

7. TAXA DE JUROS

Entre 1980 e 1994, a alta inflação inercial foi o sintoma mais grave do desequilíbrio macroeconômico brasileiro; desde então, esse sintoma é a alta taxa de juros. Da mesma forma que naquele período era impossível pensar em crescimento econômico com taxas de inflação de 10% a 20% ao mês, desde 1995 é impossível retomar o desenvolvimento econômico com taxas de juros reais de curto prazo de 9% a 15% ao ano. As taxas de juros reais já eram elevadíssimas antes disso, mas a alta inflação as escondia. Depois do controle da alta inflação em 1994 e da desvalorização cambial de 1999, foi se tornando cada vez mais claro que o grande problema que ainda enfrenta a economia brasileira para alcançar o equilíbrio macroeconômico e, assim, ter condições de retomar o desenvolvimento, são as altas taxas de juros reais de curto prazo praticadas pelo Banco Central. Estas taxas têm variado ao longo do tempo, mas permanecem estratosféricamente altas desde o final dos anos 1980. Nos anos 2000, a média da taxa de juros real de curto prazo tem sido de 11% — dificilmente cai para menos de 9% ao ano. Apesar de se atribuir insistentemente a alta taxa de juros ao endividamento público, o que se vê em outros países de nível de desenvolvimento e de endividamento semelhantes ao brasileiro são taxas de juros muito mais baixas, como mostra a Tabela 19. Quando se compara a taxa de juros de curto prazo brasileira com a de outros países percebe-se que esse é um problema brasileiro, que não caracteriza os demais países em desenvolvimento, nem tem relação com o índice de endividamento público do país. Márcio Holland (2006: 1) calculou a taxa real de juros brasileira entre 1996 e 2004 em 14% e, fazendo uma comparação com outros países, chegou à conclusão de que “a taxa de juros doméstica deveria estar, em média, 8 pontos percentuais inferior àquele nível”.

Ao onerar direta ou indiretamente toda a dívida pública, a alta taxa de juros de curto prazo existente no Brasil é incompatível com o próprio ajuste fiscal; ao estabelecer o parâmetro para os empréstimos de longo prazo, essa taxa de curto prazo, a Selic, é incompatível com os investimentos necessários à retomada do desenvolvimento. O investimento privado só não é totalmente inviabilizado pela Selic porque o governo subsidia os investimentos das

grandes empresas e dos agricultores: no primeiro caso, por meio da taxa de juros de longo prazo (TJLP) do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; no segundo, por meio do crédito agropecuário subsidiado. A TJLP tem ficado abaixo da própria Selic, e não garantindo *spread* para o BNDES. Entretanto, como este conta com uma quantidade apreciável de recursos quase sem custo, pode bancar esse subsídio enorme. Como estes são necessários para que investimentos se realizem, os empresários e os economistas brasileiros evitam falar em subsídio, porque sabem que o fato de uma política baseada na ortodoxia convencional, como tem sido a nossa desde 1995, estar apoiada em fortes subsídios é pateticamente contraditório. Na verdade, esses subsídios são a demonstração da irracionalidade da taxa de juros básica praticada pelo Banco Central: se esta fosse razoável, eles não seriam necessários.

Tabela 19
DÍVIDA PÚBLICA E TAXA REAL DE JUROS DE CURTO PRAZO:
PAÍSES SELECIONADOS

Países	Dívida pública (% do PIB) ¹	Taxa real de juros ²
Brasil	52,6	11,06
Turquia	74,4	5,60
México	24,4	3,82
Rússia	34,8	2,00
Coréia do Sul	15,8	1,96 ³
China	29,6	1,30
Filipinas	71,5	1,03
Chile	14,8	1,22
Índia	62,2	0,68
Tailândia	46,6	-0,90 ³
Argentina	64,0	-1,79

Fonte: *The Economist*.

Notas: ¹ Dados de 2003;

² Dados de 2006 calculados excluindo-se da taxa de juros de curto prazo o valor do índice de preços ao consumidor de abril de 2006;

³ Foi utilizado o índice de preços ao consumidor de maio de 2006.

A Selic é também incompatível com o ajuste fiscal. Vimos no capítulo anterior que o desequilíbrio fiscal existente ainda no Brasil decorre sobretudo da taxa de juros que pesa extraordinariamente na despesa pública. Alan

Blinder (1998 [1999]: 87), referindo-se à taxa real de juros de curto prazo, diz que “essa taxa não é relevante para praticamente nenhuma transação economicamente interessante”. Isto nos Estados Unidos e em outros países “normais”. No Brasil, porém, essa taxa é relevante para uma transação de enorme interesse para os rentistas: é ela a taxa de juros de grande parte dos títulos da dívida pública. Essa é uma herança da alta inflação que os banqueiros centrais e, mais amplamente, os governos brasileiros não têm revelado interesse ou coragem em eliminar.

Um grande esforço fiscal foi realizado no início dos anos 1990, e o país logrou alcançar o equilíbrio fiscal: durante quatro anos os déficits públicos foram zerados. A partir de 1995, porém, os déficits públicos voltaram a se manifestar devido aos gastos elevados que o Estado realizava na área social e à manutenção da taxa de juros em nível elevadíssimo.¹ Apesar de um grande aumento da carga tributária que então tem início, os déficits públicos permaneceram relativamente elevados. Nessa época, e no quadro da nova lógica da ortodoxia convencional, deixou-se de falar em déficit público e passou-se a falar apenas em “superávit primário” — uma medida de interesse dos credores do Estado que exclui os juros. Na prática, com a absurda taxa de juros do Banco Central e, dado o elevado nível da dívida pública, todas as tentativas de ajuste se revelaram autoderrotantes (*self-defeating*), na medida em que o peso dos juros pagos sobre a despesa pública cresceu de forma extraordinária. Os superávits primários acordados com o FMI e demandados pelos credores internos e externos, porém, foram alcançados, e, desse modo, aquilo que interessa aos privilegiados credores do Estado brasileiro: a estabilidade da relação dívida pública/PIB. O superávit primário não resolvia o desajuste fiscal, mas desempenhava sua função de controlar o índice que realmente interessa aos credores do Estado — relação dívida pública/PIB: o superávit primário é aumentado sempre que o Banco Central aumenta a taxa de juros básica, como aconteceu, por exemplo, durante o ano de 2005, de forma a manter a relação dívida pública/PIB confortável para os credores.

Finalmente, a taxa de juros praticada pelo Banco Central do Brasil desde 1995 é incompatível com a acumulação de capital e o desenvolvimento porque, como vimos no capítulo 4, ao atrair capitais especulativos ela pressiona a taxa de câmbio para baixo, valorizando o real. Dessa forma, a taxa de juros elevada fortalece a tendência à manutenção da taxa de câmbio em um

¹ É preciso considerar também que, a partir do Plano Real, o Estado deixou de contar com a receita do imposto inflacionário. Em compensação, a receita tributária aumentou consideravelmente graças a uma melhor arrecadação.

nível relativamente apreciado, que decorre da doença holandesa, da abundância de capitais existentes no mundo, da maior taxa de lucro geralmente existente nos países em desenvolvimento e da política de crescimento com poupança externa. Ora, uma taxa de câmbio apreciada inviabiliza qualquer estratégia de desenvolvimento.

Uma política de taxas de juros tão elevadas como a praticada no Brasil durante anos é vista como uma aberração pela teoria econômica. A taxa de juros é sempre uma questão controversa, já que envolve interesses de empresários, trabalhadores e rentistas. Mas, no caso brasileiro, exceto para os rentistas e seus associados, a taxa de juros praticada pelo Banco Central apenas provoca prejuízos. Os empresários perdem porque são desestimulados a investir, os trabalhadores, porque se reduz o nível de emprego. Ganham apenas os rentistas e o setor financeiro que recebe comissões dos rentistas, mas, mesmo para o setor financeiro, essa política talvez já esteja se tornando um jogo de soma menor que zero, em que todos perdem, já que taxas de juros dessa dimensão representam uma perda de PIB potencial incalculável, que nos permite supor que todos estariam melhor hoje se não houvessem prevalecido taxas de juros tão altas no país depois da estabilização alcançada com o Plano Real. A alta taxa de juros é, portanto, uma praga que assola a economia brasileira como antes a alta inflação o fora. É uma anomalia, um sinal claro de desequilíbrio macroeconômico.

Os brasileiros, entretanto, aceitaram essa maldição durante muitos anos como se fosse algo “natural”. As leis econômicas, entretanto, não são naturais e uma taxa de juros de curto prazo variando entre 8% a 16% reais, quando em outros países varia de zero a 3% reais não tem nada de natural. É uma doença que ou decorre de outras variáveis econômicas, ou de variáveis não necessariamente econômicas (estruturais, culturais ou institucionais), ou dos interesses não confessados e da política econômica que os expressa. Neste capítulo procurarei mostrar que a última resposta é a mais correta. Esta demonstração é fundamental porque, se for verdadeira, será possível livrar a economia brasileira desse mal com muito mais facilidade do que os interessados em altas taxas de juros sugerem.

CURTO E LONGO PRAZO E O RISCO-BRASIL

Por que é tão alta a taxa de juros de curto prazo no Brasil? A resposta mais simples que poderíamos ser tentados a dar é a de que ela é alta porque falta crédito ao Estado brasileiro. Como o desajuste fiscal é grave, a resposta

parece razoável. Mas por que é grave? Não é porque a relação dívida pública/PIB é alta demais, mas, como vimos, porque a relação juros pagos pelo Estado/PIB é altíssima quando comparada com a de outros países. Logo, não é o desequilíbrio fiscal que determina a taxa de juros, mas é esta que define a crise fiscal crônica. É claro que o processo opera nas duas direções (a taxa de juros provoca o desequilíbrio fiscal que reforça o nível alto da taxa de juros), mas as evidências não deixam dúvidas quanto à direção causal mais importante.

Para a ortodoxia convencional dominante essa resposta não é aceitável porque lhe tiraria um dos principais álibis para não buscar a baixa da taxa de juros de curto prazo. Excetuados alguns economistas mais sofisticados alinhados a essa ortodoxia, os demais preferem afirmar que a causa do nível absurdo da taxa de juros de curto prazo no Brasil está no desajuste fiscal. O que há de mais atrativo para eles nessa tese é o fato de que ela permite condicionar qualquer baixa da taxa de juros de curto prazo à “resolução do desajuste fiscal” e, com isso, aquela baixa fica indefinidamente postergada. “Primeiro”, afirma-se, é preciso resolver o problema fiscal, e só “depois” a taxa de juros poderá baixar. Não importa que esses economistas ortodoxo-convencionais estejam administrando a economia brasileira desde 1993 e que, portanto, são responsáveis ou co-responsáveis por qualquer desajuste fiscal. E também não importa que, desde 1999, as metas fiscais estabelecidas — as metas de superávit primário definidas pelo FMI — estejam sendo rigorosamente alcançadas. Se estão, concluir-se-ia, logicamente, que o desajuste fiscal estaria superado e a taxa de juros de curto prazo poderia começar a realmente baixar. Essas contradições, porém, não importam. O que importa é manter a taxa de juros alta, e para isso a necessidade de mais ajuste fiscal — que, aliás, é necessária — torna-se um álibi maravilhoso.

Antes de 2002 havia uma outra explicação ainda mais simples e ainda mais equivocada para explicar a alta taxa de juros. Sempre que alguém perguntava por que a taxa de juros era tão alta no Brasil, a resposta quase imediata era: “porque o risco-Brasil é muito alto”. Assim, a taxa de juros seria alta porque o crédito internacional do Brasil seria baixo, porque o risco-Brasil avaliado pelas agências de classificação de risco como a Moody’s e a Standard and Poor’s seria alto.² A tese parecia razoável porque naquela época o risco-Brasil era alto, girando em torno de 700 pontos; some-se a isto a taxa de juros dos títulos do Tesouro norte-americano e a expectativa de inflação no Brasil e tínhamos em certas ocasiões aproximadamente a taxa Selic no-

² Garcia (2004), por exemplo, adota essa tese.

minal. E assim, através da confusão entre juros de curto prazo, que não dependem diretamente dos *ratings* ou classificações de risco, e os de longo prazo, que, de fato, deles dependem se a economia for endividada externamente, “resolvia-se” o assunto.

Tabela 20
CLASSIFICAÇÃO DE RISCO
E TAXA REAL DE JUROS DE CURTO PRAZO

País	Classificação de risco ¹	Taxa real de juros de curto prazo
Argentina	CCC+	33,47
Indonésia	CCC+	4,39
Turquia	B-	-2,97
Rússia (IPC jul.)	B	4,08
Venezuela	B	2,18
Brasil	BB-	10,95
Peru	BB-	4,10
Colômbia	BB	3,28
Índia (IPC ago.)	BB	1,71
México	BB+	0,87
Filipinas	BB+	7,27

Fontes: Para os “country ratings”, Standard & Poor’s; para a taxa real de juros, *The Economist*.

Nota: ¹ Dados referentes a outubro de 2001.

Entretanto, a partir do início daquele ano, quando foi publicado o trabalho “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade” (Bresser-Pereira e Nakano, 2002), ficou patente que o risco-Brasil não pode ser responsabilizado pelos altos juros. Ao contrário da crença generalizada que prevalecia até então no país, não existe correlação entre as taxas de juros de longo prazo ou o risco-país e as taxas de juros básicas ou de curto prazo adotadas pelos bancos centrais dos diversos países; a correlação que por definição existe é a existente entre as classificações de risco e as taxas de juros de longo prazo. Mostramos esse fato com o uso de um quadro simples, com dados referentes a 2001, que aqui reproduzimos como a Tabela 20. Nele fica claro que países com igual ou pior classificação de risco apresentam taxas de juros muito menores que a brasileira. Se construirmos a mesma tabela com números mais recentes, estes naturalmente variarão, mas a falta de correla-

ção continuará a mesma. A argumentação de Bresser e Nakano sobre os juros tornada pública no início de 2002 teve grande repercussão, em geral muito favorável. Havia ali idéias novas, que em seguida seriam objeto de diversos *papers* acadêmicos e de amplo debate público. O tema dos juros começava, afinal, a entrar na agenda do país.³

O argumento de que o risco-Brasil elevado explicava a alta taxa de juros de curto prazo envolvia uma confusão entre taxa de juros de curto e de longo prazo muito comum no país. Essa confusão começa pela indexação dos títulos públicos à taxa Selic, de modo que não é a taxa de juros de longo prazo, mas sim a de curto prazo que onera os títulos da dívida pública brasileira. A política de juros do Banco Central passa assim a onerar diretamente a dívida pública, ao invés de afetá-la apenas indiretamente, como acontece em países normais. Enquanto em países normais a taxa de juros de curto prazo é determinada pelo banco central, que busca assim influenciar a taxa de juros de longo prazo que onera os títulos públicos, no Brasil é o Banco Central que define, que “tabela” (sic) a taxa de juros de longo prazo aqui confundida institucionalmente com a de curto prazo.

Existe uma taxa de juros de longo prazo no Brasil, mas essa taxa não é determinada internamente, dado que não existe um mercado de empréstimos de longo prazo no país a não ser o de títulos públicos; ela é definida externamente pelos juros pagos pelas melhores empresas brasileiras no exterior, e, portanto, pelo risco-Brasil. Não importa, portanto, que a taxa Selic esteja desvinculada da taxa de juros de longo prazo, ou seja, a taxa de mercado que depende do risco-Brasil. Para os interessados em obter uma elevada remuneração pela posse de títulos públicos, o que interessa é a taxa de juros de curto prazo. A ortodoxia convencional e os agentes do mercado financeiro, que não hesitam em usar o fundamentalismo de mercado, quando se trata dos juros a receber do Estado preferem que esses juros, em vez de serem definidos pelo mercado, sejam tabelados por um Banco Central capturado.

A indexação da taxa de juros que incide sobre os títulos públicos pela taxa Selic implica em não existir uma verdadeira taxa de juros de longo prazo no Brasil — ou que devia ser a taxa de juros de longo prazo, já que na verdade não existe uma taxa desse tipo no Brasil. Yoshiaki Nakano (2006b), citando Arnold Harberger (1996), observa que, segundo esse economista da Universidade de Chicago, a verdadeira independência do banco central depende de as reservas bancárias não serem chamadas a financiar o Estado. Não é o que

³ Alguns *papers* foram publicados na *Revista de Economia Política* de julho de 2002; nos jornais o debate foi grande, e está disponibilizado no *site* www.bresserpereira.org.br.

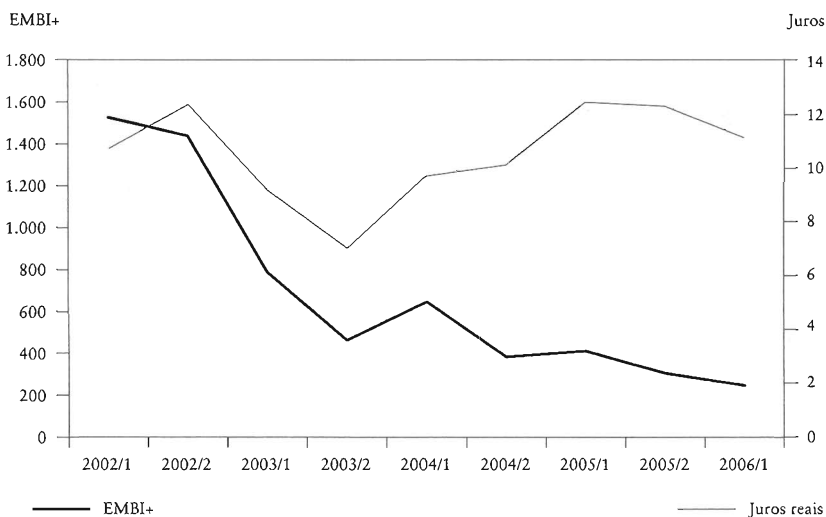
ocorre no Brasil, onde as reservas bancárias se confundem com os recursos do mercado de capitais no financiamento do setor público. Assim, conclui Nakano: “O Brasil não possui um mercado de títulos de longo prazo com taxas pré-fixadas, nem tem uma verdadeira estrutura de taxa de juros. O perfil da dívida pública brasileira é de curto prazo, com prazo médio de pouco mais de dois anos. Isto significa que precisamos rolar quase metade da dívida pública num prazo de um ano. Assim, o mercado de títulos é duplamente dominado por papéis públicos, pelo seu volume e pela elevada taxa de juros”.

Dado que a remuneração dos títulos públicos é feita estranhamente pela taxa de juros de curto prazo, a taxa de juros de longo prazo praticamente não existe, a não ser que a entendamos como a taxa de juros dos empréstimos internacionais feitos pelo governo e pelas empresas de primeira linha brasileiras. Como se determina essa taxa? Se a probabilidade de *default* estimada pelos credores for zero, essa taxa será igual à taxa dos títulos do Tesouro norte-americano. À medida que a expectativa de risco aumenta ou diminui, a taxa de juros demandada pelo financiador aumenta ou diminui. A probabilidade efetiva de *default* é sempre relacionada com dívida externa, seja ela a dívida externa pública, quando o devedor é o Estado, ou a dívida externa total, quando o devedor é o Estado-nação. Essa probabilidade varia em função, respectivamente, do tamanho do déficit público e da dívida pública, e, principalmente, do tamanho do déficit em conta corrente e da dívida externa. No caso das contas externas do Estado-nação, se este já se encontra altamente endividado externamente os credores avaliarão que o risco do país é alto e exigirão uma taxa de juros alta de longo prazo. A taxa de juros de longo prazo continua alta no Brasil porque o país continua relativamente endividado externamente; apenas a dívida pública externa foi zerada.

Quando em 2002 mostramos que não havia correlação entre as classificações de risco dos países e taxa de juros de curto prazo, essa demonstração foi surpreendente para aqueles que explicavam o alto nível dessa taxa de juros pelo risco-Brasil que então era alto. Na verdade, não tinha nada de surpreendente, dada a desvinculação teórica e prática entre essas duas variáveis. Entretanto, ainda se poderia esperar que uma queda no risco-Brasil provocasse uma queda correspondente na taxa de juros de curto prazo, porque se a correlação não é perfeita entre taxa de juros de curto prazo e de longo prazo, alguma correlação certamente existe. O que vimos no Brasil, entretanto, desde que a explosão das exportações brasileiras aconteceu a partir de 2002 e permitiu que o governo zerasse sua dívida externa, foi que o risco-Brasil caiu de forma vertical de um nível de 700 pontos antes e depois da crise de 2002 para pouco mais de 200 pontos sem que a taxa Selic — a taxa que

onera os títulos públicos, a taxa tabelada pelo Banco Central — caísse (Figura 2); houve apenas uma queda nominal em 2006, possibilitada pela queda da inflação. Conforme observa Nakano (2006a), “como há uma percepção de queda do risco-Brasil e não há expectativa de desvalorização cambial, a taxa interna de juros deveria ter caído. Mas isto não aconteceu no Brasil. A explicação está no comportamento empiricamente verificado de que a estrutura de juros no Brasil vem apresentando sistematicamente uma inclinação anômala e invertida, isto é, as taxas de juros de curtíssimo prazo determinadas pelo Banco Central são, em regra, maiores do que as de longo prazo, determinada ‘livremente pelo mercado’”. A desvinculação entre as duas variáveis mostrou-se radical. A “exogeneidade” da taxa de juros de curto prazo no Brasil é absoluta. Por quê? Veremos duas seções adiante que isso acontece em essência porque a Selic indexa diretamente 50% dos títulos públicos brasileiros, de modo que, estranhamente, não é a taxa de juros de longo prazo, mas a de curto prazo que remunera os credores do Estado.

Figura 2
RISCO-BRASIL E TAXA DE JUROS REAL



Fontes: J. P. Morgan para o Embi+ ou risco-Brasil, IBGE para IPCA, e Banco Central para a taxa de juros de curto prazo ou Selic. Dados de 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano.

Quando, portanto, se supunha que a taxa de juros de curto prazo também era determinada pelo risco-Brasil, supunha-se a perfeita arbitragem entre

as duas taxas. E supunha-se, adicionalmente, que as classificações de risco que determinam o risco-país e a taxa de juros de longo prazo determinariam também a taxa de juros de curto prazo. Com o argumento que fizemos em 2002, com base na Tabela 20, não se negava a relação entre as classificações de risco e a taxa de juros de longo prazo que se expressa no risco-país, mas se mostrava que não havia vinculação das classificações de risco e da taxa de juros de longo prazo com a taxa de juros de curto prazo. Por quê? Em termos gerais, porque esta era uma taxa de curtíssimo prazo, usada para efeito de onerar as reservas bancárias e fazer política monetária, não havendo necessidade daquela correlação. No caso do Brasil porque, com o argumento de que é necessária uma taxa de juros muito alta “para combater a inflação”, a taxa de juros de curto prazo é estabelecida em um nível artificial, de forma a remunerar os rentistas e o setor financeiro. Quando o risco-Brasil baixou e a taxa de juros de curto prazo não o acompanhou, não foi apenas a desvinculação entre as duas variáveis que ficou clara. Ficou também claro que a Selic é alta no Brasil para remunerar os credores do Estado, já que a taxa de juros de curto prazo, a Selic, determina o rendimento dos títulos do Tesouro brasileiro, especificamente o rendimento das LFTs (Letras Financeiras do Tesouro), que estão, assim, indexadas perversamente pela própria taxa de juros. Nesses termos, embora a taxa de juros de curto prazo não esteja necessariamente correlacionada com a taxa de juros de longo prazo, ela desempenha um papel que é próprio da taxa de longo prazo: onerar a dívida pública.

Para compreender como podem os juros de longo prazo ser substancialmente menores que os de curto prazo, é preciso ter clara a distinção entre essas duas taxas — uma distinção que a ortodoxia convencional deixa sempre vaga quando discute a taxa de juros no Brasil, não assinalando que uma é endógena, a outra, exógena. A taxa de juros de longo prazo é definida endogenamente pelo mercado. Em um país ainda endividado externamente (apenas a dívida pública externa foi zerada), a taxa de juros real de longo prazo depende do risco percebido pelo credor externo. O risco percebido pelo credor interno é irrelevante na determinação da taxa de juros de longo prazo, porque praticamente não existe financiamento de longo prazo no Brasil a não ser o oferecido pelo BNDES, e porque os títulos do Tesouro são onerados pela taxa de juros de curto prazo Selic. Esta, porém, tem o efeito de empurrar para cima a taxa internacional, na medida em que a desconfiança dos credores internos pode contaminar a dos externos. É verdade que essa contaminação perdeu força nos últimos anos, como se pode ver pela queda do risco-Brasil enquanto a taxa de juros de curto prazo continuava elevadíssima.

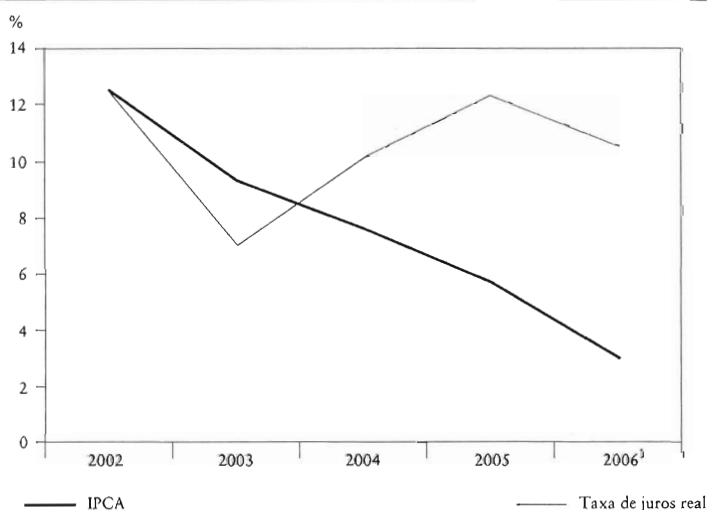
Conforme vimos no capítulo anterior, o fato de o Estado estar excessivamente endividado não é a causa principal da alta taxa de juros porque o índice em que o desequilíbrio fiscal aparece com clareza é precisamente aquele — a relação juros pagos pelo Estado/PIB — que depende da própria taxa de juros que se quer explicar. A taxa de juros de curto prazo, que acabamos de discutir, não é alta porque falta crédito ao Estado brasileiro; a taxa que poderia ser alta por essa razão é a taxa de juros de longo prazo, e hoje ela é muito mais baixa do que a taxa de juros de curto prazo. Qual a razão, então? Quando, no *paper* de Bresser e Nakano de 2002, ficou claro que essa explicação não se sustentava, iniciou-se uma verdadeira fábula do lobo e do cordeiro. Alguns economistas da PUC do Rio de Janeiro manifestaram-se imediatamente.⁴ Esses economistas não aceitaram que as autoridades monetárias atribuísem à taxa de juros múltiplas funções e asseguraram que, na política de metas de inflação, o Banco Central só tem um objetivo: manter a taxa de inflação sob controle. Nenhum deles se preocupou em defender o saber convencional da época, segundo o qual as taxas de juros no Brasil seriam altas porque é alto o risco-Brasil. Mas, insistiram, restava o problema da inflação, cujo controle exigiria taxa de juros elevadas. Surgem então perguntas: por que o Banco Central precisa de taxa de juros básica real de 10% a 12%, quando outros países conseguem o mesmo resultado com taxas muito mais baixas? Não é verdade que o importante no controle da demanda é a variação da taxa de juros e não seu nível? Como explicar que a taxa de juros básica real do Brasil seja muito maior do que a de outros países de correspondente classificação de risco? E por que não cai quando o risco-país cai? Nem quando a inflação cai? Sem dúvida a taxa de juros é um instrumento correto para combater inflação de demanda e aplainar o ciclo econômico. Entretanto, quando não há excesso de demanda, por que manter elevadíssima a taxa de juros? Além disso, por que não fazer a taxa de juros básica real flutuar, não digo entre 1% e 3% como fazem os países ricos, mas entre 0% e 5%, como fazem os países com a mesma classificação de risco que o Brasil? Dado o caráter cíclico das economias capitalistas, a taxa real de juros de curto prazo básica no Brasil deveria variar como mecanismo contracíclico, como ocorre com a política monetária dos demais países. Assim, quando a econo-

⁴ As críticas de Edmar Bacha foram expressas em um e-mail dirigido pessoalmente a mim, e as de Francisco Lopes apareceram no seu *Boletim de Conjuntura — Macrométrica*, de janeiro de 2002.

mia se aquece e aparece o risco de inflação, ela é elevada pelo Banco Central; quando se pode prever que começará a desaquecer, é reduzida. Nos países ricos a taxa de juros de curto prazo que serve de instrumento para a política monetária gira em torno de 1%; muitas vezes ela é negativa em termos reais, não havendo nada de surpreendente nisso. Em países em desenvolvimento seria razoável pensar em uma taxa de curto prazo um pouco maior, mas muito pouco. No Brasil, porém, já vimos que é estratosféricamente maior.

Para avaliar se a taxa de juros de curto prazo é alta para combater a inflação, uma primeira providência é comparar a taxa real de juros de curto prazo com a taxa de inflação. Em princípio, utilizando médias anuais, depois que a taxa de inflação baixasse seria razoável que também a taxa de juros de curto prazo baixasse. Se uma alta taxa de juros era necessária para controlar a inflação, quando esta baixasse seria sinal para que o Banco Central também baixasse a Selic. Não é isso, porém, que vemos na Figura 3. A taxa de inflação cai, mas a taxa de juros real continua elevada, mesmo quando se compara a taxa de inflação com a taxa de juros do ano seguinte.

Figura 3
TAXA DE JUROS REAL E INFLAÇÃO



Fontes: Ipeadata e Banco Central.

Nota: ¹ Os dados de 2006 são previsões.

Quando Bresser e Nakano publicaram seu artigo de 2002, no qual creio que pela primeira vez havia uma crítica consistente às taxas de juros prati-

cadadas no Brasil, alguns economistas ortodoxo-convencionais ilustres reavivaram nossa memória: “Você esqueceram a inflação!”. Não havíamos esquecido. Apenas considerávamos que a alta inflação inercial havia sido debelada pelo Plano Real em 1994, e que não havia qualquer argumento econômico razoável que justificasse que o Brasil tenha uma taxa de juros de equilíbrio de 9% reais, quando nos países desenvolvidos essa taxa está em torno de 1%, e, nos países em desenvolvimento, em torno de 3% reais. Será realmente essa a taxa de juros de equilíbrio utilizada? A taxa usada no modelo de meta de inflação do Banco Central não é informação pública, não obstante toda a retórica de “transparência” usada pela instituição no contexto da política de meta. Esse número, entretanto, é confirmado pelas previsões de inflação e de juros feitas não apenas pelo mercado financeiro, mas principalmente pelo próprio Banco Central: os 9% reais funcionam como um piso para a taxa real de juros. Há alguma base “científica” para determinar uma taxa de juros de equilíbrio nesse nível? Não creio. Muinhos e Nakane (2006) calcularam a taxa de juros de equilíbrio no período 2000-2004 em 10%, usando para isso o método de filtrar os movimentos de altas frequências das taxas de juros reais observadas. Foi provavelmente usando um método semelhante, tendo como base o desempenho passado recente, que os economistas que formularam o modelo de meta utilizado pelo Banco Central chegaram à taxa de juros de equilíbrio real de 9%. Trata-se obviamente de um método precário, que pressupõe que a taxa de juros que está em vigor na economia é uma taxa “normal”, devendo-se dela apenas eliminar as altas frequências. Usando esse método, os mesmos autores calcularam em 7,6% a taxa de juros de equilíbrio da Argentina no mesmo período. A precariedade desse tipo de cálculo ficou então evidente: sabemos que a taxa de juros real na Argentina tem girado em torno de zero nos últimos dois anos.

Quando a taxa de juros baixa, a inflação de fato aumenta no Brasil, mas isso acontece não tanto porque a demanda se aquece, mas principalmente porque a diminuição da taxa de juros provoca o aumento da taxa de câmbio e este aumento eleva temporariamente a inflação. Temporariamente porque a inflação no Brasil não é mais inercial — o componente inercial reduziu-se substancialmente. A taxa de juros de equilíbrio está relacionada com a regra de Taylor que está na base dos modelos de meta de inflação, inclusive no modelo brasileiro adotado a partir de 1999. Essa regra afirma que a taxa de juros, j , será igual à taxa de juros de equilíbrio, j^* , mais a diferença entre a taxa de inflação esperada, π , e a meta de inflação, π^* , mais o hiato de produto $\varphi (Y - Y^*)$, mais um fator de choque exógeno, δ .

$$j = j^* + \varphi (Y - Y^*) + \gamma (\pi - \pi^*) + \delta$$

De acordo com a prática dos bancos centrais dos países ricos, estes, ao reagirem a variações da taxa de inflação ou do hiato de produto, poderiam desviar j de j^* , mas apenas moderadamente. Logo, concluem nossos economistas convencionais, também no Brasil deverá ser assim. Se a taxa de juros de equilíbrio é de 9%, a Selic real não poderá ficar abaixo desse nível para não termos a volta da inflação. Quando a taxa de juros chega nesse nível é sinal de que a economia chegou ao pleno emprego, ou, como eles preferem dizer, à taxa natural de desemprego, ou que a taxa de crescimento do produto igualou-se à do PIB potencial. De quanto seria essa taxa de crescimento? Foi também calculado quando se definiu a política de metas de inflação: não passaria de 3,5%, dada a taxa de acumulação de capital um pouco inferior a 20% que tem prevalecido no Brasil. Não seria essa taxa-teto muito baixa, implicando uma taxa média não superior a 2,5% e, portanto, a uma taxa de crescimento da renda per capita quatro vezes menor do que aquela que prevaleceu entre 1950 e 1980? “Não”, responde a ortodoxia convencional, “está bem assim. É essa taxa que assegura a estabilidade macroeconômica.”

Na verdade, da mesma forma que a ortodoxia convencional não quer realmente baixar a taxa de juros de curto prazo, não está interessada em ver o país crescer a taxas razoáveis. Apoiada em cálculos equivocados que estabelecem o crescimento do PIB potencial como uma projeção do crescimento passado, aceita uma taxa que, sendo a máxima, na média condena o país automaticamente à quase-estagnação. Conforme observa Delfim Netto (2005), essa é uma “estatística pedestre”. A ortodoxia convencional mantém, naturalmente, uma retórica favorável às duas coisas, mas nenhuma delas atende aos interesses imediatos da coalizão política que lhe dá sustento. No Brasil, portanto, depois que ficou claro que a taxa real de juros não descia abaixo de 9% reais, a explicação mais sofisticada que surgiu foi a de que essa taxa altíssima seria a taxa de equilíbrio, o j^* . Mas não há nenhuma justificativa para que o j^* tenha esse nível absurdo, que impediria que o Banco Central pudesse reduzir a Selic para o nível praticado por países com a mesma classificação de risco que o Brasil (entre 2% e 3% reais).

Dada a falta óbvia de fundamento dessa segunda explicação para a alta taxa de juros de curto prazo, passou-se para uma terceira. A taxa de juros seria alta para aumentar a baixa poupança brasileira, ou para compensá-la atraindo capitais, conforme propõe, por exemplo, Claudio Haddad (2003). Não poderíamos baixar a taxa de juros porque a taxa de poupança brasileira é baixa, de forma que necessitamos de poupança externa (ou de déficit em

conta corrente) para podermos ter financiamento complementar para nossos investimentos. Logo, precisamos de uma taxa de juros alta para atrair capitais. E também de uma alta taxa de poupança doméstica, que seria independente da própria política de câmbio e juros, que dependeria apenas do ajuste fiscal. Volta-se, assim, à tese de que o ajuste fiscal é necessário, o que é indiscutível, mas se recusa a idéia de que para realizá-lo a baixa da taxa de juros de curto prazo não é consequência, mas condição a ser atendida, ao mesmo tempo em que se reduzem as despesas correntes do Estado. E volta-se à tese do crescimento com poupança externa, cujos efeitos perniciosos sobre as economias em desenvolvimento como a brasileira já discuti.

Uma quarta explicação é oferecida por Arida, Bacha e Lara Resende (2005). Até 1994, esses economistas, que tiveram papel decisivo na formulação do Plano Real, criticavam a ortodoxia convencional porque esta ignorava a teoria da inflação inercial. Desde 1995, porém, aderiram às teses da ortodoxia convencional. Quando, em 2002, a crítica à política de juros e de câmbio do Banco Central ganhou consistência, reagiram justificando a alta taxa de juros com o argumento de que o problema era a inflação. Para neutralizar a inércia inflacionária, esses economistas haviam desenvolvido uma estratégia brilhante, quase milagrosa — a estratégia da moeda-índice URV (Unidade Real de Valor) —, a ser usada temporariamente para permitir a transformação de todos os preços nessa moeda transitória, que neutralizava as defasagens nos reajustes de preços que caracterizam a inflação inercial. Imaginaram que poderiam fazer o mesmo com o problema da taxa de juros.

A primeira tentativa neste sentido partiu do economista mais ativo do grupo, Persio Arida, que em junho de 2002 surgiu com a tese de que seria possível resolver o problema da alta taxa de juros através da reforma que tornasse plena a conversibilidade do real. Em suas palavras, “o Brasil tem convivido com taxas de juros muito altas por muito tempo. Meu argumento é que precisamos fazer do real uma moeda plenamente conversível para consolidar a estabilidade macroeconômica”.⁵ O argumento não tinha a limpidez da idéia da moeda-índice neutralizadora da inércia inflacionária; era apenas um reflexo do vezo dos economistas de transformar a maravilhosa instituição que é o mercado em um mito capaz de infinita arbitragem dos mercados: através da convertibilidade, as taxas de juros de curto e de longo prazo

⁵ Ver Arida (2002). Este artigo de jornal foi seguido de um *paper* (Arida, 2004) sobre o mesmo tema. A crítica dessa tese está em Oreiro, Paula e Silva (2004); Ferrari Filho *et al.* (2005) e Ono, Silva, Oreiro e Paula (2005).

se alinhariam. E, dessa forma, ficaríamos sem política de câmbio, além de reduzirmos nossa capacidade de definir exogenamente a própria taxa de juros de curto prazo, já que seria determinada pela taxa “natural” de juros — ou taxa de juros de equilíbrio Arida (2003). Ele reconhece que essa taxa de equilíbrio é muito alta quando comparada com o que seria razoável: “As estimativas podem ser algo imprecisas, mas estamos falando de taxas ‘naturais’, em termos reais, entre 8% e 10% ao ano, em contraste com um mundo onde a taxa natural surge como algo entre 0% e 3% ao ano”. Como, entretanto, essa taxa, além de “natural” é “estrutural”, o grande desafio que os economistas brasileiros enfrentariam seria o de fazer baixar essa taxa. Como?

No ano seguinte, associado a Lara Resende e Bacha, surge a resposta. O problema é a falta de reformas. Mais especificamente, a taxa de juros de curto prazo seria alta porque existe “incerteza jurisdicional”. O sistema legal e judiciário brasileiro seria incapaz de proteger adequadamente os contratos de empréstimo de longo prazo — o que empurraria a taxa de juros para cima. Além de faltar qualquer originalidade a essa hipótese, ela não resiste à análise. Para rejeitá-la, bastam duas perguntas: primeiro, se a taxa de juros é estratosféricamente alta no Brasil porque suas instituições não protegem adequadamente os contratos de financiamento, como explicar que, no passado, as taxas de juros eram muito mais baixas? Apesar de todas as reformas, terão as instituições se deteriorado no Brasil? Segundo, por que outros países com instituições evidentemente mais atrasadas ou menos sofisticadas que as brasileiras apresentam taxas de juros muito mais baixas? Com essa explicação, volta-se, assim, à falta de crédito do Estado para explicar a alta taxa de juros de curto prazo. Mas agora essa falta de crédito não depende apenas de ajuste fiscal, depende também de reformas institucionais que por definição tomam tempo para ser definidas, implementadas e fazer efeito. Assim, o país terá de viver com uma taxa real de juros de curto prazo acima de 9% ao ano por um longo período, até o momento em que um conjunto de reformas institucionais crie “certeza jurisdicional”. Enquanto isso, os juros poderão e deverão ficar onde estão.

Não há dúvida de que um país como o Brasil precisa de reformas institucionais — todos os países precisam sempre realizar continuamente reformas, e alguns precisam dessas reformas mais do que outros. Já discuti esse tema no capítulo 3. Mas à sua falta não pode ser atribuída a culpa da prevalência de uma taxa de juros Selic abusiva: imperfeição das instituições sempre existe, mas não é um fato novo, enquanto as altas taxas de juros são. No passado, as instituições eram menos desenvolvidas no Brasil e, mesmo assim, a taxa de juros era muito menor. Além disso, as instituições do país, quan-

do não melhores, são bastante semelhantes às aquelas encontradas em países com classificação de risco equivalente (ou pior), mas com taxas de juros muito mais baixas. Na verdade, o argumento da “incerteza jurisdicional” não faz sentido nem se sustenta empiricamente. Holland, Gonçalves e Spacov (2005: 25) testaram essa hipótese com um modelo econométrico e concluíram que “os resultados são amplamente desfavoráveis não apenas à conjectura de Arida, Bacha e Resende, mas também às variantes do seu argumento”. Sabemos que uma pesquisa econométrica não é suficiente para a rejeição de uma hipótese, mas como lhe falta o requisito de ser o fato novo (para explicar por que no passado a taxa de juros podia ser muito menor), bem como lhe falta o caráter de ser fato exclusivo (para explicar por que outros países com instituições menos desenvolvidas e, portanto, com insegurança jurisdicional maior têm taxas menores), não há alternativa senão rejeitar também essa explicação.

Finalmente, nesta série de equívocos, temos uma última explicação convencional que não é simplesmente falsa: é uma meia verdade. A taxa de juros é alta porque o problema fiscal não foi resolvido. Já discuti esse argumento no capítulo anterior. Ele pode ser assim resumido: “Nosso problema é fiscal. O governo gasta mais do que arrecada, obrigando o Banco Central a manter os juros altos para inibir a demanda privada e combater a inflação. O governo gasta muito e por isso a carga tributária é alta e tem alíquotas heterogêneas que geram distorções”. Essa posição é uma forma de retomar o problema da falta de crédito do Estado brasileiro. Como vimos, o Estado não merece o crédito que um Estado fiscalmente sadio deve ter; isso, entretanto, não se dá porque a relação dívida pública/PIB seja alta, mas porque a relação juros pagos pelo Estado/PIB é altíssima. A taxa de juros não é, portanto, consequência do índice de endividamento negativo, mas sua causa fundamental. Explicar, porém, que a taxa de juros de curto prazo é alta porque o problema fiscal não foi resolvido é algo muito cômodo para a ortodoxia convencional porque, assim, ela fica com um alibi para manter os juros extorsivos existentes no país.

Enquanto o necessário ajuste fiscal “não se realiza”, a taxa de juros de curto prazo real continuará estratosféricamente alta como é hoje. Como, desde 1999, o governo brasileiro vem cumprindo as metas fiscais estipuladas pelo FMI e o problema fiscal não se resolveu, pode-se esperar que não se resolverá nunca. E, dessa forma, a alta taxa de juros poderá ficar indefinidamente alta. Ainda que a ortodoxia convencional nos assegure, invariavelmente, que “a queda da taxa de juros está na virada da esquina”, seu mundo afinal não tem esquinas e a queda prometida, mas não desejada, por-

que não consulta a coalizão política interna e internacional em que se apóia, nunca vem.

CAUSAS MELHORES

Afinal, por que a taxa de juros é tão alta há tantos anos no Brasil? De todas as causas apontadas pela ortodoxia convencional, apenas a do desequilíbrio fiscal do Estado brasileiro é parcialmente verdadeira, já que os credores tendem a demandar juros maiores de devedores endividados, mas esta causa está prejudicada porque o fator mais importante a determinar esse desequilíbrio fiscal é a mesma taxa de juros. Entendo que a principal razão da taxa de juros de curto prazo ser tão alta no Brasil é o fato de a ortodoxia convencional, no poder desde 1990 ou 1993, não ter interesse em baixá-la, e também não estar realmente determinada a enfrentar o desequilíbrio fiscal. Não atribuo “toda” a responsabilidade por essa taxa às autoridades monetárias e ao sistema de valores e crenças a que está submetida, mas me parece claro que a ortodoxia convencional e os dirigentes econômicos no Banco Central e no Ministério da Fazenda não têm interesse em baixar a taxa de juros de curto prazo, porque essa diminuição contraria diretamente os interesses dos rentistas e do setor financeiro, que lucram com juros altos, e das empresas multinacionais e dos concorrentes estrangeiros, que se beneficiam de câmbio baixo. Logo, é coerente que não tenham interesse em realmente resolver o problema do desequilíbrio fiscal, mas apenas em manter um índice de endividamento confortável para os credores, embora, segundo a ortodoxia convencional, essa seja a causa principal da alta taxa de juros.

Esta afirmação incomodará os representantes da ortodoxia convencional que sinceramente desejam o ajuste, mas a minha análise não se refere às intenções, motivações e objetivos desses representantes, que suponho sinceros, mas sim aos comportamentos observados, que, com muita freqüência, contradizem os objetivos manifestos. O que interessa é saber o que de fato está ocorrendo, qual a política econômica que está sendo implementada. Se os formuladores da política econômica estivessem realmente determinados a resolver o problema do desequilíbrio fiscal, não estabeleceriam como meta fiscal um superávit primário que mantém estável a relação dívida pública/PIB, mas tratariam de zerar o déficit público nominal e, assim, reduzir fortemente aquela relação. Não estabelecem, portanto, uma meta mais ambiciosa de déficit nominal, como Delfim Netto (2006) propôs, porque sabem que isso só se justificaria se, ao mesmo tempo e para atingir o mesmo objetivo, se dispu-

sessem a reduzir a taxa de juros de curto prazo.⁶ Ora, esta segunda ação não está em seus planos reais. Na verdade, estabelecer a necessidade de alcançar o equilíbrio fiscal para então baixar os juros funciona principalmente como um álibi para postergar a baixa dos juros para níveis razoáveis. É uma estratégia dilatória clássica. O ajuste fiscal não é feito, argumentam, porque o governo, ainda que dominado pela ortodoxia convencional na área monetária, é populista quando se trata da despesa pública. A ortodoxia convencional é sempre racional e perfeita; a culpa fica, por definição, por conta dos políticos.

A falta de motivação das autoridades monetárias para resolver o problema da armadilha dos juros está também relacionada com a prática do *confidence building*. Há muito tempo a ortodoxia convencional ensina e recomenda o “aprofundamento financeiro” — um nome elegante que utiliza para justificar altas taxas de juros: praticar taxas de juros elevadas seria sinal de seriedade em matéria de política econômica; não praticá-las, sintoma de populismo econômico... Esses sábios ensinamentos podiam fazer algum sentido quando países em desenvolvimento praticavam taxas de juros negativas; no caso do Brasil, não têm o menor sentido.

Sei que serei acusado de incorrer na “teoria da conspiração” (essa é uma clássica defesa dos poderosos) por fazer as afirmações que fiz nos dois parágrafos anteriores, mas não é naturalmente necessária qualquer conspiração para que uma coalizão política logre de maneira informal tornar hegemônico o conjunto de valores e crenças ou a ideologia que atende a seus interesses, sem que, para isso, precise “sentar-se à mesa”. Basta que as classes ou setores nacionais e internacionais que compõem essa coalizão sejam poderosos; basta que dominem a mídia, que tenham capacidade de empregar os intelectuais estratégicos, para que exerçam hegemonia ideológica, ponham o Banco Central a seu serviço e submetam o restante da sociedade. É claro que pode haver uma resistência da parte da sociedade, como a que vem ocorrendo principalmente desde 2002, de forma que nem sempre os grupos dominantes conseguem impor seus interesses.

As duas primeiras explicações de por que a taxa de juros de curto prazo permanece altíssima são, portanto, a falta de determinação daqueles que comandam a política econômica brasileira desde 1995 de adotar o choque fiscal necessário para restabelecer o equilíbrio fiscal e de, ao mesmo tempo, tomar as providências necessárias para fazer essa taxa baixar. As duas razões são, afinal, uma só: não é apenas por populismo fiscal que não se enfrenta o

⁶ A proposta de Delfim Netto foi realmente feita em 2005.

desequilíbrio fiscal; é também porque atacá-lo implicaria na baixa da taxa de juros de curto prazo — resultado que não interessa seja aos portadores de dívida pública, seja àqueles que se beneficiam do câmbio apreciado. O comportamento do Banco Central, nesse ponto, não deixa dúvida. Está sempre disposto a aumentar a taxa de juros e resiste o mais possível a baixá-la; qualquer elevação da inflação, qualquer solução da economia interna ou externa é motivo para interromper um processo de baixa ou iniciar um processo de alta. E não se diga que esse tipo de política “conservadora” é típica de todos os bancos centrais. Os banqueiros centrais dos outros países são, de fato, e com razão, relativamente conservadores, mas não agem como seus correspondentes brasileiros. Márcio Holland (2005) mostra que o coeficiente da função de reação do Banco Central diante de um aumento nas expectativas inflacionárias é duas a três vezes superior ao de economias como Estados Unidos, França, Alemanha, Inglaterra, Coréia do Sul, Japão, entre outras.

Além dessa causa básica, temos, entretanto, outras razões de caráter mais econômico e institucional para explicar a alta taxa de juros e para dificultar o trabalho das autoridades monetárias em baixá-la. A mais importante delas está relacionada com uma estranha instituição monetária que se criou no país e que já comecei a discutir no capítulo anterior: a indexação da taxa de juros à própria taxa de juros, da Selic à própria Selic, ou, em outras palavras, o uso da Selic, que é a taxa de juros interbancária ou a taxa de juros de curto prazo, para indexar a própria taxa de juros. A rigor, a Selic não é uma taxa, mas um sistema — o Sistema de Liquidação e Custódia de títulos públicos. Hoje, porém, é também uma taxa. Conforme o Banco Central a define, “é a taxa apurada no Selic”. Segundo Nakano (2006a: 7), “a primeira anomalia é a utilização da taxa Selic, determinada pelo Banco Central, instrumento operacional para fazer política monetária no mercado aberto, para remunerar diariamente os títulos públicos de ‘longo prazo’ pós-fixados, as LFTs”.

Quando, em 1979, esse sistema foi criado, os títulos públicos tornaram-se substitutos quase perfeitos das reservas bancárias que os bancos devem manter de forma compulsória ou voluntária. As reservas bancárias passaram a ter a mesma remuneração dos títulos públicos — o que já tornava o sistema financeiro brasileiro *sui generis*. Conforme observa Fernando de Holanda Barbosa (1996: 88-9), “o fato de que a venda de títulos públicos transforma-se imediatamente em reservas bancárias tornou a demanda de reservas excedentes independente da taxa de juros”. Em conseqüência, “se o Banco Central suprir um volume de reservas inferior à demanda, a taxa de juros subiria sem limites; no caso de injetar reservas demais no sistema, a taxa de juros seria igual a zero. Logo, nestas circunstâncias não resta ao Banco Cen-

tral outro procedimento senão o controle da taxa de juros”. A situação era estranha, mas desde que o Banco Central administrasse corretamente a taxa de juros, estaria tudo bem.

Entretanto, em 1986 surgiu um problema grave. Diante do fracasso do Plano Cruzado e da explosão da inflação que se segue, o Banco Central precisava elevar a taxa de juros, mas isso levaria à quebra dos bancos que estavam normalmente alavancados. A solução criativa encontrada foi criar as LFTs (Letras Financeiras do Tesouro), indexadas à própria taxa de juros de curto prazo, a Selic. Com isso, quando a taxa de juros subisse, o valor dos títulos não cairia, e o setor financeiro, que precisa sempre ser preservado nessas horas, estaria protegido. Contudo, no Plano Real esse tipo de título público deveria ter sido eliminado. Depois que a alta inflação foi controlada, o Banco Central e o Tesouro não tomaram providências firmes para desindexar a dívida: apenas esboçaram ações sempre abortadas por medo de não serem capazes de rolar a dívida, não obstante os atores no mercado — particularmente os bancos — não terem alternativa senão aplicar seus recursos de curto prazo em títulos do governo. Em conseqüência, conforme observa Holanda Barbosa (2006: 236), esta indexação da taxa de juros à própria taxa de juros explica por que a taxa de juros de curto prazo no Brasil é tão mais alta do que a praticada nas demais economias emergentes. “A resposta é simples: nós criamos no passado e continuamos a usar um ativo muito peculiar, emitido pelo governo, indexado pela taxa de juros interbancária. Esse título introduz na taxa de juros interbancária o prêmio de risco da dívida pública.”

Além disso, com a manutenção de um título desse tipo, passa a inexistir no sistema financeiro interno brasileiro diferença entre a taxa de juros de curto prazo e a taxa de juros de longo prazo.⁷ As reservas bancárias que já eram remuneradas, passam a ser remuneradas pelo risco da dívida pública. Em conseqüência dessa indexação inexistente em qualquer outro país do mundo, rentistas e setor financeiro nada perdem com o aumento da taxa de juros, apenas ganham: ao contrário da regra geral, o valor dos títulos não cai com o aumento dos juros. Essa indexação, além de ter a conseqüência de atribuir à taxa de juros de curto prazo o papel que nos países normais cabe à taxa de juros de longo prazo, dificulta a própria redução da taxa de juros

⁷ Já que não tínhamos mais uma taxa de juros de longo prazo definida pelo mercado, foi possível reservar essa expressão para denominar um taxa definida administrativamente pelo BNDES para viabilizar grandes investimentos financiados por essa instituição.

de curto prazo. Nos demais países, a política monetária ou de juros decidida pelo Banco Central não afeta diretamente a taxa de juros de longo prazo, que onera os títulos públicos e privados. Não havendo essa separação, o governo pode alegar que não baixa a taxa de juros de curto prazo porque não conseguirá rolar a dívida pública e, assim, pode continuar a privilegiar rentistas com uma taxa de juros que não é decidida pelo mercado, mas pelo próprio governo.

Uma outra causa menos importante mas significativa da alta taxa de juros é a política de alongamento da dívida pública que há muito o Banco Central pratica. É uma política aparentemente razoável, mas que na verdade empurra a taxa de juros para cima, porque estimula o Banco Central a elevar a taxa de juros. O alongamento da dívida pública é desejável, mas não será alcançado com medidas artificiais que só agravam o problema que se quer resolver, que é o do nível da taxa de juros: será alcançado fazendo o ajuste fiscal necessário que envolve redução, e não aumento dos juros de curto prazo. O pressuposto equivocado da política de alongamento é o de que se não houver a indexação e a manutenção de taxa de juros elevada, o mercado não financiará os títulos, quando sabemos que os grandes bancos que dominam esse mercado não têm alternativa de aplicação de curto prazo de seus recursos senão rolando os títulos públicos.

Uma outra forma de explicar a alta taxa de juros é dizer que o Banco Central, na falta de outro instrumento, a usa de uma forma abusiva; atribui à taxa de juros tantas funções que se torna especialmente difícil baixá-la. Através dela busca-se, além de controlar a inflação, alongar o perfil da dívida, limitar a desvalorização da taxa de câmbio para evitar a inflação de custos, atrair capital externo para fechar o balanço de pagamentos, garantir a rolagem da dívida pública. O uso da taxa de juros para atrair capitais externos aconteceu principalmente nos anos que se seguiram ao Plano Real, quando, equivocadamente, ninguém duvidava que o crescimento decorreria da poupança externa. A partir de 2003, quando começaram a sobrar os recursos externos, essa razão para aumentar juros foi quase esquecida, mas, em mais uma demonstração de que o objetivo não é baixar juros, as autoridades econômicas não se deram conta de que essa sobra criava uma oportunidade para baixá-los.

A taxa de juros de curto prazo é alta no Brasil também porque os brasileiros se acostumaram há muito tempo, desde o golpe de Estado de 1964, a conviver com altas taxas de juros. Dessa forma, fica difícil para eles se defenderem das taxas de juros praticadas. Para estimular a poupança popular e financiar o sistema nacional de habitação, o governo decidiu criar as “ca-

dernetas de poupança”, as quais, por lei, deveriam render 6% de juros reais ao ano. Uma taxa de juros altíssima para uma aplicação segura enquanto os governos não começaram a adotar a prática de “pequenos calotes”, de “ajustamentos” na indexação dessas contas de forma a diminuir seu rendimento. Uma taxa altíssima que afinal não beneficiou por muito tempo os pobres, mas que estabeleceu um piso psicológico para os juros reais dos ricos.

É legítimo argumentar também que a taxa de juros paga pelas empresas e pelas pessoas físicas no Brasil é alta por uma outra razão além do fato de a taxa Selic ser alta: porque o *spread* bancário é muito alto. Não discuti esse assunto, entretanto, porque minha questão era, realmente, saber por que a taxa de juros de curto prazo é tão alta. Para discutir o problema dos *spreads* eu teria que discutir toda uma série de reformas, inclusive a drástica diminuição dos depósitos compulsórios — o que escapa aos objetivos deste livro. Por outro lado, conforme Oreiro, Paula, Ono e Silva (2006) mostraram recentemente, a causa principal dessa alta margem dos bancos nos seus empréstimos é o próprio alto nível da Selic e sua grande volatilidade.

Uma maneira de resumir toda esta análise seria dizer que a taxa de juros no Brasil é alta porque a economia brasileira está presa a uma armadilha de alta taxa de juros e baixa taxa de câmbio — uma armadilha que se define em dois níveis: em um primeiro nível, toda vez que se baixa a taxa de juros, o câmbio se eleva e a inflação sobe; em um segundo nível, na medida em que a taxa de câmbio é mantida artificialmente valorizada, a economia tende ao desequilíbrio cambial e à crise de balanço de pagamentos. Vou, entretanto, deixar a discussão deste problema para o capítulo 9, no qual discutirei o modelo implícito da macroeconomia da estagnação.

TAXA “NATURAL” E CONTRADIÇÃO

Neste grande debate sobre as causas da taxa de juros de curto prazo ser tão alta, a ortodoxia convencional experimenta uma contradição básica. Para ela, a taxa de juros de curto prazo é considerada o único instrumento de política econômica de que dispõem os economistas, um instrumento logrado, dentro do triângulo da impossibilidade, graças à flutuação da moeda nacional. Para a ortodoxia convencional não há política de câmbio, só há política de juros. Entretanto, em todo o debate sobre a alta taxa de juros de curto prazo vigente no país, a ortodoxia convencional, na prática, trata essa taxa como se fosse endógena — como se as autoridades monetárias não tivessem capacidade de intervir nela a não ser para aproximá-la de uma taxa

de juros de equilíbrio calculada, como já vimos, de maneira muito precária. Trata-se de uma contradição óbvia.

Para os novo-desenvolvimentistas, a baixa da taxa de juros será facilitada por um maior esforço fiscal, mas a solução da própria crise fiscal brasileira só será alcançada quando uma estratégia do governo concertada com a sociedade lograr, ao mesmo tempo, baixar a taxa de juros e reduzir a despesa desnecessária do Estado. Os economistas ortodoxo-convencionais, entretanto, são economistas neoclássicos que supõem que todos os preços são determinados pelo mercado. Isto vale não apenas para a taxa de juros de curto prazo; vale também, e principalmente, para a taxa de câmbio real, sobre a qual eles não hesitam em afirmar que o governo, através da política econômica, não tem capacidade de influenciar. O fato, porém, de valer também para a Selic é no mínimo estranho. Eles não são tão claros em relação a esse ponto porque percebem a contradição: se o principal instrumento de política econômica de que dispõem os bancos centrais é a administração da taxa de juros de curto prazo, como ela não pode ser administrada? O comportamento dos economistas ortodoxo-convencionais, entretanto, não deixa dúvida quanto a considerar essa taxa endógena e, portanto, inadministrável. Sempre que podem, esquecem a diferença entre a taxa de juros de longo prazo, que de fato é determinada pelo mercado, e a taxa de juros de curto prazo ou taxa básica do Banco Central. Em segundo lugar, sempre insistem em afirmar que “a taxa de juros cairá assim que o ajuste fiscal for realizado”.

Em terceiro, quando se vêem sem argumentos, lembram que, na regra de Taylor, a taxa de juros de curto prazo não pode se afastar muito da “taxa natural” ou taxa de equilíbrio. De fato, não pode, mas também não há qualquer justificativa para pressupor uma taxa de juros de equilíbrio em torno de 9% reais. Isso não faz qualquer sentido econômico. Os estudos econômicos que levaram a ela estão prejudicados pelos juros altos que reinavam na economia brasileira no momento em que os cálculos foram feitos, da mesma forma que foi prejudicado o cálculo do PIB potencial: reproduziram a baixa performance da economia brasileira nos últimos anos. Sobre esse tema, José Luís Oreiro (2006) assinala que a taxa interna de equilíbrio (aquilo que Wicksell chamava de taxa de juros natural e Keynes chamava de taxa de juros neutra) é o nível de taxa de juros real capaz de assegurar a estabilidade da taxa de inflação e a plena utilização da capacidade produtiva (em termos do IS-LM, é o ponto de intercessão da curva IS com o produto potencial) e a taxa de juros de equilíbrio externa que assegura o equilíbrio do balanço de pagamentos (igual à soma da taxa real de juros internacional com o prêmio de risco-país).

Por outro lado, a taxa externa de equilíbrio depende inversamente do nível de vulnerabilidade externa da economia brasileira, ou seja, da dívida externa como proporção das exportações, do nível de reservas cambiais, do saldo em transações correntes etc. Quando o risco-país era de 800 pontos-base e a taxa internacional era de 2%, uma taxa de juros interna de 10% parecia razoável. Hoje, porém, o risco Brasil somado à taxa de juros real títulos do Tesouro americano está em torno de 5% em termos reais, porque, em 1999, rompemos sem pretendê-lo com o modelo de crescimento com poupança externa ao fazer o ajuste necessário na taxa de câmbio. Por outro lado, a demanda de nossos produtos pela economia mundial aumentou extraordinariamente a partir de 2002. Entretanto, apesar do ajuste externo, a taxa de juros de curto prazo não caiu. Por quê? Oreiro entende que, além do conservadorismo do Banco Central, isto ocorreu porque a taxa de equilíbrio interna não acompanhou o ritmo de queda da taxa externa, havendo para isso duas explicações.

A hipótese mais conservadora é que, de 1994 a 2005, houve um grande aumento dos gastos não-financeiros (basicamente custeio e consumo corrente) do governo como proporção do PIB. Esse aumento dos gastos não-financeiros “deslocou a IS para cima”, aumentando o nível da taxa real de juros compatível com a estabilidade da inflação e a plena utilização da capacidade produtiva. Para essa argumentação tanto faz se o governo está com déficit ou não, o que importa é o nível dos gastos governamentais como proporção do PIB. A explicação desenvolvimentista é que com a eliminação do investimento público de 1994 para a frente (hoje o governo mal investe 0,5% do PIB), houve uma redução do crescimento potencial da economia, de modo que o baixo crescimento do produto potencial (e, portanto, da oferta agregada) mantém a taxa interna num patamar elevado...

Como considero o desequilíbrio fiscal uma causa real para a alta taxa de juros de curto prazo, aceito em parte essa explicação. Já vimos, porém, que ela não é suficiente, porque a própria taxa de juros é causa essencial e anterior do aumento da despesa pública. Na verdade, não temos alternativa senão considerar também a explicação baseada no hiperconservadorismo ou na captura das autoridades monetárias. Esta política, naturalmente, é apoiada pelos políticos no governo. Por quê? Essencialmente porque, como acontece com a sociedade que representam, têm medo da volta da inflação, e submetem-se ao pensamento hegemônico e à ortodoxia convencional que o expressa. De um lado, têm medo de enfrentar a coalizão política que sustenta a ortodoxia convencional — uma coalizão que sem dúvida é forte, como veremos no capítulo 10; de outro, sentem-se lisonjeados com os elogios que

Washington e Nova York estão sempre dispostos a dirigir aos políticos e às autoridades econômicas que aceitam suas sábias recomendações.

Voltando à contradição da ortodoxia convencional, o que podemos afirmar a seu favor é que ela é mais razoável do que a “macroeconomia” neoclássica *à la* Lucas, que leva o problema da endogeneidade ao limite. Enquanto a ortodoxia convencional fica dividida, e admite alguma liberdade para o formulador de política econômica, a macroeconomia que adota de forma radical a hipótese das expectativas racionais não reconhece a legitimidade de qualquer política econômica. Coloquei entre aspas a palavra macroeconomia porque, para mim, Lucas não escreveu sobre macroeconomia; ele se limitou a fazer uma extensão do modelo neoclássico hipotético-dedutivo do equilíbrio geral para as variáveis macroeconômicas. Para fazer realmente macroeconomia é preciso partir de alguma maneira de Keynes e Kalecky. É preciso que o economista adote um método histórico-dedutivo em vez do hipotético-dedutivo e que trabalhe com modelos abertos e, por isso mesmo, contingentes, mas que, em compensação, são práticos, permitindo a previsão e a formulação de política econômica competente (Bresser-Pereira, 2005d).