

ANÁLISE DA TAXA REAL DE JUROS NO BRASIL SOB A PERSPECTIVA DA TEORIA PÓS-KEYNESIANA SOBRE A HIERARQUIA DA MOEDA *

ANALYSIS OF THE REAL INTEREST RATE IN BRAZIL FROM THE PERSPECTIVE OF THE POST-KEYNESIAN THEORY ON THE CURRENCY HIERARCHY

Wesley Duarte Maciel **
Leonel Toshio Clemente ***

RESUMO

Este trabalho possui o objetivo de estudar o comportamento da taxa real de juros no Brasil entre o período de 2000 e 2023 e analisar o problema através da ótica de escritores pós-keynesianos que estudaram sobre o tema. Especificamente, pretende-se analisar o comportamento da variável atrelando os conceitos teóricos disponíveis na literatura sobre a teoria da hierarquia da moeda. Para isso, utiliza-se uma análise qualitativa com base na coleta de dados, construção de gráficos histórico-comparativos e exploração das ferramentas conceituais abordadas no referencial teórico. Além da taxa real de juros, também serão analisados os indicadores de risco-país, de risco político, de risco de mercado e de risco de crédito. Dentre os principais enfoques, destaca-se a permanência de uma elevada taxa real de juros brasileira, tratada como uma estratégia de manutenção neste trabalho. O indicador de risco-país será avaliado através de sua evolução, destacando as componentes que influenciam a trajetória da variável e estão atreladas à estabilidade político-econômica e às variações cambiais. Entre os principais resultados, pode-se destacar a ineficiência de reformas internas para modificação do cenário de liquidez internacional e a fragilidade dos indicadores político-institucionais brasileiros. De um modo geral, a principal contribuição deste estudo consiste no amparo do arcabouço teórico para compreensão de forma parcial da estratégia adotada pelo país no que diz respeito à manutenção do patamar elevado da taxa real de juros.

Palavras-chave: Taxa real de juros. Hierarquia da moeda. Estabilidade político-econômica.

ABSTRACT

This study aims to examine the behavior of the real interest rate in Brazil between the period 2000 and 2023 and analyze the problem through the perspective of post-Keynesian writers who studied the topic developed. Specifically, it seeks to analyze the variable's behavior by linking the theoretical concepts available in the literature on the hierarchy of currencies theory. For this, a qualitative analysis is used based on data collection, construction of historical-comparative graphs and exploration of conceptual tools addressed in the theoretical framework. In addition to the real interest rate, indicators such as country risk, political risk, market risk and credit risk will also be analyzed. Among the main focuses, the persistence of a high Brazilian real interest rate stands out, which is treated as a maintenance strategy in this work.

* Trabalho de Conclusão de Curso apresentado, em 2024/2, ao Departamento de Ciências Econômicas e Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

** Graduando em Ciências Econômicas na Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). (wesleydmaciel@gmail.com).

*** Orientador. Graduado (2010) em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Mestre (2013) e Doutor (2017) em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Professor Adjunto do Departamento de Economia e Relações Internacionais da UFRGS. (leonel_t_clemente@hotmail.com).

The country risk indicator will be evaluated through its evolution, emphasizing the components that influence the variable's trajectory, which are related to political-economic stability and exchange rate variations. Among the main results, we can highlight the inefficiency of national reforms to change the international liquidity scenario and the fragility of Brazil's political-institutional indicators. Overall, the main contribution of this study consists of supporting the theoretical framework to partially understand the strategy employed by the country with regard to maintaining the high level of the real interest rate.

Keywords: Real interest rate. Hierarchy of currencies. Political-economic stability.

Classificação JEL: E12, E43, F59.

1 INTRODUÇÃO

A moeda é um tema central na Ciência Econômica, sendo estudada desde os economistas clássicos até os contemporâneos. Ela é base de muitas teorias e é utilizada como pilar de distintos modelos, pois possui relevância intrínseca para explicar os fenômenos da economia capitalista. Entre os debates mais antigos que a permeiam, pode-se citar a questão da neutralidade da moeda, sendo esse um importante fator para classificação do pensamento econômico, principalmente entre a ortodoxia e a heterodoxia (Mollo, 2004). Este trabalho irá pincelar este tópico e aprofundar a concepção de moeda em Keynes, pois a partir desse viés se constitui a Teoria da Hierarquia da Moeda na qual será fundamental para a discussão.

Hicks (1937) escreveu um artigo comparativo entre as teorias de Keynes e dos autores clássicos. Com base nos escritos de Keynes, Hicks (1937) denominou os clássicos como aqueles que aceitavam a lei de Say, ou seja, negando a existência de crises de superprodução generalizadas e duradouras, pois existiriam leis de mercado que levavam ao equilíbrio e ao pleno emprego. Essa dinâmica de funcionamento harmônico do mercado tem como um de seus pilares a concepção de neutralidade da moeda, visto que essa é retratada como uma mercadoria comum e sem valor intrínseco, e, por esse motivo, não teria razão para ser entesourada ou retirada do fluxo circular de renda. Sob essa perspectiva, a demanda por moeda trata-se apenas de motivação transacional.

A heterodoxia num geral nega esse ambiente harmônico da economia no qual a moeda seja neutra. Mollo (1998) explica que, para os heterodoxos, a moeda sempre afeta a atividade produtiva e possui relevância para o processo econômico, embora por razões diferentes entre os autores e as escolas. É essa relevância que conduz à própria retenção da moeda e faz com que a igualdade entre receitas e despesas seja rompida. Esse é o contraponto para argumentação heterodoxa sobre a possibilidade de crises econômicas, visto que a economia real está necessariamente atrelada à economia monetária. Na fundamentação teórica deste artigo será abordada com maiores detalhes a concepção keynesiana sobre o assunto.

A discussão sobre a moeda possui diversos outros desdobramentos, sendo um deles no âmbito internacional. Essa discussão é crucial para a mensuração de distintos elementos das economias, tais como poder de compra, inflação, liberdade econômica, poder político, entre outros. Cada país possui uma configuração econômica distinta, seja por aquilo que é especializado em produzir, pelo grau de investimento ou pela capacidade produtiva, porém um dos principais balizadores e métrica comparativa permanece sendo a moeda. Nesse âmbito, o Brasil constitui uma trajetória interessante, principalmente no que diz respeito à atividade econômica, a permanência de uma elevada taxa real de juros e ao próprio comportamento da moeda local frente ao dólar.

Nesse contexto, este artigo possui a seguinte questão como norte: é possível avaliar a estratégia de manutenção da taxa real de juros brasileira através do instrumental teórico

abordado pela teoria da hierarquia da moeda? Com base nisso, este trabalho possui o objetivo de estudar o comportamento da taxa real de juros no Brasil entre o período de 2000 e 2023 e analisar o problema através da ótica de escritores pós-keynesianos que estudaram sobre o tema. Especificamente, pretende-se analisar o comportamento da variável atrelando os conceitos teóricos disponíveis na literatura, principalmente no trabalho da autora Daniela Magalhães Prates. O estudo justifica-se pois a moeda e a taxa real de juros são fatores que afetam diretamente o ritmo de crescimento da economia do país, como também a distribuição de renda e o nível de endividamento do Estado. De um modo geral, pode-se dizer que o desenvolvimento da fundamentação teórica e a análise dos dados empíricos contribuem para a compreensão de variáveis relevantes que incidem diretamente sobre a atividade econômica.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A revisão da literatura aborda a concepção da moeda e da taxa de juros em Keynes e a teoria da hierarquia das moedas.

2.1 A MOEDA EM KEYNES

Em sua obra, “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” (1936), Keynes expõe três funções desempenhadas pelo dinheiro: a de meio de troca, a de unidade de conta e a de reserva de valor. Conforme expõe Dillard (1964), a função de acumular valor é a mais importante para a economia monetária caracterizada por Keynes. Isso ocorre pois aqueles que possuem maior capacidade de acúmulo de riqueza, seja por meio de empréstimo ou pela transformação em bens de capital, podem usufruir dos juros ou dos lucros gerados com a reserva monetária. Além disso, também há a possibilidade de entesourar dinheiro, que é considerada a forma mais segura contra os riscos econômicos, mas que não oferece qualquer tipo de rendimento.

Pode-se dizer que a preferência dos agentes superavitários é manter a riqueza na forma de dinheiro, pois assim anulam-se as incertezas de emprestá-lo, porém esse desejo pode ser superado com o pagamento de um prêmio na forma de juros. Dessa forma, os juros são a recompensa para se abandonar o controle da riqueza em sua forma líquida (Dillard, 1964). A taxa de juros que deve ser ofertada é proporcional ao desejo de manter a riqueza sob a forma monetária, sendo esse fenômeno denominado por Keynes como preferência pela liquidez. Quanto maior for a preferência pela liquidez, mais elevada deverá ser a taxa de juros a ser paga. Ressalta-se que não se trata da retenção efetiva do dinheiro, mas sim do desejo do entesouramento.

Essa concepção se distingue da Lei de Say, base da escola ortodoxa. Dado que os agentes econômicos formam suas expectativas com base num futuro incerto, acabam por postergar suas decisões de consumo e investimento, mantendo parte da sua riqueza sob a forma de ativos líquidos. Agindo dessa maneira, os agentes podem levar a economia como um todo a apresentar uma demanda insatisfatória, rompendo com a paridade entre oferta e demanda concebida pela Lei de Say, fazendo com que a economia opere abaixo do nível de pleno emprego, cenário no qual a moeda perde a sua neutralidade e passa a influenciar as variáveis reais da economia (Gomes, 2015).

O efeito da retenção da moeda pode afetar o equilíbrio no mercado de trabalho, pois interfere na demanda efetiva, visto que o desemprego é oriundo das decisões dos agentes econômicos em não demandar bens e serviços, cuja produção emprega mão-de-obra, e sim em armazenar a riqueza na forma de ativos líquidos não-produtivos, principalmente a moeda, por um período de tempo indeterminado (Gomes, 2015). O entesouramento assim produzido,

considerado um comportamento irracional no modelo ortodoxo, constitui uma forma de vazamento no fluxo circular da renda e uma fonte de não-neutralidade da moeda.

A possibilidade de entesouramento também contrapõe a ideia ortodoxa de equilíbrio entre investimento e poupança na economia através dos juros. De acordo com Gomes (2015), Keynes utiliza sua teoria de preferência pela liquidez, na qual os juros são definidos como o resultado da interação entre as forças que afetam a demanda e a oferta monetária na economia. Do lado da oferta, a preferência pela liquidez age nas decisões dos indivíduos possuidores de riqueza na forma financeira determinando a disponibilidade de moeda no sistema. Do lado da demanda, o nível de investimento depende das perspectivas de lucro dos empresários e é inversamente relacionado com o patamar da taxa de juros, determinando assim a procura por recursos monetários. Como resultado, a Teoria da Preferência pela Liquidez permite igualar o desejo por liquidez com a oferta de moeda existente na economia.

A TPL além de romper com a premissa de igualdade entre poupança e investimento, ainda põe em questão o fato das variáveis serem determinadas de formas distintas: a poupança é explicada pela renda e o investimento depende da diferença entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros (Gomes, 2015). Com isso, pode-se verificar a independência do volume de investimento em relação aos níveis de poupança na economia, dado que o modelo não estipula a igualdade prévia entre os dois montantes. É válido destacar que, de forma contrária ao que ocorre no paradigma ortodoxo, o ato isolado de poupar previamente à realização de novos investimentos acaba por gerar o entesouramento da moeda e, conseqüentemente, a redução da demanda efetiva, influenciando diretamente no sistema econômico.

Ainda sobre esse tema, a autonomia do investimento em relação à poupança prévia põe em questão o descasamento entre a oferta e a demanda de *funding* na economia e torna factível os casos nos quais o investimento corrente supera a disponibilidade de poupança. Na teoria keynesiana, essa lacuna é preenchida através do sistema financeiro, que possui o papel de ofertar crédito e viabilizar o processo de investimento no âmbito do sistema produtivo. A relevância da dimensão financeira é evidenciada por Keynes, principalmente pelo fato de que o investimento não é interrompido pela ausência de poupança e sim pela falta de financiamento:

This means that, in general, the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity. If they refuse to relax, the growing congestion of the short-term loan market or of the new issue market, as the case may be, will inhibit the improvement, no matter how thrifty the public purpose to be out of their future incomes. On the other hand, there will always be exactly enough ex-post saving to take up the ex-post investment and so release the finance which the latter had been previously employing. The investment market can become congested through shortage of cash. It can never become congested through shortage of saving. This is the most fundamental of my conclusions within this field.¹ (Keynes, 1937; pág. 668-669).

Keynes, além de pressupor a não igualdade entre a poupança prévia e o investimento, também advoga que o sentido de causalidade é inverso à proposição ortodoxa, ou seja, a poupança é um produto do investimento, resultante da mudança de nível de renda desencadeada

¹ Isto significa que, em geral, os bancos ocupam a posição chave na transição de uma escala de atividade mais baixa para uma mais elevada. Caso se recusem a relaxar, o congestionamento crescente do mercado de empréstimos de curto prazo ou do mercado de novas emissões, conforme o caso, inibirá a melhoria, por mais parcimonioso que seja o objetivo público de retirar dos seus rendimentos futuros. Por outro lado, sempre haverá poupança *ex-post* exatamente suficiente para absorver o investimento *ex-post* e assim liberar o financiamento que este último tinha utilizado anteriormente. O mercado de investimento pode ficar congestionado devido à falta de dinheiro. Nunca poderá ficar congestionado pela falta de poupança. Esta é a mais fundamental das minhas conclusões neste campo. (Keynes, 1937; pág. 668-669, tradução própria).

pela decisão de investir (Gomes, 2015). Com isso, deve-se ressaltar que a inversão de causalidade entre investimento e poupança não significa que estes montantes sejam permanentemente desiguais. A singularidade da proposição keynesiana consiste em explicar essa igualdade *ex-post*, propondo o mecanismo de ajuste da economia via variação na renda *a posteriori*, ao contrário da concepção ortodoxa.

2.2 TAXA DE JUROS EM KEYNES

Partindo da concepção keynesiana sobre a moeda, pode-se esmiuçar a contribuição do autor em relação à taxa monetária de juros. Mollo (1988) explica que, na concepção keynesiana, a preferência pela liquidez é determinante para a composição da taxa de juros. No entanto, é necessário pontuar que isso não possui relação direta com a poupança, dado que ela pode existir enquanto não consumo sem que isso garanta que será convertida em captação para as instituições financeiras. Desse modo, o “sacrifício” realizado pelos agentes na substituição do consumo presente pelo consumo futuro não oferecia recompensa, ou seja, a taxa de juros não poderia ser vista como um prêmio pela renúncia ao consumo presente (Oreiro, 2000).

Dado que os sujeitos estão condicionados a um cenário de incerteza, isso faz com que eles valorizem a posse de ativos líquidos em suas carteiras (Oreiro, 2000). Dessa forma, os indivíduos só estarão dispostos a reter ativos ilíquidos em seus portfólios se lhes for oferecida uma recompensa pela renúncia à posse de ativos líquidos. Essa recompensa trata-se da taxa de juros. Oreiro (2000) esclarece que a Teoria da Preferência pela Liquidez indica que ativos com diferentes graus de liquidez devem proporcionar aos indivíduos que os retêm recompensas monetárias inversamente proporcionais ao seu grau de liquidez.

Com base na teoria keynesiana, os indivíduos optam pelos ativos líquidos ou pela retenção de moeda pelos seguintes motivos: i) motivo transação, ou seja, a demanda por moeda se origina através da divergência entre os créditos e os débitos; ii) motivo precaução, ou seja, a demanda por moeda se origina devido à incerteza a respeito do comportamento da taxa de juros futura, sendo essa relevante na eventualidade dos agentes se defrontarem com a necessidade de possuir recursos líquidos para enfrentar contingências futuras desfavoráveis; iii) motivo especulação, ou seja, a demanda por moeda se origina da divergência de opinião entre os agentes sobre o comportamento futuro da taxa de juros (Oreiro, 2000).

Novamente percebe-se a influência da preferência pela liquidez na determinação da taxa de juros. A poupança apenas será convertida em *funding* para o mercado caso os agentes estejam dispostos a imobilizar seus recursos financeiros, ou seja, o fluxo é conduzido através da preferência pela liquidez. A taxa de juros é entendida por Keynes como um fenômeno monetário no sentido que interliga as decisões dos indivíduos num ambiente de incerteza. Trata-se do estado de confiança sobre o que irá ocorrer no futuro. Desse modo, a demanda por moeda para investimento é o fator que interliga o real e o monetário. Caso a preferência pela liquidez permita que essa demanda seja atendida, a taxa de juros permanece inalterada. Caso o contrário ocorra, a taxa de juros tende a se elevar, de forma a induzir os agentes a liberar liquidez.

2.3 TEORIA DA HIERARQUIA DA MOEDA

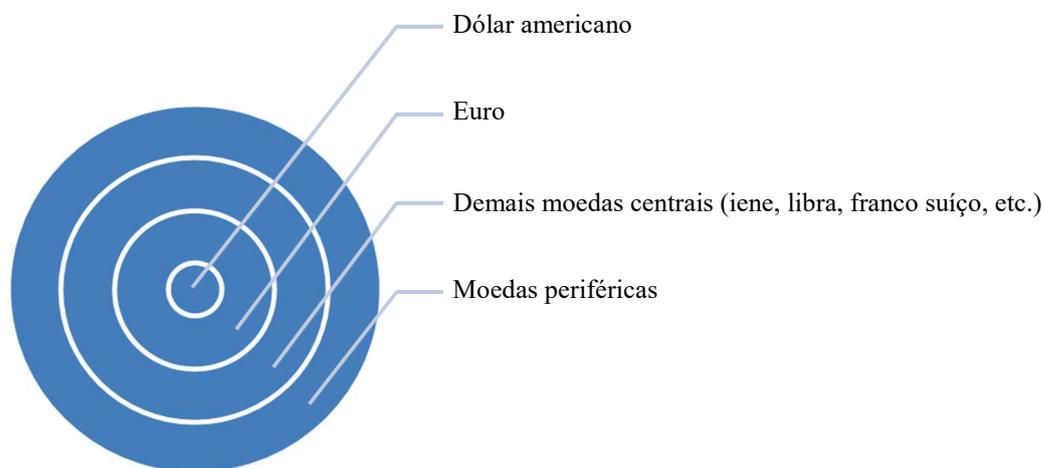
Conti, Prates e Plihon (2014) abordam em seu estudo a base teórica da hierarquia monetária. As teorias derivadas do modelo macroeconômico convencional (IS-LM-BP) não levam em consideração as especificidades de cada país e seus diferentes modos de inserção na economia global. Uma análise histórica pode evidenciar o cenário das dificuldades enfrentadas dos países periféricos na condução de suas políticas econômicas, principalmente no que diz respeito ao contexto de globalização financeira. Esse fato ocorre devido à dinâmica diferenciada

em relação às taxas de câmbio e de juros domésticas em comparação com aquelas observadas nos países centrais.

A Teoria da Hierarquia da Moeda advoga que as diferentes moedas nacionais possuem usos e *status* diferentes na economia global, gerando padrões distintos sobre a demanda dessas moedas e nos fluxos de capitais dos países em questão (Prates e Cintra, 2007). No contexto atual, o dólar permanece sendo a moeda mais utilizada no âmbito internacional. Em seguida, posiciona-se o euro, no qual teve importância crescente desde a sua criação até o momento atual, sobretudo no exercício privado das funções de reserva de valor e de unidade de conta. Em um terceiro patamar de importância, encontram-se o iene, a libra esterlina, o franco suíço e – um pouco abaixo – o dólar canadense e o dólar australiano, que exercem algumas funções da moeda na cena internacional, ainda que de maneira secundária. Além dessas, pode-se citar outras moedas que eventualmente podem apresentar uso internacional, mas em caráter excepcional.

Cohen (1998), Prates (2002) e Carneiro (2002) propõem que em função da capacidade de exercerem suas funções em âmbito internacional, as diferentes moedas nacionais podem ser ordenadas, explicitando o caráter hierarquizado do Sistema Monetário Internacional (SMI). Dessa forma, propõe-se que o SMI apresenta a seguinte hierarquia: : i) ao centro, o dólar americano, a moeda central do sistema; ii) a seguir, o euro, que se diferencia das demais moedas utilizadas em âmbito internacional, mas sem atingir o *status* do dólar; iii) em terceiro, as demais moedas centrais, que também exercem funções em âmbito internacional, mesmo que de maneira secundária; iv) por fim, o grupo que se denomina aqui como de moedas periféricas, sendo aquelas que não exercem nenhuma de suas funções em âmbito internacional – a não ser em caráter excepcional.

Figura 1 – A hierarquia da moeda do Sistema Monetária Internacional



Fonte: Conti, Prates e Plihon (2014).

As principais métricas geopolíticas e geoeconômicas para definição do posicionamento na hierarquia do SMI são: i) a dimensão da economia emissora da moeda em questão e sua integração (comercial e financeira) com o restante do mundo; ii) o poder político de cada país no cenário internacional (nas relações bilaterais e, igualmente, junto às instituições multilaterais); e iii) o “voluntarismo político”, a saber, ações deliberadas de um governo nacional com o intuito de intensificar o uso internacional de sua moeda. Eventuais transformações nessa hierarquia são fruto de alterações no contexto geopolítico e geoeconômico mundiais, não sendo jamais derivadas de uma mera decisão nacional. Embora

as políticas internas possam acelerar ou frear certos processos, é importante notar que o alcance dessas ações nacionais é sempre condicionado pelo contexto internacional vigente (Conti, Prates e Plihon, 2014).

2.3.1 O uso e a liquidez da moeda em âmbito internacional

Pode-se definir a liquidez em âmbito internacional através da sua utilização para além de suas fronteiras nacionais. Isso implica para a determinação da demanda existente pela moeda como também pelos ativos financeiros nela denominados. Keynes (1936) é reconhecido como o primeiro autor a ter desenvolvido a questão da liquidez e de sua importância para os agentes numa economia monetária. No entanto, em âmbito internacional, a questão da liquidez não é tão bem desenvolvida. Segundo Plihon (2001), liquidez é a capacidade de um ativo de ser transformado em um meio de pagamento sem perda de capital, sem custos de transação e sem demora. Levando em consideração o âmbito internacional, pode-se dizer que a liquidez internacional é a capacidade de um ativo ser substituído contra um meio de pagamento aceito em âmbito internacional (Conti, Prates e Plihon, 2014).

O fato é que as moedas periféricas não possuem a característica de liquidez internacional (Conti, Prates e Plihon, 2014). Por mais que elas sejam líquidas em seu país de emissão, no cenário internacional, não exercem a mesma função. Por outro lado, as moedas centrais possuem a característica de serem líquidas por definição, pois já são um meio de pagamento internacional e, sendo também unidade de conta e reserva de valor nesse mesmo âmbito, possibilitam a conversão de moeda entesourada em poder de compra ou de liquidação de contratos sem gerar perda alguma. Por esse motivo, a posse de uma moeda periférica não conduzirá necessariamente a um aumento da liquidez internacional disponível aos agentes detentores, já que no momento em que eles quiserem honrar seus compromissos, terão que convertê-la em uma moeda com uso internacional e pode ser que uma das condições exigidas para a liquidez dos ativos não seja verificada.

Considerando que as moedas periféricas não possuem a mesma liquidez das moedas centrais, os agentes internacionais irão demandá-las exclusivamente na busca de rendimentos. No entanto, deve-se considerar que essa busca por rendimentos ocorre em momentos de euforia, ou seja, através de ciclos econômicos, quando os agentes demonstram um maior apetite por risco. Essa demanda, portanto, seja por moedas periféricas, seja pelos títulos nelas denominados, é extremamente sensível ao estágio global de preferência pela liquidez, ou seja, às diferentes fases dos ciclos internacionais de liquidez. Num ambiente de mercado aberto, as moedas periféricas, que não possuem a mesma liquidez das moedas centrais, são os primeiros ativos a serem abandonados nos momentos de instabilidade (Conti, Prates e Plihon, 2014).

Nessa situação de abandono, há uma tendência de desvalorização da moeda e de seus respectivos ativos financeiros. O Banco Central do país emissor dessa moeda tentará – na maior parte dos casos – enfrentar essa tendência e ofertará dólares no mercado de câmbio, contra sua moeda. Por esse motivo, as moedas periféricas, que aparentemente possuem liquidez no âmbito internacional, têm na verdade uma liquidez reduzida. Pode-se deduzir que elas possuem uma liquidez condicional ou cíclica, já que as condições de sua troca variam enormemente em função da situação da economia mundial ou, mais precisamente, do estágio em que se encontram os ciclos internacionais de liquidez. Esse processo é denominado como liquidez condicional ou cíclica pelos autores Conti, Prates e Plihon (2014).

De modo geral, os mesmos autores definem que as moedas periféricas possuem por característica uma “natureza” ilíquida no âmbito internacional, ainda que elas passem por momentos de maior liquidez. Por outro lado, as moedas centrais têm uma liquidez perene, ou seja, os fluxos de capitais que se dirigem aos países desenvolvidos têm um caráter sustentável e, dessa forma, a demanda por essas moedas é mais linear. Essa distinção entre a liquidez das

diferentes moedas pode ser explicada por fatores que envolvem a liquidez da moeda e a liquidez dos mercados.

Conforme exposto anteriormente neste trabalho, a liquidez da moeda provém da propriedade que compõe a função da moeda, ou seja, a moeda apenas irá cumprir seu papel como meio de troca, reserva de valor ou unidade de conta, caso possa ser útil para essas ações. No caso da moeda se tornar ilíquida, conseqüentemente perderá suas funções. Quando uma moeda exerce suas funções clássicas, ela é, por definição, líquida. A liquidez de mercado diz respeito às condições em que um ativo é transacionado em determinado mercado, ou seja, aos custos (sejam eles monetários ou temporais) envolvidos na operação. Conti, Prates e Plihon (2014) propõem que a liquidez de mercado seja analisada através dos seguintes aspectos:

- a) **Instituições:** as características institucionais do mercado, suas regras e seu modo de funcionamento interferem nas condições pelas quais os ativos são transacionados;
- b) **Tamanho:** de acordo com o tamanho do mercado, as transações dos ativos em questão influenciarão, em maior ou menor grau, o preço desses ativos;
- c) **História:** o histórico das transações realizadas em um mercado constrói sua reputação e, portanto, define a confiança que os agentes terão para entrar e operar nesse mercado, interferindo nas condições de intercâmbio dos ativos;
- d) **Agentes:** os agentes presentes no mercado, seus objetivos com a posse dos ativos e, principalmente, seu grau de interdependência na tomada de decisões impactam diretamente nas condições pelas quais os ativos são transacionados.

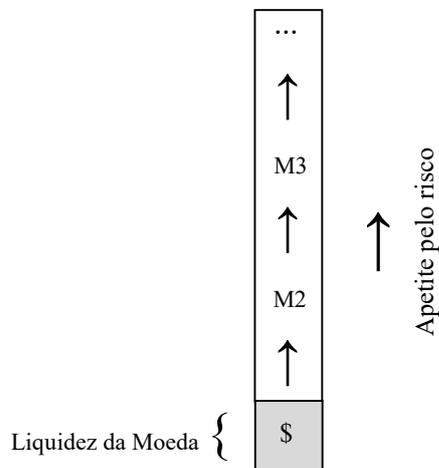
Dadas as diferenças entre a liquidez de moeda e a liquidez de mercado, pode-se retomar a análise das moedas em âmbito internacional. Tomando como exemplo o caso das moedas periféricas, pode-se notar que, embora algumas estejam incluídas em mercados razoavelmente líquidos, elas não possuem liquidez no cenário internacional, ou seja, não desempenham suas funções clássicas (Conti, Prates e Plihon, 2014). Esse conceito é crucial, pois é como se o ativo perdesse sua validade e não fosse considerado uma moeda. Neste caso, pode-se adicionar mais uma terminologia para agregar na análise: a liquidez de divisa. Caso uma moeda cumpra suas funções clássicas para além do território nacional, pode-se dizer que ela possui liquidez de divisa. Em geral, não é o caso das moedas periféricas.

Um dos maiores objetivos dos países subdesenvolvidos é melhorar a liquidez de divisa de suas moedas domésticas e, por esse motivo, empenham-se em realizar reformas liberais nos mercados de câmbio, reduzindo custos de transação (tanto em termos de preço quanto de tempo para efetivar as transações). No entanto, essas modificações acabam por impactar em maior proporção a liquidez de mercado. Esse processo contempla a abertura financeira que, reduzindo as restrições às movimentações de capitais, conduz a um contexto de liberdade de operações no mercado cambial. No entanto, essas tentativas de gerar uma liquidez sem considerar as assimetrias do Sistema Monetário Internacional são contraproducentes, pois estimulam a especulação.

O caso da liquidez pode ser abordado de forma esquemática através de uma análise nacional para, em seguida, migrar o raciocínio para o cenário internacional. Sob o contexto interno de um país, os ativos podem ser hierarquizados pelo seu grau de liquidez (Conti, Prates e Plihon, 2014). A moeda nacional é a base dessa ordenação. A partir dela e em ordem decrescente de liquidez, vêm os depósitos à vista, a prazo, títulos de curto e longo prazo, etc. Para simplificar, utilizam-se no Esquema 1 os agregados monetários M2, M3, etc., em vez de cada ativo. Em momentos de otimismo econômico, o apetite pelo risco cresce fazendo com que os agentes estejam dispostos a alocar recursos em ativos com menor grau de liquidez (ou mais para o alto, no Esquema 1). Caso o contrário ocorra, a tendência é que ocorra uma elevação da

preferência pela liquidez, notando-se um retorno súbito do capital privado para os ativos mais líquidos.

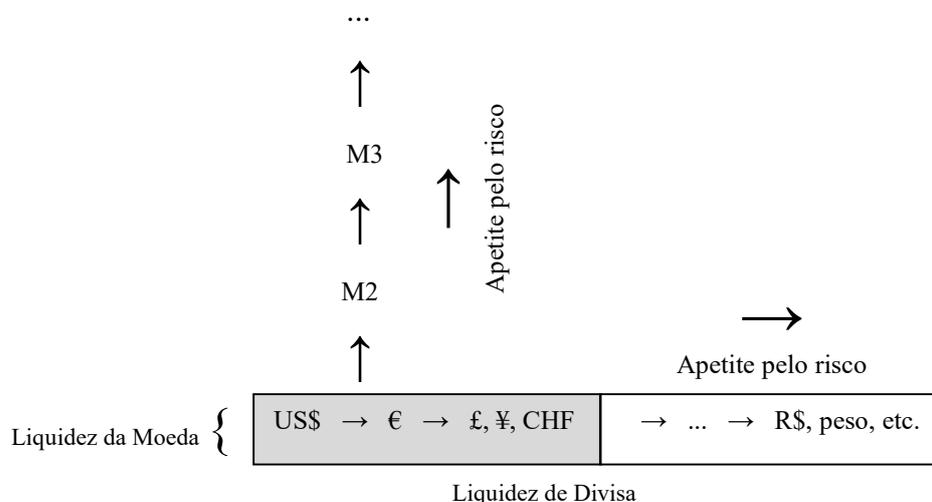
Esquema 1 – Liquidez dos ativos e demanda dos agentes em âmbito nacional



Fonte: Conti, Prates e Plihon (2014).

No âmbito internacional, a hierarquia dos ativos nacionais é preservada, porém deve-se considerar um ambiente de finanças liberalizadas e, dessa forma, as diversas opções que podem ser ofertadas ao investidor internacional. Assim surge outra dimensão hierárquica das de liquidez das moedas. No Esquema 2 está detalhado o dólar como o ativo líquido da economia mundial e, a partir dele: i) na vertical (de baixo para cima): ativos em dólar, com liquidez decrescente; ii) na horizontal (da esquerda para a direita): outras moedas nacionais, com liquidez internacional decrescente. Acima de cada moeda nacional forma-se um novo espectro de ativos com liquidez decrescente. Ressalta-se que apenas algumas moedas possuem liquidez de divisa e cumprem suas funções clássicas no cenário internacional.

Esquema 2 – Liquidez dos ativos e demanda dos agentes em âmbito internacional



Fonte: Conti, Prates e Plihon (2014).

Além da liquidez da moeda e de divisa, também é necessário ponderar a liquidez de mercado no cenário internacional. O Sistema Financeiro Internacional é responsável por ordenar as moedas detentoras de liquidez de divisa de forma hierárquica. Essa classificação não pode ser alterada no curto prazo, considerando o caráter estrutural no qual o sistema é constituído. A liquidez de mercado também é responsável pela classificação horizontal das moedas no Esquema 2, estabelecendo a hierarquia dentro das nações com a mesma liquidez de divisa. A liquidez de mercado é passível de alterações no curto prazo, sendo esse fato que corrobora para a modificação do ordenamento no interior de cada grupo de moedas.

2.4 AUSÊNCIA DE LIQUIDEZ DE DIVISA E PATAMAR DAS TAXAS DE JUROS

Conti, Prates e Plihon (2014) expõe a questão da relação entre a ausência da liquidez e o patamar das taxas de juros. Baseando-se nas proposições keynesianas, os autores consideram que as taxas de juros são definidas pela iliquidez de um ativo. Desse modo, as taxas de juros de países periféricos possuem a tendência de serem superiores quando comparadas aos dos países centrais. A teoria da paridade descoberta das taxas de juros advoga que a taxa de juros de um país é composta pela taxa básica de juros mundial, de um *spread* que é equivalente aos riscos atrelados à posse do título e também pela variação cambial esperada entre a moeda do título e a moeda reserva. Essa teoria é essencial para esclarecer a relação das taxas de juros entre os países.

Com base nessa teoria e usufruindo do arcabouço teórico fornecida pela Teoria da Liquidez da Moeda, Conti, Prates e Plihon (2014) propõem que a taxa de juros um país pode ser definida pelos seguintes fatores:

$i^* = \text{taxa básica de juros da economia mundial}$

$PI = \text{prêmio pela iliquidez}$

$RP = \text{risco} - \text{país}$

$VC = \text{variação cambial esperada}$

A taxa básica de juros trata-se da taxa básica de juros do país emissor da moeda-chave do Sistema Monetário Internacional. Essa taxa de juros não depende das demais taxas internacionais, pelo contrário, é ela que define o patamar das outras taxas de juros. O prêmio pela liquidez é definido como um prêmio pago ao agente pela iliquidez de um título e diz respeito à moeda emissora. Esse prêmio pela iliquidez é relativo à economia global e refere-se à preferência pela liquidez de divisa. Desse modo, títulos emitidos por países que possuem menor liquidez de divisa devem possuir uma melhor remuneração em relação aos títulos emitidos por países detentores de melhor liquidez.

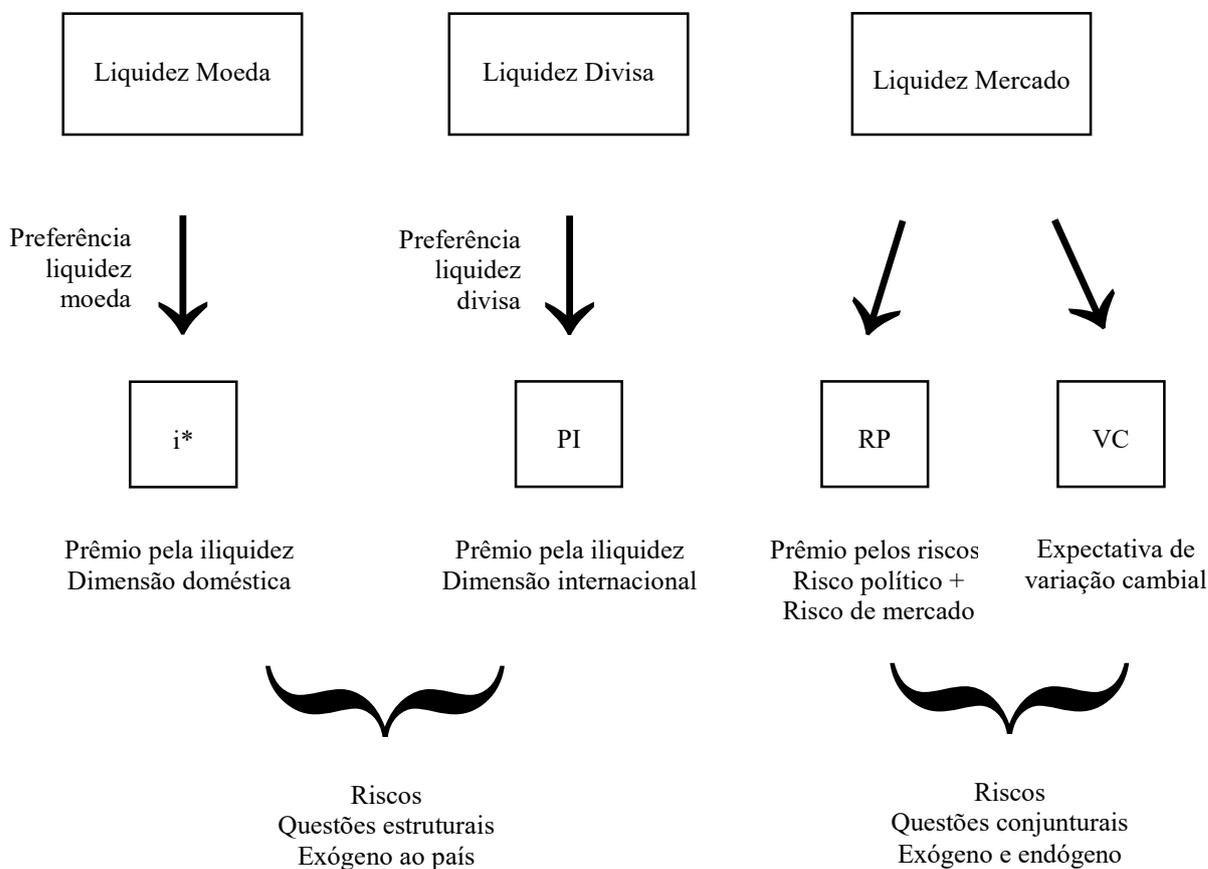
Em continuidade, o risco-país pode ser desagregado em dois fatores: o risco político e o risco de mercado. O risco político trata-se das possíveis modificações nas condições normativas e institucionais do ambiente de negociação e geralmente estão atreladas à legislação ou à tributação vigentes. Outro ponto que também influencia é o risco soberano de inadimplência (risco de crédito). O risco de mercado envolve os riscos cambiais e de variações nas taxas de juros. Desse modo, o risco-país indica o prêmio adicional no qual deve ser pago ao agente detentor do título pela posse de um ativo com maior grau de risco atrelado. Nota-se que há uma diferença crucial deste componente em relação aos demais citados anteriormente, visto que aqueles eram pagos pela iliquidez e não pelo risco. Esses riscos possuem um componente probabilístico e são passíveis de cálculo pelas agências de *rating*.

Outro ponto relevante que Conti, Prates e Plihon (2014) denotam relevância é que os componentes da taxa de juros referentes aos prêmios de iliquidez (i^* e PI) são exógenos ao país

em questão, sendo determinados preponderantemente pela preferência pela liquidez dos agentes. Desse modo, uma mudança de preferência internacional pela liquidez pode induzir a um aumento de taxa diferencial de juros, ainda que não tenha ocorrido nenhuma alteração nos fundamentos macroeconômicos desses países. Por outro lado, o prêmio pelos riscos possui componentes exógenos como também endógenos. Como fator exógeno, pode-se considerar as consequências da condição periférica da moeda sobre os riscos associados aos ativos nela denominados. Vale citar que o risco de mercado é potencialmente mais elevado devido à volatilidade da taxas de juros, de câmbio e o risco-país que está, em maior ou menor grau, vinculado à conjuntura econômica internacional.

No entanto, os prêmios de risco são em parte determinados pelas condições da economia nacional, principalmente pela questão da liquidez dos mercados (Conti, Prates e Plihon, 2014). Nesse âmbito, certas medidas como reformas no aparato jurisdicional das economias periféricas podem auxiliar na redução do prêmio de risco embutido na taxa de juros. Porém esse tema é controverso entre os autores, pois tais medidas podem acabar gerando especulação e potencializando as variações de preço. Desse modo, a liquidez de mercado e o prêmio de risco não necessariamente são fatores inversos. Para concluir a lista dos elementos que compõem as taxas de juros, resta analisar a variação cambial esperada. São inúmeros os fatores que influenciam as variações cambiais, mas é importante destacar que também são causadas por fatores exógenos e endógenos, sendo a liquidez de mercado novamente é crucial na discussão. Em seguida, está sintetizado um esquema dos componentes das taxas de juros que relaciona as distintas dimensões de liquidez.

Esquema 3 - Relação entre a liquidez em suas diversas dimensões e alguns dos componentes das taxas de juros



Dentre os fatores que compõem as taxas de juros, Conti, Prates e Plihon (2014) destacam que o prêmio de risco e a expectativa cambial são os componentes nos quais possuem maior influência das características da economia nacional. Os demais componentes estão atrelados à hierarquia do SMI e à preferência pela liquidez dos agentes internacionais e não são passíveis de alterações por meio de políticas internas ou reformas institucionais. No entanto, é necessário ressaltar que iniciativas nacionais também são relevantes nesse âmbito, pois são elas que permitem a diferenciação entre os países periféricos, tanto do ponto de vista da liquidez (de mercado) de seus ativos quanto na formação de suas taxas de juros.

Apesar das particularidades dos países periféricos, o fato relevante é que a hierarquia da moeda determina, na maioria das vezes, um patamar para as taxas de juros superior às taxas de juros dos países centrais. Conti, Prates e Plihon (2014) indicam que esse diferencial é dado por dois componentes: um ligado a questões estruturais (prêmio de liquidez, determinado pela preferência pela liquidez da divisa em um SMI hierarquizado) e outro mais dependente de aspectos conjunturais (prêmios de risco e variação cambial esperada, determinados em parte – mas não exclusivamente – pela liquidez de mercado).

3 METODOLOGIA

A metodologia que será utilizada neste artigo pode ser classificada como qualitativa. Isso ocorre pois é difícil realizar a mensuração dos conceitos teóricos abordados durante o trabalho. Por esse motivo, os dados que serão apresentados possuem o intuito de elucidar o tema e de verificar a possível relação existente entre a teoria pós-keynesiana sobre a hierarquia da moeda e os dados disponíveis sobre a evolução dos indicadores de risco-país como também da taxa real de juros brasileira. Desse modo, pretende-se coletar dados, realizar análises histórico-comparativas e averiguar os pontos abordados com base nas ferramentas estudadas a partir do referencial teórico. Além dessa abordagem, também há a intenção de se verificar os momentos pelos quais houve fatos relevantes e que podem agregar com o tema.

As principais fontes de dados empíricos que foram utilizadas são as seguintes: para realizar o cálculo da taxa de juros real brasileira entre o período de janeiro de 2000 a dezembro de 2023, a taxa nominal de juros foi considerada como a Taxa Selic Meta definida pelo Comitê de Política Monetária – COPOM e a série histórica foi extraída do site oficial do Banco Central do Brasil – BACEN; o índice inflacionário selecionado para o cálculo foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA e os dados foram extraídos do site oficial do Instituto Nacional de Geografia e Estatística – IBGE. Desse modo, a variável foi calculada através da fórmula a seguir.

$$r = \frac{1 + i}{1 + \pi} - 1$$

sendo:

r = taxa real de juros

i = taxa nominal de juros

π = inflação do período

Além disso, o índice norteador do risco-país brasileiro foi o *Emerging Markets Bond Index Plus* – EMBI+. Ele estima o desempenho diário dos títulos da dívida de países periféricos em relação aos títulos do tesouro americano. O EMBI+ auxilia os agentes na compreensão do risco de investir no país e, neste caso, também irá agregar na análise deste artigo como ferramenta de exploração sobre a percepção da moeda brasileira em âmbito internacional. Em geral, também é válido como referência em relação às demais moedas periféricas. O índice é calculado e fornecido pelo banco de investimentos J.P. Morgan, mas neste caso a série histórica do período de janeiro de 2000 a dezembro de 2023 foi extraída do site oficial do Ipeadata.

A abordagem será complementada através da análise dos *Worldwide Governance Indicators* (WGI) fornecidos pelo *World Bank Group*. De modo geral, são indicadores de governança baseados em fontes de dados produzidas por diversas organizações internacionais, organizações não governamentais e empresas privadas (*World Bank Group*, 2024). Essas informações são consolidadas em seis classes para mais de 200 economias durante o período de 1996-2023, sendo que neste trabalho serão utilizadas a Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo, a Efetividade Governamental e a Qualidade Regulatória. É válido destacar que os indicadores variam numa escala de 0 a 100, sendo que quanto maior for a avaliação, melhor é o desempenho do indicador para o país.

Ademais, o propósito desses passos abordados nos parágrafos anteriores se dá pelo fato dos dados contribuírem com o objeto de pesquisa deste artigo de forma empírica. De modo geral, os dados servem como uma forma de validar os argumentos teóricos abordados no trabalho. Por esse motivo, a classificação da pesquisa em relação aos objetivos é de caráter explicativa, pois pretende-se avaliar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fatos analisados. Além da pesquisa bibliográfica já realizada, pretende-se utilizar os dados para tratamento e geração de gráficos a fim de verificar as possíveis relações entre os dois panoramas.

4 ANÁLISE DOS DADOS

A partir do referencial teórico abordado no item 2, será realizada uma análise de cunho econômico sobre a relação existente entre a teoria pós-keynesiana sobre a hierarquia da moeda e a estratégia de manutenção da taxa real de juros brasileira. Para isso, serão apresentados dados históricos sobre as variáveis relevantes e inerentes ao tema, principalmente sobre o comportamento do hiato entre a taxa nominal de juros e a inflação como também do indicador de risco-país EMBI+. Além disso, também serão discutidos outros pontos adicionais que podem ser importantes na análise das variáveis, tais como a percepção internacional sobre o ambiente político-institucional brasileiro e o risco de mercado atrelado às taxas de juros e às variações cambiais.

4.1 A ESTRATÉGIA DE MANUTENÇÃO DA TAXA REAL DE JUROS BRASILEIRA E A LIQUIDEZ DE DIVISA

Para iniciar a análise sobre a evolução da taxa real de juros brasileira, pode-se verificar o histórico apresentado no Gráfico 1. É possível notar que, na maior parte da trajetória, o patamar da taxa real de juros é igual ou superior a 4,0% a.a., fato pelo qual a abordagem do artigo considera como uma estratégia de manutenção da variável. Como pontos de inflexão, estão os períodos entre 04/2012 e 12/2013 como também entre 03/2018 e 08/2022. O primeiro deles está relacionado com uma redução considerável da taxa nominal de juros (SELIC) em conjunto com uma elevação do nível geral de preços do período, motivo pelo qual houve uma aproximação do intervalo entre as duas componentes da taxa real de juros.

Conforme aponta Filho (2017), este período é marcado por uma severa instabilidade político-econômica no país, principalmente pelas políticas expansionistas incorporadas pela Nova Matriz Econômica com forte intervenção governamental através da política monetária e da política fiscal, neste último principalmente com estímulos governamentais em setores estratégicos para a economia com destaque para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e a Petrobras. O tema não será abordado com maior profundidade, pois este não é o foco do trabalho, mas considera-se importante destacar o fato gerador da mudança repentina da trajetória da variável.

O segundo período possui certa similaridade, dado que também há um afrouxamento da política monetária a partir do terceiro semestre do ano de 2017, refletindo numa elevação substancial da taxa de inflação e, por conseguinte, reduzindo a taxa real de juros. Esse período também é demarcado por instabilidades no cenário político, porém com o contraste de estar vinculado a um viés ortodoxo, diferente do que ocorreu no período anterior. Filho (2017) esclarece que a criação do teto de gastos acompanhada de uma reforma da previdência foram fatores que sinalizaram a intenção de controle da dívida do país e, dessa forma, contribuíram para a redução da taxa nominal de juros. Posteriormente, o cenário foi agravado e chegou-se pela primeira vez à uma taxa real de juros negativa, principalmente pela pandemia e às medidas tomadas para que o sistema econômico não fosse colapsado.

Gráfico 1 – Evolução da taxa real de juros brasileira (% a.a.)



Fonte: elaborado pelo autor com base nas séries históricas disponíveis no sites do IBGE e do Banco Central do Brasil (2024).

Ademais, pode-se verificar que o padrão adotado pelo Brasil é de caráter conservador no que diz respeito à condução da política monetária e à permanência de uma elevada taxa real de juros. Usufruindo do arcabouço teórico dos autores Conti, Prates e Plihon (2014), um dos motivos que mantém a vigência dessa condição é a liquidez de divisa da moeda brasileira. Por estar classificada como uma moeda periférica, o real é preeminente posicionado com uma “natureza” ilíquida no cenário internacional. Por mais que ocorram momentos de euforia e gerem a captação de recursos externos para a economia nacional, geralmente são fases cíclicas e que não permitem a redução da taxa real de juros ofertada ao mercado.

Podem ser citados alguns movimentos e reformas político-econômicas para a melhora da condição de liquidez de divisa, tais como a Lei de Responsabilidade Fiscal criada nos anos 2000, os altos investimentos dos governos Lula e Dilma (2003-2016), a imposição do teto de gastos em 2016 e a idealização de uma reforma tributária para adoção de um regime com maior transparência e simplicidade no período recente. No entanto, essas modificações acabam por impactar em maior proporção as transações internas e a liquidez de mercado, não gerando resultados efetivos na liquidez de divisa do país. Desse modo, a atratividade para investimento externo no Brasil mantém-se através de uma elevada remuneração.

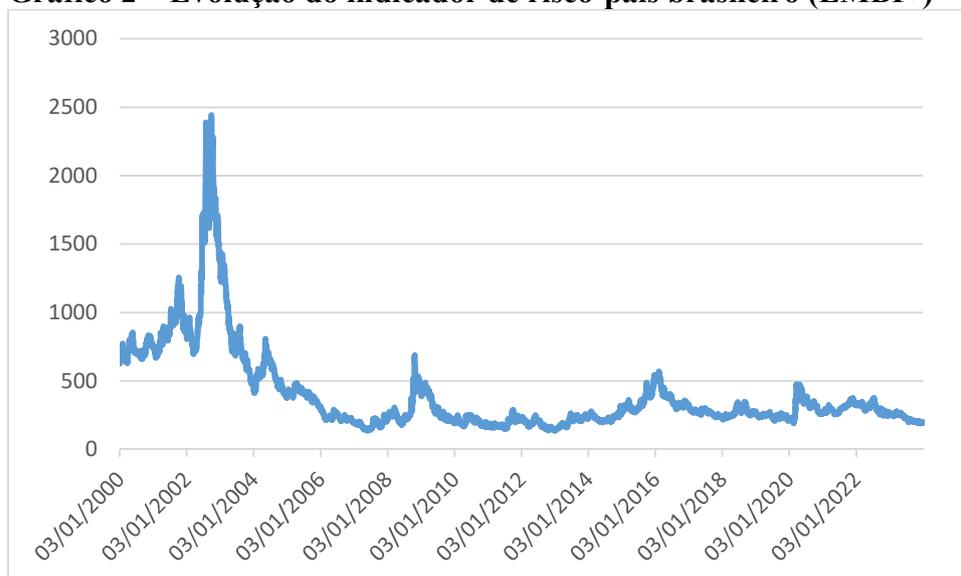
Por outro lado, é importante destacar que além da manutenção da taxa real de juros num patamar elevado, por vezes o Brasil destaca-se por estar entre as maiores taxas de juros reais do mundo, sendo muito superiores às taxas praticadas por países subdesenvolvidos e com características de moedas periféricas que estão no mesmo enquadramento de liquidez

apresentado no Esquema 2 deste artigo. Apesar da liquidez de divisa ser uma peça fundamental para explicação da estratégia adotada pelo país, faz-se necessário analisar outras variáveis que serão abordadas posteriormente.

4.2 ANÁLISE DO INDICADOR DE RISCO-PAÍS

Conforme exposto no referencial teórico, o risco-país é um componente relevante para a determinação da taxa de juros dos países periféricos, pois possui a sensibilidade do risco político e do risco de mercado, sendo esses mecanismos passíveis de maior influência das características da economia nacional e por isso possuem um grau de endogeneidade. No Gráfico 2 é possível verificar a trajetória do risco-país brasileiro através do indicador EMBI+.

Gráfico 2 – Evolução do indicador de risco-país brasileiro (EMBI+)

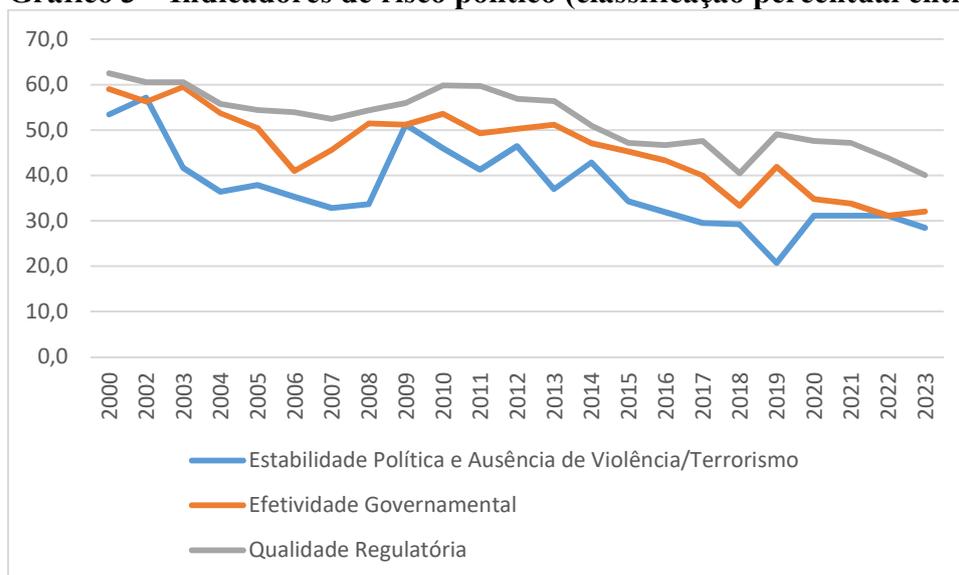


Fonte: elaborado pelo autor com base na série histórica disponível no site do IPEADATA (2024).

Apesar do risco-país brasileiro apresentar-se com uma elevação acentuada durante a metade da primeira década dos anos dois mil, pode-se perceber uma certa estabilidade nos demais períodos com algumas expansões em momentos de maior tensão. Ornelas (2017) propõe um estudo com vinte e três países periféricos durante o período de 2000 a 2014 e mostra que o Brasil mantém-se abaixo da média na maior parte da trajetória, considerando o *spread* médio de 530. Esse é um fator relevante, pois demonstra que o país, mesmo com instabilidades econômicas e percalços estruturais, permanece com um indicador de risco-país moderado frente às demais nações emergentes. No entanto, vale ressaltar que existem ressalvas e os valores da trajetória ainda são elevados.

Abordando o risco político brasileiro sob a percepção mundial, como parâmetros norteadores serão utilizados os *Worldwide Governance Indicators* (WGI) disponibilizados pelo *World Bank Group*. Os indicadores abordados são: Estabilidade Política e Ausência de Violência/Terrorismo; Efetividade Governamental; Qualidade Regulatória. A análise possui como finalidade avaliar a percepção internacional sobre o risco político interno do país em comparação com as demais nações. Sendo assim, pode-se averiguar as principais fragilidades atreladas à condução política e institucional brasileira. Para melhor compreensão dos indicadores, é necessário esclarecer que quanto maior eles forem, menor será o risco. As informações estão sintetizadas no Gráfico 3 através de três métricas padronizadas pela instituição.

Gráfico 3 – Indicadores de risco político (classificação percentual entre todos os países)



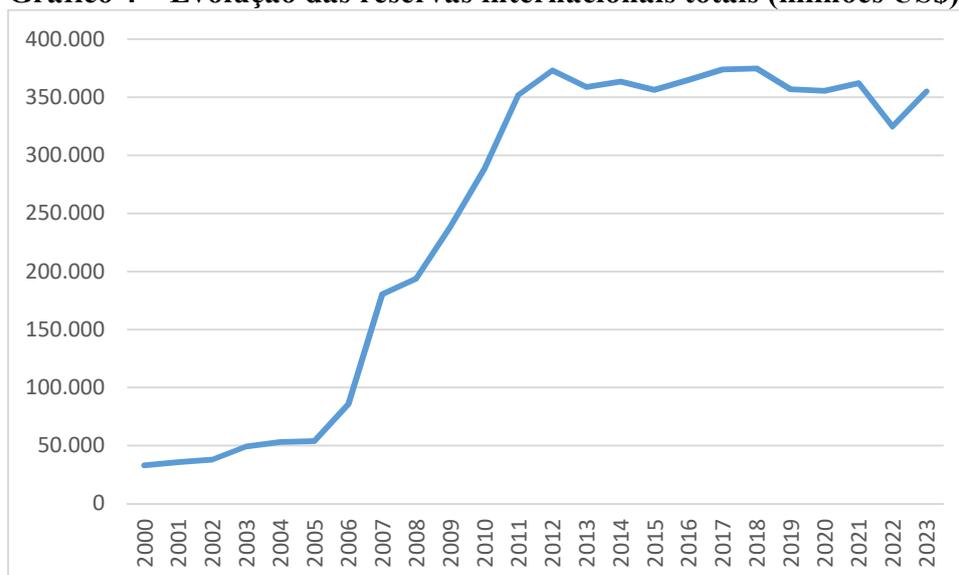
Fonte: elaborado pelo autor com base na série histórica disponível no site do *World Bank Group* (2024).

Num âmbito geral, é visível a piora dos índices a partir da segunda década dos anos dois mil. Distintos fatores podem ter contribuído nessa queda generalizada, mas é importante destacar que se trata de um fator determinante para a constituição do risco-país e, por esse motivo, é merecedor de atenção. Nesse âmbito, talvez o indicador que possui o maior potencial de melhorar o cenário brasileiro seja a estabilidade política, pois a partir dela se desdobram e também se consolidam os demais parâmetros. Ela está atrelada ao ambiente constitucional, que deve ser sólido e maturado para manter a estabilidade governamental. Desse modo, interferências políticas não são capazes de influenciar os processos dos serviços públicos como também das medidas regulatórias.

Em continuidade, será abordado o risco de mercado brasileiro. Esse também é um tema sensível, pois envolve os riscos cambiais e de variações nas taxas de juros, sendo essas variáveis distintas e ao mesmo tempo intrínsecas. As taxas de juros possuem o objetivo de nortear o mercado, de controlar o processo inflacionário e de manter a estabilidade econômica, porém também são utilizadas para atenuar o risco cambial e para manter a moeda local valorizada. Desse modo, a decisão de manter um patamar elevado de taxas de juros pode estar atrelada com o capital estrangeiro e a visibilidade internacional, por mais que a maior sensibilidade seja no âmbito interno. Ressalta-se que essa não é uma inferência ou uma tentativa de subordinar os dois fatores, mas sim de levar em consideração os meandros da política monetária nacional.

O último parâmetro a ser analisado é o risco soberano de inadimplência e o risco de crédito. De um modo geral, a avaliação desses parâmetros é realizada com base na gestão e na evolução do endividamento público interno. Esse é um balizador válido e, caso seja considerado, apresenta um valor expressivo numa relação dívida pública interna *versus* produto interno bruto. No entanto, neste trabalho optou-se por abordar o viés das reservas internacionais. No Gráfico 4, é possível verificar o volume total acumulado pelo país a partir dos anos dois mil, possuindo uma curva ascendente das reservas a partir do ano de 2005 e posterior estabilidade a partir do ano de 2012. Trata-se de uma ótica interessante de análise, pois ressalta a capacidade de pagamento da dívida pública externa e pressupõe que o risco soberano de inadimplência não seja um problema inerente do país. Porém, tanto a dívida pública interna quanto a dívida pública externa possuem influência sobre o indicador de risco-país.

Gráfico 4 – Evolução das reservas internacionais totais (milhões US\$)



Fonte: elaborado pelo autor com base nas séries históricas disponíveis no site do Banco Central do Brasil (2024).

Por fim, os demais fatores que compõem as taxas de juros do modelo fornecido pelos autores Conti, Prates e Plihon (2014) não serão abordados com maior profundidade, seja porque a taxa básica de juros da economia mundial e o prêmio pela iliquidez são considerados fatores exógenos e determinados preponderantemente pela preferência pela liquidez dos agentes, ou porque a expectativa de variação cambial esperada está de certa forma atrelada ao risco de mercado e também possui características exógenas.

CONCLUSÃO

Este trabalho possui o objetivo de estudar o comportamento da taxa real de juros no Brasil entre o período de 2000 e 2023 e analisar o problema através da ótica de escritores pós-keynesianos que trabalharam com a teoria da hierarquia da moeda. De um modo geral, o artigo propõe uma análise qualitativa entre os conceitos teóricos abordados no referencial teórico e os dados disponíveis sobre a evolução dos indicadores de risco-país como também da taxa real de juros brasileira. Além disso, também é proposta a discussão de outros fatores que complementam o tema, tais como a percepção internacional sobre o ambiente político-institucional brasileiro e o risco de mercado atrelado às taxas de juros e às variações cambiais.

Dentre os principais enfoques, pode-se destacar que, apesar de possuir pontos de inflexão, a trajetória da taxa real de juros é elevada, sendo abordada neste artigo como uma estratégia de manutenção devido à permanência do patamar superior à 4,0% a.a. A partir daí, utiliza-se o instrumental teórico disponível sobre a teoria da hierarquia da moeda tratada principalmente pelos autores Conti, Prates e Plihon (2014) para discorrer sobre o tema. Ressalta-se que houve algumas tentativas de efetivar ajustes internos para contribuir com a modificação do cenário, porém acabaram por impactar em maior proporção as transações internas e a liquidez de mercado, não gerando resultados efetivos sobre a liquidez de divisa do país. Essa é uma argumentação da teoria e que pode ser constatada através do histórico de permanência elevada da taxa real de juros.

Em continuidade, aborda-se o indicador de risco-país brasileiro. Essa é uma peça fundamental para explicar a constituição das taxas de juros dos países periféricos, pois possui a capacidade de demonstrar o risco político e o risco de mercado presentes no ambiente de negociação, sendo esses fatores característicos por possuir um caráter endógeno e passíveis de maior influência das características da economia nacional. Os dados abordados relevam que

houve uma piora dos indicadores políticos do país, levando em consideração a percepção internacional sobre a estabilidade política, a efetividade governamental e a qualidade regulatória no período abordado. Sobre o risco de mercado, aborda-se a questão estratégica da política monetária brasileira em possuir um viés conservador e manter as taxas nominais de juros elevadas, seja para manter a estabilidade econômica interna ou para atenuar as flutuações cambiais.

O principal resultado deste estudo consiste no amparo da teoria da hierarquia da moeda para compreensão de forma parcial da estratégia adotada pelo país no que diz respeito à manutenção do patamar elevado da taxa real de juros. Os dados apresentados demonstram uma adequada capacidade explicativa entre o arcabouço teórico e as variáveis de risco de mercado e de cenário político. Desse modo, pode-se avaliar os âmbitos que impactam em maior grau a condição de permanência das decisões estratégicas que formam as taxas reais de juros nacionais. Por mais que a variável seja composta por fatores exógenos e que não permitam alterações no curto prazo, ainda é possível trabalhar mecanismos internos para promoção de um ambiente econômico com maior estabilidade e com menor pressão para atratividade externa.

Por fim, vale ressaltar que o estudo possui limitações, seja pelo grau de inferência das variáveis discutidas ou pela ausência de outros indicadores, tais como processo inflacionário, produtividade e o próprio desenvolvimento econômico nacional. Para continuidade na análise, sugere-se uma abordagem com maior amplitude dos aspectos internos, levando-os em consideração como possíveis aliados para identificar os condicionantes que reiteram a estratégia de manutenção da taxa real de juros. Desse modo, pode-se constituir um racional mais sólido sobre o tema abordado.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/>. Acesso em: 20 nov. 2024.

CARNEIRO, R. M. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: Editora Unesp, 2002.

COHEN, B. J. **The geography of money**. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

CONTI, Bruno Martarello de; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 23, n. 2, p. 341-372, ago. 2014.

DILLARD, Dudley. **A Teoria Econômica de John Maynard Keynes**. [S.l.]: Pioneira, 1964.

FILHO, Fernando de Holanda Barbosa. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 51-60, 2017. Disponível em: <https://shorturl.at/Z75es>. Acesso em: 01 dez. 2024.

GOMES, Keiti da Rocha. **Moeda, Incerteza e o Sistema Financeiro na Economia: princípios para uma abordagem regulatória de inspiração keynesiana**. Tese (Doutorado), Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, 2015.

HICKS, John Richard. Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation. **Econometrica**, [S.l.], v. 5, n. 2, p 147-159, 1937.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/>. Acesso em: 20 nov. 2024.

IPEADATA. Disponível em: <https://shorturl.at/1ooXv>. Acesso em: 20 nov. 2024.

KEYNES, John Maynard. The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest. **The Economic Journal**, v. 47, n. 188, p. 663-669, 1937.

KEYNES, John Maynard. **The general theory of employment, interest and money**. 14. ed. London: MacMillan, 1964.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Moeda e taxa de juros em Keynes e Marx: observações sobre a preferência pela liquidez. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 18, n. 1, p. 5-27, jan./abril 1988.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Moeda em Marx e Keynes. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, v.1, n. 29, p. 5-20, mar. 1998.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Ortodoxia e Heterodoxia Monetária: A Questão da Neutralidade da Moeda. **Revista de Economia Política**, [S.l.], v. 24, n. 3, p. 323-345, jul./set. 2004.

OREIRO, José Luís. O Debate entre Keynes e os "Clássicos" sobre os Determinantes da Taxa de Juros: Uma Grande Perda de Tempo?. **Revista de Economia Política**, [S. l.], v. 20, ed. 2, p. 287-311, abril/jun. 2000.

ORNELAS, José Renato Haas. Risco, dívida e alavancagem soberana. **Trabalhos para Discussão**, Brasília, v. 1, n. 457, p. 1-37, jul. 2017. Disponível em: <https://shorturl.at/7H2nU>. Acesso em: 02 dez. 2024.

PLIHON, D. **La monnaie et ses mecanismes**. Paris: La Découverte, 2001.

PRATES, Daniela Magalhães; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. **IE/UNICAMP**, Campinas, ed. 137, out. 2007.

PRATES, Daniela Magalhães. **Crises financeiras nos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa**. 2002. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

WORLD BANK GROUP. Disponível em: <https://shorturl.at/Hr2v5>. Acesso em: 02 dez. 2024.