

ALÉM DA TRÍADE: HÁ COMO REDUZIR OS JUROS?¹

Edmar L. Bacha²
20/10/2010

O balanço das questões tratadas indica uma herança de superindexação que parece incontornável, pois não se pode apagar a memória longa dos financiadores do Estado brasileiro. A recomendação que decorre do ceticismo e da necessidade de evitar artificialismos é não fazer nada de novo [mas isto] quer dizer persistir em reformar o Brasil com juros altos. O risco aqui é um eventual desgaste dessa alternativa aumentar a probabilidade de que algum governo tente mudanças drásticas.

Dionisio Dias Carneiro (2006, p. 213)

Sumário

Argui-se que a diferença entre os juros reais brasileiros e os praticados internacionalmente são persistentes, mesmo após a introdução da tríade da política macroeconômica, por causa das heranças de um passado hiperinflacionário e de superindexação. Propõem-se lidar com essas heranças através de um redutor de gastos do governo; a vinculação dos créditos direcionados à postura da política monetária; a dação de parcela das reservas internacionais em garantia da dívida pública; a definição de uma meta de inflação de longo prazo; a introdução de um novo regime de indexação dos preços administrados; e a liberalização das aplicações financeiras no exterior.

¹Sem responsabilizá-los pelos resultados, agradeço as sugestões de Alkimar Moura, André Lara Resende, Aurelio Bicalho, Fernando Gonçalves, Francisco Lopes, Ilan Goldfajn e Pedro Malan.

²Diretor do Instituto de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças, Rio de Janeiro.

1. Introdução

Dezesseis anos após o lançamento do Plano Real, a estabilização brasileira continua incompleta. A taxa real de juros não só é a maior do planeta, mas situa-se acima de qualquer padrão internacional atual. Nos quarenta e dois países considerados pelo *The Economist*, a média simples das taxas de juros reais é -0,6%, com um desvio-padrão de 2,5%. A taxa de juros real do Brasil é 5,5%, estando assim, com altíssima probabilidade, fora da distribuição que gera as taxas reais de juros nos demais países do mundo³.

As taxas reais de juros no Brasil já foram mais altas do que atualmente. Desde 1999, a tríade da política macroeconômica – superávit primário, câmbio flutuante e metas de inflação – tem permitido uma redução dos juros reais. Mas esse movimento tem sido insuficiente para colocá-los dentro dos padrões dos demais países, mesmo que se dê um desconto pela peculiaridade da atual situação internacional. Pois as taxas reais de juros mundo afora estão anormalmente baixas por causa da anêmica retomada do crescimento econômico, especialmente nos países industriais, após a mega-crise financeira de 2008-09.

Poderia ainda arguir-se que a dificuldade de reduzir os juros brasileiros se deva à expansão descontrolada dos gastos do governo e do crédito dos bancos públicos, que colocam a economia num ritmo de crescimento insustentável, forçando o Banco Central a apertar a política monetária mesmo a partir de juros tão elevados para os padrões internacionais.

Tais fatores – a inércia do ajustamento e a situação conjuntural -- sem dúvida estão presentes. Não obstante, parece-nos que a dificuldade de fazer os juros brasileiros convergirem para os padrões internacionais

³ Valores calculados a partir das taxas de juros de 3 meses e da inflação projetada para 2010 no *The Economist* de 16/10/2010.

tem raízes mais profundas, que se situam em nosso passado hiperinflacionário.

Na próxima seção, argui-se, num exercício econométrico, que as taxas de juros brasileiras tendem a se manter mais altas do que os padrões internacionais, mesmo quando se levam em conta a inércia do ajustamento e a atual situação relativa de demanda no Brasil e no Mundo. Também se documenta a importância da dívida pública para a manutenção dos juros altos no país.

Na terceira seção, sugere-se que o peso da dívida pública é excessivo, dado nosso passado inflacionário, e discutem-se medidas que permitam reduzir as taxas de juros, ao atacar os receios de calote e de diluição inflacionária da dívida. Cinco medidas são sugeridas: um teto para os gastos correntes do governo visando reduzir a dívida pública; o uso de parte das reservas internacionais para garantir a dívida; a inclusão do princípio da estabilidade de preços na Constituição; o estabelecimento de uma meta de inflação de longo prazo; e a liberdade para a aplicação da poupança doméstica no exterior.

A herança inflacionária também se manifesta na persistência de instituições e mecanismos montados para conviver com a alta inflação, que hoje reduzem a potência da política monetária. A quarta seção enfoca dois desses mecanismos – os créditos direcionados e os preços administrados. Propõe-se a superação desses problemas através da sujeição dos créditos direcionados às decisões de política monetária do Banco Central e da criação de um indexador unificado, consistente com a meta de inflação de longo prazo, ao qual se vinculariam os reajustes dos preços administrados.

As conclusões estão resumidas na quinta seção, que apresenta um sequenciamento para a introdução das medidas sugeridas.

2. Equilíbrio com juros elevados

O Gráfico 1 mostra a evolução das taxas reais de juros no Brasil e no Mundo, de 1995 a 2010. O Mundo aqui consiste de Área do Euro, Canadá, China, EUA, Índia, Japão, México, Reino Unido e Rússia (aproximadamente 71% do PIB mundial afora o Brasil em PPP). O Gráfico 2 é derivado do anterior e mostra a diferença entre as taxas reais de juros do Brasil e do Mundo.

Alguns temas são salientes: (i) os juros reais brasileiros são sempre bem mais altos do que os mundiais; (ii) há uma quebra estrutural em 1999, refletindo a mudança de regime cambial – com câmbio fixo, a diferença de taxas era bem mais alta do que após a introdução do câmbio flutuante; (iii) entre 2000 e 2005 a diferença entre as taxas é (surpreendentemente?) crescente, mas, a partir de 2005 e até 2009, há uma tendência de convergência; (iv) a partir de meados de 2009 manifesta-se uma nova tendência de divergência, ainda que a diferença entre as taxas se mantenha menor do que em qualquer outro período exceto por 2000.

Tratamos de explicar as diferenças entre as taxas reais de juros do Brasil e do Mundo num dado trimestre através de uma equação de regressão com três variáveis⁴: a diferença dessas mesmas taxas no trimestre anterior, a diferença entre os hiatos do produto no Brasil e no Mundo (contemporânea ou defasada), e a dívida líquida do setor público no Brasil no final do trimestre anterior; além de uma quebra estrutural

⁴ Agradeço a Aurelio Bicalho a discussão e elaboração dos exercícios econométricos.

Gráfico 1: Juros Reais Brasil vs. Mundo, 1995-2010

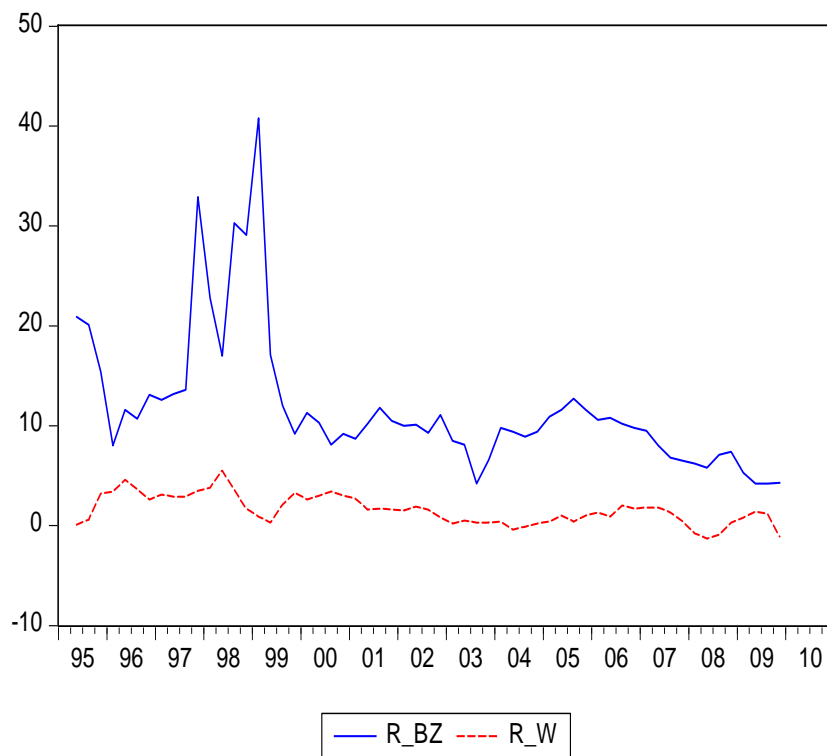
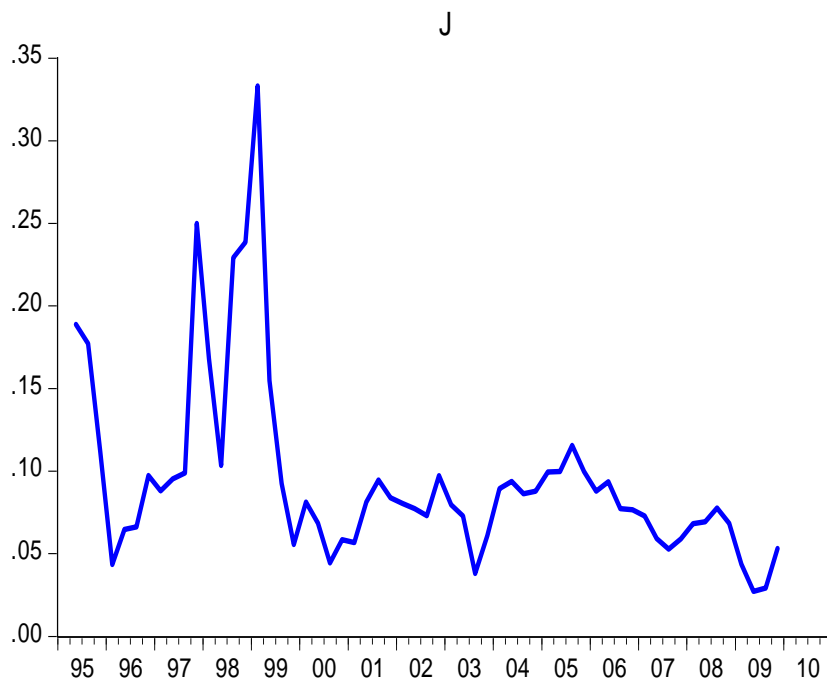


Gráfico 2: Diferença entre Juros Reais, Brasil vs Mundo



(mudança de regime cambial) em 1999⁵. Pode pensar-se essa equação como uma espécie de regra de Taylor, em que o Banco Central ajusta os juros reais ao longo do tempo, tanto em função do aquecimento da economia quanto do volume da dívida pública (no pressuposto de que, quanto maior for essa dívida, maior precisará ser a taxa de juros para que ela seja absorvida pelos investidores, sem a necessidade de mais inflação).

Os resultados das regressões estão nos Quadros 1 e 2. No Quadro 1, as equações referem-se ao período do terceiro trimestre de 1995 até o quarto trimestre de 2009. No Quadro 2, elas se referem ao período do primeiro trimestre de 2000 até o quarto trimestre de 2009, ou seja, exclusivamente ao período da flutuação cambial. A primeira equação dos dois quadros não inclui a dívida; a segunda inclui a dívida e todos os demais regressores; a terceira, inclui a dívida mas exclui a constante (porque ela perde significância na presença da dívida). No Quadro 1, usa-se a diferença defasada dos hiatos do produto; no Quadro 2, a diferença contemporânea desses hiatos – uma escolha determinada exclusivamente pela qualidade dos resultados estatísticos nos dois casos.

Nas equações (1) e (4), respectivamente nos Quadros 1 e 2, os coeficientes de todas as variáveis independentes, cujos erros padrões se indicam entre parênteses, são significativos: constante, diferença defasada dos juros e diferença dos hiatos do produto. Os resultados perdem significância quando se introduz o valor defasado da dívida líquida

⁵As variáveis estão em logs, exceto pela relação dívida/PIB que está em nível; veja-se o apêndice para as relevantes definições. Não se pôde construir uma série consistente da dívida bruta para todo o período, razão por que se utilizou a dívida líquida. Além dessas variáveis, foram também testados, sem resultados satisfatórios, um fator de tendência e uma medida de risco Brasil. Exceto pela dívida, os testes de Dickey-Fuller aumentado e de Phillips-Perron rejeitam a existência de raízes unitárias. Embora esses testes não rejeitem a hipótese de que a dívida tenha raiz unitária, o teste de Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin não rejeita que a dívida seja estacionária. Por isso, embora não se possa rejeitar a existência de raiz unitária para a dívida, essa existência não fica comprovada, razão pela qual, seguindo Bohn (2005), mantivemo-la na regressão.

QUADRO 1
REGRESSÕES PARA A DIFERENÇA DE JUROS BRASIL/MUNDO, 1995-2009

variáveis independentes	regressões		
	(1)	(2)	(3)
constante	0,064 (0.020)***	0,010 (0.038)	
juros defasados	0,560 (0.147)***	0,531 (0.121)***	0,537 (0.107)***
dif. hiatos defasados	1,140 (0.501)**	0,905 (0.566)	0,884 (0.520)*
dívida pública defasada		0,189 (0.108)*	0,214 (0.053)***
dummy pós-99	-0,031 (0.016)*	-0,066 (0.027)**	-0,070 (0.023)***
<hr/>			
Estatísticas			
R ² -ajustado	0,582	0,602	0,608
DW	2,060	1,975	1,980
LM ₁	0.15[0.70]	0.00[0.96]	0.00[0.95]
HET	7.98[0.00]	6.38[0.00]	6.22[0.00]
JB	86.30[0.00]	67.09[0.00]	62.62[0.00]

() Desvio Padrão - White

*significativo a 10%

**significativo a 5%

***significativo a 1%

Amostra 1995-III a 2009-IV

LM: teste de autocorrelação serial Lagrange Multiplier para uma defasagem [] p-valor

HET: teste de heterocedasticidade Breusch-Pagan-Godfrey [] p-valor

JB: teste de normalidade dos resíduos Jarque-Bera [] p-valor

QUADRO 2
REGRESSÕES PARA DIFERENÇA DE JUROS BRASIL/MUNDO, 2000-2009

variáveis independentes	regressões		
	(4)	(5)	(6)
constante	0,020 (0.008)**	0,001 (0.019)	
juros defasados	0,740 (0.107)***	0,687 (0.117)***	0,687 (0.116)***
dif. hiatos	0,580 (0.228)**	0,498 (0.240)**	0,496 (0.228)**
dívida pública defasada		0,047 (0.044)	0,049 (0.018)**
Estatísticas			
R ² -ajustado	0,558	0,560	0,572
DW	1,858	1,765	1,763
LM ₁	0.04[0.84]	0.35[0.56]	0.36[0.55]
HET	1.69[0.20]	1.15[0.34]	1.15[0.34]
JB	0.04[0.98]	0.30[0.86]	0.32[0.85]

() Desvio Padrão

*significativo a 10%

**significativo a 5%

***significativo a 1%

Amostra 2000-I a 2009-IV

LM: teste de autocorrelação serial Lagrange Multiplier para uma defasagem [] p-valor

HET: teste de heterocedasticidade Breusch-Pagan-Godfrey [] p-valor

JB: teste de normalidade dos resíduos Jarque-Bera [] p-valor

do setor público junto com a constante entre os regressores, como nas equações (2) e (5). Entretanto, ao se suprimir a constante, como nas equações (3) e (6), a significância dos coeficientes novamente se eleva.

A partir desses resultados, é possível calcular a diferença de equilíbrio entre as taxas de juros do Brasil e do Mundo, definindo-se o equilíbrio não somente pela igualdade dos juros correntes com os respectivos juros defasados, mas também pela zeragem dos hiatos do produto no Brasil e no Mundo. Restringindo-nos ao período de câmbio flutuante, essa diferença é igual a 7,7%, segundo a equação (4). Quando se introduz a dívida, e se fazem os cálculos a partir do atual valor dessa variável, que é de 40% do PIB, conclui-se da equação (6) que a diferença de juros de equilíbrio é igual a 6,3%⁶. Ou seja, nesse sentido de equilíbrio, não se observa uma tendência para a aproximação das taxas de juros brasileiras às taxas de juros internacionais⁷.

Os resultados confirmam a importância da pressão de demanda sobre a capacidade para explicar a diferença das taxas de juros. Por exemplo, segundo a equação (3), que se refere ao período como um todo, no curto prazo, mantido o hiato do produto no Mundo constante, um aumento de 1 ponto percentual na pressão da demanda sobre o PIB potencial no Brasil implica um aumento de 0,9 ponto percentual na diferença de juros. No caso da equação (6), que se refere exclusivamente ao período pós-2000, o impacto é menor, igual a 0,5 ponto percentual. A diferença dos impactos se mantém quando se considera o longo prazo - respectivamente, 2,6 e 1,6 pontos percentuais -, e pode estar refletindo o fato de a política monetária ter se tornado mais potente no período da flutuação cambial. Desse modo, excessos de demanda requerem agora

⁶ Na equação (4), esse valor é igual a $0,02/(1-0,74)$; na equação (6), a $0,049 \times 0,4/(1-0,687)$.

⁷ Um fator de tendência (1/tempo) também foi testado, isoladamente e em conjunto com as demais variáveis, sem resultados estatísticos significativos. Utilizando um modelo dinâmico, que permite que a taxa de juros equilíbrio varie ao longo do tempo, Tâmega-Fernandes et al. (2010) captam uma tendência de declínio desde 2005 nessa taxa, que atualmente estaria no intervalo de 5.4% a 6.8%.

menor variação dos juros para manter a inflação sob controle do que era o caso durante o período de câmbio administrado.

Os coeficientes da dívida também apontam para a maior efetividade da política monetária após a flutuação cambial. Assim, segundo a equação (3), que é válida para todo o período, um aumento de 1 ponto percentual na relação dívida/PIB eleva a diferença de juros em 0,21 ponto percentual no curto prazo. Já na equação (6), que se refere ao período da flutuação cambial, esse impacto é bem menor, de 0,05 ponto percentual. Esta queda do impacto do aumento da dívida sobre os juros é compatível com a percepção de que a implantação da tríade da política macroeconômica levou a uma maior disposição dos investidores para absorver a dívida e a uma maior potência da política monetária. Portanto, para manter a inflação sob controle, aumentos da oferta de dívida implicam agora de aumentos dos juros bem menores do que era o caso durante o período de câmbio administrado.

Baldacci e Kumar (2010) reportam estudos para os EUA que estimam impactos de 0,03 a 0,05 pontos percentuais de aumento de juros por cada 1 ponto percentual de aumento da dívida pública americana como proporção do PIB. Sua própria análise empírica encontra valores similares a esse num painel de 31 países para o período de 1980-2008. Os resultados obtidos para o Brasil para o período de flutuação cambial são, portanto, compatíveis com a evidência internacional, mas também revelam a importância da dívida para os juros, especialmente tendo em conta o processo paulatino de ajustamento de juros nas nossas equações. Assim, no período da tríade, retratados na equação (6), no longo prazo um aumento de 1 ponto percentual na dívida resulta num aumento de 0,19

ponto percentual na diferença de juros⁸, um valor bem maior do que os valores retratados no painel de Baldacci e Kumar.

Os resultados estatísticos confirmam a percepção de que os juros reais elevados no Brasil são persistentes e têm a ver com prêmios de risco relacionados a temores, que perduram, de diluição inflacionária e calote da dívida pública. Por outro lado, também é arguível que mecanismos de indexação e de segmentação de créditos, montados para proteção contra a alta inflação, continuam a reduzir a potência da política monetária, mesmo sob o regime da tríade macroeconômica. Discutimos na próxima seção os riscos da dívida e na seguinte os mecanismos redutores da potência da política monetária⁹.

3. Dívida Pública e Herança Inflacionária

É muito ruim a experiência monetária brasileira até o Plano Real. Rogoff e Reinhart (2004a) mostram que o Brasil perde apenas do Congo entre os países com as moedas que mais se desvalorizaram no mundo entre 1970 e 1991. Mesmo no período pós-Real, entre 1995 e 2009, a inflação dos preços ao consumidor no Brasil foi de 7,5% ao ano; no resto do mundo¹⁰, 3,6%. Na última década, entre 2000 e 2009, a inflação anual no Brasil foi 6,6% e no resto do mundo, 2,8%. Ademais, o país se inclui entre os “caloteiros em série” identificados em Rogoff e Reinhart (2004b). Não se trata apenas de calotes da dívida externa, pois foram várias as supressões da “correção monetária” da dívida interna em planos econômicos desde o

⁸ Isso resulta da divisão do coeficiente da dívida defasada por um menos o coeficiente da diferença defasada de juros na equação (6).

⁹ Partes dos temas das seções que se seguem foram antes considerados em Arida, Bacha e Resende (2005) e Bacha, Gonçalves e Hollanda (2009).

¹⁰ Resto do mundo: Reino Unido, EUA, China, México, Rússia, Índia, Área do Euro, Canadá e Japão (aproximadamente 71% do PIB mundial afora Brasil em PPP).

início da década de 1980, culminando com o congelamento dos depósitos no Plano Collor de 1990.

Propostas mais ou menos explícitas de calote na dívida deixaram de estar presentes nos programas do PT apenas desde a Carta aos Brasileiros de meados de 2002, embora constassem da Declaração de Olinda do final de 2001. No atual programa do partido, resta a demanda por um ‘imposto sobre as grandes fortunas’. Talvez mais significativas sejam as contínuas manifestações contra a política de juros do Banco Central por parte de lideranças empresariais e políticas, tanto do governo quanto da oposição – sem explicitação de uma alternativa que não envolva calote ou mais inflação. Essas críticas deixam no ar a dúvida sobre por quanto tempo mais a elite brasileira dará sustentação a uma política de contenção da inflação que requer juros reais tão elevados. É uma situação parecida com a que havia no país com respeito aos planos de estabilização desde o Cruzado até o Plano Real. Na aparente falta de alternativas, a cada governo que entrava, ou ministro da fazenda que era substituído, imediatamente começavam os rumores sobre um próximo congelamento de preços, o que contribuía para acelerar a inflação. Atualmente, os temores latentes sobre a continuidade do tripé macroeconômico contribuem para sustentar os juros elevados.

É muito alto o gasto do governo com o pagamento de juros sobre a dívida pública: 5,4% do PIB em 2009. É isso que causa o incômodo político. Esse valor resulta da multiplicação da taxa média de juros pela razão entre a dívida e o PIB. Fosse essa razão menor, menor também seria o ônus do serviço da dívida sobre o PIB. Superando 40% do PIB, a dívida pública líquida é muito elevada em face de nosso triste histórico de alta inflação e sucessivos calotes. Entre os nossos parceiros de risco soberano na Standard&Poor’s (2010), somente a Índia tem dívida pública mais elevada. Mas a Índia não tem um passado de altíssima

inflação e sucessivos calotes como o nosso – uma das razões por que a poupança interna desse país é tão mais elevada do que a do Brasil e os juros reais tão mais baixos.

A dívida líquida não é apenas elevada; entre os ativos do governo central que reduzem seu valor destacam-se ativos locais de liquidez duvidosa. Além disso, a dívida é de curto prazo e muito dependente da taxa Selic. Nessas condições, aumentos dos juros pelo Banco Central arriscam tornar o serviço da dívida politicamente insuportável, aguçando a percepção de uma monetização futura e diminuindo o impacto da política monetária sobre a inflação. Blanchard (2005) e Favero e Giavazzi (2005) investigaram de forma independente qual seria o nível de dívida em que a política monetária se tornaria perversa – o ponto a partir do qual aumentos adicionais dos juros, por seu impacto sobre o risco de monetização futura, aumentariam em vez de diminuir a inflação prospectiva. Exercício similar foi feito por Carneiro e Wu (2005). Embora os números diverjam, a conclusão desses autores foi que, embora a dívida ainda não houvesse atingido o nível que tornaria perversa a política monetária, ele estava à vista, a persistirem as tendências que então se observavam. Desde então, essa preocupação se tornou menos urgente, pois a dívida caiu como proporção do PIB e a taxa real de juros retrocedeu. Sem embargo, conforme sugerido pelos exercícios econométricos da seção anterior, é demonstrável a importância do tamanho da dívida na explicação das altas taxas reais de juros do país.

É razoável concluir que se torna necessário um movimento convincente de diminuição do valor da dívida ao longo do tempo para reduzir o prêmio de risco embutido nas taxas de juros. Há uma proposta no Congresso para colocar um teto à expansão do gasto corrente do governo federal, de modo a permitir um aumento do superávit primário sem prejuízo do crescimento e assim obter uma queda da dívida pública

como proporção do PIB. De acordo com nossos resultados econométricos – expressos na equação (6) do Quadro 2 – uma redução da dívida líquida do setor público dos atuais 40% para 20% do PIB fariam a diferença entre os juros reais brasileiros e a média dos juros mundiais cair à metade, em equilíbrio (de 6,3% para 3,15%).

Esta proposta poderia complementar-se com um mecanismo financeiro, através do qual parcela das reservas internacionais -- reconhecidamente excessivas do ponto de vista da provisão de um seguro contra abalos externos, mas nem por isso menos custosas --, passassem a oferecer garantia legal para a dívida interna¹¹. Não se trata de resgatar a dívida interna, pois isso requereria a conversão das reservas em reais, valorizando ainda mais a moeda, mas de criar um lastro externo para a dívida interna, que permita a redução de seu prêmio de risco. Impostos diferenciados à parte, tal mecanismo permitiria que o Tesouro brasileiro captasse recursos no mercado doméstico, com papéis assim lastreados, pagando taxas de juros nominais em reais mais próximas às taxas em dólares com que hoje capta recursos no exterior.

Tais medidas dariam credibilidade a um compromisso com uma meta de inflação de longo prazo. A proposta é que o Conselho Monetário Nacional defina uma meta de inflação, a ser alcançada até o final desta década, para deixar claro que a estabilidade de preços não tem um horizonte de apenas dois anos, como no atual regime de metas, mas é um objetivo nacional permanente. Essa meta precisa ser suficiente baixa para desestimular a indexação, mas suficientemente maior do que zero para dar margem a ajustes de preços relativos sem que se corra o risco de uma deflação. Uma meta de longo prazo de 3% parece cumprir com ambos os

¹¹ Caso o Tesouro não saldasse a dívida interna em reais, ela seria paga em dólares por agentes fiduciários do governo brasileiro no exterior.

requisitos, além de aproximar-se da taxa média de inflação na última década no ‘resto do mundo’ definido na seção anterior.

Para fortalecer essa sinalização, sugere-se a aprovação de emenda constitucional incluindo a busca da estabilidade de preços nos princípios da ordem econômica e financeira do país (Constituição Federal, Art. 170). Os atuais objetivos vão da soberania nacional à proteção da pequena empresa, passando pela busca do pleno emprego e a redução das desigualdades, mas surpreendentemente não incluem a busca da estabilidade de preços, talvez porque a Constituição tenha sido aprovada num período de alta inflação, em que tal estabilidade parecia inalcançável. Não se trata de mera declaração de intenções, mas *inter alia* de caracterizar que o objetivo de manutenção do poder de compra de salários e aposentadorias prescrito em outras partes da Constituição (Artigos 7º, 37, 39, 40, 42 e 201) será perseguido preferencialmente pela busca da estabilidade de preços e não por leis ordinárias ou decisões judiciais que os indexem à inflação passada¹².

O componente final das medidas propostas nesta seção seria a liberalização das aplicações financeiras no exterior. Atualmente, a modalidade de fundos de investimento no exterior (regulados pelos Artigos 97 e 110-B da Instrução 409 da CVM) está restrita apenas a clientes de grande porte e mesmo assim a liquidação financeira das posições tem que ser feita em reais, dentro do país. O que se propõe é uma liberalização dessas restrições, regulamentando-se a negociação no varejo interno de fundos de investimento no exterior, com a possibilidade de liquidação das operações em dólares no exterior.

¹² Veja-se mais adiante uma proposta de indexação, referida à inflação à frente, a ser aplicada aos preços administrados, que também poderia aplicar-se às remunerações protegidas contra a inflação no texto constitucional.

Trata-se de deixar aberta a porta de saída, para reduzir a parcela do prêmio de risco embutida na taxa de juros por causa das restrições hoje existentes para as aplicações financeiras em moedas outras que não o real. Quando o governo dificulta as aplicações em dólares, o resultado é que os investidores locais demandam um aumento da taxa local de juros para acomodar uma parcela maior de sua riqueza em reais. Concretamente, entre os emergentes com um passado de alta inflação e sucessivos calotes na dívida, o Brasil é o único país que desenvolveu um amplo mercado financeiro doméstico baseado exclusivamente na moeda nacional. Todos outros na mesma categoria (Argentina, Bolívia, Equador, Peru, Uruguai, para citar apenas os exemplos próximos) tiveram que admitir o dólar como uma moeda paralela. Esse feito brasileiro deve ser preservado, pois a dolarização do sistema financeiro doméstico é sem dúvida danosa. O problema são os custos. No passado inflacionário inventaram-se as contas remuneradas para preservar a poupança na moeda nacional; atualmente, os juros elevados cumprem o papel de manter os brasileiros atrelados ao real¹³.

Acopladas à tríade da política macroeconômica, as medidas aqui delineadas permitirão lidar com as causas dos juros elevados, mas os investidores precisam estar convencidos de que isso é para valer – e uma boa maneira de obter esse convencimento é facilitando as aplicações financeiras no exterior. Desta forma, os brasileiros poderão livremente aplicar suas poupanças onde quiserem mundo afora, deixando de haver a justificativa do aprisionamento para que requeiram uma remuneração de suas aplicações em reais maior do que as taxas de juros vigentes internacionalmente. Trata-se de medida congruente com a progressiva

¹³ Mesmo enfrentando problemas de endogeneidade que vão contra a hipótese, a análise de painel em Bacha, Gonçalves e Holland (2009) mostra haver uma relação inversa entre dolarização financeira e a taxa de juros local.

introdução da conversibilidade plena do Real, que vem sendo perseguida pelo Banco Central desde a criação da moeda em 1994.

4. Política Monetária e Herança da Superindexação

Ao longo do período inflacionário, diversos mecanismos de proteção foram sendo montados, para preservar preços e créditos da corrosão inflacionária. Hoje, esses mecanismos reduzem a potência da política monetária e sua superação facilitaria a redução dos juros no país. Consideramos aqui dois desses mecanismos que nos parecem particularmente perversos.

Trata-se em primeiro lugar de ampliar o alcance da política monetária sobre a oferta de crédito, de forma que ela passe a influenciar não só o custo do crédito livre (via taxa Selic), mas também o volume do crédito direcionado (desembolsos do BNDES e de outros bancos de fomento, mais o crédito habitacional e o crédito agrícola). Os créditos direcionados, que representam hoje cerca de 1/3 do total dos créditos do sistema financeiro, são via de regra subsidiados e portanto racionados através de mecanismos administrativos. Dessa forma, boa parte da expansão do crédito independe das decisões do Banco Central. Isso requer uma taxa Selic mais alta para conter a inflação do que seria o caso se os créditos direcionados também se contraíssem quando o Banco Central apertasse a política monetária¹⁴. A proposta, então, é que o volume dos créditos direcionados passe a ser determinado periodicamente pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), de forma compatível com a postura da política monetária, conforme definida pelos movimentos da

¹⁴ Persio Arida tem proposto a substituição da TJLP pela NTN-B como referência para os créditos do BNDES; o Ministério da Fazenda já anunciou o propósito, mas depois dele desistiu, de ligar a remuneração da poupança à taxa Selic. Tais medidas permitiriam aumentar o alcance da taxa Selic sem a necessidade de controles quantitativos dos créditos direcionados. Enquanto não são adotadas, melhor instituir tais controles que, salvo melhor juízo, independem de medidas legislativas.

taxa Selic. Quando, por exemplo, o Banco Central reduzisse a taxa Selic, isso seria acompanhado por decisão do CMN aumentando a oferta do crédito direcionado suprido majoritariamente pelo BNDES, a Caixa e o Banco do Brasil.

O aumento da potência da política monetária seria também obtido pela ampliação do conjunto de preços que variam em função da demanda de bens e serviços, conforme afetada pela taxa Selic. Atualmente, somente os chamados preços livres assim o fazem de forma plena, pois os chamados preços administrados, sujeitos a regras contratuais, tendem a ser reajustados de acordo com índices que medem a inflação passada, independentemente das condições de demanda. A consequência é que um aperto monetário tem que ser mais forte e mais duradouro do que seria o caso se houvesse maior flexibilidade dos preços administrados, que respondem por cerca de 30% da amostra de produtos que entra no IPCA. Há boas razões, entretanto, para que determinados preços, que envolvem contratos de longo prazo, como os aluguéis residenciais, por exemplo, embutam regras pré-determinadas de reajuste.

Trata-se, então, de imaginar regras de reajuste dos preços administrados que não reduzam o impacto da política monetária sobre a inflação. Embora cada caso tenha suas especificidades, em termos gerais pode-se pensar num mecanismo de estágios sucessivos para submeter tais preços à influência da política monetária. Inicialmente, haveria uma unificação dos regimes de indexação, de modo que, a partir do vencimento dos atuais contratos, tais preços passassem a ser reajustados exclusivamente pelo IPCA, o índice de referência do sistema de metas de inflação. Em seguida, haveria uma mudança do mecanismo da indexação, que progressivamente deixaria de ter como referência a inflação passada, passando a ter como referência a meta de longo prazo (3% ao ano). Assim, ao invés de ser feita integralmente pelo IPCA passado, a

indexação dos preços administrados passaria a ser feita de acordo com uma média ponderada entre o IPCA passado e a meta de longo prazo. O peso da meta de longo prazo seria progressivamente aumentado, até atingir a unidade. Ou seja, os reajustes dos preços administrados continuariam predeterminados, mas o indexador desses reajustes seria consistente com os objetivos de longo prazo da política monetária.

5. Conclusões

Os testes estatísticos aqui apresentados sugerem que a diferença entre os juros reais brasileiros e aqueles praticados internacionalmente são persistentes, mesmo após a introdução da tríade da política macroeconômica em 1999. Os testes também permitem arguir que essa persistência tem raízes em nosso passado hiperinflacionário, que reduzem a tolerância a dívidas públicas elevadas e travam a potência da política monetária.

Propôs-se, então, uma série de mudanças institucionais, desenhadas para lidar com as heranças da hiperinflação e da superindexação, permitindo assim fazer a taxa real de juros convergir para os padrões internacionais. A prudência recomenda a implantação dessas medidas em estágios, começando por aquelas que atacam os fundamentos da “dominância fiscal” e do baixo alcance da política monetária sobre os créditos bancários, seguida daquelas que lidam com os mecanismos de indexação, para finalmente alcançar aquelas que arrefecem o aprisionamento da poupança.

Tais estágios seriam os seguintes: (I) Aprovação do redutor de gastos do governo e da vinculação dos créditos direcionados à postura da política monetária; (II) Dação de parcela das reservas internacionais em garantia da dívida pública; (III) Inclusão do princípio da busca da

estabilidade de preços na Constituição e estabelecimento da meta de inflação de longo prazo; (IV) Novo regime de indexação para os preços administrados; e (V) Liberalização das aplicações financeiras no exterior.

APÊNDICE: DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Diferença de juros Brasil/Mundo: $\log((1+r_{bz}/100)/(1+r_w/100))$

r_{bz} : taxa de juro real ex-post - $((1+i/100)(1+IPCA12m/100))$, onde i é a última taxa selic decidida no trimestre

r_w : taxa de juro real ex-post construída a partir das taxas básicas de juros dos países e da inflação ao consumidor acumulada em 12m; mesma fórmula anterior

Diferença dos hiatos: $(h_{bz} - h_w)$

$$h_{bz} = \log(y_{bz}/y_{bz_hp})$$

y_{bz} : índice do PIB real Brasil com ajuste sazonal

y_{bz_hp} : Filtro Hodrick-Prescott do índice do PIB real Brasil com ajuste sazonal

$$h_w = \log(y_w/y_w_hp)$$

y_w : índice do PIB real amostra mundo com ajuste sazonal

y_w_hp : Filtro Hodrick-Prescott do índice do PIB real amostra mundo com ajuste sazonal

Dívida pública:

d : dívida total líquida do setor público em proporção do PIB no último mês do trimestre

Dummy pós-99: 0 de 1995:1 a 1999:2 e 1 de 1999:3 a 2009:4

Amostra mundo: Reino Unido, EUA, China, México, Rússia, Índia, Área do Euro, Canadá e Japão (aproximadamente 71% do PIB mundial afora Brasil).

A série do índice PIB amostra mundo começa em 1997:1. O período entre 1995:1 e 1996:4 foi estimado a partir de um modelo econométrico em função do PIB US e PIB área do euro.

Os índices do PIB, as taxas de juros nominais e as taxas de inflação foram agregadas a partir dos pesos em PPP de cada país.

Referências

Arida, Persio, Edmar Bacha e André Lara Resende (2005), “Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil”, em Giavazzi, F. et. al. (2005): 265-93.

Bacha, Edmar, Fernando Gonçalves e Marcio Holland (2009), “A panel-data analysis of interest rates and dollarization in Brazil”. *Revista Brasileira de Economia*, 63(4), out-dez: 341-60.

Baldacci, Emanuele e Manmohan Kumar (2010), “Fiscal déficits, public debt, and sovereign bond yields”, IMF Working Paper, WE/10/184, 26 págs.

Blanchard, Olivier (2005), “Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil”, em Giavazzi, F. et al. (2005): 49-80.

Bohn, H. (2005), “The sustainability of fiscal policy in the United States”. CESifo WP 1446, 44 págs. (disponível em <http://www.econ.ucsb.edu/~bohn/papers/DebtUS.pdf>).

Carneiro, Dionisio Dias (2006), “Letras Financeiras do Tesouro e normalidade financeira: haverá um ‘peso problem’?”, em Bacha, Edmar e Luiz Chrysostomo de O. Filho, Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação, Alongamento. Rio de Janeiro: Contracapa: 197-217.

Carneiro, Dionisio Dias e Thomas Wu (2005), “Dominância fiscal e desgaste do instrumento único de política monetária no Brasil”, Texto para Discussão n. 7, IEPE/CdG, maio, 33 págs. (disponível em <http://iepecdg.com.br/uploads/texto/TPD7IEPE.pdf>).

Favero, Carlo e Francesco Giavazzi (2005), “Inflation targeting and debt: lessons from Brazil”, in Giavazzi et al.: 85-108.

Giavazzi, Francesco, Ilan Goldfajn e Santiago Herrera (2005), *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*. MIT Press.

Reinhart, Carmen e Keneth Rogoff (2004a), “The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation”, *Quarterly Journal of Economics*, 119(1), fevereiro: 1-48.

Reinhart, Carmen e Keneth Rogoff (2004b), “Serial default and the ‘paradox’ of rich to poor capital flows”, *American Economic Review*, 94(2), maio: 52-8.

Standard & Poors (2010). “Federative Republic of Brazil”. Global Direct. Portal RatingsDirect. Nova York, 4 agosto.

Tâmega-Fernandes, F., Werther Vevloet e Augusto Vanazzi (2010), “O BC e a Taxa Real Neutra no Brasil”. Modal Asset Artigos. Rio de Janeiro: 28 setembro, 9 págs. (disponível em: www.modalasset.com.br/php/novo/php/asset_flash.php?id=1019).