

# Observatório da economia global

Textos Avulsos - nº 8 - Setembro, 2011

## CÂMBIO, JUROS E INFLAÇÃO: TATEIO

Fernando Nogueira da Costa <sup>1</sup>

### Resumo

O objetivo deste artigo-resenha é analisar a série de artigos sobre a conjuntura econômica brasileira atual, com foco maior nos níveis do câmbio, do juro e da inflação, feitos por renomados economistas a pedido do jornal Valor, e publicados entre 14/06/11 e 29/06/11. Essa resenha está dividida em duas partes. Na primeira, focaliza-se os economistas liberais que se preocupam, antes de tudo, com a estabilização da inflação. Na segunda, os economistas desenvolvimentistas que privilegiam a agenda do crescimento com distribuição de renda. Analisamos os modelos adotados em cada um desses artigos. Concluimos, em relação às ideias-chaves dos diversos artigos, que elas não são muitas. Renomados economistas brasileiros estão ainda tateando a configuração desses preços relativos básicos.

**Palavras-chave:** Economia brasileira; Política macroeconômica.

### Abstract

#### *Exchange rates, interest and inflation: groping*

*The purpose of this article-review is to analyze the series of articles on the current Brazilian economic situation, with greater focus on exchange rate levels, interest and inflation, made by leading economists at the request of Valor, and published between 14/06 / 11 and 29/06/11. This review is divided into two parts. In the first, focuses on the liberal economists who are concerned above all with the stabilization of inflation. Second, development economists who favor the agenda of growth with income distribution. We analyze the models adopted in each of these articles. We conclude, in relation to the key ideas of the various articles, they are not too many. Renowned Brazilian economists are still groping for a configuration of these basic prices.*

**Keywords:** Brazilian economics; Macroeconomic policy.

**Classificação JEL / JEL Classification** N46, E61.

---

(1) Professor-adjunto / Livre-docente do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp), Campinas, SP. <http://fernandonogueiracosta.wordpress.com> / <http://lattes.cnpq.br/6773853439066878> / E-mail: [fercos@eco.unicamp.br](mailto:fercos@eco.unicamp.br).



## Introdução

*Sistema das Contradições Econômicas ou Filosofia da Miséria* (em francês, *Système des contradictions économiques ou Philosophie de la misère*) é livro escrito em 1846 por Pierre-Joseph Proudhon que contém críticas ao sistema econômico. A *Miséria da Filosofia*, a resposta à *Filosofia da Miséria* de Proudhon, é livro escrito em 1847 por Karl Marx. Nele, Marx critica a Economia e Filosofia de Proudhon, fazendo ironia com o subtítulo da obra do adversário. Ambos os livros enfrentaram o boicote e o silêncio dos autores liberais.

Esse confronto entre as duas obras ficou conhecido como o rompimento definitivo entre os dois autores, Marx como um dos ícones do movimento socialista, e Proudhon, do movimento anarquista. Marx estava preocupado em estudar a Teoria do Valor-Trabalho a fim de solucionar as contradições de Adam Smith e David Ricardo quanto à compra da força de trabalho e geração da mais-valia. Já Proudhon queria mostrar como os interesses do sistema econômico eram contraditórios:

Quando se pede à Academia que ela determine as oscilações do lucro e do salário, em outras palavras, é para que ela determine os fundamentos do valor. Ora, isso é precisamente o que repelem os senhores acadêmicos: eles não querem nem ouvir falar que, se o valor é variável, ele é por isso mesmo determinável, ou seja, que a variabilidade é indício e condição da determinação. Pelo contrário, eles pretendem dizer que o valor, variando sempre, não pode jamais ser determinado. É como se sustentássemos que, sendo dado o número de oscilações por segundo de um pêndulo, a amplitude das oscilações, a latitude e a elevação do local onde se faz a experiência, não se pode determinar o comprimento do pêndulo, porque ele está em movimento. Tal é o primeiro artigo de fé da Economia Política.

Assim, enquanto Marx estava preocupado em determinar o valor, Proudhon estava desmontando os objetivos por trás dessa busca. Lembrei-me dessa antiga polêmica a respeito de determinação do valor de variáveis econômicas quando li a série de artigos sobre a conjuntura econômica brasileira atual, com foco maior nos níveis do câmbio, do juro e da inflação, feitos por renomados economistas a pedido do jornal *Valor* e publicados entre 14/06/11 e 29/06/11. Na verdade, veio à minha mente, inicialmente, o título da obra de Marx, porque, evidentemente, inspirou parte do título do artigo do professor Belluzzo: *Miséria da Macroeconomia*.

Por que a Economia, enquanto disciplina, é tão miserável na oferta de ideias ou instrumentos de política econômica? Talvez uma pista para a resposta se encontre em Galbraith (1975): “economistas são parcimoniosos, entre outras coisas, de ideias; a maioria vale-se das ideias dos tempos em que fizeram o seu curso” (p. 238). Há sempre esperança que a mudança de ideias, em consequência, venha de jovens estudiosos, com a passagem de uma geração para outra. Nesse sentido, a leitura dos artigos dos “renomados economistas” decepciona.

Ao findar a leitura comparativa dos onze artigos de economistas que tem renome, ou seja, grande prestígio ou boa reputação, ambos determinados pela própria mídia, conclui-se que as ideias-chave não são muitas. Fazem lembrar aquela anedota: “pode-se transformar um papagaio em Doutor em Economia; basta lhe ensinar duas palavras: *oferta e demanda*”.

Na história do pensamento econômico, segundo a Apresentação de Dionísio Dias Carneiro Netto ao *Compêndio dos Elementos de Economia Política Pura*, publicado no Brasil em 1983, as primeiras contribuições de Léon Walras apareceram na forma de artigos curtos publicados no *Journal des Économistes*, durante a década de 1850, quando ele queria dar caráter técnico às refutações a doutrinas de Proudhon. Para a infelicidade de Walras, seu sistema de equações ficou indissolúvelmente associado à doutrina de *laissez-faire*, tornando-se símbolo da esterilidade matemática ou da defesa irrestrita da economia de livre mercado. Talvez o maior responsável por isso tenha sido seu colega da “Escola de Lausanne”, Vilfredo Pareto, nobre italiano ultraconservador, um dos autores da Teoria das Elites, grande divulgador das suas ideias. Na verdade, havia mais continuidade metodológica, inclusive porque ambos tinham formação de engenheiro, do que comunhão ideológica entre Pareto e Walras. Ele fez vulgarização indevida do *modelo de equilíbrio geral*.

O *modelo de troca pura multilateral* expõe o mecanismo básico de formação de preços em mercados competitivos, abstraindo-se as questões ligadas à produção de mercadorias. Os diversos agentes econômicos comparecem ao mercado como possuidores de estoques previamente determinados de mercadorias, e procurarão, tomando preços como parâmetros de suas decisões sobre quanto comprar e vender, atuar segundo conveniências individuais expressas na forma de derivar o máximo possível de satisfação permitido por seus orçamentos. A adoção de determinada mercadoria como *numéraire* é inteiramente neutra, pois a unidade-de-conta visa

apenas facilitar as trocas. Neste contexto, via escassez ou abundância de quantidades que cada agente deverá oferecer ou adquirir no mercado, preços são apenas razões de troca entre cada mercadoria e o *numéraire*.

A cada configuração de preços corresponde a certa situação na qual existirão excedentes de alguma mercadorias e escassez de outras. Os preços de cada mercadoria relativos ao *numéraire* aumentarão sempre que houver falta da mercadoria para o agregado dos agentes econômicos e diminuirão sempre que o total disponível for inferior à soma das quantidades desejadas pelos agentes aos preços anteriores. Esta é a formulação walrasiana da “*Lei da Oferta e da Procura*”, que, como veremos, permanece nos “corações e mentes” de renomados economistas brasileiros. O sistema de equações de demandas e ofertas excedentes estará em situação de equilíbrio geral quando a configuração de cada agente for compatível com a igualdade entre as quantidades oferecidas e demandas em todos os mercados.

Na abordagem econômica ortodoxa, a análise dos fenômenos de troca pura constitui o ponto de partida obrigatório para a compreensão das falhas nos mecanismos de incentivos existentes nos mercados do mundo real. O confronto deste com aquela abstração supõe a idealização do papel coordenador dos preços competitivos, tomados como parâmetros nas decisões descentralizadas de agentes econômicos.

A dinâmica de preços utilizada por Walras requer hipótese simplificadora: a de que as transações só ocorram efetivamente aos preços de equilíbrio. Em outras palavras, preços de equilíbrio são aqueles nos quais as quantidades totais ofertadas no mercado equivalem-se às quantidades demandadas em todos os mercados.

Através de artifício analítico, Walras introduziu a ideia de “contratos provisórios”, que só seriam cumpridos caso atendessem ao requisito de compatibilidade global. Havendo sobra ou carência de algum bem ou serviço, aos preços vigentes, os contratos seriam considerados não válidos, e os preços se modificariam, segundo a Lei da Oferta e da Procura, e novos contratos seriam propostos até que se estabelecessem os requisitos de compatibilidade global. A esse mecanismo de contratos virtuais sucessivos na determinação dos preços de equilíbrio, Walras deu o nome de *tâtonnement*, expressão francesa que traduzimos no título deste artigo-resenha por “tateio”.

*Tateio* significa o ato de deduzir ou perceber por intuição, indagar, sondar para descobrir; pesquisar; fazer a experiência de; ensaiar; examinar, procedendo com cautela. Expressa bem a postura que deveria ser adotada por economistas, renomados ou não, quando se pronunciassem sobre configuração de preços relativos básicos. Na realidade, é impossível se atingir aquela situação idealizada – *o equilíbrio geral* –, talvez nem de maneira transitória, ou seja, de passagem, temporariamente.

Ao popularizarem aquela noção de aproximações sucessivas, os seguidores de Walras criaram a figura metafórica do “leiloeiro walrasiano”, cujo papel seria o de promover o reajuste dos preços com base nos contratos virtuais, só permitindo que as transações efetivamente se realizassem aos *preços de equilíbrio*. De acordo com os neoliberais, são o governo e as instituições que interveem no trabalho desse “sujeito” e não lhe deixam entregar o equilíbrio geral idealizado. As falhas são exógenas ao mercado.

Na verdade, os aspectos dinâmicos dos modelos walrasianos constituem a parte mais insatisfatória sob o ponto de vista analítico. Adota-se, então, a metodologia estático-comparativa para salientar a possibilidade de distinto “equilíbrio de preços relativos”. Porém, quando se baixa o nível de abstração, para o plano concreto de tomada de decisões práticas, necessita-se reintegrar o que antes foi abstraído na Economia Pura: os conflitos de interesses que envolvem a Arte da Política Econômica. Face a essa disputa, que seguidor responsável da Economia Política ousa, simplesmente, clamar “um outro mundo é possível”? E implementá-lo de fato? Perderia sua cara reputação de *pragmático* e passaria a ser desdenhado como *sonhático*!

Ao reconhecer as implicações econômicas e políticas da interdependência dos fenômenos de mercado, os economistas responsáveis podem sim integrar em suas análises de Macroeconomia Aberta todos os instrumentos de política econômica em curto prazo: política cambial, política monetária (juro e crédito), política fiscal e grau de abertura da economia. Daí em diante, acaba-se o consenso, e há apenas dissenso a respeito de estabelecer os níveis desses preços relativos que são referências nas tomadas de decisões: câmbio, juro, carga tributária, nível geral de preços. Discute-se ao limite qual seria a melhor análise combinatória, isto é, como relacionar taxa de câmbio, taxa de juros, taxa de inflação. O problema é que cada configuração desses

preços básicos responde a determinado interesse concreto. E não se controla a reação social daqueles que perderão com a mudança. Não se trata de Economia Pura!

Vamos analisar esse conflito de interesses, dividindo esse debate, inicialmente, em duas alas: de um lado, *os paranoicos antiinflacionários*; de outro, *os crescentistas*. Dentro dos múltiplos temas, vamos analisar mais detalhadamente as respostas de renomados economistas à seguinte **pergunta-chave**: *por que a taxa de juros brasileira é a maior no mundo?* Parece-me que eles fazem apenas tasteio da questão.

## 1 Liberais ortodoxos

### 1.1 Modelo de equilíbrio geral

Samuel Pessoa e Márcio Nakane (*A Estabilização Incompleta*, Valor, 14/07/11) acham que “é impossível abordar estes temas - juros, câmbio e inflação - de forma isolada. Todos são sinais do mesmo fenômeno e, assim, resolvemos olhar o problema do ponto de vista dos juros elevados”. Após eles tratarem da anomalia dos juros domésticos, retornam aos demais temas sob um modelo de equilíbrio geral.

Pensam que dois motivos justificam a manutenção de juros extremamente elevados em contexto que a mobilidade internacional de capital não permite que haja a convergência da taxa de juros doméstica aos juros internacionais. O primeiro motivo é a existência de risco cambial, isto é, risco de perda no momento de reconversão e/ou repatriamento de capital. O Brasil é visto como país estruturalmente receptor de capital porque, estruturalmente, a poupança doméstica é baixa. Face a essa dependência, o País tem que pagar elevado cupom cambial ( $i - i^* = \hat{e}$ ) para compensar o risco dos investidores estrangeiros, isto é, incerteza quanto à depreciação futura da moeda nacional. O juro alto seria o prêmio do seguro contra o risco de perda cambial.

O segundo motivo que, segundo Pessoa e Nakane, tem impedido queda mais rápida dos juros no período recente é a política oficial de forte acumulação de reservas. Afirmam que o resto do mundo estaria disposto a financiar o excesso de demanda doméstica e ainda cobrar prêmio de risco bem menor. Portanto, seu entendimento é que se houvesse alteração na política de acumulação de reservas pelo Banco Central, que permitisse maior apreciação da moeda nacional, haveria absorção de maiores níveis de poupança externa via déficit do balanço de transações correntes.

A taxa de câmbio mais baixa elevaria as importações, reduziria as exportações e elevaria a oferta doméstica de bens e serviços, contribuindo, assim, para reduzir o excesso de demanda por bens e serviços. A redução do excesso de demanda agregada diminuiria a pressão sobre a inflação, permitindo o equilíbrio do mercado doméstico de bens e serviços com juros menores. Do ponto de vista do equilíbrio no mercado de ativos, as operações de esterilização da acumulação de divisas feitas pelo Banco Central inundam o mercado doméstico de papéis. Consequentemente, os preços destes são reduzidos, pressionando as taxas de juros para cima.

De acordo com o argumento de Pessoa e Nakane, os juros são elevados no Brasil hoje porque há excesso de demanda sobre oferta por bens e serviços. Este desequilíbrio interno no mercado de bens e serviços poderia ser mitigado se a equipe econômica estivesse disposta a elevar a absorção de bens do mercado externo. No entanto, como somente é possível absorver bens e serviços do mercado externo que sejam transacionáveis internacionalmente, esta absorção produzirá excesso de demanda local pelos bens e serviços que não sejam transacionáveis internacionalmente, em geral, os serviços. O processo de absorção de poupança externa necessariamente encarece os bens não transacionáveis, isto é, valoriza o câmbio real. Assim, para impedir apreciação adicional do câmbio, a política cambial não permite que tal descompasso entre oferta e demanda seja suprido integralmente pela oferta externa.

Consequentemente, os juros internos têm que ser elevados para manter a economia mais desaquecida do que estaria com juros menores e, portanto, o câmbio mais depreciado. A saída do Banco Central do Brasil do mercado de divisas permitiria elevar a absorção de poupança externa e equilibrar o mercado doméstico de bens e serviços com menor taxa de juros. O custo seria aceitar a moeda nacional ainda mais apreciada.

Então, segundo Pessoa e Nakane, o câmbio no Brasil está valorizado por dois motivos. Primeiro, a baixa poupança que requer absorção de poupança externa para fechar o espaço entre o investimento e a poupança doméstica. Segundo, o enorme ganho de termos de troca em função da valorização internacional das *commodities* que o País exporta. Os juros mais elevados desaquecem a economia e permitem equilíbrio com câmbio corrente um pouco mais desvalorizado do que o de equilíbrio.

Haveria dois caminhos para o País reduzir os juros. Primeiro, é rumar para maior conversibilidade da moeda, de sorte que o risco cambial se reduza, e reverter a política de acumulação de reservas. Essas duas medidas permitirão que a capacidade da economia brasileira absorver poupança externa seja muito maior de forma a ser possível equilibrar a demanda com oferta sem pressões inflacionárias e a taxa de juros menor. Este caminho tem o efeito colateral de valorizar ainda mais a moeda nacional e produzir forte redução do emprego na indústria de transformação. Traduzindo, é politicamente inviável em governo de origem trabalhista.

O segundo caminho, sugerido por Pessoa e Nakane, é o País alterar o contrato social da redemocratização, reduzindo fortemente o “Estado de Bem-Estar Social”, cortando direitos à Previdência Social, de forma a elevar a poupança doméstica. A elevação da poupança doméstica permite encontrar equilíbrio com juros mais baixos e câmbio mais desvalorizado e inflação sobre controle. Evidentemente, essa alteração em cláusula constitucional não só é social e politicamente incorreta, como não haveria a menor chance do Congresso aprovar.

Portanto, ao desconsiderar a Economia Política, fica notável a irrelevância da Economia Pura. Trata-se apenas de exercício intelectual aparentemente lógico, mas só racional com a aceitação sem questionamento de suas premissas. Não é por acaso que outras correntes de pensamento econômico abandonam o método estático-comparativo entre duas situações abstratas de equilíbrio geral, e adotam o método dinâmico de análise, isto é, considerando todo o processo das “variações das variáveis” ao longo do tempo.

De acordo com essa análise dinâmica, através de agregados macroeconômicos keynesianos, a *poupança interna* não se contrapõe à *poupança externa*. Ela é, simplesmente, variável contábil de ajuste. Não é objeto de decisões por parte da população brasileira. Esta só decide gastar (com recursos próprios ou emprestados) ou aplicar, não a “poupar”. A poupança macroeconômica é contabilizada *ex-post*, dependendo das decisões antecedentes do investimento, multiplicador da renda.

## 1.2 Especulação

Francisco Lopes (*Sobre Risco Cambial, Besouros e Borboletas*, Valor, 15/06/11) afirma que “em algum momento ocorrerá inevitável correção para cima na cotação



do dólar”. A pressão desse ajuste vai trazer de volta a inflação e exigir nova elevação da taxa Selic. Se for ajuste súbito, haverá também freada no crescimento. A atual configuração da política econômica brasileira, em sua opinião, é insustentável no longo prazo. Forte crescimento com apreciação cambial no contexto de economia mundial com expansão moderada produz inexorável deterioração do balanço de pagamentos. Em algum momento, a equipe econômica terá que interromper o crescimento e ajustar a taxa de câmbio. Com o agravante de que, a despeito do aumento do déficit em transações correntes, a acumulação de reservas internacionais também ganhou velocidade vertiginosa, configurando autêntica “bolha especulativa” que poderá ter graves consequências quando estourar.

No caso brasileiro, de acordo com Lopes, a acumulação de reservas resulta apenas do ingresso de capital estrangeiro, sendo que somente 20% desse movimento consistiu em aporte direto de capital para empresas, isto é, em ingresso com motivação nitidamente de longo prazo. O resto, incluindo aplicações em ações, renda fixa e os empréstimos intercompanhias são certamente ingressos com motivação mais de curto prazo e de natureza bem mais volátil.

Nas condições atuais, o regime cambial com “flutuação suja” significa que a cotação do dólar fica estável ou realiza movimento de queda gradual. Essa tendência firme, então, eleva o grau de confiança para o especulador estrangeiro que pode facilmente se beneficiar do diferencial nas taxas de juros. É bela oportunidade de ganho com risco reduzido, ao contrário do que sugerem Pessoa e Nakane.

Esse movimento, segundo Lopes, adquire todas as características de bolha especulativa quando começa a gerar mecanismo de retroalimentação. Quanto mais capital entra tanto maior é a pressão de baixa sobre a cotação do dólar e tanto maior a garantia de que o Banco Central vai continuar aplicando sua política de redução da volatilidade para produzir estabilidade ou apreciação gradual. Isto, por sua vez, torna ainda mais atraente o ingresso de capital para arbitrar juros. Na realidade para o especulador a apreciação em si não é importante. Seu ganho principal resulta do diferencial entre as taxas de juros e para isso só é necessário que não ocorra súbita depreciação significativa da taxa de câmbio.

O palpite de Lopes é que essa nossa bolha de acumulação de reservas vai estourar em algum momento entre 2013 e 2015. Para ele, “não existem alternativas

viáveis de controle de capitais para escapar de uma bolha que já se instalou e se desenvolve a pleno vapor”. Apenas bloqueia alguns canais de entrada e redireciona o movimento para outros canais. Aplicação muito ampla desses controles pode simplesmente antecipar o momento de ruptura da bolha. A opção de controle sobre a saída de capitais é, na realidade, opção pela centralização total do câmbio, “o que seria lamentável retrocesso na política econômica brasileira”.

Não é intenção de Lopes fazer crítica à atuação do Banco Central do Brasil no contexto de crise internacional de 2008, já que naquele ambiente de incerteza não seria fácil adotar tática de atuação muito diferente de seu padrão tradicional. Algumas das pré-condições necessárias para redução mais agressiva da taxa de juros não estavam presentes, entre elas a eliminação do piso imposto pela regra atual de remuneração da caderneta de poupança.

Essas considerações leva Lopes ao que parece ser, para ele, “a questão central”: só vai ter configuração sustentável da macroeconomia brasileira quando a taxa Selic for compatível com o padrão internacional, admitindo-se pequeno prêmio de risco. Nível “normal” de taxa de juros é pré-condição para que se possa adotar verdadeira flutuação cambial, com o governo se abstendo de qualquer interferência no mercado de câmbio. Só então vai se descobrir qual é realmente a taxa de câmbio de equilíbrio da economia brasileira.

### **1.3 Hipótese do Duplo Equilíbrio**

André Lara Resende (*Juros: equívoco ou jabuticaba?*, Valor, 16/06/2011) se pergunta: “Estamos diante de uma nova especificidade brasileira, uma jabuticaba, ou trata-se meramente de um oneroso equívoco?”

Edmar Bacha, Pérsio Arida e André Lara Resende descartaram, considerando mera curiosidade teórica, a hipótese de que a política monetária pudesse estar excessivamente apertada, presa em “equilíbrio perverso”, onde a taxa excessivamente alta leva à despesa excessiva com juros, que aumenta o risco percebido dos títulos públicos, que por sua vez exige taxas mais altas. Resende ironiza esse círculo vicioso como fosse raciocínio circular: “a possibilidade de que a própria política de juros altos provoque a necessidade de juros altos”. Seu argumento é mera provocação política: “embora tenha grande apelo ideológico à esquerda, foi

originalmente formulada por Olivier Blanchard, atualmente economista-chefe do Fundo Monetário Internacional”.

Descartando a possível razão de ajuste fiscal insuficiente e de dívida pública muito alta, para que a taxa de juros fosse tão excepcionalmente alta, esses autores se colocaram a questão-chave: “haveria algum fator específico na economia brasileira, uma jabuticaba, que pudesse explicar a anomalia dos juros?”

Esses ex-professores da PUC-Rio introduziram como especificidade brasileira a “incerteza jurisdicional”. Hoje, Resende é obrigado a reconhecer que, “nos últimos anos, a incerteza jurisdicional diminuiu, o mercado interno de crédito de longo prazo evoluiu e a taxa de juros continua muito alta”. Fica evidente, portanto, que algo mais estrutural está por trás das altas taxas de juros no Brasil.

A obsessão anti-petista o obriga a rever a hipótese dos economistas de esquerda que “atribuem a culpa exclusivamente à política monetária do Banco Central, que teria sido – e continuaria – excessiva e equivocadamente restritiva. Segundo estes, os juros altos têm explicação simples: são resultado do equívoco do Banco Central. Um equívoco que resistiu às mudanças de governo e da composição de sua diretoria, mas apenas um longo e insistente equívoco”. Resende está se referindo, ironicamente, aos próprios economistas desenvolvimentistas e petistas, que nunca foram convidados para assumir cargos na diretoria do Banco Central do Brasil, mesmo durante o Governo Lula.

O argumento de que se trataria apenas de equívoco pode variar entre versão mais tosca, onde a política exageradamente dura do Banco Central é quase que pura perversidade, até os mais sofisticados, que são variantes da tese da “dominância fiscal” de Blanchard. A mais razoável, para Resende, é a tese de que “o Banco Central, sem independência formal e cuja diretoria não tem mandato, está sujeito a pressões políticas. Para ganhar credibilidade precisou ser mais realista do que o rei. Manteve as taxas sistematicamente acima do necessário para conter a inflação dentro das metas”.

Para que esta tese se sustente, dado que a inflação nunca esteve abaixo da meta, ele acha que é preciso recorrer à *hipótese do duplo equilíbrio*. Existiria determinada taxa de juros, mais baixa do que a efetivamente praticada pelo Banco Central, que teria igualmente sido capaz de manter a inflação dentro das metas. O

equilíbrio dos últimos anos, desde o Real, seria “*equilíbrio perverso*”, onde alta taxa de juros eleva o custo da dívida pública, agrava o desequilíbrio fiscal, que por sua vez eleva o risco dos títulos públicos e a taxa de juros de equilíbrio. Tudo mais constante, teria sido possível manter a inflação dentro das metas com certa taxa de juros mais baixa e menor risco percebido da dívida pública.

Assim formulada, segundo Resende, “a tese do duplo equilíbrio é possibilidade teórica, mas não há, nem certeza da existência prática de segundo equilíbrio com taxas de juros mais baixas, nem garantia de que, na hipótese de efetivamente existir um melhor equilíbrio, dado que estamos no ‘mau equilíbrio’, fosse possível atingi-lo pela mera redução, brusca ou gradual, da taxa de juros. Em termos técnicos, o entorno do equilíbrio perverso pode ser instável e não garantir a convergência para o melhor equilíbrio. Do ponto de vista prático, a existência de equilíbrio superior é irrelevante, dado que o risco fiscal percebido é efetivamente alto, e não se pode correr o risco de baixar os juros e perder controle da inflação”. Esse seu argumento de “aversão ao risco” também é tosco, não? Faltaria apenas ousadia e determinação para a diretoria do Banco Central tentar...

Na verdade, a hipótese da *dominância fiscal* e do *duplo equilíbrio* de Blanchard foi descartada por Resende como mera curiosidade teórica, sem que a devida atenção tivesse sido dada à única recomendação prática que dela se pode extrair. “Ainda que a hipótese de Blanchard fosse demonstrada verdadeira, a única conclusão possível de ser extraída é de que para baixar a taxa de juros, com garantia de que a inflação se manterá dentro das metas, é preciso reduzir o risco percebido da dívida pública. Para isto, o único caminho direto e seguro é aumentar o superávit fiscal e reduzir a dívida”. Aí seu *parti pris* simplesmente demonstra preferência particular por política fiscal face à política monetária em termos de risco de descontrole...

Ao descartar com preconceito as explicações da esquerda, não parece exagero, para Resende, lastimar politicamente a derrota eleitoral do antigo projeto neoliberal. Afirma que “alta taxa de juros brasileira de hoje ainda é decorrente da estabilização inacabada. Há agenda de reformas modernizadoras que foi abandonada e esquecida. Mais do que isso, houve reversão do projeto de tornar o estado menos ineficiente e a economia mais competitiva. A poupança privada pode ser estimulada através do desenvolvimento institucional e da educação, mas os resultados não são imediatos. A

curto prazo só há um remédio: reduzir a despesa pública para compatibilizá-la com a taxa de poupança privada disponível, ou seja, reduzir o déficit público”.

No entanto, ele se lembra que, ao se terminar exposição sobre a necessidade imperiosa de reduzir o déficit público, como condição para qualquer tentativa de controlar a inflação, o então presidente José Sarney desabafou: *“Para controlar a inflação por meio da redução dos gastos públicos, eu não preciso de economistas brilhantes”...*

#### **1.4 Modelo dos Dois Juros**

Mesmo reconhecendo o sucesso econômico do Governo Lula, Ilan Goldfajn (*A longa travessia para a normalidade: juros reais no Brasil*, Valor, 27/06/2011) lamenta que os juros reais no Brasil ainda permanecem acima do padrão internacional, inclusive de países de similar desenvolvimento. Essa sua comparação entre territórios nacionais, entretando, deveria perceber a dimensão da mudança temporal: os juros reais caíram muito em relação aos patamares atingidos no governo anterior.

De fato, a economia brasileira tem experimentado tendência de queda dos juros reais nos últimos anos. As taxas de juros reais ex-ante (*swap* de 360 dias) no Brasil recuaram de 18,4% ao ano, em média, no período entre 1996 e 1999, para 15,0% entre 2000 e 2003, para 11,5% em 2004 e 2005, e 8,2% entre 2006 e 2008, e para próximo de 7% mais recentemente. Mas Goldfajn diz que esta ainda é taxa relativamente alta para economia estável e próspera como o Brasil nos últimos anos.

Há evidências empíricas de redução do juro real no Brasil em relação ao resto do mundo, mas Goldfajn mitifica a questão ao afirmar que a diferença entre essas duas taxas diminuiu com a adoção do regime de metas de inflação em 1999! Na verdade, basta ver os números apresentados para verificar que foi no Governo Lula!

A diferença entre as duas taxas permanece elevada devido ao fenômeno que ele não destaca: a “zerada” pós-crise da taxa de juros básica norte-americana. Cabe a polêmica tipo “copo meio cheio ou meio vazio”: *a taxa de juros interna está relativamente alta ou a norte-americana está relativamente muito baixa?*

A pergunta-chave, no Brasil, é por que a transição para menor patamar de juros reais tem sido tão lenta? Goldfajn tem preferência pelas explicações fundamentais. Entende a *taxa de juro real de equilíbrio (ou neutra)* como aquela que permite ao Brasil crescer no seu potencial, sem gerar pressões inflacionárias. Essa

taxa depende das condições econômicas como a estabilidade, o risco percebido, a produtividade, a política fiscal (crescimento de gastos públicos), assim como das distorções ainda existentes da economia brasileira. Depende também de quanto os brasileiros estão dispostos a poupar, em vez de consumir hoje. Quanto mais os indivíduos preferem o consumo no presente, maior é taxa de juro real de equilíbrio.

A explicação alternativa, costumeira entre os economistas desenvolvimentistas, de os juros altos serem resultado de equívocos de política monetária executada pelos colegas de escola de pensamento de Goldfajn, adotando juros mais altos que o necessário, ele diz que não é compatível com os dados. Seu argumento é falacioso, pois diz que o viés altista teria de ter durado por décadas e levariam a forças deflacionárias, com inflação sistematicamente abaixo das metas, o que não tem sido o caso. Ele acredita que apenas a taxa de juros determina a taxa de inflação!

O entendimento da razão pela qual os juros ainda são tão altos passa pela compreensão cuidadosa de seus determinantes. Parece-me que Goldfajn se inspira bastante no “*Modelo dos Dois Juros*” de Knut Wicksell, o melhor dos autores neoclássicos. Na busca pelos determinantes, ele busca distingui-los por sua relevância temporal na *taxa de juros de equilíbrio*. Alguns podem impactar a taxa de equilíbrio apenas no curto prazo, enquanto outros mudam sua trajetória de longo prazo.

O *juro real neutro de longo prazo* depende dos fundamentos da economia, de fatores estruturais, alguns mencionados acima, como a produtividade, preferências intertemporais, prêmio de risco soberano, dívida pública, prêmio de risco de inflação, questões institucionais, etc. São fatores diretamente associados ao comportamento da poupança no longo prazo.

O *juro real de equilíbrio de curto prazo* depende do juro real de longo prazo e de elementos conjunturais. Mudanças temporárias no ritmo de crescimento da economia global, assim como acelerações cíclicas no gasto do governo ou alterações na taxa de câmbio real afetam o juro real de equilíbrio no curto prazo.

Dadas as elevadas incertezas associadas às medidas das taxas de equilíbrio, Goldfajn acredita que *o melhor que a autoridade monetária possa fazer é conduzir a política monetária de forma pragmática, avaliando continuamente o impacto de suas ações sobre a*

*economia*. Deste modo, a política monetária deve continuar baseando-se nos sinais advindos da inflação, da atividade e de outras variáveis macroeconômicas, permitindo que mudanças estruturais sejam percebidas sem mais demoras.

A opção da sociedade brasileira por gastos públicos crescentes (vários destes legítimos) tem contribuído, segundo Goldfajn, para retardar o processo de convergência da taxa de juro real de equilíbrio para níveis internacionais tanto no curto prazo quanto no longo prazo. A redução do crescimento dos gastos correntes, tudo o mais constante, aumentaria a poupança da economia e reduziria o juro real de equilíbrio. A queda consistente dos juros possibilitaria certo conjunto de desenvolvimentos que não são viabilizados com juros altos, como o alongamento dos horizontes dos poupadores e dos investidores, fundamental ao financiamento do investimento no Brasil.

Em sua opinião, “a estabilidade macroeconômica e a credibilidade da autoridade monetária têm exercido papel fundamental na redução dos prêmios de risco, permitindo a queda da taxa de juros real de equilíbrio de longo prazo. Aliado a isso, política fiscal voltada para a redução dos gastos públicos contribuiria para acelerar esse processo e fazer com que no futuro o Brasil tenha taxas de juros reais mais próximas dos padrões internacionais”.

### **1.5 Análise Conjuntural**

Luiz Carlos Mendonça de Barros (*Sucesso econômico criou novos problemas*, Valor, 17/06/2011) é engenheiro que atua como estrategista no mercado financeiro. Não se aventura em abstrações teóricas, permanecendo no plano da análise conjuntural, baseada em evidências empíricas. O que lhe interessa é o “aqui e agora”. Para a tomada de decisões financeiras práticas é importante datar e localizar o objeto do que se está tratando. Esta é a arte da Economia praticada pelos homens de negócios.

A inflação no Brasil neste início de governo Dilma, segundo Mendonça de Barros, precisa ser dissecado a partir de três grupos de forças autônomas. Algumas são de natureza interna (gargalos criados inclusive no mercado de trabalho pela expansão do consumo, investimento e gastos públicos) e podem ser administradas por medidas de política econômica ao alcance do governo. Outras derivam de

situação internacional muito especial, em que fatores ligados a mudanças estruturais (consumismo asiático, inflação de *commodities* e melhora dos termos de troca) somam-se a questões conjunturais como a política monetária americana ultra-expansionista.

Finalmente, outra força interna que tem tido influência na aceleração da inflação está relacionada à mudança na forma de operar o sistema de metas de inflação do Banco Central decidida pela nova direção desta instituição. Ela teve a coragem de introduzir a questão do custo em termos de crescimento econômico, para buscar convergência mais rápida para o centro da meta, e da utilização de medidas administrativas (“macroprudenciais”) de controle de crédito. Sem entrar no mérito das alterações, Mendonça de Barros diz que o momento e, principalmente, a forma de comunicá-la ao mercado, não foram muito felizes. “Depois de mais de dez anos de sucesso, o sistema de metas só poderia ser alterado em clima de estabilidade e confiança”.

O Copom ajudou a colocar em cheque a confiança no sistema de metas como indicador de referência da inflação futura. Sem âncora confiável, os agentes econômicos, principalmente as empresas, passaram a buscar outra referência para o comportamento futuro da inflação. Mendonça de Barros reconhece que, mais recentemente, o Banco Central voltou a utilizar os juros Selic como o instrumento central do aperto monetário e pode se aproveitar de redução sazonal no IPCA para recuperar, pelo menos parcialmente, a confiança dos agentes econômicos.

## **2 Desenvolvimentistas Heterodoxos**

### **2.1 Ecletismo**

Antonio Delfim Netto (*A Taxa de Juro Natural e a Amazônia*, Valor, 21/06/2011) afirma que o Brasil está vivendo momento interessante depois de ter superado muito bem a crise. Há, entretanto, dúvida sobre:

- 1) a natureza do processo inflacionário que atinge, em grau maior ou menor, todos os países do mundo; e
- 2) as consequências no longo prazo da supervalorização do Real que está destruindo a indústria nacional.



Para ele, todo processo inflacionário se explica por combinação variável de três causas:

- 1) desequilíbrio persistente entre a oferta e a demanda global de bens e serviços;
- 2) “desancoragem” da expectativa inflacionária, e
- 3) “choque de oferta” interno ou externo.

No caso brasileiro, é preciso incluir a indexação ainda generalizada que sobrou como resíduo do Plano Real e para cuja eliminação se fez muito pouco nos últimos oito anos.

No regime de câmbio flutuante, quando o choque externo é grande aumento das relações de troca, ele é “filtrado” por queda da taxa de câmbio, ou seja, apreciação da moeda nacional. O cabo de guerra estabelecido entre os “paranoicos antiinflacionários” e os “crescentistas” do governo parece estar amainando, com o reconhecimento que o ajuste dos juros pelo Banco Central será suficientemente prolongado para promover a convergência da taxa de inflação para o centro da meta de 2012.

Aparentemente, isto está sendo conseguido: a taxa de juros real produzida pela Selic (importante determinante do custo da dívida pública) tem sido elevada moderadamente, mas a taxa de juros real do setor privado que controla o consumo e boa parte dos investimentos (não privilegiado por programas especiais de crédito direcionado), tem se elevado mais fortemente. Este ano a despesa com juros da dívida pública deve beirar a R\$ 180 bilhões, uma respeitável “Bolsa-Rentista”. É sua conhecida ironia...

O “*trilema*” entre graus de liberdade de movimento de capital, regimes de câmbio (fixo ou flutuantes) e regulação monetária não é apenas proposição logicamente deduzida. Pesquisas empíricas que se vão acumulando, mostram sua relevância. Delfim diz que é preciso insistir que “não importa qual seja a combinação escolhida pela nossa política econômica: é pouco provável que ela seja exitosa no longo prazo se a taxa de juro real interna continuar quatro vezes maior que a externa!”

Mais uma de suas finas cutucadas irônicas, que inclusive justifica o título do artigo: “Há dezenas de explicações para tal ‘fenômeno’ produzidas por sofisticados e

tecnicamente bem apetrechados economistas, às vezes apoiados numa econometria de ‘pé quebrado’. Em algumas de suas ‘regressões’ só não acrescentaram, ainda, como variável ‘explicativa’, os quilômetros quadrados desmatados na Amazônia. Todo o resto já foi tentado”.

“Do nosso ponto de vista”, diz Delfim, “a melhor explicação para o fato é a que tem sido trabalhada e promovida há muito tempo, entre outros, pelo ilustre professor Yoshiaki Nakano: continuamos a praticar as regras operacionais que, também em ‘legítima defesa’, inventamos no período de hiperinflação e que foram funcionais naquele momento. Para começar a desmontá-las precisamos *reduzir o financiamento da dívida pública com títulos remunerados à taxa Selic*, exatamente o objetivo perseguido pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). É preciso criar condições e estímulos para que o mercado reduza em seu portfólio os papéis remunerados pela taxa Selic, o que será muito positivo, inclusive, para aumentar a potência da política monetária convencional”.

A notícia mais importante do Plano Anual de Financiamento (PAF) da STN para 2011, é que existe tal possibilidade durante o atual mandato da presidente Dilma Rousseff: 80% da dívida remunerada em Selic vence entre 2011 e 2014. Como afirma a STN, o ajustamento será lento, cauteloso e oportunístico, refletindo o “desenvolvimento do mercado financeiro”. O fundamental é saber que a janela está aí e que o seu aproveitamento depende, apenas, de forte coordenação entre seguro esforço fiscal e fina política monetária que deem musculatura à STN para fechá-la.

## **2.2 Refém da Dívida**

José Luis Oreiro e Luiz Fernando de Paula (*A escolha de Sofia?*, Valor, 24/06/2011) afirmam que o fato da taxa real de juros de curto prazo no Brasil ser muito alta para os padrões internacionais não tem nada a haver com a alegada escassez de poupança doméstica, mas sim com a forma de rolagem da dívida pública brasileira herdada do período de inflação alta. “A razão fundamental para a persistência de juro real tão elevado deve-se, em parte, ao fato de que nosso país é o único no mundo onde o mercado monetário e o mercado de dívida pública estão conectados por intermédio das chamadas Letras Financeiras do Tesouro, a ‘jabuticaba’ brasileira, as quais respondem por cerca de 35% da dívida federal. A existência desses títulos faz com que a taxa de juros que a autoridade monetária

utiliza para colocar a inflação dentro da meta definida pelo CMN seja a mesma taxa de juros que o Tesouro paga por fração considerável da dívida pública”.

Como a mesma taxa de juros Selic precisa desempenhar duas funções, segue-se que, segundo Oreiro e Paula, “a função de instrumento de política monetária acaba sendo contaminada pela função de rolagem da dívida pública federal, e vice-versa. Nesse contexto, a fragilidade ainda remanescente das contas públicas brasileiras acaba por fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja ‘excessivamente alta’, sendo transmitida, por arbitragem, para as operações normais de política monetária. Alternativamente, o comportamento da política monetária (com viés de alta na taxa de juros) igualmente pode contaminar a rolagem da dívida pública”.

Na realidade, parece-me que, no regime de meta inflacionária adotado, a contaminação ocorre apenas nesse último sentido, em contexto de excesso de liquidez que perdura desde o final de 2002, devido à predominância dos fatores expansionistas da base monetária, principalmente, operações do setor externo e resgates de títulos. O Banco Central do Brasil atua, desde então, com operações compromissadas e leilões *go around* justamente para colocar a Selic-mercado no patamar da Selic-meta estabelecida pelo COPOM. *Se não fosse essa atuação contracionista diária por parte da autoridade monetária, o “preço do dinheiro” cairia no mercado financeiro brasileiro.*

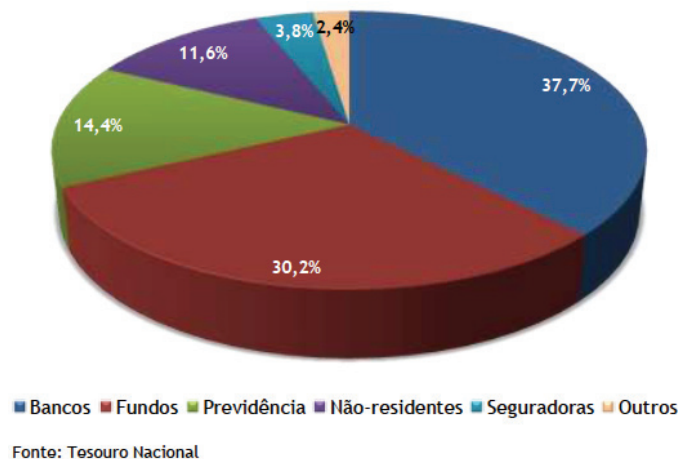
Há expressivos déficits públicos nominais (3,3% do PIB em 2009 e 2,6% do PIB em 2010), já que o pagamento dos juros nominais da dívida (5,4% do PIB em 2009 e 5,3% em 2010) superam o superávit primário (3,3% do PIB em 2009 e 2,6% em 2010). Embora as receitas líquidas do governo não sejam capazes de cobrir a totalidade das despesas de juros, ao contrário do que Oreiro e Paula afirmam, *isso não eleva o risco de financiamento do Tesouro.* Não concordo com o argumento de que isso “aumenta o poder de mercado dos compradores de títulos, os quais podem exigir taxas de juros mais altas para a colocação dos papéis do governo”.

Na verdade, os grandes carregadores dos títulos de dívida pública, desde 2002, são agentes públicos, seja nas carteiras próprias dos bancos federais, seja em fundos sociais. Os outros carregadores relevantes são “Administradores de Recursos de Terceiros”. Logo, as tesourarias de bancos que operam como *dealers*, inclusive dos

*Assets Managements*, não barganham taxas para os clientes de Fundos de Investimento Financeiro da forma sugerida, isto é, colocando o Tesouro Nacional como refém do mercado. Basta ver quantas vezes os leilões primários de títulos públicos foram cancelados por conta de ausência de compradores: poucas, não?

Em poucas palavras, ao contrário da hipótese de Yoshiaki Nakano, adotada por Delfim Netto, Oreiro e Paula, Demian Fiocca, entre outros, *o juro no Brasil não é elevado em função da dívida pública corrigida por Selic*. Além de apenas 30,8% da composição do estoque da Dívida Pública Federal, em dezembro de 2010, ser em LFT pós-fixado por Selic, a base de investidores da dívida interna não teria alternativas mais seguras que o risco soberano dos títulos públicos para colocar o dinheiro sobrando. Haveria fuga de capitais para o exterior e/ou o mercado paralelo de dólar?!

Base de Investidores da Dívida Interna - DPMFi (Dez 2010)



No caso de reservas bancárias, não há demanda de crédito no Brasil com potencial para absorver, além da atual relação crédito / PIB (47,2% em junho de 2011), que dobrou nos últimos oito anos, dinheiro equivalente a 44,5% do PIB no mesmo mês, aplicado em carregamento de dívida pública, sem inflar uma bolha de crédito e gerar o risco sistêmico de sua explosão. Saldo total superior a 90% do PIB é financiado no mercado financeiro brasileiro: como se pode supor escassez de *funding*?! Cresceu em mais de 10 pontos percentuais de PIB, que, por sua vez, se expandiu...

Em junho de 2011, os saldos em fim de período dos meios de pagamento restritos (M1) eram em torno de R\$ 251 bilhões em papel-moeda em poder do público e depósitos a vista, mais R\$ 389 bilhões em depósitos de poupança, R\$ 805 bilhões em depósitos a prazo, R\$ 1,2 trilhão em quotas de fundos de investimento, R\$ 60 bilhões em operações compromissadas com títulos federais, R\$ 600 bilhões em títulos públicos de detentores não financeiros, ou seja, os haveres financeiros (M4) totalizavam R\$ 3,3 trilhões, 90% do PIB brasileiro estimado em R\$ 3,675 trilhões! Isto sem considerar, diretamente, o *funding* potencial a ser gerado por outros investidores institucionais, como fundos de pensão e fundos sociais. Quem, então, sente carência de “poupança”? Apenas os economistas que acham que ela se contrapõe ao crescimento “excessivo” da demanda agregada...

Pelo menos para economistas desenvolvimentistas pós-keynesianos, o que deve importar é o *funding*, isto é, a capacidade de geração dos fundos que permitem às empresas reembolsar as dívidas tomadas junto aos bancos, e que elas obtêm vendendo, seja bens, seja títulos. Sabendo que podem consolidar suas dívidas de curto prazo (*finance*) por meio de emissão de títulos em prazo e condições satisfatórias (*funding*), elas se animam a alavancar suas atividades – e rentabilidade. Em outras palavras, o relevante para as decisões de gastos ampliados, seja em investimento, seja em consumo, é a capacidade de tomar crédito e não a “poupança”.

Um comentário à crítica (correta à primeira vista) de Oreiro e Paula à premissa de Pessoa e Nakane de que “*não existe substituição de poupança doméstica por poupança externa*”. Eles acabam incorporando a ortodoxia convencional dos criticados. “Isso porque apreciação da taxa real de câmbio induz aumento do salário real e da participação dos salários na renda. Como a propensão a consumir a partir dos salários é maior do que a propensão a consumir a partir dos lucros, segue-se que apreciação da taxa real de câmbio irá produzir redução da taxa de poupança doméstica, anulando total ou parcialmente o efeito do aumento da poupança externa sobre a poupança agregada da economia”. Nesse caso, os pós-keynesianos se tornam pré-keynesianos: aumento de salário provoca queda de poupança!

### **2.3 Três Pilares da Política Econômica Pós-keynesiana**

Estratégia de estabilização da inflação que minimizasse efeitos negativos sobre o crescimento, para Fernando J. Cardim de Carvalho (*A inflação e o Crescimento*, Valor, 20/06/2011), deveria se apoiar em *três pilares*. Não são tão distintos dos usuais.

Com relação à **política monetária**, sugere a adoção dos instrumentos que hoje se chamam de macroprudenciais como “tetos de crédito”, especialmente quando incorporados em valores de prestações mais altas. O *acionamento de crédito*, em geral, tem o efeito contracionista que se deseja, no controle do consumo, quando se quer reduzir a inflação, mas sem os efeitos negativos da elevação da taxa de juros.

Carvalho se soma ao bloco de economistas que adotam “a hipótese de Nakano”: *o aumento da eficácia da política monetária depende da eliminação das formas de indexação que sobreviveram ao Plano Real*. Aqui se incluem desde a indexação de contratos de várias naturezas, inclusive de tarifas por serviços públicos privatizados, a formas de remuneração. A indexação formal deve ser permitida somente para contratos de duração realmente longa, como em certos tipos de títulos públicos demandados por entidades como fundos de pensão.

Como bom defensor da tradição fiscalista do keynesianismo, Carvalho acha que “deveria caber à **política fiscal** a principal responsabilidade pela regulação da demanda agregada”.

O terceiro pilar diz respeito ao câmbio, cuja política deve ser indireta via **controles de capitais** como *instrumentos de regulação financeira*. Eles buscam conter externalidades negativas resultantes da entrada ou saída excessiva de moeda estrangeira. “Com contas de capitais abertas como são, na prática, as brasileiras, transações com ativos financeiros são um determinante muito mais importante das taxas de câmbio do que as transações comerciais”.

#### **2.4 Política Econômica Processual**

Octavio de Barros (*Equilíbrio Macro: Em Busca da Perplexidade Perdida*, Valor, 29/06/2011) salienta ser favorável à continuidade da terapia lenta, gradual e segura, enfim, processual: “na minha modesta opinião, só nos resta seguir trabalhando muito sério em todas as frentes, incluindo o fiscal, de forma que, subitamente, nos depararemos em algum momento com a convergência das taxas de juros no Brasil para patamares que serão considerados civilizados. Atalhos? Nem ousa, sobretudo para quem acredita piamente como eu que a moeda é uma construção institucional que requer um desenho permanente de incentivos para que seja legitimada socialmente”.

Não deixa, porém, de questionar algumas das teses mais frequentes sobre os juros altos no Brasil. Chama a atenção para a fragilidade da maior parte das explicações sobre o tema. Barros utiliza sempre o método comparativo, seja entre países, seja entre períodos, para se contrapor aos argumentos: não há correlações similares entre altíssima taxa de juros e quaisquer variáveis nos outros lugares ou em outros tempos.

Ele também analisa “*o argumento da excessiva indexação da dívida pública*”, que lhe parece bastante robusto, ainda que esteja longe de ser questão pacificada. A dívida indexada à Selic e o implacável parâmetro do CDI trazem para o curto prazo um custo que deveria ser apenas da dívida de longo prazo.

Mesmo que essa hipótese não se desdobre em defesa de tese irrefutável, nesse debate lhe surpreende que “os seus ídolos economistas que, no passado, foram criticados por descobrirem a pólvora da moeda indexada quando a corrente majoritária insistia que o problema central da superinflação era o desequilíbrio fiscal, hoje desqualificam, os que veem no tema da indexação da dívida pública um elemento forte para, modestamente, ajudar a explicar os juros elevados no Brasil”. Está, obviamente, se referindo a André Lara Resende. Ora, para Barros, “essa questão, no mínimo, merece profunda reflexão.”

## **2.5 Agenda de Crescimento**

Apesar da advertência de praxe – “as opiniões contidas neste artigo não representam a visão do Ministério da Fazenda” -, Márcio Holland (*A Política Econômica e a Divina Coincidência*, Valor, 28/06/2011) está ocupando o cargo de Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda. Ninguém é politicamente ingênuo de não ler seu artigo como a resposta às críticas realizadas nesse série de artigos sobre a condução da política econômica do Ministério da Fazenda.

Ele engrossa o coro daqueles que acreditam que algumas ideias aparentemente consensuais em matéria de política monetária deveriam ser revistas após a crise. Primeiro, deveria ser revista a ideia quase obcecada de inflação estável e baixa como mandato primário, senão exclusivo, do Banco Central, em nome de zeragem do hiato do produto, isto é, a diferença entre o produto potencial e o produto observado. Quando se iguala a zero, supostamente, a inflação se encontra

em nível desejável. Essa convergência, também conhecida como “*divina coincidência*” (daí o título do artigo), é artifício amplamente usado para calibrar a taxa de juros.

O segundo princípio econômico que deveria ser revisto, segundo o SPE, está associado com a *política monetária sob baixas taxas de inflação*. Em sua opinião, “ficou evidente, pelas experiências [internacionais] recentes, que não se pode também desejar e perseguir níveis muito baixos de inflação, por longo período de tempo, mantendo as taxas reais de juros persistentemente baixas”.

Terceiro princípio econômico que deveria ser revisto seria a *regra de “um instrumento, uma meta”*. Segundo ele, “a teoria da política monetária [existe?] precisa dar respostas reais a problemas reais. Como tal, regulações micro e macroprudenciais financeiras aparecem como complemento importante na política monetária. Seu uso combinado com taxas de juros leva aos mesmos resultados sobre a inflação desejada que o uso exclusivo da taxa de juros, mas com imensas vantagens. *Primeiro*, a taxa de sacrifício - medida pela queda no produto ou aumento na taxa de desemprego - é bem menor quando se deseja reduzir taxas de inflação. *Segundo*, esse novo arranjo de política monetária aumenta a potência da própria taxa de juros com instrumento de controle de preços. *Por fim*, ao reduzir o grau de alavancagem e volatilidades nos mercados financeiros com mais estabilidade nas operações de crédito, evita a formação de bolhas, especialmente em mercados financeiros e em setores intensivos em crédito, como no mercado imobiliário, entre outros”.

Holland sugere que “para Banco Central que se preocupa com estabilidade do sistema financeiro doméstico, o uso complementar de medidas micro e macroprudenciais é mais apropriado do que a aplicação exclusiva de **Regra de Taylor** padrão, a regra que diz que pressões inflacionárias devem ser respondidas com altas nas taxas reais de juros de curto prazo”.

No entanto, ele ressalva que “mesmo os melhores modelos e indicadores antecedentes de bolhas em preços de ativos são imperfeitos, o que dificulta, em muito, a formalização de nova regra monetária expandida para contemplar não somente a taxa de juros, o produto potencial, e a inflação, mas também os preços de ativos”. A conclusão metodológica clássica é a de que “política monetária terá sempre elementos de Arte [de tomada de decisões práticas] assim como de Ciência [abstrata]”.



O Secretário de Política Econômica argumenta que, no Governo Lula, “gradualmente, a taxa de juros convergia para níveis praticados nas principais economias mundiais. A crise financeira de 2008 interrompeu temporariamente este processo”.

Para o Brasil de hoje, observando o debate nacional, segundo Holland, temos duas alternativas. “O **caminho convencional**, seguindo o receituário tradicional de política econômica como se nada tivesse mudado. Manter orientações de política conforme os modelos teóricos de sempre, sob regras supostamente ótimas de política monetária, e crença na ‘divina coincidência’. Ou pensar a realidade a partir de mudanças significativas em curso nas economias mundiais, assim como as transformações já verificadas no mercado doméstico, e construir uma **agenda de crescimento** sustentado na expansão do investimento, na melhoria da qualidade de políticas públicas e da educação, no adensamento de cadeias produtivas com promoção da competitividade via inovação tecnológica, entre outros. Incentivos à ampliação e alongamento da poupança de famílias e governo, promoção do mercado de crédito privado de longo prazo, e um sistema de formação de preços e salários mais flexíveis devem fazer parte desta agenda”.

Com a prioridade dada a essa “agenda de crescimento”, face à “agenda da estabilização”, considerada prioritária pelos “Liberais Ortodoxos Oposicionistas” que sofrem dos problemas psíquicos que tomam a forma de delírio sistematizado contra o que julgam ser *a permanente ameaça inflacionária*, justifica-se que esse economista deve ser classificado entre os “Desenvolvimentistas Heterodoxos Situacionistas”. A paranoia destes, mais branda que aquela, engloba sobretudo as formas crônicas de delírios de relação, ciúmes e perseguição, a chamada *esquizofrenia do crescimento permanente*.

## 2.6. Determinantes na Finança Global

Quanto ao tema solicitado, isto é, a relação entre câmbio, juro e inflação, Luiz Gonzaga Belluzzo (*Finança Global e a Miséria da Macroeconomia*, Valor, 22/06/2011) trata-o, sinteticamente, em uma frase, pois sua abordagem é contextual, enfatizando os determinantes externos da política econômica brasileira. “O choque de preços de alimentos e energia que ora sacode o planeta, bem como sua generalização,

promovida pelo aquecimento da demanda doméstica, suscitou nova rodada de elevação dos juros básicos e revigorou a valorização da moeda nacional”.

Sanciona algumas ideias que tem aparecido no debate nacional. “A economia brasileira tem revelado a alta sensibilidade dos preços dos bens comercializáveis a choques externos. Ademais, as tarifas dos serviços públicos e o mercado financeiro estão contaminados pela indexação. A dinâmica da dívida pública acusa imediatamente os efeitos da elevação das taxas de juros, por conta da indexação dos títulos à Selic. Essa é a dimensão perversa da ‘memória inflacionária’, embora confortável para os chefes de tesouraria, é negativa para o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico”.

Belluzzo finaliza seu artigo validando parte da política econômica adotada pelo Governo Dilma, mas deixando implícita a necessidade de certo controle de capitais. “Uma economia de moeda não conversível e com indexação financeira está submetida a severos constrangimentos: a estabilização da trajetória da dívida exige, em tais condições, a obtenção superávits fiscais. Poucos discordam da necessidade imperiosa, neste momento, da coordenação entre as políticas fiscal, monetária e de crédito com o propósito de fazer a inflação regredir para o centro da meta. Mas, a economia emergente ‘bola da vez’ está indefesa diante do livre ingresso de capitais. Nessa toada, o otimismo dos mercados erige desequilíbrios perigosos nos balanços de empresas, bancos, governos e famílias”.

## 2.7. Coda

*Coda* é seção conclusiva de uma composição musical que serve de arremate à peça. No caso deste Texto para Discussão, dedicaremos essa “cauda” à análise da hipótese levantada por Yoshiaki Nakano, meu ex-professor de Economia Política no Mestrado do IE-UNICAMP, em 1975, e atual diretor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas - FGV/EESP. Ele escreveu artigo, “*Para aprimorar o sistema de metas*” (Valor, 16/03/2011), que se tornou referência para renomados economistas desenvolvimentistas no debate resenhado sobre *Câmbio, Juro e Inflação*.

Lançou duas questões para debate. “Por que pagar prêmios de liquidez em aplicações de *overnight* e com garantia de recompra, portanto, operações em que o Banco Central garante liquidez, tornando a taxa básica de juros tão elevada? Será que

a credibilidade do Banco Central é tão baixa que tem que pagar aos seus credores tão elevado prêmio de risco?”

Estou de acordo com o questionamento, se as questões se resumem a indagar: *por que não tatear, baixando gradualmente o patamar da taxa de juros básica?* Entretanto, elas foram entendidas por renomados economistas heterodoxos como proposta de eliminação da Selic, isto é, a remuneração pós fixada! Quanto a isso, faço em seguida meus comentários.

Evidentemente, acabar com LFTs pós fixadas, ou seja, títulos financeiros indexados à taxa diária de juros, e o Banco Central do Brasil deixar de colocar, nas aplicações de *overnight* (ou compromissadas), a Selic-mercado no mesmo nível da Selic-meta, são medidas mais fáceis de se propor do que se fazer. A Selic é também a taxa de juros acumulada no longo prazo que o Tesouro Nacional se dispõe a pagar para os seus títulos LFT, remunerando os investidores com prêmio de risco pelo abandono da liquidez. Nakano, um dos formuladores da Teoria da Inflação Inercial, sabe muito bem a dificuldade de se combater qualquer indexação, mesmo que seja apenas prática costumeira.

Instituições ou padrões de comportamento são muito difíceis de se extirpar. Anos depois de implantadas, ultrapassadas suas causas primárias, já envelhecidas e esclerosadas, criaram defensores que não a deixam “morrer de morte natural”. Criaram-se interesses enraizados no estoque de títulos de dívida pública pós-fixados (LFT) que levam seus possuidores (em carteiras próprias ou carteiras de fundos com recursos de terceiros) a defendê-las com “unhas e dentes”! Esses títulos financeiros tem grande valor de mercado.

O Tesouro Nacional, através de sua Subsecretaria de Dívida Pública, que fez excelente serviço ao desdolarizá-la, a partir de 2003, isto é, reduzindo para 5% os títulos de dívida pública com correção cambial, prefixando-a em cerca de 37% do estoque, via colocação gradual de LTNs (Letras do Tesouro Nacional), colocando 27% dos títulos com índices de preços (NTN-B), poderia repetir seu empenho para eliminar 31% dela em títulos financeiros pós-fixados (LFTs)? Acho bem mais complicado, por causa do *risco de variações da taxa de juros em curto prazo, a Selic, de acordo com o regime de metas inflacionárias.*

Talvez seja o caso de, antes, abandonar a **regra de Taylor**: se subir a taxa de inflação, em seguida subirá a taxa de juros; descerá esta logo que descer aquela. “*Uma meta, um instrumento*”, máxima do regime de meta inflacionária, provavelmente foi inspirada na **regra de Tinbergen**: “a condição necessária, mas não suficiente, para que política econômica seja eficaz, é que exista tanto instrumentos independentes quanto objetivos a atender”. Agindo como engenheiros que oneram alicerces com excesso de aço sem se importar com custos, para “se garantir”, diretores de Banco Central facilitam sua tarefa colocando arma superpoderosa, a taxa de juros, para alvejar apenas uma meta, a taxa de inflação.

Costumam também apelar para a **regra de Mundell**, aquela outra regra de manual que “sugere a atribuição de cada instrumento à perseguição do objetivo para o qual ele tem a eficácia relativa mais forte”. Argumentam, usualmente, que “seria mais conveniente atribuir à política monetária a busca do equilíbrio externo e à política fiscal a busca do equilíbrio interno”. Mas, dizem, “como o Ministério da Fazenda não segue essa regra, o Banco Central acaba cuidando isoladamente da inflação”. E o outro sintoma de equilíbrio interno, o pleno emprego? Ah, isso não é problema dele, embora seja do Federal Reserve...

Qual é o problema na adoção de apenas títulos de dívida pública prefixados? Aumentar o risco sistêmico. Na realidade, os bancos, como quaisquer agentes racionais, privilegiam sempre a maximização da rentabilidade patrimonial. *Possuem preferência pela rentabilidade e não pela liquidez*. A função básica deles é justamente fazer *alavancagem financeira*, inclusive descolando prazos e indexadores de ativos e passivos. A aversão ao risco não os impede de carregar posições em títulos de dívida pública e empréstimos muitas vezes superiores ao patrimônio líquido.

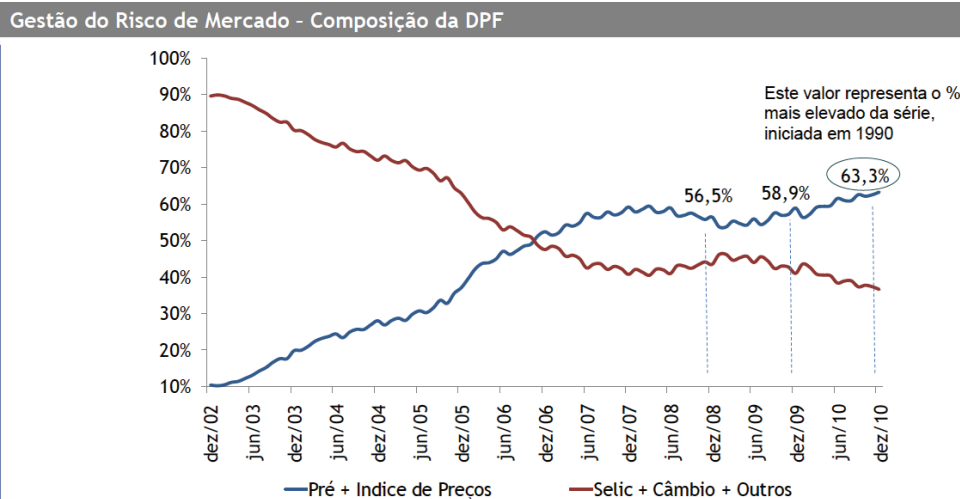
Quando se firma a *tendência de declínio da taxa de juros*, a expectativa predominante passa a ser que os juros no presente estão em nível acima do que estarão no futuro. Nesta situação, a atitude racional maximizadora da rentabilidade é os bancos alongarem o prazo de suas carteiras de ativos com taxas prefixadas e encurtarem o prazo de sua captações pós fixadas. Assim, estarão sempre renovando a captação à taxa de juros cada vez mais baixa e ampliando seu *spread* – diferença entre a taxa recebida e a taxa paga. Isso não significa nenhuma “queda na preferência pela liquidez dos bancos”, mas simplesmente maximizar o lucro.

Vice-versa, quando se caracteriza a *tendência de elevação na taxa de juros*, a expectativa é que os juros no presente estão abaixo do que estarão no futuro. Assim, a atitude que maximiza a rentabilidade é os bancos encurtarem o prazo de carteiras com ativos pós fixados e alongarem o prazo de sua captações prefixadas. Dessa forma, estarão sempre fazendo reinvestimentos à taxa de juros cada vez mais alta e ampliando seu *spread*. Não há nenhuma “elevação na preferência pela liquidez dos bancos”, mas sim a permanência na busca da rentabilidade máxima.

No entanto, ao contrário da gestão do risco realizada pelo Tesouro Nacional (ver quadro abaixo), para os bancos, é maior o risco nos investimentos em títulos financeiros prefixados em prazo maior, como no caso das LTNs. Caso os juros revertam a tendência de queda, e as novas emissões de mesmo prazo passem a pagar mais, as LTNs nos quais se aplicou antes deixarão de ter compradores, no mercado secundário, pois estarão pagando juro inferior ao vigente, naquele momento, no restante do mercado. Os bancos, para não manterem esse custo de oportunidade, só conseguirão se desfazer deles oferecendo algum deságio. Caso contrário, arriscam-se a ter prejuízo caso o custo de refinanciamento no curto prazo ultrapasse o deságio obtido no leilão primário em que essas LTNs foram adquiridas.

Para limitarem as perdas em níveis razoáveis, os bancos acabam vendendo os papéis desvalorizados no mercado secundário. Ou, então, o Tesouro Nacional os resgata. Se eles ficarem com os papéis, a “marcação a mercado” os obriga a fazer provisões para perdas, diminuindo o lucro e o patrimônio líquido. O pânico surge no mercado, inclusive porque passa a haver mais vendedores do que compradores. Os preços dos títulos financeiros despencam. Por isso, o mercado interbancário fica “travado”, depois de súbita inflexão na tendência da taxa de juros.

Portanto, não se pode dar nenhum “solução” na condução da política monetária. Deve-se manter firme a tendência da taxa de juros, evitando, quanto possível, a volatilidade dessa taxa, ou seja, suas flutuações de curto prazo. Se for revertê-la, é necessário a Ata do COPOM, como medida preventiva, sinalizar ao mercado a possibilidade de alteração do viés de baixa para o de alta. O susto romperia com o estado de confiança dos carregadores da dívida pública.



As operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais são operações de curtíssimo prazo utilizadas pelos gestores como reserva de liquidez para atendimento de resgates ou para esperar o melhor momento para a compra de títulos no mercado. Por exemplo, enquanto se aguarda o leilão de títulos do Tesouro Nacional ou a divulgação de algum índice ou taxa de juros que possa influenciar o comportamento dos preços. Quando o mercado passa por momentos de estresse, como súbita elevação dos deságios das LFT e volatilidade nos preços dos títulos financeiros, os gestores, para reduzir a volatilidade dos fundos, passam a aplicar uma maior parcela em operações compromissadas de um dia, reduzindo o prazo médio das carteiras e, conseqüentemente, o risco.

De um lado, as operações compromissadas servem para alocar o excesso de liquidez do mercado, evitando com que ele pressione a taxa de juros Selic-mercado para abaixo da Selic-meta, e para cima os preços dos ativos. De outro, facilitam o enxugamento do excesso de liquidez, quando o saldo de reservas bancárias excede o estoque de títulos em carteiras próprias dos bancos. Nessa condição de “mercado sobre-vendido”, a autoridade monetária consegue colocar a Selic-mercado no nível da Selic-meta. *Paga pelo dinheiro o que deseja.*

Os balanços de grandes bancos revelam que a maioria é composta por *tomadores* de volume de recursos bem superior ao que os bancos *doadores* oferecem em operações compromissadas. Como o saldo líquido de recursos *tomados* pelos bancos é inferior ao valor *doador*, principalmente, pelos fundos mútuos de

investimento, verifica-se que o Banco Central cumpri, então, seu papel de enxugar o restante de liquidez que sobra no mercado de dinheiro. Como exposto, considerando-se a larga predominância de fatores expansionistas da base monetária, principalmente ligados às operações do setor externo, se não fizesse isso, a taxa de juros média diária (Selic-mercado) cairia bem abaixo da Selic-meta.

Essa atuação do Banco Central limita as condições de baratear, mesmo em condições de excessiva liquidez, o custo do *funding*, para possibilitar a redução das taxas de juros dos empréstimos com recursos livres. Tais esforços diários para manter a média de juros próxima da meta SELIC, de acordo com o regime de metas de inflação, evitam também a queda da taxa de juros de referência para a captação de depósitos a prazo e outros títulos financeiros pós-fixados como percentual de CDI.

*Radicalmente, então, o caso não seria de aprimorar, mas sim de revogar o sistema de metas!* Mas para se fazer isso é necessário antes controlar a inflação. Depois, talvez se conseguisse, gradualmente, implementar as mudanças institucionais propostas por Yoshiaki Nakano e acatadas por renomados economistas desenvolvimentistas.

Indicadores	dez/07	dez/08	dez/09	dez/10
<b>Estoque da DPF em mercado (R\$ bi)</b>	1.333,8	1.397,3	1.497,7	1.694,0
<b>Composição do Estoque da DPF</b>				
Prefixado (%)	35,1	29,9	32,2	36,6
Índice de Preços (%)	24,1	26,6	26,7	26,6
Selic (%)	30,7	32,4	33,4	30,8
Câmbio (%)	8,2	9,7	6,6	5,1
TR e outros (%)	1,9	1,4	1,1	0,8
<b>Estrutura de Vencimentos</b>				
Prazo Médio (anos)	3,3	3,5	3,5	3,5
% vincendo em 12 meses	28,2	25,4	23,6	23,9

Uma última observação: as LTN prefixadas alcançam no máximo prazos de 6, 12, 24 e 36 meses, enquanto as NTN-F podem ter vencimentos de 5 e 10 anos. Já os

títulos pós fixados, remunerados pela Taxa Selic (LFT), tem prazo médio de emissão superior ao prazo médio da Dívida Pública Federal (DPF), observado ao final de 2010, isto é, em torno de 3,5 anos. Logo, também por esse motivo, não é prudente abrir mão deste instrumento de alongamento da dívida pública mobiliária.

## Conclusão

À guisa de conclusão, listaremos quais são as poucas ideias apresentadas por renomados economistas brasileiros ortodoxos no debate sobre câmbio, juro e inflação. A ortodoxia baseou suas análises em modelos abstratos encontrados em livros-textos de Macroeconomia. Por fim, restringiremos nossa análise à proposta de reforma financeira – eliminação da LFT (Letra Financeira do Tesouro), título de dívida pública com juros pós fixados – que economistas desenvolvimentistas estão adotando sem maior reflexão.

Como visto, vários debatedores colocam como origem do problema da elevada taxa de juros brasileira o *baixo nível de poupança doméstica*. A inovação de Pessoa e Nakane está no fato de que a baixa poupança nacional é explicada pela generosidade do Estado de Bem-Estar Social, consolidado na Constituição Federal e em políticas previdenciárias e sociais. Como prescrição reacionária, profundas reformas políticas, alterações nos interesses sociais e nos incentivos deveriam ser levadas a cabo para o País experimentar baixas taxas reais de juros. Holland ironiza: “é como se o modelo teórico concluísse que toda a realidade brasileira está errada, não o modelo”.

Em meus manuais, seja o livro *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*, seja o *Economia em 10 Lições*, encontram-se a crítica à **tese da escassez da poupança** e à tradicional **abordagem do balanço de pagamentos pelo enfoque da absorção**, sustentáculo teórico para as políticas de estabilização impostas pelo Fundo Monetário Internacional nos anos 90s, e que continua sendo adotada para justificar a eterna proposição de “cortar gasto público”. Neles, são apresentadas também o **processo cumulativo de Knut Wicksell** e o famoso “trilema” que condiciona o exercício da **política econômica em economia aberta**, isto é, as relações que existem entre o grau de mobilidade de capitais, os regimes da taxa de câmbio e a autonomia monetária de cada país. Para não ser aqui redundante, remeto o leitor interessado à leitura desses livros.



Esse debate entre renomados economistas brasileiros sobre câmbio, juro e inflação também se relaciona à velha polêmica sobre **a adoção de regras ou ação discricionária na condução da política monetária**. Na controvérsia contemporânea, estende-se o arbítrio da equipe econômica também à intervenção no mercado cambial, “sujando as flutuações da taxa de câmbio”. Nesse novo século, superada a antiga posição monetarista de que o instrumento ideal para o exercício da política monetária seria o controle estrito da oferta da moeda, adotou-se o regime de meta de inflação como metáfora para a antiga prática dos Bancos Centrais de fixação da taxa de juros.

O problema é que o “modelo da gangorra” – subiu a taxa de inflação, sobe em seguida a taxa de juros –, em que se baseia o **regime de meta de inflação**, ficou extremamente simplista para lidar, em situação de plena abertura comercial e financeira, com taxa de câmbio supostamente de livre flutuação. A paridade entre taxas de juros internacional e interna é determinante fundamental da taxa de câmbio, assim com o saldo do balanço de transações correntes e a paridade entre poder de compra de moedas, isto sem falar na especulação de investidores. Em última análise, nas finanças mundiais contemporâneas, não existe mercado de câmbio livre.

A discussão realista gira então em torno de qual patamar da taxa de câmbio se intervém, direta (via aquisição de reservas) ou indiretamente (via taxa de juros básica). *Não há como não tatear, pois as três variáveis em debate – câmbio, juro e inflação – tem suas taxas estabelecidas de maneira interdependente.* É difícil classificar alguma dela como antecedente e as demais como consequentes sem partir de postulados ou premissas não passíveis de demonstração.

Para complicar ainda mais o debate, todas essas taxas ou “preços-chave” são também indexadores do estoque de títulos de dívida pública brasileira. No governo neoliberal, a dolarização dessa dívida interna era oferecida como contrapartida da desnacionalização da economia brasileira. As empresas estrangeiras, especialmente os bancos, recebiam através dos títulos cambiais a oportunidade de fazer o *hedge* necessário para apresentar seus balanços aos acionistas na matriz – e evitar o repatriamento (ou fuga) de capital durante as crises asiática, russa, brasileira e argentina. Com a mudança de regime monetário, passando de banda cambial para câmbio flexível, seguida de *overshooting* cambial, explodiram não só os índices de preços como também as taxas de juros pós fixadas. Não é de se estranhar que

renomados economistas brasileiros, responsáveis por “barbeiragens” nessa transição, não cometeram o “ato falho” de trazer a debate essa triste memória.

Mas daí não podem ignorar a já longa tradição dos juros pós fixados e fingir que “não é com eles o problema”. Na verdade, a LFT (Letra Financeira do Tesouro) é descendente direta da LBC (Letra do Banco Central), cria dos renomados Mendonça de Barros e Lara Resende, quando ambos se orgulhavam ser considerados “pais do Cruzado”. Essa pobre órfã pós fixada nasceu em 1986 e, logo, cresceu muito mais que sua irmã mais velha prefixada, a LTN (Letra do Tesouro Nacional). Esta apenas retomou espaço no estoque da dívida pública devido à administração dos não renomados (e sempre ironizados) economistas petistas. Há que reconhecer o mérito da prefixação e desdolarização gradativa da dívida interna, mas cabe assassinar sumariamente o rebento pós fixado?

Temo pelo infanticídio como sacrifício (ou “oferenda” ao divino Banco Central) para baixar o elevado juro brasileiro. A “hipótese do Nakano” exige muito mais exames práticos para ser defendida como “tese irrefutável”.

Lembremos a origem da ameaçada LFT. A estratégia inicial da diretoria do Banco Central do Brasil, que assumiu em agosto de 1985, foi de enfrentar, logo, o problema dos fluxos de pagamento da dívida pública. O custo de girar todo seu estoque no *overnight*, pagando certo “*spread* de risco” para as instituições financeiras que o carregavam, foi diagnosticado como acima do necessário. Limitava também a flexibilidade da política de juro, colocando determinado teto em sua elevação, para não esmagar a margem de lucro dos carregadores e impor a ameaça de risco sistêmico. Caso algum carregador quebrasse, qual seria o custo de manter os demais?

Assim, buscou-se minimizar os ganhos das instituições financeiras no carregamento de títulos de dívida pública. Almejava-se diminuir o “prêmio de risco” pela eventual inadequação do prazo de permanência de liquidez, objeto de decisões de investidores, com o longo prazo de vencimento dos títulos financeiros que lastreavam, cujos tomadores finais eram as próprias instituições financeiras. Através de giro a custo mais baixo também se minimizaria o custo da dívida para o Tesouro Nacional. Portanto, com a criação de títulos pós fixados, o Banco Central do Brasil incorporou para si (e em última instância para o Tesouro Nacional) o “*spread* de risco” que anteriormente garantia aos tomadores finais desses títulos financeiros.

A criação de novos papéis pós fixados, como os descendentes da LBC, permitiu menor remuneração para as “sobras de caixa” dos investidores, cativas do “over”. As carteiras de títulos financeiros pós fixados não possuem o risco de elevação do custo de carregamento acima das taxas de colocação primária ou deságios estabelecidos nos leilões dos títulos de dívida pública. Isto porque sua rentabilidade é fixada *ex-post* pela taxa de *overnight* média, acumulada no prazo de vencimento, permitindo, portanto, a flutuação de juro no curto prazo sem provocar nem ganhos extraordinários, nem riscos de quebra.

O deságio constitui, então, certa “folga” que os bancos ou os fundos tem para carregar suas carteiras, captando recursos de terceiros e remunerando-os também na base da taxa média de mercado, ou melhor, tentando obter custo de captação para financiar suas posições abaixo da taxa média de mercado, a chamada “Selic-mercado”. Como essas carteiras próprias de títulos são expressivas, em termos de bilhões de reais, pequeno diferencial em percentuais pode representar bons lucros ou significativos custos de oportunidade para as empresas financeiras que carregam os títulos de dívida pública.

No entanto, hoje, os renomados economistas argumentam que, na maior parte do mundo, a dívida pública é prefixada e de longo prazo. Os bancos são grandes detentores de dívida pública e sofrem perdas quando os juros sobem. Essa perda de capital deixa os bancos mais cautelosos. Eles então alteram suas políticas, no sentido de conter a oferta de crédito. No Brasil, porém, cerca de 30% da dívida pública é indexada aos juros de curto prazo. Assim, os ganhos ou perdas de capital dos bancos são menos relevantes, pois são parcialmente compensados (ou “*hedgeados*”, sic) e não alteram a oferta de crédito na mesma intensidade.

Então, os “novos financistas” acham que deveria funcionar da seguinte maneira. O Banco Central muda os juros de curto prazo; o mercado corrige as taxas de longo prazo na mesma direção; estes provocam ganhos ou perdas de capital; que influenciam a política bancária; que altera a oferta de crédito; que afeta a demanda agregada; que influencia a inflação. Esse automatismo nem sempre, nem em todos os lugares, assim funciona. A recém louvada higidez do setor bancário brasileiro pode ser afetada com a imposição de risco, e o enorme esforço para retomada da concessão de crédito no Brasil pode ser abortado ou substituído por racionamento contumaz.

Em Finanças, e apenas nelas, principalmente envolvendo finanças dos trabalhadores e dinheiro público, nós temos de ser conservadores. Contra essa reforma financeira, podemos então usar dois argumentos reacionários. Um, *a tese da ameaça*, argumentando que o custo da mudança proposta é alto demais, pois coloca em perigo outra preciosa realização. Outro, *a tese da perversidade*: qualquer ação proposital para melhorar determinado aspecto da ordem financeira poderá servir para exacerbar a situação que se deseja remediar. Os juros pós fixados fazem parte da “cultura” dos investidores brasileiros há ¼ de século. Da mesma forma que eliminar os juros compostos, que sofrem a crítica jurídica do anatocismo, o risco de acabar com os juros pós fixados é incalculável até mesmo por renomados economistas.

### **Bibliografia**

ADRIAN, T.; SHIN, H. S. *Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium at Jackson Hole, agosto de 2008. [www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2008/shin.08.06.08.pdf](http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2008/shin.08.06.08.pdf). 2008.

ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A., (2004) High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty. In: *Inflation Targeting and Debt: the Case of Brazil*, MIT Press 2005.

ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A. *Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil*. Rio de Janeiro; IEPE/CdG, 1-25, 2004.

BACHA, E. Além da Tríade: Como Reduzir os Juros? Eds: Bacha, E. e De Bolle, M. *Novos Dilemas da Política Econômica - Ensaios em Homenagem a Dionísio Dias Carneiro*. Rio de Janeiro, LTC, 335p, 2011.

BACHA, E.; HOLLAND, M.; GONÇALVES, F. A Panel-Data Analysis of Interest Rates and dollarization in Brazil. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro; 63, n. 4, 341-360, 2009.

BARROS, Octavio de. Equilíbrio Macro: Em Busca da Perplexidade Perdida. *Valor*, 29/06/2011.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Finança Global e a Miséria da Macroeconomia. *Valor*, 22/06/2011.

BLANCHARD, O. (2003). Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil. In: *Inflation Targeting and Debt: The Brazilian Case*, MIT Press 2005.

BLANCHARD, O. et al. (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Position Note, 12 de Fevereiro de 2010. [www.imf.org](http://www.imf.org).

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Globalização e Competição*. Rio de Janeiro; Elsevier, 2009.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. A inflação e o Crescimento. *Valor*, 20/06/2011.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Economia em 10 Lições*. São Paulo, Makron-Books, 2000.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*. São Paulo, Makron-Books, 1999.

DELFINETTO, Antonio. A Taxa de Juro Natural e a Amazônia. *Valor*, 21/06/2011.

FIOCCA, Demian. Como reduzir os juros. *Valor*, 14/07/2011.

FRAGA, A.; LARA RESENDE, A. Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro. *Revista Brasileira de Economia*, 1985.

GALBRAITH, John K. (1975). *Moeda, de onde veio, para onde foi*. São Paulo: Pioneira, 1983. p. 238.

GOLDFAJN, I.; BICALHO, A. A Longa Travessia para a Normalidade: Os Juros Reais no Brasil. Eds: Bacha, E. e De Bolle, M. *Novos Dilemas da Política Econômica - Ensaios em Homenagem a Dionísio Dias Carneiro*. Rio de Janeiro, LTC, 2011. 335p.

GOLDFAJN, Ilan. A longa travessia para a normalidade: juros reais no Brasil. *Valor*, 27/06/2011.

GOLDFAJN, Ilan. Há razões para duvidar de que a dívida pública é sustentável? *Nota Técnica do Banco Central do Brasil*. Brasília; número 25, Jul. 2002.

GONÇALVES, F.; HOLLAND, M.; SPACOV, A. (2006). Can jurisdictional uncertainty and capital controls explain the high level of real interest rates in Brazil? Evidence from panel data. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 61; n. 1, jan./mar. 2007.

HOLLAND, Márcio. A Política Econômica e a Divina Coincidência. *Valor*, 28/06/2011.

LARA RESENDE, André. Em plena crise: uma tentativa de recomposição analítica. *Estudos Avançados*, 65, Universidade de São Paulo. 2009

LOPES, Francisco. Sobre Risco Cambial, Besouros e Borboletas. *Valor*, 15/06/11.

MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos. Sucesso econômico criou novos problemas. *Valor*, 17/06/2011.

NAKANO, Yoshiaki. Para aprimorar o sistema de metas. *Valor*, 16/03/2011.

OREIRO, José Luis; PAULA, Luiz Fernando de. A escolha de Sofia? *Valor*, 24/06/2011.

OREIRO, J., SOUZA, G.; NAKABASHI, L. A economia brasileira puxada pela demanda agregada. *Revista de Economia Política*. São Paulo; v. 30, n. 4, 2010.

PESSOA, Samuel; NAKANE, Márcio. A Estabilização Incompleta. *Valor*, 14/07/11.

RESENDE, André Lara. Juros: equívoco ou jabuticaba? *Valor*, 16/06/2011.

SCHWARTSMAN, Alexandre. Sobre jabutis e jabuticabas. *Valor*, 07/07/2011.

WOODFORD, M. 2010. *Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis*. [www.columbia.edu/~mw2230/JEP%20draft%203.pdf](http://www.columbia.edu/~mw2230/JEP%20draft%203.pdf).