

Extraído de “A moeda e a lei: um ensaio de história monetária para o Brasil, 1933-2013”.

Favor não circular.

9.3. O valor do amanhã no país do futuro

A década virtuosa entre 1998 e 2008 mostrou resultados formidáveis, sobretudo tendo em conta os *trade-offs* macroeconômicos habituais: equilíbrio fiscal, interno e externo, crescimento e redução da pobreza, tudo ao mesmo tempo. Novas e luminosas possibilidades pareciam se abrir em razão da continuidade, ainda que em graus variáveis e por vezes sem nenhuma convicção, de políticas de responsabilidade fiscal, moeda sadia e cidadania global. O “tripé” não fora concebido ou defendido como política de crescimento, quando muito como pré-condição, mas a persistência absolutamente incomum de uma boa gestão macroeconômica parecia produzir benefícios bem além do que se esperava, possivelmente em razão das reformas anteriores, ou talvez apenas pela mera consistência em fazer certo as coisas simples. Os horizontes para o cálculo econômico e as perspectivas de progressos se estendiam, mas adicionalmente aos obstáculos previsíveis, uma ventania em sentido contrário se apresentou maior ou mais surpreendente que todas as outras. Não se percebia o problema durante a hiperinflação, nem mesmo durante os primeiros anos da estabilização, quando ganhou visibilidade, mas gradualmente, o assunto veio a ocupar o posto de mais sério desafio macroeconômico para os anos a seguir.

Eram as taxas de juros, os termos de troca entre o presente e o futuro, ou o valor do amanhã, conforme a expressão de Eduardo Gianetti. O Brasil que emergia da longa batalha da estabilização definida pelas reformas a partir de 1994 finalmente se encontrava frente à frente com a desconfortável maldição de Stephen Zweig, pois era como se o futuro estivesse longe demais, afastado pelos efeitos de juros excessivos e por isso mesmo seu valor permanecia pesadamente descontado.

Desde quando a reforma monetária de 1994 eliminou a hiperinflação e colocou o país dentro da normalidade em matéria de preços, o país tem convivido com taxas de juros que dificilmente caberiam em um quadro de normalidade, inclusive relativamente a outros países de características econômicas semelhantes, por qualquer critério razoável de comparação. Nos primeiros anos do real, quando o BCB praticou as maiores taxas reais de sua história, o fenômeno não parecia tão ameaçador, por paradoxal que parecesse, pois era tomado como temporário e excepcional, seja por que os momentos críticos da luta contra a hiperinflação assim o exigissem, ou pela presença da “âncora cambial”. O fato é que, logo adiante, essas circunstâncias extraordinárias acabaram ultrapassadas e os progressos na redução dos juros

se mostraram muito mais lentos e difíceis do que se imaginava, ensejando crescente perplexidade sobre as razões da persistência da anomalia, agora mais flagrante que em qualquer momento anterior. Diante disso, em 2010, uma década e meia depois do Plano Real, Edmar Bacha afirmaria, ecoando a frustração de boa parte da profissão, que “a estabilização brasileira continua incompleta”.¹ A pergunta repetidamente se apresentava: por que juros tão altos e que tipo de disfunção estariam a refletir?

Os juros, vale repetir, expressam os termos de troca entre o presente e o futuro, e este, por sua vez, é um personagem central nas decisões de consumo e investimento, para indivíduos e corporações, o paradigma para todo o tipo de cálculo econômico, aí compreendidas as decisões humanas mais banais e também as mais essenciais. O valor das coisas duradouras, sobretudo as que produzem fluxos de caixa no tempo, positivos ou negativos, patrimônios e dívidas, capital humano, financeiro ou material, é determinado pela régua da espera e da impaciência, ou pelo modo como tais fluxos são trazidos a valor presente, como ensina a ciência financeira. Eis aí uma pista importante para os males do Brasil, que Gianetti encontra em um famoso conto de Machado de Assis, ‘O empréstimo’, a propósito de uma ocorrência banal, um sujeito que tinha ‘a vocação da riqueza, mas sem a vocação do trabalho’, sendo que a “resultante desses impulsos discrepantes era uma só: dívidas”. Portanto, diz Gianetti, “há sociedades que parecem abrigar ... a vocação do crescimento, mas sem a vocação da espera. E a resultante, quando não é a inflação ou crise do balanço de pagamentos, é ... uma só: juros altos”.²

Estaria o Brasil acometido de alguma espécie de ansiedade ampliada ou de miopia social que sobrevalorizava particularmente as urgências do presente e descontava excessivamente o futuro e nos tornava uma sociedade de afobados e pródigos? Seria fenômeno recente, provocado pela desintoxicação ensejada pela estabilização, ou alguma inclinação antiga, um desses defeitos de fabricação de que falam os ditos Intérpretes do Brasil?

É fácil, porém enganoso, deixar-se levar pela hipótese de que a imprevidência constitui traço característico da nacionalidade, pois assim estaríamos transferindo arditamente a culpa para o devedor, o brasileiro jovem e impaciente, crente em um futuro tão pródigo que nenhum excesso próprio da mocidade deixaria de ser consistente com as riquezas havidas neste país do futuro que solidamente se estabeleceu no imaginário nacional. Também é fácil deixar-se tomar pela busca de atenuantes para este desvio - a experiência de pobreza ou a

¹ Bacha, 2010, p. 1.

² Gianetti, 2012, p. 152.

deficiência na educação, por exemplo -, que ofereceriam justificativas para a incapacidade de discernir a enorme distância entre o presente e o futuro, expressa em juro mirabolantes, e para a propensão crônica a excessos quando se trata de endividamento. O relato de Saint-Hilaire sobre os ameríndios que não conheciam a palavra ‘amanhã’, reforçado pelos comentários do Padre Antônio Vieira sobre a dificuldade de “regenerar” esses povos para a disciplina de prover para o futuro³ parecem sugerir uma espécie de hipossuficiência social ao deliberar sobre a troca intertemporal, o que poderia ser uma explicação para os juros altos no Brasil, ainda que esteja no limiar da velha síndrome de culpar a vítima e pior, algo que poderia inclusive levar à justificativas para velhas teses em torno da limitação à usura⁴.

É claro que a resposta deve estar em outro lugar.

Na modesta opinião do signatário, e com o que é possível discernir no Brasil do início do século XXI, a maior e mais aberrante distorção nacional no trato do futuro reside no próprio Estado, o agente que, através do endividamento social, organiza ou desmantela as tensões entre a prodigalidade e a abstinência, ou entre o gozo imediato e a hipermetropia financeira. No passado, o Estado socializava prejuízos decorrentes das políticas do café através das taxas de câmbio, depois financiava déficits fiscais imensos de forma horizontal tributando o pobre, o ausente nas composições políticas, os sem voz, os não alcançados pela correção monetária, através da inflação e agora repete o processo utilizando a via intertemporal, concentrando privilégios no presente e diluindo seus custos no futuro, tributando as futuras gerações também de forma canhestamente impessoal. A reforma monetária de 1994 assinalava um marco importante, o banimento do “imposto inflacionário” como consideração de peso nas finanças públicas, o que, todavia, resultava em que a dívida pública interna, aquela contraída junto a brasileiros, finalmente viria a assumir de forma explícita a posição central que lhe cabe pela lógica em sociedades onde as instituições orçamentárias e fiscais são mais avançadas na intermediação entre o presente e o futuro.

Neste novo cenário, as ansiedades sociais não desaparecem, nem encolhem, mas uma vez estatizadas, é como se passassem a pertencer a um personagem externo à Nação. O Estado passa a ser de longe o principal e mais dominante de todos os devedores, e os termos do seu endividamento dominam as preferências intertemporais da sociedade. O comportamento do Estado, a julgar por suas contas, tem sido o de um Shylok ao contrário, na verdade o de um pródigo irresponsável como foi outro personagem da galeria Shakespeariana, Timon de Atenas, o rico aristocrata, prócer da velha ordem, cujas terras

³ Ambos habilmente analisados em Gianetti, 2012, pp. 128, 157.

⁴ Nesse contexto, não seria tão estranha a reaparição do tema da usura em 1988, durante os debates constitucionais em torno do Artigo 192, conforme extensamente discutido no Capítulo 6.

ultrapassavam o horizonte, cujos favores também não tinham fim, como o crédito que dizia ter nos amigos e nos afetos, onde dizia estar sua verdadeira fortuna.⁵

É claro que o comportamento do Estado não se dá ao arrepio das vontades e ilusões individuais, mas traz a vantagem de as despersonalizar. A dívida pública atrai para si a imprevidência que reside inconfessada em todos nós, acomoda e absorve nossos cálculos individuais insensatos, e redime a todos das culpas pela ênfase exagerada no presente, pelo apego a nossos inadiáveis e mesquinhos direitos adquiridos e pela indevida tributação de nossos descendentes. A dívida passa a ser social e, em tese, não pode mais ser repudiada e passa a funcionar como um gigantesco imposto sobre a juventude e sobre a herança, porém jamais admitido pelos seus perpetradores diante de seus herdeiros.

Podem haver inúmeras razões históricas e sociais para as doenças que acometem o orçamento público e destroem as restrições ali contidas, mas as profundas e complexas raízes desses legados, sempre reverenciados na ciência política nacional, não podem ocultar o fato de que temos aqui um problema clássico de ‘escolha pública’ (*Public Choice*), que se resolve através do desenho instituições que constrem o desalinhamento de interesses entre gerações, ou entre safras de políticos, que repetidamente se veem propensos a fazer mais e mais dívidas a serem deixadas para seus sucessores. A presença de incentivos perversos nesses assuntos não se restringe ao Brasil e às suas esquisitices, cada família é infeliz à sua maneira, como se aprende com Leon Tolstói, ou seja, a prodigalidade fiscal, como a insensatez, pode ser encontrada nos mais variados idiomas. As diferenças entre países residem justamente nas instituições que impõem conjuntamente a responsabilidade social coletiva e a saúde da moeda, temas centrais deste volume, que certamente não teria sido escrito se as nossas maldições do passado não pudessem ser objeto de tratamento e de cura. Não estamos condenados a repetir pela eternidade os nossos males de origem.

Passados oitenta anos do início do reinado da moeda fiduciária, a emergência da taxa de juros como problema, uma vez ultrapassada a hiperinflação, não poderia deixar de ser vista sob prisma semelhante ao utilizado para entender a inacreditavelmente longa e rica

⁵ Era, talvez, parente do ateniense de que falou Machado de Assis mais de uma vez, para descrever homens dados a exageros inofensivos de suas posses e realizações: um cidadão que não tinha um tostão furado, mas estava convencido de que todos os navios que entravam no Pireu lhe pertenciam. Esse “opulento de barcos e ilusões”, segundo Machado, “não precisou mais para ser feliz. Ia ao porto, mirava os navios e não podia conter o júbilo que traz uma riqueza tão extraordinária”. O ateniense de Shakespeare, *Timon*, é uma peça escrita por volta de 1606 em parceria com Thomas Middleton. O de Machado aparece em crônicas e também no Capítulo 154 das Memórias de Brás Cubas.

convivência com o fenômeno inflacionário, ou seja, como uma patologia decorrente das mesmas velhas mazelas, agora consideravelmente reduzidas, mas não extintas.⁶

No passado se dizia que a inflação brasileira resultava de uma espécie de incompatibilidade social entre desejos, expressos em obrigações fixadas pelo lado da despesa pública, e possibilidades determinadas pelos recursos que a mesma sociedade fornecia ao Estado através da tributação⁷. Era uma de muitas formas de enxergar a inflação brasileira como conflito distributivo, uma expressão com menos conteúdo que popularidade, como um diagnóstico à procura de um paciente, e que expressava um desejo ingênuo, mas flagrante na historiografia mais remota em torno da experiência inflacionária latino-americana, de explicar o fenômeno através da luta de classes, um devaneio que levaria à ideia que a inflação era intrínseca ao capitalismo, como o desemprego, e que desapareceria apenas no ideal socialista. Mas a inflação estrutural não chegou a este extremo, e satisfez-se como o “caráter monopólico da indústria” e da “rigidez da oferta agrícola que deriva das condições de propriedade do solo”⁸, assim, ao menos, introduzindo a reforma agrária como providência estruturante e essencial para o combate à inflação. Vale lembrar que, desde o seu nascimento, era uma “teoria” para a inflação que operava pela negação: “o estruturalismo oferecia ... uma boa *arma analítica para a luta contra as políticas de estabilização*”, segundo um historiador dessas ideias.⁹ O conceito segundo o qual o conflito distributivo podia ter sede no orçamento público, e que encontrava uma espécie de solução ou conciliação, ainda que precária, através da inflação, oferecia uma maneira gentil, ou puramente retórica, ao importar essa expressão para o terreno da teoria econômica convencional, de fazer convergir as percepções sobre o imperativo da estabilização. A “inflação estrutural” original havia caído em desuso nos anos 1990, mas a ideia de conflitos em torno de parcelas do gasto público parecia muito mais adequada e real, e podia ser aferida quantitativamente sob a forma de déficits, ou “desejos a descoberto”, que tinham que ser sublimados de alguma forma, já que não podiam ser eliminados em definitivo¹⁰.

⁶ O problema parecia o mesmo, talvez mais brando, mas com nova sintomatologia: “Faz mais sentido imaginar que a infecção foi reduzida, mitigada, mas não eliminada, e que os mesmos micróbios ainda existem, seguramente menores, mas provavelmente de uma espécie mais resistente, cujos sintomas não se manifestam mais na hiperinflação aberta, e sim nos juros excessivamente elevados”. Cf. Franco, 2006, p. 278.

⁷ Veja-se Bacha, 1994 e Franco, 1995, cap. 10 e 2005a.

⁸ Rodriguez, 1981, p. 190.

⁹ Bielchowsky, 1988, p. 25, grifos meus.

¹⁰ Uma referência muito útil sobre conflitos distributivos, sempre lembrada pelos economistas envolvidos no Plano Real, vinha de um documento bissexto da Conferência Nacional dos Bispos da Alemanha, 1994, p. 9: “conflitos distributivos na sociedade levam à satisfação nominal, pela política monetária e fiscal do Estado, de reivindicações sobre o produto nacional bruto, incompatíveis com a realidade, por parte de alguns grupos sociais, encarregando-se depois a inflação da adaptação às possibilidades reais. Neste contexto, os políticos esperam que lhes seja creditado apenas o que dão, e não o que tomam através da inflação”.

Muitas das providências empreendidas para reduzir as tensões sobre o orçamento público foram examinadas na seção 8.6, a propósito dos ‘cálculos fundamentais’ para a sustentabilidade da estabilização, onde também chamamos a atenção do leitor para a elevação considerável da dívida pública após o Plano Real, e em decorrência da política monetária e também mediante a assunção de uma variedade de obrigações (os “esqueletos”) cuja sombra prejudicava a percepção de equilíbrio intertemporal das contas do governo. Outras iniciativas essenciais tiveram que ver com restrições ao endividamento adicional, sobretudo pela aplicação da LRF para outros entes federativos, como instrumento para coibir o déficit, e nada tiveram de simples os esforços para manter as finanças públicas sob regras estritas de responsabilidade e sustentabilidade. Os progressos foram imensos nos primeiros anos da nova moeda, mas o equilíbrio entre desejos e possibilidades mostrou-se um processo social complexo, que envolvia a mediação de instituições ainda em construção, com vistas a tornar transparentes e factíveis os ajustes e acomodações. Seria irreal imaginar que a sociedade brasileira tivesse reduzido suas aspirações ou moderado a sua indisposição a pagar mais impostos: as incompatibilidades permaneciam, parecendo provável que passassem a encontrar no endividamento a solução que outrora achavam na inflação, com isso as taxas de juros se apresentavam como a variável de ajuste, a reconciliação entre o desejo e a ansiedade, ou seja, o custo da antecipação. O conflito distributivo inter-generacional emergia, portanto, como uma novidade e um desafio fundamental para os próximos anos, mas ainda caracterizado apenas em termos vagos, em conexão com os debates sobre a reforma da previdência, que renasciam exatamente quando este manuscrito se encerrava.

As várias hipóteses aventadas para explicar o fenômeno dos juros elevados, e que enxergavam a origem do problema no terreno fiscal, ou mais especificamente na dívida pública, cabiam todas, ou quase, dentro da deliberadamente ampla definição de Olivier Blanchard para *crowding out*, conforme verbete de sua autoria para o dicionário Palgrave: “todas as coisas que podem dar errado quando políticas fiscais financiadas por endividamento são usadas para afetar o PIB”.¹¹ Eram muitas as possibilidades e era preciso escapar da ideia que os juros altos eram parte da normalidade, ainda que meio exótica, da qual era complicado dissentir e que, sobretudo, se podia amenizar através de diversos tratamentos seletivos e janelas favorecidas para quem merecia. O seletivismo, nesse terreno, vinha de longe, com os desenvolvimentos a partir da Lei da Usura, conforme vimos, e se

¹¹ Blanchard, 2000, p. 728. Em outro dicionário a definição é mais canônica: “uma queda no consumo ou no investimento privado como resultado do aumento do gasto público”, *cf.* Pearce, 1983, p. 95. Mais adiante em 2005, o próprio Blanchard veria traços de “dominância fiscal” no Brasil de 2002-2003, mas através de outro mecanismo: elevações na taxa de juros que elevavam a probabilidade percebida de *default* da dívida pública, assim afastando investidores e provocando desvalorização cambial e inflação. *Cf.* Blanchard, 2005.

parece muito com o que se passava com o mito da correção monetária, que também se destinava a ressaltar as exceções de uma normalidade degenerada.

Por outro lado, havia certo desconforto em enfatizar demasiado o problema dos juros diante do risco desse debate soar “como uma crítica genérica ao BCB e, em particular, ao regime de metas de inflação, criando desse modo um alinhamento indesejado com os críticos de políticas de corte convencional em um momento especialmente delicado”.¹² O assunto parecia deslocado frente à desenvoltura com que as autoridades se empenhavam em firmar o regime de metas em sintonia com as melhores práticas internacionais, através dos movimentos do COPOM, exercendo sua recém conquistada liberdade de subir e descer a taxa Selic, conforme a delicada mecânica das metas de inflação. Seria complexo admitir a existência de outras agendas e outros determinantes estruturais, institucionais ou meramente fiscais para as taxas de juros, ainda que estivesse ficando mais aparente que a inflação não era a única consideração a impedir que os juros fossem reduzidos a níveis internacionais.

As autoridades bem sabiam que “o sucesso do sistema de metas, ou de qualquer outro regime monetário, exige a ausência de dominância fiscal”¹³, e que o país ainda caminhava sobre gelo fino no terreno fiscal, mas também percebiam que a manutenção do superávit primário em níveis elevados, inclusive por força do acordo com o FMI, vinha deslocando esses limites e ainda por mais algum tempo, dentro da administração petista, quando o acordo terminou. As taxas de juros e a dívida pública vinham caindo juntas, em um ritmo muito forte: partindo de mais de 40% em fins de 1998 a taxa Selic foi se reduzindo em oscilações até a mínima de 7,25% em meados de 2013, quando a dívida líquida do setor público estava pouco acima de 20% do PIB, para onde caiu linearmente de aproximadamente 40% do PIB em fins de 1998. Este círculo virtuoso talvez prosseguisse ainda mais, erodindo progressivamente o processo de *crowding out*, ou de dominância fiscal, possivelmente levando a país a regiões desconhecidas em matéria de taxas de juros. A dívida líquida do setor público no Chile, por exemplo, é praticamente nula, e são muito pequenas as suas despesas líquidas com juros. Como saber até onde poderíamos ter ido se as políticas virtuosas tivessem prosseguido depois de 2008 por mais uma década?

Durante os primeiros anos do regime de metas surgiram muitos estudos empíricos sobre taxas de juros no Brasil, sobretudo com vistas a estimar alguns conceitos não diretamente observáveis, como a chamada “taxa de juro neutra”, a encarnação mais recente do que outrora se chamava a “taxa natural”, um conceito originalmente associado a Knut

¹² *Idem, ididem.*

¹³ Fraga, Goldfajn & Minella, 2003, p. 23. Da mesma forma, para Gustavo Loyola (2016, p. 224) “a ausência de dominância fiscal é pré-requisito chave ao funcionamento do regime de metas para a inflação”.

Wicksell. A taxa neutra seria aquela que se observa *ceteris paribus* quando o PIB está no nível do produto potencial, ou algo assemelhado ao pleno emprego, e a inflação na meta. Seria interessante aferir se as estimativas para a taxa neutra confirmavam que os valores eram especialmente elevados para o Brasil, o que de fato se observou a partir dos mais variados modelos e especificações. Uma resenha recente examinou nove trabalhos diferentes dos quais resultaram estimativas entre 4,6% e 10,0% *em termos reais*.¹⁴ Os resultados mais próximos de 10% foram obtidos em estudos sobre os primeiros anos do regime de metas e os mais próximos de 5% em trabalhos para o período posterior, o que apoiava fortemente a conjectura de vários autores segundo a qual o juro neutro vinha exibindo uma clara tendência de queda¹⁵, mas chegando a um nível ainda muito alto, superior, mas não tão mais distante do praticado em outros países emergentes¹⁶. Esses esforços econométricos não deixaram dúvidas que o Brasil permanecia o líder mundial nesse tema, e isto sem se considerar o que se passava com as taxas praticadas nos empréstimos bancários, onde as coisas pareciam ainda piores face ao amontoado de dispositivos regulatórios criando repressão financeira, poupança forçada e elevando o *spread* bancário.

Dentre os estudos dedicados mais especificamente aos fatores determinantes dos juros elevados no Brasil destacou-se a conjectura de Pérsio Arida, Edmar Bacha e André Lara-Rezende, introduzindo o que chamaram de “incerteza jurisdicional”, ou a tese segundo a qual o juro capturava “uma incerteza de caráter difuso que permeia decisões do Executivo, Legislativo e Judiciário e se manifesta predominantemente como um viés anti-poupança e anti-credor. O viés não é contra o ato de poupar, mas contra o emprego financeiro da poupança, a tentativa de transferência intertemporal de recursos através de instrumentos financeiros que são, em última análise, instrumentos de crédito”.¹⁷ Como extensão da ideia de repressão financeira a tese encontrou terreno fértil, porém os autores deram grande ênfase aos embaraços à conversibilidade na medida em que restrições cambiais de natureza regulatória estariam frustrando a demanda por uma jurisdição contratual de melhor qualidade, no âmbito do dólar. Nesse aspecto em especial, todavia, o desempenho empírico da tese não foi muito animador,¹⁸ de tal sorte que, sem prejuízo de novas ideias sobre fatores

¹⁴ Araujo & Silva, 2013, tabela 2. Fora dessa amostra, Soares & Hollanda, 2006 encontram valores entre 8% e 10% e Carvalho & Minella, 2011, p. 214 encontram o valor de 7,7% para a taxa de juros real de equilíbrio.

¹⁵ *Ibid.*, p. 2 e Goldfajn & Bicalho, 2011, p. 103.

¹⁶ Araujo & Silva, 2013, tabela 1, pp. 4-5.

¹⁷ Arida, Bacha & Lara-Rezende, 2005, p. 270.

¹⁸ Gonçalves *et al.*, 2007. Na verdade, em vista do examinado no Capítulo 4 acerca da liberalização cambial, a esmagadora maioria dos embaraços à conversibilidade já havia sido removida na altura em que a tese foi formulada. Sem prejuízo disso, Seguro-Ubiergo, 2012, p. 16, em um estudo comparativo, a pequena taxa de poupança seria o fator mais importante para a explicação das taxas de juros no país.

institucionais para o problema, as atenções se voltaram para “explicações mais convencionais”¹⁹ para o problema enfatizando a elevada dívida pública doméstica e sobretudo a memória de mau comportamento, capturado pelas medidas de risco soberano.²⁰ O nexos entre esses fatores ganhou muitos aspectos interessantes com a tese desenvolvida por Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff e Miguel Savastano segundo a qual certos países desenvolvem uma “intolerância” com relação a endividamento, uma condição definida como a dificuldade que muitas economias emergentes experimentariam ao alcançar certos patamares de dívida que pareceriam perfeitamente administráveis pelos padrões das economias avançadas. Segundo os autores, esta condição se mostra “intimamente relacionada com o largamente disseminado fenômeno do *serial default* (“calote serial”, numa tradução ao pé da letra) que tem acometido tantos países ao longo dos últimos dois séculos²¹. Reinhart & Rogoff desenvolveram esses conceitos tendo em mente a experiência de endividamento *externo*, onde a experiência do Brasil não parece tão negativa quanto pareceriam indicar os sete episódios de *default* ou reestruturação de dívida externa ocorridos entre 1801 e 2002, no contexto de uma estranha amostra da qual também fazem parte Espanha e Alemanha com o mesmo número de episódios de *default* experimentados pelo Brasil²². Contrariamente a esta categorização, a historiografia mais especializada nos assuntos brasileiros estabelece com clareza que a má avaliação do Brasil como devedor no período imperial “é destituída de fundamento”.²³ Os *defaults* brasileiros de 1914, 1931 e 1937 ocorrem quando o mundo inteiro se encontrava em situação semelhante, o que já não é o caso dos eventos de 1961 e 1983, os quais, todavia, dão pouca substância a uma designação tão forte como “caloteiro serial”.

Já com relação à dívida interna, entretanto, a “síndrome da intolerância” parece fazer muito mais sentido para a história mais recente do Brasil, inclusive como explicação para o enigma brasileiro em torno dos juros. Os *defaults* em dívidas denominadas em moeda doméstica, conforme Reinhart & Rogoff, são pequenos, parciais e difíceis de aparecer nas estatísticas²⁴. Em contraste, a memória coletiva brasileira registra uma montanha de episódios

¹⁹ Fraga, 2005, p. 297.

²⁰ Destacadamente Goldfajn & Bicalho, 2011, Seguro-Ubierno, 2012 e Bacha, 2010.

²¹ Reinhart, Rogoff & Savastano 2003, p. 1.

²² Na América Latina, Equador e Venezuela contabilizam nove eventos, México e Uruguai oito, Colômbia e Peru, sete e Argentina apenas cinco. Cf. Reinhart & Rogoff, 2003, Tabela 1, p. 54.

²³ Abreu & Correa do Lago, 2014, p. 26. Abreu, 2006 estende esta avaliação para os anos 1920, mesmo passando pelo episódio do *funding loan* de 1898. De acordo com Summerhill, 2015, pp. 6-7, “o Brasil imperial é uma destacada exceção ao histórico de déficits e *defaults* na América Latina”, pois teve um “sucesso notável” em manter elevado “o crédito soberano”.

²⁴ Reinhart & Rogoff compilam bem menos episódios de *default* em dívida interna que externa desde 1800 – apenas 70 casos comparados a 250 em *defaults* de dívida externa, e listam apenas dois episódios para o Brasil: 1986-87 e 1990. Reinhart & Rogoff, 2009, pp. 111, 126.

de descumprimento e de reestruturação de compromissos do governo federal bastando lembrar da variedade e quantidade de “moedas podres”, designação nada acidental que ganhou notoriedade quando tais papéis puderam ser aceitos a valor de face em pagamento de ações de empresas privatizadas. Junte-se a isso outras tantas dívidas mantidas no subsolo, ou num estágio posterior ao reconhecimento, mas anterior à sua securitização, como, por exemplo, as obrigações do FCVS. Há também uma infinidade de pequenos assassinatos decorrentes de atraso ou mesmo da não execução de dotações orçamentárias e de pagamentos de precatórios judiciais, além das múltiplas encrencas em planos econômicos, várias ainda vivas, ou quase, depois de mais de duas décadas. Fica bastante claro que o Brasil padece sim de certa “indigestão” de dívidas sobretudo internas, resultado de uma tendência crônica ao endividamento excessivo que se mostra mais clara depois de 1994, quando a estabilização da moeda limita drasticamente as possibilidades de financiamento inflacionário do Estado. Como em tantas outras esferas da vida econômica brasileira, também no terreno da dívida pública existe uma realidade oficial, a dívida sob a forma de títulos registrados e custodiados em sistemas como o SELIC e o CETIP, e outra informal, paralela ou cinzenta onde se amontoam as histórias tristes, promessas não cumpridas, obrigações ignoradas, “espetos”, atrasos e válvulas de escape para situações difíceis que escapam de critérios rigorosos que não se consegue generalizar²⁵. São múltiplas as contingências passivas do Estado e passivos invisíveis. Os maiores, sem dúvida, estão relacionados com o sistema previdenciário. As dívidas atuariais ainda não aferidas e reconhecidas decorrentes da capitalização dos déficits previdenciários tanto nos regimes vigentes para os servidores públicos dos três níveis de governo, quanto os do regime geral (INSS) são bem maiores que qualquer outro “esqueleto” que o Tesouro Nacional reconheceu no passado. Num estudo de 2007, Fábio Giambiagi e diversos especialistas no assunto calcularam essa dívida mediante projeções para o período 2005-2050, e os resultados para a dívida atuarial medida em PIBs de 2015 foram os seguintes: 0,57 para o regime geral (INSS), 0,41 para as despesas referentes à LOAS e às rendas mensais vitalícias, de natureza assistencial, e 0,95 para os regimes para os servidores públicos. O total atinge a impressionante cifra de 193% do PIB²⁶. É claro que tais estimativas são muito sensíveis a parâmetros e hipóteses sempre questionáveis, como é comum com projeções de prazo muito longo. Mas parece difícil obter ordens de grandeza muito diferentes dessas, o que apenas tenderia a reforçar as conjecturas acima oferecidas sobre a crueldade dessa geração em onerar a próxima. É claro que uma profunda reforma

²⁵ Pego Filho & Pinheiro, 2004 oferecem uma impressionante resenha do processo conhecido como “reconhecimento de esqueletos” na segunda metade dos anos 1990.

²⁶ Considerando o PIB de 2015, e aferida em 2007. Cf. Giambiagi *et al.*, 2007, Tabela 10, p. 33.

previdenciária é parte fundamental e indispensável de uma reconciliação urgente entre o presente e o futuro, como parece evidente no momento em que este manuscrito se encerra.

Diante desses números e das incertezas que os cercam é difícil não se inquietar com a hipótese de o país estar bordejando níveis críticos de dívida pública no presente momento, sobretudo face às consequências das políticas fiscais características da Nova Matriz. Indicações perigosas e reveladores se observam desde 2008, na forma de dificuldades crescentes do Tesouro rolar sua dívida, de uma notável ampliação da complexidade no relacionamento entre o Tesouro e o BCB e de um crescimento explosivo das operações compromissadas, conforme já assinalado na seção 9.1. Na verdade, a Lei 11.803/08, como vimos, representou um retrocesso na independência do BCB, vista pelo ângulo da separação entre assuntos fiscais e monetários, que mais que compensou os progressos na governança da moeda trazidos pelo regime de metas, de sorte a reduzir o índice de Cukierman de 0,53 em 1996 para 0,45 em 2013, conforme mostrado na Tabela 9.1.

A ideia que a dívida pública brasileira, sobretudo interna, e mesmo considerado apenas a parcela sob a forma de títulos devidamente reconhecidos, seria grande demais tem invocado prognósticos assustadores e debates acalorados sobre os constrangimentos que as contas fiscais impõem à política monetária. Vista como proporção do PIB a dívida pública brasileira, mesmo depois de ultrapassar 70% do PIB, não impressiona quando comparada à de outros países: é talvez a maior entre os emergentes, mas é bem menor que a da maior parte dos países desenvolvidos. Esta diferença na capacidade de endividamento de países ricos e pobres é bem conhecida, mas raramente se vê muita elaboração sobre as razões da diferença, mesmo através de comparações entre os níveis de riqueza em cada país. Entretanto, com as meticulosas estimativas para a riqueza em diferentes países trazidas pelo festejado trabalho de Thomas Piketty, ganha-se um elemento adicional para orientar a conjectura sobre o patamar a definir dívidas ditas “excessivas”. Ao comparar o endividamento público não apenas com o respectivo PIB, mas também com alguma medida do patrimônio ou da riqueza investida em tais instrumentos, é possível avaliar as tensões entre o público e o privado na disputa pela riqueza em de cada país, com consequências plausíveis sobre as taxas de juros. O peso do endividamento público deve ser aferido em comparação com a riqueza unicamente privada, conforme explica o próprio Piketty: “como um título público nada mais é que um crédito de uma parcela da população (os que recebem juros) sobre outra (os que pagam impostos) deve ser excluído da riqueza nacional e incluída apenas na riqueza privada”.²⁷ Pois bem, a riqueza privada de França, Alemanha, Inglaterra e EUA estava entre

²⁷ Piketty, 2014, p. 114.

quatro e seis vezes os respectivos PIBs em 2010²⁸, e mesmo considerando que o nível de riqueza pública *líquida* desses países é próximo de zero, a dívida pública representava uma parcela modesta da riqueza privada nacional, mal chegando a 20% do total mesmo depois da crise²⁹. Curiosamente, os níveis de riqueza privada na Inglaterra eram bem maiores após as Guerras Napoleônicas – algo entre sete e oito vezes o PIB –, exatamente quando David Ricardo formulou sua famosa “equivalência ricardiana” diante de níveis de endividamento público da ordem de 200% do PIB. Nessas condições, conforme observa Piketty, o alto endividamento “não fez secar o fluxo de investimento privado para a acumulação de capital”, e assim, segundo conclui, “o temido fenômeno do *crowding out* não ocorreu e o aumento na dívida pública foi aparentemente absorvido pelo aumento da poupança privada”.³⁰

Essas considerações podem amenizar as apreensões quanto ao níveis hoje muito elevados de endividamento público em alguns países ricos, em boa medida justificáveis pelo fato de que os episódios anteriores de “desalavancagem” a partir de níveis semelhantes de dívida, ocorrido ao longo dos anos 1950, contaram com a grande ajuda de uma combinação perversa entre repressão financeira e inflação³¹, o que parece oferecer pouco alento, inclusive consideradas as alternativas oferecidas pelo próprio Piketty, cuja recomendação mais conhecida é um imposto confiscatório para reduzir a dívida e a desigualdade³². Restaria especular sobre os efeitos de um período prolongado de endividamento excessivo e pesado, e sobre a resolução desse assunto, um tema que não pertence ao escopo desse trabalho.

Mas e quanto ao Brasil?

Estimativas para a riqueza privada no Brasil em conformidade com a metodologia de Piketty podem ser feitas a partir dos dados para as declarações de bens de pessoas físicas junto à Receita Federal utilizados por Marcelo Medeiros de acordo com os quais os totais para bens e direitos entre 2006 e 2012 oscilaram entre 97% e 105% do PIB a cada ano³³. Esta proporção deve ser tomada como um piso, uma vez que itens importantes como imóveis e ações estão declarados a valor histórico, embora o mesmo se passe com as dívidas. Estimativas empreendidas por James B. Davis e Anthony B. Shorrocks, inclusive publicadas regularmente no Global Wealth Report pelo Credit Suisse Resarch Institute apontam para

²⁸ *Ibidem*, pp. 145, 154.

²⁹ A ideia que a dívida pública nos EUA é pequena para um país rico como os EUA e ainda mais dotado do chamado “privilégio exorbitante”, ou de uma demanda internacional excessiva por sua própria moeda, é convincentemente defendida por DeLong, 2016.

³⁰ Piketty, 2014, p. 34.

³¹ Reinhart & Sbrancia, 2011, p. 8.

³² Piketty, 2014, p. 541.

³³ Medeiros, 2015, Tabela 4, p. 16.

proporções na faixa de 150% do PIB para o período 2007-2016³⁴. Os cálculos de Franco & Buccini com base nos números disponibilizados por Medeiros estariam a indicar que a riqueza privada brasileira estaria ligeiramente acima de 1,6 vezes o PIB, portanto bem próxima das estimativas de Davies & Shorrocks. Esses números permitem inferências interessantes sobre os limiares de intolerância de dívida e de *crowding out* para o país, valendo observar que mais da metade de riqueza privada brasileira estaria alocada em imóveis, ou seja, que a riqueza disponível para alocação em títulos da dívida pública seria da ordem de 80% a 90% do total. Estas proporções sugerem que a parcela da riqueza privada investida em instrumentos de dívida pública seria superior a 2/3 do total, um número que dificilmente se pode encontrar em outros países, mesmo emergentes. Um interessante teste de consistência para essas proporções reside em observar a parcela detida sob a forma de títulos públicos nos ativos dos fundos de previdência, os institucionais entre os maiores detentores de riqueza em qualquer país, calculada em 68% para o ano de 2013³⁵.

Ainda que se possa dizer que há muito a se pesquisar para melhorar as estimativas existentes sobre riqueza financeira privada, inclusive de modo a permitir mais comparabilidade entre países, parece haver pouca dúvida que o endividamento público no Brasil, quando comparado à riqueza privada, estaria facilmente entre os maiores do mundo, talvez mesmo o maior. Não há dúvida que temos aqui uma avenida muito promissora para explicações sobre a presença das maiores taxas de juros do mundo em solo brasileiro a de processos de *crowding out* no âmbito do qual o aumento do endividamento público precisa ocorrer através da expulsão de outros instrumentos financeiros da riqueza privada, o que se faz com juros e prazos cada vez mais atrativos para o investidor³⁶. A terminologia “dominância fiscal” aparece com frequência nos debates recentes sobre os níveis talvez excessivos da dívida pública, ou das tensões entre a política monetária e a situação fiscal, mas a literatura especializada prefere preservar esta linguagem para casos extremos de perda de funcionalidade da política monetária, como o do cenário da “perversa aritmética monetarista” de que tratamos no Capítulo 8 em conexão com as cartas abertas de Thomas Sargent ao ministro da Fazenda do Brasil. É também o caso do “paradoxo do dinheiro caro” conforme a descrição de Eduardo Loyo para o mergulho do país na hiperinflação nos anos

³⁴ Davies *et al.*, 2009 e Credit Suisse Research Institute, 2016.

³⁵ Segundo dados da Abrapp. Para os fundos mútuos a proporção é ainda maior, mas a comparação não é tão útil pois se refere a veículos de investimento com escolhas restritas uma vez que não podem investir em imóveis. Os fundos de pensão deveriam refletir em suas escolhas de alocação de ativos algo próximo do que faria o investidor mediano do país. Note-se que a proporção para os EUA é da ordem de 15%.

³⁶ A funcionalidade das LFTs – títulos públicos cuja rendimento é a taxa do *overnight* – nesse processo é enorme, pois representa o ativo sem risco de principal e de taxa, e inclusive de liquidez. É a ponta de lança do *crowding out*. Cf. Franco, 2006.

1980, para o qual os custos fiscais da política monetária mais ortodoxa teriam concorrido³⁷. A pertinência de situações assemelhadas para o Brasil dos últimos anos, inclusive, ensejando sérias dúvidas sobre a ineficácia da política monetária, provocou debates acalorados onde muitos cuidaram de defender a integridade das relações macroeconômicas convencionais e evitar ou prevenir o que poderia ser um “mergulho numa política monetária experimental, norteadas pela total contraversão do senso comum”.³⁸ Não obstante, entre os extremos da dominância fiscal e o da total independência da política monetária relativamente às exigências do financiamento da dívida pública, há um campo intermediário carecendo de melhores protocolos. Sabe-se que o mau estado das contas públicas e o tamanho da dívida pública tornam mais azeda e difícil a tarefa do BCB, mas os mecanismos exatos de formação desse azedume precisam estar mais explícitos, inclusive para que a “culpa” pelos juros altos fosse depositada no endereço correto. Conforme já observado, a Lei 11.803/08 representou um sério retrocesso no relacionamento entre o BCB e o Tesouro, sendo claro que ao estabelecer a possibilidade de transferências de títulos do Tesouro para o BCB sem ônus, os leilões de títulos pelo Tesouro perderam qualquer significação como indicadores de tensão na colocação de títulos ou de percepção de desconforto do público quanto à situação fiscal. O Tesouro continua a reportar condições favoráveis para a dívida pública praticamente ignorando o fato de cerca de 1/3 da dívida mobiliária federal não achar colocação exceto através de operações compromissadas conduzidas pelo BCB. Este arranjo institucional traz algumas vantagens, como aludido na seção 3,1, mas ao custo de soterrar um canal através do qual poderíamos aferir o exato tamanho do desconforto do público com a situação fiscal, e portanto, o tamanho da influência das contas fiscais sobre a taxa de juros.

Resta ainda observar, ainda nesse assunto sobre as distorções impostas à moeda pela política fiscal, que o processo de captura da poupança e da riqueza nacional por parte do governo, em seu esforço para elevar o consumo presente em desfavor do futuro, possui um outro capítulo perverso relacionado aos circuitos de poupança forçada que se somam aos direcionamentos de crédito a partir de recursos cativos definidos por normas e leis das mais variadas origens. Tais mecanismos têm natureza essencialmente fiscal e muito claramente existem para contornar o processo de racionamento de recursos determinado pelo efeito da taxa básica de juros no bojo do processo de *crowding out*.

³⁷ Loyo, 1999.

³⁸ Eduardo Loyo “Neofisherianismo: vai entender” [Valor](#) 03.02.2017. A artigo respondia aos de André Lara Rezende “Juros e conversadorismo intelectual” ([Valor](#) 13.01.2017) e “Teoria, prática e bom senso” ([Valor](#) 27.01.2017). Também escreveram sobre o assunto Alexandre Schwartzman, Samuel Pessoa, Marcos Lisboa, Carlos Eduardo Gonçalves e Monica De Bolle.

Dois aspectos são essenciais a esses mecanismos: em primeiro lugar, tudo começa com a intenção de assegurar tratamento *favorecido e seletivo* a certos setores e operações, como se passa desde quando a Lei da Usura foi criada para beneficiar a agricultura, conforme vimos no Capítulo 6. O crédito seletivo e direcionado cresceu desde então, em sucessivas ondas, tendo como principais eixos o BNDES a Caixa e o Banco do Brasil, cada qual com sua ênfase e especialização, e com seus sistemas e taxas especiais. Em segundo lugar, era preciso assegurar os recursos para alimentar as instituições que concediam tais créditos. Para tanto foram desenvolvidos mecanismos que em tudo se assemelhavam às “vinculações de receita”, uma figura orçamentária que a Constituição proíbe quando se trata de impostos³⁹, mas é a exata razão de ser das chamadas “contribuições”, cujas receitas *nascem* com destinações específicas e programas que se constituem em sub-orçamentos mais ou menos independentes, como se fossem segmentos temáticos do antigo orçamento monetário. É o que se passa com os recursos que fluem obrigatoriamente para o FGTS e para o FAT e refluem de forma seletiva para a economia através da Caixa e do BNDES, respectivamente, com juros “subsidiados”. O mesmo vale para os recursos dos depósitos compulsórios que abastecem o crédito rural através do Banco do Brasil.

O BNDES tem no FAT a sua principal fonte de recursos, e este, por sua vez, é alimentado pelas receitas da arrecadação da contribuição para o PIS/Pasep. A Caixa opera em formato semelhante com o FGTS, que recebe contribuições em contas individualizadas, e utiliza esses recursos, junto com outros originários de exigibilidades sobre depósitos de poupança para financiar suas atividades no terreno do crédito habitacional. O Banco do Brasil opera o Sistema Nacional de Crédito Rural, de que falamos no Capítulo 5 em conexão com o fomento rural, cujos recursos são originários dos compulsórios sobre depósitos à vista e sobre a poupança rural.

Esses circuitos se consolidaram como mecanismos extra-orçamentários para o financiamento de políticas públicas que cresceram de importância na presença de uma “disputa” de recursos com o setor privado, seja no terreno fiscal ou do mercado de capitais. Esses mecanismos foram se aperfeiçoando no decorrer do tempo e se adaptando a inovações tanto no terreno orçamentário, com as normas de responsabilidade fiscal, como na regulação bancária, face a adoção da disciplina de Basileia nos bancos federais. O seletivismo, o fomento e o subsídio obviamente não ficaram vedados, mas apenas limitados, em tese, aos recursos disponíveis e transparentemente designados para este fim. Entretanto, como tais

³⁹ Ressalvadas algumas exceções referentes ao compartilhamento de receitas com estados e municípios e associados à saúde e à educação, de acordo com a Constituição Federal, Art. 167, IV.

circuitos são regidos por legislações específicas, e há pouco na LRF sobre temas para-fiscais, o crédito direcionado acabou oferecendo um terreno preferencial para as criações expansionistas no contexto da Nova Matriz. Entre 2008 e 2016, o crédito direcionado cresceu de cerca de 1/3 para cerca de metade do crédito total refletindo a orientação fiscal expansionista, inicialmente designada como contra-cíclica, e de elevar a participação da parcela de mercado dos bancos públicos num momento difícil, assim deteriorando consideravelmente a qualidade das carteiras de crédito e encomendando problemas de capitalização para o futuro.

É antiga a percepção que o crédito direcionado subsidiado funciona como uma “meia entrada”, ou como um subsídio cruzado, uma prática bastante disseminada no país, e que encontra as mais variadas expressões⁴⁰. O vício é bem conhecido e sua característica mais singular reside justamente no fato de, simultaneamente, baratear e favorecer certos grupos privilegiados com acesso a esses recursos (preços) subsidiados e em escassear e encarecer os recursos (preços) disponíveis para o público em geral. Para toda “meia entrada” há sempre uma entrada em dobro, como é bem sabido e pouco discutido, pois, como ensina a teoria, a discriminação de preço funciona como uma combinação de subsídio com imposto. Tudo se passa como se a “anomalia” dos juros altos (e a alta tarifa de ônibus ou da eletricidade, ou o ingresso para o teatro) pudesse ter uma solução seletiva e moralmente justificável, tal como a correção monetária eliminava os efeitos da inflação onde incidia, sempre de forma seletiva, e provavelmente tornando o processo mais vicioso. É curiosa, em retrospecto, a dificuldade de se perceber o absurdo em se tomar a hiperinflação como ‘normalidade’ da qual se podia ressalvar alguns, talvez muitos, mas nunca todos. O mesmo se passa com os juros, uma realidade incômoda que é removida seletivamente para os beneficiários do crédito direcionado, uma comunidade já bastante numerosa. Os efeitos desses mecanismos sobre o chamado *spread* bancário nem sempre são bem aferidos⁴¹, mas existe uma percepção clara que o crédito direcionado reduz relevantemente a “potência” da política monetária, uma vez que os circuitos onde são dominantes a TR e a TJLP permanecem quase que inteiramente

⁴⁰ O exemplo das gratuidades em espetáculos patrocinados ou não pelo Poder Público é o mais conhecido e o mais discutido nos últimos tempos. O mesmo vale para os preços preferenciais nos estádios de futebol e para os transportes e outros serviços públicos. A existência de subsídio cruzado, discriminação de preços e “tarifas sociais” em preços de serviços públicos são temas extensamente estudados na literatura especializada. Ver, por exemplo, Andrade, 1998.

⁴¹ Um estudo de Costa & Nankani, 2005 sobre o assunto reporta uma decomposição do *spread* bancário pela qual se vê que a inadimplência explica 32,6% do *spread*, os custos administrativos e *overhead* algo como 17,6%, compulsórios e subsídios cruzados respondem por 17,1% do *spread* total.

protegidos da política monetária e a assimetria é tanto maior quanto maior a taxa de juros nominal⁴².

Faz pouco sentido imaginar que se possa reduzir substancialmente o crédito direcionado de uma hora para outra, especialmente quando os juros básicos estão em dois dígitos: seria como proibir a correção monetária em plena vigência de inflação elevada. Outra analogia interessante no plano conceitual é com o assunto da unificação cambial estudado no Capítulo 4, através do qual ficou claro que a condição antecedente para a fusão dos dois mercados era a correção de fundamentos que eliminasse o ágio pela plena operação das leis da oferta e da procura. No caso em tela, se estão presentes as condições para que as taxas Selic caiam para níveis de um dígito, ou para alcançar os paradigmas internacionais para países de mesma classificação de risco⁴³, os subsídios definidos pela diferença entre a taxa básica e as taxas especiais iam minguar naturalmente. Nesse momento seria próprio migrar o subsídio para o Orçamento Geral da União onde os beneficiários do mecanismo competiriam de forma transparente com a outras prioridades que disputam os recursos fiscais, e eliminando a “primeira classe” em matéria de gasto público. Vale observar também que neste momento a economia alcança um estado onde é como se a TJLP, a taxa subsidiada historicamente disponível apenas para os “campeões nacionais” e para os outros empreendedores apoiados pelo BNDES, se tornasse disponível para todos. Os direcionamentos se tornariam ociosos e desnecessários exatamente como os aparatos de correção monetária depois que a inflação elevada desapareceu. O privilégio da moeda estável agora é de todos, como a dádiva de operar no mercado oficial de câmbio deixa de ter valor pois as leis da oferta e da procura vigoram para todos de forma igual, num contexto de liberdade. É claro que o mesmo pode se passar no terreno do crédito, aí talvez seja especialmente própria a expressão amiúde abusada “inclusão financeira”.

É interessante e útil terminar esse longo percurso recobrando um vislumbre positivo e promissor que se verificou logo antes da chegada da Nova Matriz, quando novos horizontes pareciam se abrir, e as perspectivas para a vida econômica com juros baixos, ou apenas normais, se apresentava magnífica. Talvez mesmo tivéssemos aqui a sensação de algo

⁴² Num plano mais técnico, o fenômeno é estudado por Bonomo & Martins, 2016, que tratam da efetividade do canal do crédito para a transmissão da política monetária para uma amostra de 300 mil empresas não financeiras entre 2006 e 2012. O estudo demonstra que a política monetária afeta desproporcionalmente mais as empresas que não tem acesso a créditos subsidiados e muito menos as empresas com este acesso.

⁴³ Um raciocínio comum nesse debate é o de que as taxas de juros brasileiras deveriam ser aquelas que se observa para os papéis brasileiros denominados em dólares que, em condições não especialmente anormais, negociam entre 2% e 4% acima dos títulos americanos, apenas acrescidas de algum fator que capturasse a desvalorização esperada, ou a inflação esperada. Cálculos desse tipo sempre levam a taxas muito menores que aquelas efetivamente praticadas no Brasil.

semelhante aos efeitos da reforma monetária de 1994, porém numa escala mais restrita e pertinente aos mercados de capitais. Um fenômeno de extraordinária importância nesse contexto oferecia uma preciosa indicação sobre o futuro: uma expressiva elevação do valor das coisas duradouras, como acima argumentado, diante de uma década de melhoria nos termos de troca entre o presente e o futuro. O valor de mercado do conjunto das empresas abertas no Brasil experimenta uma elevação extraordinária durante a década virtuosa: de R\$ 184,4 bilhões em setembro de 1998 passa a R\$ 2.577 bilhões em maio de 2008, sendo que o número de empresas listadas cai de 548 para 398 nesse intervalo.

Não há razão para imaginar que este fenômeno de criação de valor estivesse restrito apenas à bolsa de valores, pois todo e qualquer fluxo de caixa no tempo, qualquer que fosse sua natureza, teria seu valor presente afetado por uma nova realidade de taxas de desconto. Era como se o futuro crescesse de importância ou parecesse mais próximo. Ativos imobiliários, títulos longos e planos de negócios cujos fluxos positivos localizados mais para longe no tempo subitamente começavam a valer mais. O crescimento do valor da riqueza teve dimensões impressionantes, mudando, inclusive, a percepção sobre a ideia do enriquecimento, que parecia se libertar dos modestos números de crescimento do PIB e associar-se a percepções mais favoráveis sobre o futuro. A riqueza poderia crescer de forma muito mais rápida por conta das reformas que afetassem “estruturalmente” a percepção de custo de capital, ou sobre os termos de troca entre o presente e o futuro. Não há dúvida que foi isso o que se passou em países da periferia europeia quando, num intervalo de poucos anos, suas taxas de juros convergiram para níveis alemães, os faturamentos das empresas passaram a ocorrer em euros, e os valores em bolsa sofreram uma grande multiplicação. Havia, portanto, um precedente interessante ao processo de enriquecimento que o Brasil experimentava em 2009 ao final da década virtuosa. Essas perspectivas eram talvez perceptíveis para *The Economist* ao colocar o Cristo Redentor decolando em sua capa, refletindo sentimentos de mercado e de agências de risco, um otimismo que beirava a ingenuidade ou a desinformação. Mas era uma conjectura honesta: a oportunidade estava lá, por que o Brasil haveria de desperdiçá-la? Tudo o que se colocava era a continuação da política macroeconômica definida pelo ‘tripé’, idealmente acompanhada de reformas que, dentre tantos temas pertinentes à modernização da economia, ampliassem a força do fenômeno de *crowding in* que se experimentava nesse momento. Ao firmar o equilíbrio fiscal intertemporal o país tiraria um imenso peso de suas costas ao reduzir a extração de recursos do setor privado através de poupança forçada direta ou indiretamente através de juros excessivos e *crowding out*. Com um mercado de capitais de aspecto mais normal era de se

vislumbrar um país que tivesse taxas de formação bruta de capital físico bem maiores, e custo do capital bem menor, pois seria reduzida a presença de um personagem influente e nefasto sobretudo pela sua ansiedade e miopia ao gastar e se endividar em excesso. O Brasil migraria dessa forma para uma nova realidade de previdência e de construção de seu futuro. Seria a transição de uma espécie de adolescência, caracterizada pela confusão, imediatismo, otimismo ingênuo e ansiedade, para outra de maturidade e consciência da realidade do tempo. O país do futuro chegaria finalmente à meia idade, e precisaria rever suas ilusões de meninice, enfrentar o envelhecimento. Infelizmente, contudo, demos vários passos em falso, reincidindo em velhos pecados, e com isso nossas perspectivas de progresso viram-se inundadas de dúvidas. A Nova Matriz nos fez perder uma década ou mais, sendo certo que o país ainda permanece no interior de uma espessa nuvem quando este manuscrito se encerra. Entretanto, é fundamental não esquecer que nossas possibilidades continuam intactas. O futuro ficou um pouco mais distante, mas os erros talvez nos permitam enxergar os caminhos para a prosperidade com mais nitidez.