

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO
2006.1

**Por que as taxas de juros no Brasil continuam tão elevadas?
Uma visão do debate atual**

João Landau Magalhães
Matrícula: 0212841

Orientador: Dionísio Dias Carneiro e Persio Arida

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO
2006.1

**Por que as taxas de juros no Brasil continuam tão elevadas?
Uma visão do debate atual**

João Landau Magalhães
Matrícula: 0212841

Orientador: Dionísio Dias Carneiro e Persio Arida

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusivamente do autor”.

1- Introdução

Apesar do sucesso obtido no controle da inflação, as taxas de juros no Brasil ainda não se normalizaram. Mesmo tendo caído significativamente em termos reais após o abandono da política de câmbio fixo, os juros no Brasil continuam muito elevados, talvez os mais altos do mundo, mantendo-se no patamar de dois dígitos há vários anos. Esta característica da economia brasileira tem causado perplexidade posto que a política econômica implementada desde janeiro de 1999 parecia ter removido os principais obstáculos à redução expressiva da taxa de juros. Seria de se esperar que a adoção de câmbio flutuante, do sistema de metas inflacionárias e a obtenção por vários anos seguidos de um superávit primário significativo tivesse levado à convergência dos juros domésticos com os juros internacionais. Compreende-se que os juros reais tenham se mantido em patamares elevados imediatamente após o Plano Real, seja pela necessidade de consolidar um programa com pouca credibilidade em seus estágios iniciais, seja pela necessidade de defender um sistema de câmbio fixo contra ataques especulativos, seja pela inexistência de superávit primário. Mas qual a razão de termos juros elevados em termos reais ainda hoje?

Hoje a situação é distinta porque o contexto em que vivemos é o primeiro no qual se pode dizer que a economia se encontra estabilizada e assim justifica-se a investigação sobre as taxas de juros reais tão elevadas como as ainda observadas no Brasil. No período anterior ao Real as preocupações de política econômica estavam voltadas para o controle de um processo inflacionário crônico. Neste cenário de alta inflação, as análises concentravam-se nas peculiaridades da economia indexada, que tornava políticas ortodoxas contracionistas nos planos fiscal e monetário excessivamente custosas do ponto de vista do crescimento econômico. O debate econômico era polarizado entre os que acreditavam que políticas monetária e fiscal mais restritivas seriam suficientes para debelar o processo inflacionário e os que argumentavam ser necessário também desmontar

os mecanismos de indexação que impediam a transmissão adequada do aperto restritivo monetário aos preços. O período imediatamente posterior à introdução do Real, por sua vez, demandava uma elevação dos juros para que a retração na demanda agregada permitisse a consolidação do programa de estabilização. Além disso, dado que o Real começou sua existência como uma moeda propositadamente valorizada para acelerar a convergência da inflação para um patamar mais baixo, era necessário que os juros fossem elevados para defender a nova moeda de ataques especulativos e permitir o ajuste adequado do Balanço de Pagamentos frente aos choques externos. No entanto, passados praticamente 7 anos e meio da adoção continuada do tripé macroeconômico correto para o Brasil – câmbio flutuante, metas de inflação e superávit fiscal – como compreender a permanência de taxas de juros reais elevadas?

A explicação que pareceria óbvia – a saber, que as taxas de juros estão altas por erro do Banco Central ou por ter sido a política monetária objeto de um viés excessivamente conservador – não faz sentido no Brasil atual. Se as taxas de juros fixadas pelo Banco Central tivessem sido exageradamente altas, a inflação teria ficado abaixo da meta, o que não se observou em nenhum ano desde a adoção do sistema de metas inflacionárias.

O tema das taxas de juros é relevante porque o sucesso do Plano Real em gerar uma desinflação sem exagerado custo recessivo gerou a expectativa de que, removidas as distorções causadas pela inflação elevada, o Brasil poderia finalmente retomar as elevadas taxas históricas de crescimento observadas antes dos anos oitenta. O sucesso no plano inflacionário foi inequívoco, pois não apenas a inflação no Brasil está ligeiramente acima das taxas internacionais como o Banco Central conseguiu nos últimos anos consolidar o regime de metas com flutuação cambial¹. No entanto, a ocorrência ocasional de trimestres de elevado crescimento não tem sido suficiente para garantir um ritmo sustentado. A estabilidade macroeconômica no Brasil ainda não é suficiente para absorver o excessivo desemprego. Talvez seja verdade que o Brasil tenha mudado estruturalmente sua taxa de crescimento potencial e, portanto, que qualquer comparação com as taxas observadas antes da crise da dívida externa no início dos anos oitenta não faça

¹ Ver, CARNEIRO, Dionísio Dias. Letras financeiras do tesouro e normalidade financeira: haverá um ‘peso problem’? In; *Mercado de capitais e dívida Pública*, Ed: Contra capa, Rio de Janeiro, 2006, pp 197-198.

sentido. Seria de se esperar, no entanto, que mesmo que fosse esse o caso a normalização das taxas de juros viesse, em algum grau, acompanhada de taxas maiores de crescimento e emprego. Encontrar as razões pelas quais as taxas de juros no Brasil são tão elevadas ajuda a encontrar o caminho para sua normalização e para a obtenção de taxas mais satisfatórias de crescimento.

Este trabalho está organizado da seguinte maneira. A seção II recapitula os antecedentes do Plano Real. A seção III elenca as várias hipóteses aventadas para explicar as altas taxas de juros no Brasil. A seção IV conclui resumindo os argumentos analisados e apontando a explicação que nos parece mais adequada.

2. Os antecedentes do Plano Real.

Por cerca de quase dez anos, desde o Plano Cruzado até o Plano Real, o Brasil se defrontou sem sucesso com uma inflação crônica e elevada. Esse descontrole atingiu percentuais elevadíssimos, chegando inclusive à beira de um processo hiperinflacionário.² Mas o que causava a aceleração na taxa de inflação? Durante muitos anos a política econômica adotada seguia a teoria macroeconômica monetária clássica que colocava a inflação como um fenômeno intrinsecamente monetário. Portanto, para haver acomodação da inflação em novos e crescentes níveis era necessária a correspondente emissão monetária, consequência de uma política fiscal pouco austera que gerava enormes e seguidos déficits nas contas do governo.

Se a teoria tivesse certa, um plano com base em disciplina fiscal alcançaria seu resultado. Mesmo que não se adotasse o argumento monetário clássico, uma política de controle da demanda agregada quer via redução dos gastos do governo quer via controle de crédito deveria atuar sobre os preços através dos mecanismos de transmissão da redução da demanda agregada aos preços previstos pela Curva de Phillips. A experiência brasileira nos anos que antecederam os chamados planos heterodoxos revela, no entanto, que o controle monetário e fiscal – se é que podemos dizer que houve um rigor fiscal efetivo neste período – não trouxe resultados expressivos no combate à inflação³.

Assim, em meados dos anos 80, a partir da constatação que havia uma peculiaridade na economia brasileira que impedia que os mecanismos da Curva de Phillips funcionassem tal como o fariam em outras economias, os planos de estabilização experimentados traziam na sua base o reconhecimento de que era necessário buscar a desindexação dos preços para aumentar a eficácia dos instrumentos tradicionais da política econômica, como o controle do déficit público e a política monetária⁴.

² Ver, LOPES, Francisco L.. *O desafio da hiperinflação :em busca da moeda real*. Ed. campus, Rio de Janeiro, 1989.

³ Para um análise crítica das políticas econômicas implementadas no início dos anos 80, ver ARIDA , Persio (org), *Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural*, Ed. Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1983..

⁴ Para uma análise dos planos heterodoxos, ver LOPES, Francisco L. *Choque Heterodoxo. Combate à Inflação e Reforma Monetária*. Ed. Campus. Rio de Janeiro. 1986.

Mesmo assim a história nos ensina que não era tão simples a solução do problema, pois diversos planos econômicos, como Cruzado, Verão, Bresser e Collor, não tiveram sucesso. O plano Collor chegou a congelar a poupança e bloquear o acesso a dívida pública, mas a recessão resultante do bloqueio de liquidez não conseguiu debelar a inflação de forma duradoura..

O caráter inercial da inflação brasileira decorrente da existência de contratos privados e da legislação que previam formalmente a indexação de preços implicava na necessidade de uma forte recessão capaz de desmontar com tais mecanismos para que a política monetária surtisse efeito, o que não seria sustentável politicamente. A base teórica do Plano Real foi o Larida⁵. Assim como outros planos de estabilização, o Larida visava o controle das contas públicas, diminuindo assim o déficit do governo e, portanto, a necessidade de senhoriagem, mas sua grande contribuição foi sugerir uma etapa de transição anterior à mudança da moeda, permitindo a livre re-denominação de contratos em uma moeda virtual indexada. Esta moeda seria super indexada buscando reproduzir artificialmente os resultados observados em etapas finais de processos hiperinflacionários.⁶ Os planos anteriores ao invés de buscar esta troca de moeda ruim por uma moeda boa, optaram pelo simples congelamento de preços, com mudanças apenas nominais da moeda. Na saída do congelamento observou-se sempre um novo episódio de aceleração da inflação.

O Plano Real, que foi uma atualização do mecanismo proposto no Larida, buscava trocar a moeda velha por uma nova com maior credibilidade e sem mecanismos de indexação, o que permitiria que os instrumentos de política fiscal e monetária tivessem mais eficácia, sem a necessidade, portanto, de uma redução drástica na demanda agregada. Ou seja, o Plano Real buscava combater a inflação com os menores custos possíveis sobre crescimento ao retirar o impedimento que a indexação impunha ao funcionamento da política monetária. De fato, o plano foi bem sucedido na questão inflacionária, sendo que a recessão observada após sua implementação foi causada pela demora em se adotar um sistema de taxas de câmbio flutuantes. Uma valorização inicial da nova moeda era esperada, como

⁵ ARIDA, Persio, e LARA RESENDE, André P. Inflação Inercial e Reforma Monetária. In: ARIDA, P. (org) *Brasil, Argentina e Israel: Inflação Zero*.9-36..Ed. paz e Terra, Rio de Janeiro.1986

⁶ Sobre o fim dos processos hiperinflacionários, ver LOPES,Francisco L. *O Desafio da Hiperinflação*.

veremos a seguir, mas a manutenção por tanto tempo de um câmbio fixo não estava prevista em seu desenho inicial.

O Real surgiu depois da criação da URV, uma moeda virtual, com cotação anunciada, que tinha como objetivo acabar com a indexação dos contratos através de sua super-indexação. O objetivo era criar uma moeda livre da inércia inflacionária. Para que tal processo de desindexação se consolidasse era necessário um sistema de câmbio fixo nos meses subseqüentes ao plano de estabilização. A política de câmbio inicialmente sobrevalorizado tinha como objetivo incentivar a importação e assim controlar os preços domésticos, além de fazer o câmbio, um importante preço relativo na nossa economia, funcionar como uma âncora para os demais preços atuando positivamente sobre a taxa de inflação. Ao mesmo tempo impedia um possível aquecimento econômico resultante do aumento das exportações, caso o câmbio flutuasse permitindo uma desvalorização da moeda. Em contrapartida, no início do plano as taxas de juros eram elevadas para permitir ajustes no balanço de pagamentos via conta de capitais.

Uma década depois da implementação do Plano Real, o ritmo de crescimento, no entanto, continua muito abaixo do que se esperava. Parte do problema decorre do fato de a política de câmbio valorizada ter se estendido muito além do previsto demandando a adoção de taxas de juros reais muito elevadas para defender a nova moeda de ataques especulativos. Em consequência, nossa economia atravessou um período de recessão que não se esperava inicialmente. Além disso, não se pode esquecer do impacto desta política monetária sobre a dívida pública, pois foi neste período que a relação dívida pública/PIB atingiu o patamar de 50%, o que veremos mais adiante, é um fator apontado por alguns autores como relevante para a explicação do nível elevado dos juros reais.

No contexto de câmbio fixo a taxa de juros era o principal mecanismo de controle do Banco Central já que uma moeda valorizada torna-se alvo de ataques especulativos. A taxa de juros deveria ser alta o suficiente para compensar o custo de oportunidade de se apostar contra um câmbio de um país emergente com histórico de tentativas de estabilização fracassadas. Deve-se levar em consideração ainda que os fundamentos macroeconômicos do país naquele período não estavam de acordo com os bons fundamentos de política econômica. A política fiscal não era restritiva o suficiente e a balança comercial registrava resultados negativos impactando o saldo de transações correntes. A combinação de déficit primário,

uma moeda sobrevalorizada e taxas de juros elevadas para preservar as reservas cambiais criou desequilíbrios macroeconômicos de grande ordem. Os problemas enfrentados pela política econômica após o Real não foram decorrentes da má formulação do programa, mas sim das dificuldades de implementação, principalmente de controle de gastos e da opção por manter o câmbio fixo por mais tempo do que inicialmente previsto.

Em de 1999, após um período de grande perda de reservas cambiais e um último ataque contra a moeda em janeiro, o governo optou por abandonar a estratégia de câmbio fixo e o Real sofreu uma forte desvalorização. Esta mudança na política cambial, somada a outras medidas como maior controle de gastos públicos e a adoção de uma política de metas inflacionárias, contribuíram para o acerto do chamado tripé macroeconômico. O país passou a obter superávits primários significativos, a moeda se desvalorizou a ponto de permitir grandes superávits na balança comercial, mas as taxas de juros reais, ainda que inferiores aos níveis anteriores, ainda estavam extremamente altas.

3. Porque os juros reais são tão elevados no Brasil?

Desde 1999 a política de estabilização baseia-se na estratégia de metas inflacionárias. A partir de metas pré-estabelecidas pela área econômica do governo, o Banco Central define a trajetória de juros necessária para assegurá-las. Na presença de choques adversos, a taxa de juros adotada pela autoridade monetária tende a ser maior do que a taxa natural, e com choques favoráveis menor; a taxa natural ou de equilíbrio, por sua vez, é definida como aquela necessária para garantir a meta inflacionária na ausência de choques no período corrente ou do efeito defasado de choques ocorridos no passado. O problema brasileiro não reside nas respostas da política monetária a choques, mas no fato de que a própria taxa natural é muito elevada. Este trabalho não está preocupado em analisar questões de política monetária de curto prazo, mas sim em discutir as causas da persistência das taxas nominais, e mesmo em termos reais, em patamares superiores aos dois dígitos.

3.1 Taxa natural de juros no Brasil.

Antes, porém, de iniciarmos a investigação das razões apontadas para justificar juros reais tão elevados no Brasil, iremos, com base em estudo realizado por KFOURY e NAKANE (2006)⁷ tentar quantificar a taxa natural no caso brasileiro. Os autores usam alternativamente três definições distintas: (i) a taxa que equilibra investimento e poupança; (ii) o custo marginal de capital e (iii) a taxa de juros consistente com o equilíbrio de preços. Esse terceiro conceito, de taxa neutra do ponto de vista das pressões inflacionárias de demanda, é o conceito que aqui nos interessa, pois é mais próximo do modo de operação da política do sistema de metas⁸ Para calcular esta taxa de equilíbrio, os autores usam diversas metodologias, que mostraremos brevemente seguir.

A primeira medida busca eliminar o efeito de choques econômicos transitórios utilizando filtros. Os resultados obtidos por esta metodologia,

⁷ KFOURY, Marcelo e NAKANE, Marcio I. *Comparative equilibrium real interest rates: different approaches to measure brazilian rates*. Trabalho para discussão, n.101, Banco Central, março.

⁸ CARNEIRO, D.D. Op.cit. p200.

transcritos na tabela 1 apresentada em anexo no final do texto, colocam a América Latina em primeiro lugar entre os países emergentes, sendo que o Brasil é apenas superado pelo Peru. Com exceção da Argentina, há uma clara tendência de redução dos níveis dos juros na região. Para o Brasil a queda entre o período pós-flutuação e o período pós-Real é de 5 pontos percentuais, mas ainda assim permanecendo acima do dos dígitos ente 2000 e 2004.

Uma outra metodologia utilizada se baseia na curva IS, isto é, busca encontrar a taxa de juros que eliminaria o hiato do produto. Novamente, o Brasil aparece com uma taxa acima dos dois dígitos para o período entre 1998 e 2002. Como esta análise não captou a redução dos juros no período mais recente, a taxa média observada de 13% é superior àquela obtida para o período 2000-2004 pelo método anterior, que foi 11%. Este mesmo patamar é obtido quando se calcula o custo marginal do capital e o produto marginal líquido do capital. A diferença neste último caso é que não se verifica muita discrepância entre os valores obtidos para a economia brasileira e os outros países, ou seja, confirma-se o nível, mas não a diferença relativa entre países.

Finalmente, o estudo apresenta uma comparação entre taxas de juros *ex-ante* e *ex-post* para avaliar o risco inflacionário embutido. Observa-se que no período mais recente a inflação esperada era superior a efetivamente observada, o que naturalmente coloca a taxa de juros *ex-ante* em níveis superiores a *ex-post*, mas a diferença entre elas era bem menor do que nos períodos de grande incerteza, como o ano de 2002. Naquele ano, a taxa *ex-ante* atingiu 16% enquanto a *ex-post* chegou a 7,8%. Para o período total estudado (Novembro.01 a Maio.05) a taxa *ex-ante* obtida foi de 14,11% contra 10,85% *ex-post*, como se observa no gráfico 1, no anexo.

Este estudo, portanto, mostra que qualquer que seja a metodologia utilizada, o Brasil registra um nível de juros reais muito elevado.

3.2 Juros reais elevados: Um elenco de possibilidades

Não é possível isolar uma única razão apontada pelos economistas para justificar o patamar elevado dos juros reais no Brasil. Alguns especialistas abordam a questão pelo lado fiscal, desde a má qualidade do ajuste obtido até o histórico como pagador do governo brasileiro, outros para questões da própria ineficiência dos instrumentos de política monetária, como o uso de LFTs. Há também os argumentos sobre questões institucionais como a qualidade do sistema jurisdicional brasileiro. Ou seja, há um espectro de possibilidades, com fundamentos macroeconômicos ou microeconômicos. Iremos a seguir abordar as principais teses, utilizando a classificação sugerida por ARIDA, BACHA e RESENDE (2005)⁹. Estes autores destacam inicialmente três hipóteses para explicação deste fenômeno: (i) a hipótese do duplo equilíbrio; (ii) a hipótese de que as taxas de juros seriam altas por consequência de uma série de choques negativos; e (iii) a hipótese de ajuste fiscal ineficiente. A estas três hipóteses, acrescentaremos uma quarta, que é de que as taxas de juros estão elevadas porque o perfil da dívida pública é inapropriado. Finalmente, discutimos a quinta hipótese levantada no trabalho de Arida et alli, a saber, de que a taxa de juros seria alta por conta da incerteza jurisdicional. Ressalte-se desde agora que essas hipóteses não são necessariamente excludentes.

3.2.1 Equilíbrio duplo

A primeira tese a explicar as elevadas taxas de juros se baseia no argumento de duplo equilíbrio. Ou seja, haveria mais de uma taxa de juros compatível com uma dada meta inflacionária e o Banco Central estaria encapsulado no equilíbrio ruim e não no bom equilíbrio.

A hipótese do duplo equilíbrio pressupõe dominância fiscal numa economia aberta. A inflação é sensível à taxa de câmbio e a taxa de juros, mas esta, por sua vez, responde ao risco da dívida pública. Se a dívida está muito alta, a tentativa de controlar a inflação primordialmente via política monetária pode ter

⁹ ARIDA, Persio, BACHA, Edmar e LARA RESENDE, André P. Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil, In: *Inflation Targeting, Debt, and Brazilian Experience, 1999 to 20003*, MIT Press, 2005, pp 265 – 297.

um efeito perverso, pois elevação dos juros agrava o desequilíbrio fiscal, e em consequência cresce o risco de *default*, assim como o aumento do prêmio de risco cobrado pelos credores.

ARIDA (2002)¹⁰ desenvolve um modelo de equilíbrios múltiplos tendo como base a política de metas inflacionárias, isto é, o Banco Central eleva a taxa de juros sempre que a meta supera a inflação e vice-versa. Neste modelo, se os juros sobem, cresce também o risco de não pagamento da dívida. O resultado líquido sobre os juros depende do efeito direto dos juros dominar, ou não, o efeito *default*. Se a maior taxa de juros for percebida como um aumento esperado na taxa de retorno, este efeito domina o aumento do risco de *default*, e a maior taxa de juros desvaloriza o câmbio como forma de aumentar a rentabilidade do investimento no exterior. O efeito anômalo é aquele que se observa quando o risco de *default* é dominante, e neste caso o câmbio é apreciado. O efeito final dependeria de quanto foi o aumento dos juros, pois somente aumentos percebidos como muito acima do mercado estariam associados ao risco de não pagamento.

Para a análise do resultado da política de elevação de juros que o Banco Central utiliza para cumprir com as metas inflacionárias, é importante saber qual efeito seria dominante porque no caso normal, onde o efeito do aumento do retorno dos investimentos é dominante, a política do Banco Central seria sempre bem sucedida. Mas no caso do efeito anômalo o resultado não é claro, podendo gerar um desequilíbrio ruim e instável. Para encontrar o equilíbrio bom haveria situações em que mesmo com a inflação acima da meta, o Banco Central deveria reduzir os juros exatamente por conta do efeito *default*, o que certamente não é muito intuitivo. Além disso, a dinâmica deste modelo implica que a mudança no patamar dos juros deve ser abrupta e não suave, como em geral revela-se a trajetória das taxas de juros no Brasil.

A implicação prática do modelo é que, se o Banco Central estiver encapsulado no equilíbrio ruim, a busca do “bom equilíbrio” demanda um ajuste brusco nos juros, o que dificilmente será tentado caso o Banco Central esteja preocupado em manter a credibilidade e coerência da sua política. Pela a condução da política monetária no Brasil nos últimos anos parece claro que a autoridade

¹⁰ ARIDA, Persio. *A segunda nota: múltiplos equilíbrios*. In: Revista de Economia Política, vol.22, julho-setembro 2002.

monetária já optou por uma redução controlada nos juros reais, estando aparentemente afastada a possibilidade de uma mudança brusca nesta estratégia.

3.2.2 Série de choques adversos

A segunda tese a explicar a taxa de juros é de que uma série de crises internas e externas nos últimos anos (a bolha da Nasdaq, o racionamento de energia elétrica, a crise Argentina, 11 de setembro, e a instabilidade do ano eleitoral de 2002) forçou o aumento da SELIC, com o objetivo de combater tais choques. Se esta tese estivesse correta, na ausência de novos choques negativos, como de fato ocorreu, a política de metas inflacionárias deveria recuperar sua trajetória e as taxas de juros reais voltariam a se acomodar em patamares inferiores, compatíveis com economias estáveis.

O Brasil realmente fato enfrentou choques adversos até 2002. No entanto, a partir de 2003 uma série de eventos favoráveis deveria ter contribuído para trazer as taxas de juros reais para níveis menores aos efetivamente observados. Ou seja, além da acomodação natural, a ocorrência de choques positivos deveria ter atuado para reduzir as taxas reais. No entanto, isto não ocorreu.

LOPES (2006)¹¹ argumenta que este resultado poderia estar refletindo a opção por uma política de acomodação perseguida pelo Banco Central frente aos choques adversos.

O modelo utilizado na sua análise considera uma economia na qual a taxa de juros é o único instrumento de política de estabilização, cujo objetivo é manter a inflação dentro da meta. A partir do momento que uma crise, externa ou interna, atinge o país, os formuladores de política econômica têm duas opções:

- adotar uma estratégia de “resposta ativa”, elevando fortemente a taxa de juros de modo a obter um retorno rápido da taxa de inflação em direção à meta, sem se preocupar com o impacto negativo sobre o nível de atividade; ou.

- adotar uma estratégia de “acomodação”, produzindo uma alta mais moderada da taxa de juros de modo a obter um retorno gradual da taxa de inflação em direção à meta e minimizando o impacto negativo sobre o nível de atividade.

¹¹ LOPES, Francisco L. *Desafios da macroeconomia brasileira.*, a ser publicado em BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. *Economia Brasileira na Encruzilhada*. FGV.2006.

A primeira estratégia afetaria fortemente o nível de atividade. No caso da estratégia de “acomodação”, o impacto sobre produto no curto prazo é menor, mas possivelmente o nível da taxa de juros em determinado momento no futuro estará refletindo o efeito residual de choques inflacionários ocorridos no passado, elevando a taxa média.

No caso brasileiro a trajetória da taxa básica, SELIC, tem funcionado como instrumento de acomodação. Após a redução que decorreu da flutuação do câmbio, quando a SELIC chegou a 15,25%, sua trajetória de queda é invertida em 2001 devido à necessidade de desaquecer a economia frente ao racionamento de energia e da crise Argentina. Esta crise no país vizinho elevou o risco país do Brasil devido ao aumento do risco dos emergentes decorrente do calote argentino. Na sequência da crise Argentina, a eleição presidencial de 2002, com a possibilidade de vitória do Partido dos Trabalhadores, criou um ambiente de enorme incerteza quanto ao futuro da política macroeconômica gerando forte desconfiança dos investidores e aumentando ainda mais o risco país. Em consequência, o Banco Central voltou a elevar a taxa básica de juros. Esta dinâmica está representada no gráfico 3 no anexo.

No seu texto, LOPES usa diferentes cenários para ilustrar os efeitos da política de acomodação. Em um dos casos ele supõe um choque externo, aumentando o risco país até 2700 pontos para testar os efeitos das opções do Banco Central.

As duas possibilidades de resposta da autoridade monetária estão descritas no gráfico 5 apresentado também no anexo. Na linha vermelha, observa-se a estratégia de resposta ativa, onde o aumento da taxa ocorre com o objetivo de retomar a inflação à meta, não se preocupando com o efeito no produto. Nesse cenário a SELIC alcança 38% até 2007, passando a cair a partir desse momento. Na linha azul, a estratégia usada é de acomodação, que se preocupa com o efeito no produto no curto prazo, e, portanto não aumenta a SELIC na mesma proporção que no primeiro caso, alcançando 18% até 2013.

Em ambas as estratégias, a inflação converge para 4% ao ano, mas a queda é mais acentuada no cenário de resposta ativa, como podemos observar no gráfico 6. No gráfico subsequente observamos a evolução do PIB no período analisado, que mostra uma queda mais brusca nos primeiros anos da estratégia de resposta ativa,

em oposição a uma trajetória mais suave de crescimento do caso da estratégia de acomodação.

Este estudo sugere que a taxa de juros atual reflete o efeito de choques passados, não se podendo considerar o nível atual das taxas de juros apenas como resultado do combate à inflação atualmente existente. Ou seja, as taxas de juros hoje carregam a memória da estratégia de acomodação e por isso não convergiram para um nível que seria esperado na ausência de choques adversos.

A crítica de caráter empírico a tal teoria se concentra na tese de que não se observa os mesmos efeitos para o caso de choques positivos. Ou seja, após o ano de 2003 houve uma série de choques favoráveis, decorrentes do aumento de liquidez internacional e do aumento do preço das commodities, resultando assim, no aumento do fluxo financeiro recebido pelo País. Dessa forma, com a entrada de capital e fortalecimento do câmbio o banco central encontrou espaço para uma redução da taxa básica de juros. Não houve, no entanto, nenhuma redução abrupta da taxa de juros. Seria de se esperar pela estratégia de acomodação que os choques positivos se traduzissem em uma memória que deveria ter anulado o efeito dos choques negativos do período anterior a 2003. A teoria, portanto, não serve para explicar a inércia atualmente observada nas taxas de juros..

3.2.3. Ajuste fiscal insuficiente

A terceira hipótese de ARIDA et alli é a insuficiência do ajuste fiscal. O argumento é que o superávit fiscal atual ainda não é suficiente para afastar os temores de risco de não pagamento total ou parcial da dívida. Evidentemente, quanto maior o estoque da dívida, tudo o mais constante maior deve ser o superávit primário necessário para manter o risco de não pagamento constante. Porém no caso brasileiro ainda existe uma má reputação do governo como pagador da dívida, sendo assim, a taxa de juros brasileira teria forçosamente que embutir um prêmio de risco para o mesmo superávit. Taxas de juros no Brasil seriam assim altas por causa do risco de crédito.

GARCIA e SALOMÃO (2006)¹² define risco de crédito com base em dois parâmetros fundamentais: a *probabilidade de default* e a *perda dado o default*, ou

¹² GARCIA, Marcio. e SALOMÃO, Juliana. Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil, In; *Mercado de capitais e dívida Pública*, Ed: Contra capa, Rio de Janeiro, 2006.pp.95

o seu complemento, que é a *razão de recuperação* ou *recovery ratio*. A taxa de juros numa economia é elevada quando o risco de crédito é alto seja porque a possibilidade de default é alta seja porque o *recovery ratio* é baixo ou uma combinação de ambas as situações.

Em 1983, o Brasil declarou moratória da dívida externa. Seus compromissos foram posteriormente renegociados através do Plano Brady, que envolveu uma perda aos credores. Em 1990, o Plano Collor implicou em um calote sobre a poupança doméstica. Os recursos bloqueados foram posteriormente ressarcidos, mas a taxa uniforme de juros aplicada desrespeitou as taxas originalmente contratadas antes do bloqueio¹³. Assim, em um período relativamente curto, ocorreram dois episódios relevantes de não pagamento com *recovery ratios* distintos, mas tendo em comum o fato de aumentarem a probabilidade esperada de default.

Quanto ao tamanho da dívida, já observamos que em si este não é um problema, mas sim combinado com os outros fatores mencionados acima. KFOURY e NAKANE (2006) estudaram a relação entre dívida/PIB e crescimento da taxa de juros e seus resultados mostraram que não é regra que países com alto grau de endividamento devam ter altas taxas de juros.

O Brasil tem uma relação dívida/PIB em torno de 50%, que em termos internacionais não é muito elevada, mas por ter tido episódios de calote da dívida pública, tanto no *front* externo quanto no doméstico, seu risco de default é maior, aumentando, portanto taxa de juros exigida pelos tomadores. O calote de 1983 incluiu o Brasil no grupo dos países de default. Embora o episódio tenha ocorrido há duas décadas, seus efeitos sobre nosso *rating* permanecem até hoje, não tendo retornado aos níveis anteriores a 1983, quando nosso nível de risco era equivalente ao do dos países bom pagadores¹⁴.

O trabalho de KFOURY e NAKANE tenta avaliar o impacto da relação dívida/PIB sobre taxa de juros, tendo por base a tese de FAVERO e GIAVAZZI¹⁵(2005). Estes autores alegam que a taxa de juros real é elevada no Brasil em função do nível do serviço da dívida. Entretanto, os resultados econométricos

¹³ “Especialmente no apreçamento de ativos de renda fixa, é preciso considerar o risco de não-pagamento parcial ou total em termos diferentes dos originalmente contratados”. GARCIA, M. Op.cit.p. 95

¹⁴ Ver a respeito KFOURY e NAKANE (2006), Op.cit. p. 2.

¹⁵ FAVERO, C e GIAVAZZI, F. Inflation Targeting and Debt : Lessons from Brazil. Im:*Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience*. Pp:85-116. MIT Press 2005

obtidos por KFOURY e NAKANE não são suficientemente fortes para apoiar esta tese, pois apesar de encontrar uma relação positiva entre dívida e juros para alguns países como Argentina, Brasil, Filipinas e Turquia, o teste de Granger realizado para testar a causalidade entre as variáveis não conseguiu provar que é a dívida a causa das taxas reais elevadas verificadas.

Quando incluído o risco de *default* nos testes se observa uma relação negativa entre juros real e risco-país. Nesta análise o histórico de calote da dívida é relevante, pois um aumento da dívida em relação ao PIB tem impacto maior sobre a classificação de risco dos países com histórico de problemas do que naqueles que considerados bons pagadores. A importância de uma melhor classificação de risco fica clara no estudo de KFOURY e NAKANE, onde uma correlação negativa entre o risco calculado pela Moody's e a taxa de juros reais é observada, como mostra o gráfico 2. Assim, de acordo com estes resultados, a consolidação da percepção de que no Brasil estaria afastada qualquer possibilidade de *default* ajudaria a reduzir o risco país atuando positivamente sobre as taxas reais de juros.

Em resumo, após esse estudo não podemos afirmar que a relação dívida/PIB provoca necessariamente taxas elevadas, sendo apenas mais um fator no Brasil a influenciar os juros.

3.3 LFTS e a ineficiência da política monetária.

Um outro argumento que frequentemente é utilizado para explicar o elevado patamar dos juros reais é o da ineficiência da política monetária. Ou seja, se por alguma peculiaridade da economia brasileira a redução de liquidez não consegue atingir plenamente seu objetivo de controle de demanda, as taxas de juros, *ceteris paribus*, tendem a ser mais elevadas para compensar esta ineficiência. A existência de títulos da dívida pública com indexação financeira seria uma dessas peculiaridades.

Herança dos tempos de inflação, a LFT nasceu com o objetivo de diminuir o prêmio cobrado pelos credores em tempos de forte volatilidade dos juros, conseqüência das mudanças conjunturais na política monetária. Com a inflação sob controle e a conseqüente redução do risco de mercado, diminui o risco de mudanças abruptas na política monetária. Daí as críticas quanto a manutenção das

de LFTs para refinar a dívida pública quando se leva em conta os seus efeitos no mecanismo de transmissão dos juros à demanda agregada.

A política monetária será tão mais eficiente quanto maior for a queda da demanda decorrente de uma dada restrição monetária. As críticas quanto ao uso de LFTs, decorreriam, segundo RESENDE (2006)¹⁶, do fato de os títulos de indexação financeira reduzirem o componente do efeito riqueza, ainda que não alterem o efeito substituição.

A Carta IBRE, de setembro de 2005, faz críticas ainda mais veementes ao afirmar que no Brasil o efeito riqueza é débil, pois os detentores de LFTs são imunes a mudanças na política monetária, o que levaria a uma taxa básica de juros mais elevada.

ARIDA (2006)¹⁷ não concorda com esses argumentos geralmente utilizados contra o uso de LFTs a saber; o impacto sobre o efeito riqueza e a LFT vista como moeda indexada. Quanto ao primeiro efeito, de fato, quanto maior a proporção da dívida em LFTs maior deverá ser a taxa de juros necessária para neutralizar os efeitos de choques adversos sobre a inflação. Mas como enfatiza o autor “disso não decorre, no entanto, que a taxa de juros de equilíbrio, definida como aquela necessária para assegurar a obtenção de uma determinada meta de inflação na ausência de quaisquer choques, tenha de ser maior, quanto menor for a duração da dívida pública. O efeito riqueza é pertinente para avaliar a resposta do Banco Central a choques inflacionários ou deflacionários, mas não para saber a taxa de juros de equilíbrio. A razão é que o efeito riqueza é por definição, simétrico, valendo tanto para as altas quanto para as baixas das taxas de juros”.

Na realidade, os títulos indexados não são responsáveis por uma eventual ineficiência da política monetária, o que de fato se verifica em decorrência do uso de LFTs é uma maior volatilidade dos juros. O motivo pelo qual os bancos centrais no mundo todo mexem na taxa incrementalmente é exatamente o de evitar a variabilidade das taxas de juros.

Essa volatilidade com o uso de LFTs decorre do fato de um aumento das taxas não reduzir o valor de mercado dos títulos. No caso de um título sem

¹⁶ RESENDE, André P.L. Em defesa dos títulos de indexação financeira. In: *Mercado de capitais e dívida Pública*, Ed: Contra capa, Rio de Janeiro, 2006.p.223.

¹⁷ ARIDA P. As letras financeiras do tesouro em seu vigésimo aniversário. In: *Mercado de capitais e dívida Pública*, Ed: Contra capa, Rio de Janeiro, 2006. (2006), p.240-243.

indexação financeira, o aumento da taxa de desconto reduz o valor presente dos fluxos financeiros decorrentes da propriedade do título, diminuindo assim seu preço e a riqueza do seu proprietário. No caso da LFT o aumento dos juros não afeta a riqueza, pois os juros recebidos pelo detentor do papel são indexados à própria taxa de desconto e o valor presente dos fluxos financeiros não se modifica com o aumento dos juros.

Poderia ocorrer então apenas um efeito renda, pois os fluxos recebidos serão tão maiores quanto forem os aumentos da taxa de juros. Por isso, os críticos acreditam que essa indexação estimula a demanda agregada no caso de um aumento dos juros, neutralizando assim, em função do efeito renda, parte do impacto de um aperto monetário. Sendo assim, para um dado efeito contracionista almejado, seria necessário um aumento relativamente maior na taxa de juros no caso da dívida pública ser refinanciada com LFTs do que caso o fosse com títulos convencionais (pré ou pós-fixados no índice de preços).

Ou seja, na presença de choques tanto favoráveis quanto desfavoráveis, os juros devem ser menores, no primeiro caso, e maiores no segundo, utilizando-se LFTs do que, por exemplo, LTNs. O que se observa, portanto, é uma maior variação nas taxas, mas o uso de LFTs nada interfere na taxa de juros de equilíbrio, que é a mesma nos dois casos, não dependendo do instrumento de financiamento da dívida.

O outro argumento contra o uso das LFTS é que estes títulos seriam uma espécie de moeda indexada que paga juros. ARIDA descarta também esta crítica ao afirmar que o que afetaria a eficiência da política monetária seria a existência de uma garantia de recompra por parte do Banco Central pelos títulos. Somente nesse caso a LFT seria um substituto próximo da moeda, reduzindo a demanda por base monetária e exigindo um aumento na taxa de juros de equilíbrio. O argumento sobre recompra e monetização vale para qualquer título, seja indexado aos juros ou não.

Ainda que se aceite a crítica quanto à neutralização da política monetária, deve-se notar que a LFT é apenas uma pequena parcela da renda dos indivíduos. Portanto, o efeito renda que um aumento da SELIC gera não é suficiente para que a política monetária seja neutralizada.

Também em relação à questão do perfil da dívida, alguns economistas apontam a questão da *duration* zero das LFTs como outro problema de tal título.

Como há uma grande parcela de LFTs na composição da dívida brasileira, aumenta o impacto de um aperto contracionista da política monetária sobre o custo da dívida. Ou seja, toda vez que há um aperto monetário, e os juros sobem, a dívida torna-se mais difícil de pagar.

ARIDA (2006) também argumenta contra este tipo de crítica à LFT por dois motivos. Primeiro, com base na simetria do impacto da política monetária. LFTs aumentam o custo da dívida quando os juros sobem mas diminuem o custo quando os juros caem. Segundo, porque, na realidade, a LFT ajuda a alongar o prazo de vencimento da dívida, pois este tipo de título foi criado no Plano Cruzado exatamente para lidar com risco de mercado associado a mudanças bruscas na política monetária exigidas pelas dificuldades enfrentadas pelo congelamento prolongado de preços. E essa função continua sendo exercida pelos títulos indexados financeiramente até hoje, já que na presença de risco de mercado, a LFT ajuda a reduzir o prêmio exigido pelos tomadores.

A respeito da manutenção dos títulos indexados, é preciso enfatizar que apesar do controle da inflação, o risco sistêmico brasileiro ainda é grande, seja pelo episódio do calote da dívida em 1983, ou seja, apenas por sermos um país emergente. Por esse motivo a LFT ainda exerce um papel de grande importância na composição da carteira daqueles que emprestam para o governo, pois para eles essa indexação à taxa SELIC representa um seguro contra movimentos imprevistos na política monetária.

Em resumo, podemos dizer que os argumentos utilizados contra a permanência das LFTs como instrumento de financiamento da dívida pública não são sólidos suficientes para justificar sua extinção face aos benefícios que estes títulos trazem sobre a diminuição do custo esperado da dívida. Os títulos indexados aos juros ajudam a reduzir o custo esperado de refinanciamento da dívida. O alongamento do perfil da dívida depende da redução do risco sistêmico, como veremos a seguir.

3.4 Risco Sistêmico e Incerteza Jurisdicional

Dada a relação entre perfil da dívida e risco, o alongamento dos títulos de renda fixa públicos está sempre no centro dos debates sobre juros no Brasil. De fato, com o

sucesso no controle da inflação deveríamos ter observado um alongamento dos títulos, mas isto não ocorreu.¹⁸

A necessidade de alongamento dos títulos é um tema presente nas discussões sobre juros no Brasil¹⁹, pois quanto mais curta a dívida, maior a pressão de financiamento e maior, portanto, o prêmio a ser pago pelo emissor. Evidentemente, que isto não significa que o alongamento deva ser obtido de forma artificial, pois esta característica de nosso mercado financeiro reflete o risco percebido pelos tomadores, seja o risco de mercado seja o risco de crédito. Assim, sem atuar sobre os elementos que afetam o risco do sistema não se consegue obter um ganho efetivo sobre os juros. Como bem ilustra GARCIA (2006), “o risco sistêmico é como o gás de um balão parcialmente inflado. Pode-se apertar uma determinada parte do balão e deslocar o gás que estava nessa parte. Tal ação, contudo, não altera a quantidade de gás (risco sistêmico) que existe no balão, apenas a realoca”. Ou seja, tanto para alongar a dívida quanto para reduzir a taxa de juros o crítico é reduzir o risco sistêmico e não apenas deslocá-lo de uma dimensão para outra da atividade econômica.

A análise de risco sistêmico, que é definido como aquele que não pode ser eliminado por uma diversificação de portfólio, é desenvolvida por DE LA TORRE e SCHMUKLER (2004)²⁰. Para esses autores o risco sistêmico envolve as instituições em que se baseiam a política econômica de um país, além de sua própria condução, o ambiente contratual, isto é, o respeito aos contratos, o que envolve em grande medida a qualidade das decisões judiciais, e a estabilidade democrática. ARIDA, BACHA e RESENDE (2004) analisam em maior detalhe o risco jurisdicional e os efeitos sobre o alongamento dos contratos no mercado de crédito, assunto que ser retomada seguir.

Quando olhamos para a estrutura da dívida de um país qualquer, sabemos que *ceterius paribus*, a melhor estrutura é aquela composta principalmente por uma dívida longa. Estes autores mostram que no Brasil existem instrumentos que levam a um maior alongamento dos prazos, mas que não são resultado das forças de mercado e sim decorrentes de *fundings* compulsórios direcionados aos bancos oficiais. Talvez o maior exemplo deste tipo financiamento oficial de longo prazo são os empréstimos

¹⁸“O que talvez a maioria dos analistas não imaginasse era que a inflação baixa e controlada, comprovadamente uma condição necessária para o alongamento dos títulos, estivesse tão longe de uma condição suficiente para que isso acontecesse”. GARCIA, M e SALOMÃO, J.Op.cit.p.94.

¹⁹ Ver a respeito, CARNEIRO, D. D. op.cit.

²⁰ DE LA TORRE, A e SCHUMKLER, S. *Coping with risk through mismatches: domestic and international financial contracts for emerging economies*. International Finance, Vol.7.nº3.2004

concedidos pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Social) ao setor privado com recursos captados por determinação constitucional junto ao FAT (Fundo de Ampara ao Trabalhador). Outro exemplo vem dos recursos captados junto ao FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço) que são utilizados para financiamento de casa própria e saneamento básico.

Apesar dessas exceções, o fato é que no Brasil não existe um mercado local desenvolvido de crédito de longo prazo através com o qual o setor privado possa se financiar sem recorrer às instituições oficiais. Chama atenção o fato de que as mesmas empresas que não conseguem se financiar no mercado doméstico no longo prazo não encontram a mesma dificuldade para captar no exterior. Deve-se notar que as empresas que têm acesso a esse mercado externo são apenas as de grande porte, instituições governamentais, como o próprio BNDES e as grandes instituições financeiras, que com boa qualidade de crédito não deveriam encontrar problemas para captar internamente, se um mercado aqui existisse.

Da mesma forma, as instituições credoras podem estar estabelecidas no Brasil, e realizar operações com outras empresas que também tem presença no mercado doméstico, mas tais operações no longo prazo só são realizadas *off-shore*. Por esse motivo, o estudo citado sugere que o problema não parece estar nos agentes envolvidos nas operações, mas na jurisdição onde o crédito é realizado. Esta percepção é reforçada pelo fato de que não importa a moeda em que está denominado o título, se reais ou em dólares (quando permitido), sugerindo que não se trata, portanto, de um risco relacionado à moeda ou ao mercado. Como enfatizam estes autores “independentemente do domicílio do credor ou da moeda de denominação do contrato, o crédito no longo prazo só está disponível no caso de jurisdição estrangeira”²¹

Em relação à moeda, uma outra característica das operações de crédito para o Brasil se destaca; mesmo aqueles créditos denominados em reais são quitados em moeda estrangeira, isto porque na eventualidade de uma disputa jurídica, créditos pagos em reais podem trazer o foro de solução do conflito para o Brasil. Esta é mais uma evidência de que há um grande temor dos credores em terem que resolver conflitos na jurisdição brasileira. Por essas razões estes autores sugerem a existência de um risco jurisdicional que impede a formação de um mercado de crédito de longo prazo no país.

²¹ ARIDA et alli, p.268

Mas o que de fato significa este risco? Já vimos que o Brasil é percebido como de grande risco sistêmico, resultado de uma história de calotes de sua dívida e que pode explicar, em parte, porque os juros de equilíbrio são tão elevados aqui. Mas estes autores vão além e buscam uma explicação para a ausência de um mercado de ativos de longo prazo, independentemente do patamar de juros real.

A falta de contratos de longo prazo no Brasil demonstra a presença de um enorme fator de incerteza vindo da percepção dos credores acerca da falta de segurança e estabilidade dos seus contratos. Esta insegurança sobre o respeito aos contratos pelo Judiciário brasileiro decorre da sensação de que existe tanto na lei quanto na jurisprudência dos nossos tribunais um viés anti-credor. Há também temor quanto ao próprio comportamento do governo, já que num ato unilateral ele pode extinguir, modificar ou expurgar um índice utilizado para corrigir os valores contratuais. O risco do fato do Príncipe, ainda que hoje seja bem menor, ainda está presente por conta de episódios ocorridos no passado.

De fato, até a reforma recente do Código Civil e da Lei de Falências havia na nossa legislação uma falta de proteção ao credor quanto ao seu cumprimento do seu contrato de acordo com os termos negociados originalmente entre as partes. Essas reformas legislativas recentes ao menos garantem que o credor e o devedor sejam indexados nos contratos de forma equivalente, isto é, o credor hoje, por lei, deve receber integralmente o custo de oportunidade decorrente da inadimplência do devedor. Da mesma forma, na nova lei de reestruturação de empresas houve uma nova priorização dos créditos privados em relação aos tributários e trabalhistas.

De todo modo, a mudança legislativa não afasta o risco jurisdicional, pois há ainda muitas cláusulas abertas no nosso ordenamento jurídico que permitem decisões dos tribunais no sentido de amenizar a força que a idéia de autonomia da vontade das partes deveria ter sobre o cumprimento dos contratos.

São vários os exemplos na nossa jurisprudência neste sentido, em especial, após a promulgação do código de defesa do consumidor²² que reforçou a aplicação de conceitos como hipossuficiência de uma das partes (e claramente no Brasil o sistema financeiro é sempre visto como a parte hipersuficiente) e dignidade da pessoa humana na interpretação da lei e dos contratos. Basta recordar a interferência nos contratos de leasing por ocasião da desvalorização de 1999, quando os tribunais de primeira

²² Neste sentido, é preciso lembrar que recentemente o Supremo Tribunal Federal decidiu que os bancos estão sujeitos ao Código de Defesa do Consumidor.

instância fizeram a troca de correção dos contratos de dólar para reais, sem que fossem modificados os juros cobrados em cada tipo de contrato.

Tudo isso justifica a sensação de que há um viés anti-credor por parte de nossos tribunais. Em pesquisa realizada junto a vários magistrados, LAMOUNIER e SOUZA²³ confirmam que há base para esta incerteza jurídica, pois em seu estudo apenas 7% dos membros do Judiciário se disseram preparados para julgar contratos independentes de considerações sociais e 61% deles consideraram que os juizes desempenham uma função social e que a necessidade de reduzir desequilíbrios sociais justifica uma interferência nos contratos. Esse número mostra o enorme grau de incerteza que cerca um credor que é obrigado a cobrar uma dívida na justiça.

ARIDA et alli chama atenção para o fato de que o risco jurisdicional não deve ser confundido com outros riscos, como risco cambial, risco de controle de capital, risco de inflacionário ou risco de crédito, pois todos esses riscos podem ser precificados. No caso do risco jurisdicional o efeito é diverso, pois ele se reflete numa situação em que o país é incapaz de emitir títulos de longo prazo denominados, e quitados, em moeda nacional, reduzindo a disponibilidade total de crédito. Para compensar esta ausência de um mercado privado de longo prazo, foram criados mecanismos compulsórios de poupança, como FGTS e FAT, que como *funding* de instituições financeiras oficiais buscam suprir o setor privado de suas necessidades de financiamento de longo prazo.

O risco jurisdicional cria no país um viés contra aplicações financeiras, pois dado que a percepção de risco é muito elevada, a alocação da riqueza tende a buscar setores onde o poupador se sente menos ameaçado, como, por exemplo, imóveis. Note-se que risco jurisdicional não deve ser confundido com o risco de se fazer negócios no país, mas sim o risco de interferências sobre os contratos, reduzindo seu valor. Assim, para competir com alocações percebidas como menos arriscadas, é preciso que se ofereça um prêmio. Este fenômeno explica porque a taxa básica definida pelo Banco Central tende a ser elevada, pois a taxa de retorno para aplicações financeiras deve ser maior que a taxa de retorno em outras alocações para compensar o risco percebido em se manter a riqueza em contratos financeiros.

A ausência de um mercado de crédito de longo prazo, acrescido ao tamanho da dívida, ao lado de u justificaria então juros reais tão elevados no Brasil. A incerteza

²³ LAMOUNIER, B. e SOUZA, A. de. *As elites brasileiras e o desenvolvimento nacional: fatores de consenso e dissenso*. 2002. São Paulo. Instituto de Estudos Econômicos, Sociais e Políticos de São Paulo.

jurisdicional no Brasil é resultado de muitos anos de interferências políticas, legislativas e judiciais sobre os contratos, e dificilmente pode ser revertida de uma hora para outra. Da mesma forma, os mecanismos compulsórios de poupança que distorcem o mercado de crédito devem ser desmontados de forma coerente. ARIDA, BACHA e RESENDE sugerem um programa pré-anunciado de desmonte dessas distorções, que envolvem não apenas mecanismos de poupança compulsória, mas também a retirada de restrições a conversibilidade plena da moeda e o desmonte de um sistema tributário cheio de distorções.

FRAGA (2004)²⁴ ao comentar este tema afirma que, apesar de acreditar que é preciso continuar investigando o papel das distorções institucionais na definição da taxa de equilíbrio, continua convencido de que a evidência nesta área aponta para explicações mais convencionais como, ajuste fiscal insuficiente, regime cambial, baixa poupança doméstica e uma longa história de *defaults* e reestruturação de dívidas.

De fato, há pouca evidência econométrica que substancie a tese do risco jurisdicional, mas recente trabalho²⁵ que investiga o crescimento dos empréstimos privados nos últimos anos no Brasil, e em especial o crédito consignado, traz nova luz sobre o assunto.

COSTA e MELLO (2005) estudam o fenômeno do crescimento de empréstimos não vinculados no Brasil que cresceram entre julho de 1999 e setembro de 2005 de 8,3% do PIB para 17,1%, e que representam hoje 60% do total de crédito bancário, sendo mais significativo o aumento da participação de crédito para consumo. Ou seja, em relação aos comentários de ARIDA et alli, observa-se um crescimento de um mercado livre, no sentido de não depender dos mecanismos de poupança compulsória, mas ainda de curto prazo.

Os autores do estudo chamam atenção para o fato de que este crescimento se verificou apesar da política monetária restritiva do período. Portanto, a explicação para este comportamento não estaria relacionada com o custo do dinheiro, mas, segundo o estudo, a uma série de reformas institucionais iniciadas no final de 1999. Estas reformas seriam: esforços no sentido de reduzir assimetrias de informação no mercado de crédito através da implementação de um sistema de informações, *ranking* e provisionamento mais rigoroso (Resolução 2.682/99 do Banco Central); mecanismos mais eficientes de

²⁴ FRAGA, A. Comments on Chapter 8. In: *Inflation Targeting, Debt, and Brazilian Experience, 1999 to 2003*, MIT Press, 2005

²⁵ COSTA, Ana Carla A. e DE MELLO, João M. P., *Judicial Risk and Creditor Expropriation: Micro Evidence from Brazilian Payroll Loans*. Novembro, 2005, mimeo.

garantia (como a Cédula de Crédito Bancário); melhor sistema normativo para casos de insolvência (Nova Lei de Falências) e uma nova regulação que introduziu instrumentos mais criativos de crédito, como os créditos consignados em folha de pagamentos²⁶. Esta explicação reforça por sua vez a tese de ARIDA et alli.

Interessante também para o nosso estudo, é a análise da evolução do crédito consignado nos anos recentes, que se tornou hoje um importante instrumento de empréstimo pessoal. A grande atratividade para os credores decorre do reduzido risco de inadimplência já que a sua garantia é dada por salários e pensões futuras, com o pagamento descontado diretamente em folha. A redução deste risco permitiu uma significativa queda nos *spreads* bancários tornando estes empréstimos atrativos também para os tomadores, assalariados e pensionistas, que não tinham acesso ao mercado de crédito.

No entanto, o risco judicial não pode ser descartado, pois já houve decisão do Supremo Tribunal de Justiça em 2004 considerando ilegal o desconto em folha, que não impediu, no entanto, a continuação dos descontos, pois tomadores se sentem beneficiados por estes empréstimos. De todo modo, o estudo de COSTA e MELLO sugere que há uma relação entre risco jurisdicional e taxa de juros, pois após a decisão da corte superior questionando o uso de folha salarial como garantia, houve uma elevação dos *spreads* cobrados.

Ainda que o crédito consignado tenha impacto apenas sobre os *spreads* bancários, sem afetar a taxa de equilíbrio, este estudo é importante, pois reforça a idéia de que contratos que possam ser cumpridos e dotados de boas garantias reduzem a taxa de juros do devedor. Se o país conseguisse obter o mesmo nível de confiança no cumprimento dos contratos relativos à dívida pública, que constitui a contrapartida da riqueza financeira privada líquida,, a taxa de juros requerida para manter a inflação estável seria certamente menor.

²⁶ Criado pela Medida Provisória 130, que foi convertida na Lei 10.820/03.

4. Conclusão

Esta monografia procurou fazer uma resenha dos argumentos mais frequentemente utilizados para justificar o elevado nível dos juros reais no Brasil, que independentemente da metodologia utilizada permanecem acima de dois dígitos, mesmo após a adoção de uma política macroeconômica correta.

As razões apontadas pelos diversos economistas citados basearam-se tanto em análises macroeconômicas como microeconômicas, além de abordarem questões institucionais, como o risco jurisdicional.

De forma muito resumida, para não repetir os argumentos já apresentados no trabalho, podemos dizer que as principais causas para a permanência da taxa natural de juros em níveis tão elevados seriam:

1. um ajuste fiscal insuficiente;
2. conservadorismo da política monetária;
3. opção do Banco Central por políticas de acomodação a choques adversos no passado;
4. perfil da dívida com vencimento no curto prazo;
5. histórico de *defaults* internos e externos;
6. ineficiência da política monetária em decorrência do uso títulos indexados aos juros;
7. risco sistêmico, em especial, o risco jurisdicional que impede o aparecimento de um mercado de crédito de longo prazo.

É difícil optar por apenas um desses argumentos. A taxa de juros de equilíbrio hoje é sem dúvida o resultado da interação de todos esses fatores, em maior ou menor grau. Há consenso em torno da questão fiscal, tanto qualitativa, isto é, seu perfil, quanto seu volume que espelha a soma o efeito de políticas exóticas ou populistas adotadas no passado..

A política econômica atual (taxa de câmbio flutuante, superávit primário e metas inflacionárias) se baseia em bons fundamentos. Vista desta perspectiva é realmente difícil de entender porque os juros no Brasil não convergiram para o patamar observado em economias estáveis.

Mas nem sempre foi assim. Ao contrário, na nossa história econômica recente predominam os momentos de indisciplina fiscal, histórias de desrespeitos aos contratos e calotes tanto da dívida externa como doméstica, intervenção no sistema de preços tanto por congelamento quanto pela manutenção de um câmbio artificialmente valorizado, enfim, um cenário muito distinto do atual.

Estamos vivendo no Brasil uma fase de transição entre este passado marcado pela falta de segurança e estabilidade das regras do jogo, para uma nova situação onde a condução da política econômica segue os bons fundamentos macroeconômicos, com crescente autonomia do Banco Central. Por isso, é provável que se no passado, todos os elementos elencados acima tenham contribuído para elevar a taxa natural de juros no país, com a consolidação da política econômica atual comece a se observar uma tendência de normalização e convergência a patamares internacionais.

5. Bibliografia

ARIDA , Persio (org), *Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural*, Ed. Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1983.

ARIDA, Persio. *A segunda nota: múltiplos equilíbrios*. In: Revista de Economia Política, vol.22, julho-setembro 2002.

ARIDA P. As letras financeiras do tesouro em seu vigésimo aniversário. In: Bacha, E. e Chrysostomo, Luiz. O. F. *Mercado de Capitais e Dívida Pública, tributação, indexação e alongamento* Ed: Contra capa, Rio de Janeiro, 2006.

ARIDA, Persio, BACHA, Edmar e LARA RESENDE, André P. Credit. Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil, In: *Inflation Targeting, Debt, and Brazilian Experience, 1999 to 20003*, MIT Press, 2005

ARIDA, Persio, e LARA RESENDE, André P. Inflação Inercial e Reforma Monetária. In: ARIDA, P. (org) *Brasil, Argentina e Israel: Inflação Zero*. 9-36.. Ed. paz e Terra, Rio de Janeiro. 1986

CARNEIRO, Dionísio Dias. Letras financeiras do tesouro e normalidade financeira: haverá um 'peso problem'? In: Bacha, E. e Chrysostomo, Luiz. O. F. *Mercado de Capitais e Dívida Pública, tributação, indexação e alongamento*. Ed: Contra capa, Rio de Janeiro, 2006.

COSTA, Ana Carla A. e DE MELLO, João M. P., *Judicial Risk and Creditor Expropriation: Micro Evidence from Brazilian Payroll Loans*. Novembro, 2005, mimeo

DE LA TORRE, A e SCHUMKLER, S. *Coping with risk through mismatches: Domestic and international financial contracts for emerging economies*. International Finance, vol.7, nº3. 2004

FRAGA, A. Comments on Chapter 8. In: *Inflation Targeting, Debt, and Brazilian Experience, 1999 to 20003*, MIT Press, 2005

¹ FAVERO, C e GIAVAZZI, F. Inflation Targeting and Debt : Lessons from Brazil. Im: *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience*. Pp:85-116. MIT Press 2005

GARCIA, Marcio. e SALOMÃO, Juliana. Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil, In: Bacha, E. e Chrysostomo, Luiz. O. F. *Mercado de Capitais e Dívida Pública, tributação, indexação e alongamento* Ed: Contra capa, Rio de Janeiro, 2006.

KFOURY, Marcelo e NAKANE, Marcio I. *Comparative equilibrium real interest rates: different approaches to measure brazilian rates*. Trabalho para discussão, n.101, Banco Central, março, 2006.

LAMOUNIER, B. e SOUZA, A. de. *As elites brasileiras e o desenvolvimento nacional: fatores de consenso e dissenso*. 2002. São Paulo. Instituto de Estudos Econômicos, Sociais e Pêolíticos de São Paulo.

LOPES, Francisco L. *Choque Heterodoxo. Combate à Inflação e Reforma Monetária*. Ed. Campus. Rio de Janeiro. 1986.

LOPES, Francisco L. *O desafio da hiperinflação. Em busca da moeda real* Ed. campus, Rio de Janeiro, 1989.

LOPES, Francisco L. *Desafios da Macroeconomia Brasileira* a ser publicado em BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos *Economia Brasileira na Encruzilhada*, FGV. 2006.

RESENDE, André P.L. Em defesa dos títulos de indexação financeira. In: Bacha, E. e Chrysostomo, Luiz. O. F. *Mercado de Capitais e Dívida Pública, tributação, indexação e alongamento*. Ed: Contra capa, Rio de Janeiro, 2006.

