO, Gustavo. “Por que Juros Tão Altos, e o Caminho Para a Normalidade?”. Trabalho apresentado no seminário “A taxa de juros no Brasil” promovido pelo *CLP – Centro de*

Liderança Pública, e pela Casa do Saber em 13 de junho de 2011.

FRANCO, Gustavo. “Notas Sobre Crowding Out, Juros Altos e Letras Financeiras do Tesouro”. In: BRACHA Edmar; OLIVEIRA FILHO, Luiz (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Editora Contra Capa, 2006.

GIAMBIAGI, Fabio *et al.* *Economia Brasileira Contemporânea [1945-2010]*. 2. ed. Rio de Janeiro. Campus, 2011.

GONÇALVES, A. C. Porto; DEANE, Tatiana. *Taxa de Juros e Crescimento Econômico*. 2002. Disponível em: <<http://raceadm3.nuca.ie.ufrj.br/buscarace/Docs/acpgoncalves2.pdf>>. Acessado em 24 de mar. 2016.

GONÇALVES, Fernando M.; HOLLAND, Márcio; SPACOV, Andrei D.. “Can jurisdictional uncertainty and capital controls explain the high level of real interest rate in Brasil? A Panel Analysis”. *Revista Brasileira de Economia*, v. 61, nº 1, 2007.

KEYNES, John M.; *The general theory of employment, interest and money*. Londres. Macmillan Press, 1936.

KRUGMAN, Paul.; *Debt is mostly money we owe to ourselves*. Nova Iorque. The New York Times, 2011.

KRUGMAN, Paul.; *The burden of debt, Again Again*. Nova Iorque. The New York Times, 2011.

LARA-RESENDE, André L. (2011) “Juros: Equívoco ou Jabuticaba?”. *Jornal Valor Econômico*, 16/06/2011.

MODENESI, André M.; MODENESI, Rui L. "15 anos de rigidez monetária no Brasil". *Revista de Economia Política*, v. 32, jul-set. 2012, pp. 389-411.

MUINHOS, Marcelo. K; NAKANE, Márcio. “Comparing Equilibrium Real Interest Rates: Different Approaches to Measure Brazilian Rates”. *BCB Working Paper No. 101*, 2006.

OREIRO, Jose. “Por que a taxa de juros no Brasil é tão alta? (Primeira Parte)”. 2015. Disponível em:<<https://jlcoureiro.wordpress.com/2015/06/04/por-que-a-taxa-de-juros-no-brasil-e-tao-alta-primeira-parte/>>. Acessado em: 04 de jan. 2016.

PAULA, Luiz Fernando. “O problema da taxa de juros no Brasil”. 2011. Disponível em:<<http://cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/O-problema-da-taxa-de-juros-no-Brasil/7/16653>>. Acessado em 04 de Jun. 2016.

PESSOA, Samuel; NAKAME, Márcio. A estabilização Incompleta, 2011. Disponível em: http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/outrosmatmacroII_arquivos/VALOR%20ECONOMICO.%20s%C3%A9rie%20de%20artigos%20sobre%20a%20conjuntura%20econ%C3%B4mica%20atual.pdf Acessado em 02 de Setembro de 2016.

PETERLI, Edson. *Fundamentos de Macroeconomia*, apostilha curso externo, 2015.

PORTAL TRADING ECONOMICS. Disponível em: <http://pt.tradingeconomics.com/>. Acessado em 30 de agosto de 2016.

SABÓIA, João. “A Rainha das Taxas de Juros”. 2005. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/artigo_selic2.pdf. Acessado em 23 de agosto de 2016.

SEGURA UBIERO, Alex. “The Puzzle of Brazil's High Interest Rates”. *IMF Working Paper*, 2012.

TEIXEIRA, Bernardo. *As Altas taxas de Juros Reais no Brasil*. Monografia de final de curso, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio De Janeiro. Rio de Janeiro, 2012.

WONG, Victor. “Por que a taxa de investimento no Brasil é tão baixa?” 2015. Disponível em:<<http://terraeconomico.com.br/por-que-a-taxa-de-investimento-no-brasil-e-tao-baixa>>. Acessado em 07 de jan. 2016.