

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

PATRICK ROSSANO HIRSCH

**A ELEVADA TAXA BÁSICA DE JUROS BRASILEIRA:
CAUSAS E ALTERNATIVAS PARA SUA REDUÇÃO**

Porto Alegre

2011

PATRICK ROSSANO HIRSCH

**A ELEVADA TAXA BÁSICA DE JUROS BRASILEIRA:
CAUSAS E ALTERNATIVAS PARA SUA REDUÇÃO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. João Frois Caldeira

Porto Alegre

2011

PATRICK ROSSANO HIRSCH

**A ELEVADA TAXA BÁSICA DE JUROS BRASILEIRA:
CAUSAS E SOLUÇÕES**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em: Porto Alegre, _____ de _____ de 2011.

Prof. Dr. João Frois Caldeira - orientador
UFRGS

Prof. Dr. Hudson da Silva Torrent
UFRGS

Prof. Dr. Sabino da Silva Pôrto Junior
UFRGS

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, agradeço a Deus por me proporcionar condições de concluir a faculdade e de ter ao meu lado pessoas que me apoiassem;

Aos meus pais pelo amor, apoio, dedicação e carinho ao longo desta trajetória;

Aos meus Tios Luiz, Márcia e Antonina, pela atenção e apoio imprescindíveis;

À UFRGS e aos professores pela contribuição à minha aprendizagem;

Ao Orientador João Frois Caldeira pela disponibilidade;

Aos amigos e colegas de faculdade pelo convívio, apoio e companheirismo, em especial ao Felipe e ao William;

Aos amigos e colegas de profissão;

E a todos aqueles que de alguma forma contribuíram para a elaboração deste trabalho.

RESUMO

O presente trabalho realiza uma revisão bibliográfica sobre determinadas causas apontadas do Brasil possuir uma taxa básica de juros (taxa Selic) tão elevada quando comparada com outros países e quais alternativas podem ser adotadas pelo governo para diminuir esta taxa. Inicialmente expõe-se a estrutura cambial, fiscal e monetária no Brasil, descrevendo as principais instituições responsáveis por estas políticas e os mecanismos de transmissão da política monetária. Em seguida abordam-se cinco causas apontadas para a manutenção desta taxa em um patamar elevado, as quais são: i) a fragilidade das contas públicas; ii) a incerteza jurisdicional; iii) a reduzida eficácia da política monetária; iv) a hipótese *Bresser-Nakano*; e, v) a inconvertibilidade do real. Após isto são abordadas seis medidas apontadas como possíveis soluções para diminuir a taxa básica de juros brasileira, analisando seus prós e contras: i) ajuste fiscal; ii) desindexação dos contratos e da caderneta de poupança; iii) reformulação do indicador da inflação; iv) plena convertibilidade do real; v) redução da dívida pública atrelada a taxa Selic; e, vi) extinção do crédito direcionado. Neste contexto, conclui-se que não há unanimidade sobre qual medida adotar para diminuir a taxa Selic. Os prós e contras de cada medida devem ser analisados pelo governo, tomando como base os seus objetivos macroeconômicos, para se tomar uma decisão de qual adotar.

Palavras-chave: Taxa Selic. Metas de Inflação. Política Monetária. Brasil.

ABSTRACT

This paper reviews the literature on specific causes cited about why Brazil's basic interest rate ("Selic" rate) is so high when compared with other countries, and what alternatives can be adopted by the government to diminish this rate. Initially it will be made an exposure of Brazilian currency, fiscal and monetary structure, describing the main institutions responsible for such policies and the transmission mechanics of monetary policy. Subsequently, there will be appointed five main arguments that sustain maintaining high rates, being: i) fragility of public accounts, ii) jurisdictional uncertainty, iii) reduced effectiveness of monetary policy, iv) the *Bresser-Nakano* hypothesis, and, v) the inconvertibility of the Brazilian Real. After that, six measures are argued as possible solutions to decrease Brazilian basic interest rate, investigating their pros and cons: i) fiscal adjustment, ii) de-indexation of contracts and savings accounts, iii) reformulation of inflation indices, iv) plain convertibility of the Real, v) reduction of public debt indexed to Selic rate, vi) extinction of orientated credit. In such context, it is concluded that there is no unanimity about which measure should be taken to reduce Selic rate. The pros and cons of each measure must be analyzed by authorities, keeping in mind their macroeconomic objectives, in order to make the right decision of which of them to adopt.

Key words: Selic rate. Inflation targeting. Monetary Policy. Brazil.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de Câmbio Nominal (R\$ / US\$).....	16
Gráfico 2 – Evolução da dívida líquida consolidada do setor público (% do PIB).....	18
Gráfico 3 – Déficit nominal, superávit primário e despesas com juros.....	18
Gráfico 4 – Principais mecanismos de transmissão da política monetária.....	25
Gráfico 5 – Taxa Selic Nominal (% a.a.).....	33
Gráfico 6 – Taxa Selic Real (%) x Taxa de Câmbio Nominal (R\$/US\$).....	34
Gráfico 7 – Taxas de Juros Reais em % anual (jan/11).....	35
Gráfico 8 – IPCA (acumulado últimos 12 meses) x Meta de Inflação.....	35
Gráfico 9 – IPCA (preços administrados e livres - % acumulado em 12 meses) x Taxa de Câmbio Nominal.....	43
Gráfico 10 – Composição da dívida pública por indexador x Maturidade.....	66
Gráfico 11 – Crédito direcionado x Crédito livre.....	71

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Taxa de crescimento e inflação dos BRICs.....	36
Tabela 2 – Indicadores da Dívida Pública.....	37
Tabela 3 – Composição dos Preços Administrados.....	42

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANATEL – Agência Nacional de Telecomunicações

ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica

ANP – Agência Nacional de Petróleo

ANS – Agência Nacional de Saúde

ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres

BACEN – Banco Central do Brasil

CMED – Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos

CMN – Conselho Monetário Nacional

CONTRAN – Conselho Nacional de Trânsito

COPOM – Comitê de Política Monetária

FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador

FGV – Fundação Getúlio Vargas

FGTS – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

FMI – Fundo Monetário Internacional

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

PIB – Produto Interno Bruto

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

TR – Taxa Referencial

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 REGIME CAMBIAL, FISCAL E MONETÁRIO NO BRASIL PÓS-1999	14
2.1 REGIME CAMBIAL	14
2.2 REGIME FISCAL.....	16
2.3 REGIME MONETÁRIO.....	19
3 BANCO CENTRAL, TESOURO NACIONAL E CANAIS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA	22
3.1 BANCO CENTRAL E TESOURO NACIONAL.....	22
3.2 CANAIS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	24
3.2.1 Taxa de juros	26
3.2.2 Taxa de câmbio	26
3.2.3 Preços dos ativos	27
3.2.4 Crédito	29
3.2.5 Expectativas	31
4 TAXA BÁSICA DE JUROS NO BRASIL: PRINCIPAIS TESES E CRÍTICAS	33
4.1 A FRAGILIDADE DAS CONTAS PÚBLICAS	37
4.2 INCERTEZA JURISDICIONAL.....	38
4.3 A REDUZIDA EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	40
4.3.1 Preços Administrados e choques de oferta	41
4.3.2 Títulos de longo prazo	45
4.3.3. Estoque e perfil da dívida pública	47
4.4 HIPÓTESE BRESSER-NAKANO	47
4.5 A INCONVERSIBILIDADE DO REAL.....	49
5 ALTERNATIVAS PARA REDUÇÃO DA TAXA SELIC	51
5.1 AJUSTE FISCAL	51
5.1.1 Prós	54
5.1.2 Contras	55
5.2 DESINDEXAÇÃO DOS CONTRATOS E DA CADERNETA DE POUPANÇA ...	56
5.2.1 Prós	58
5.2.2 Contras	58
5.3 REFORMULAÇÃO DO INDICADOR DA INFLAÇÃO	59
5.3.2 Prós	60
5.3.3 Contras	60
5.4 PLENA CONVERSIBILIDADE DO REAL	61
5.4.1 Prós	63
5.4.2 Contras	64
5.5 REDUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ATRELADA A TAXA SELIC	65
5.5.1 Prós	68
5.5.2 Contras	69
5.6 EXTINÇÃO DO CRÉDITO DIRECIONADO	69
5.6.1 Prós	71

5.6.2 Contras.....	72
6 CONCLUSÃO	74
REFERÊNCIAS.....	76

1 INTRODUÇÃO

A economia brasileira passou, nas últimas cinco décadas, por profundas transformações quanto a suas políticas cambial, fiscal e monetária. O país passou por inúmeras formas de controle da taxa de câmbio, desde a taxa fixa, passando pela de bandas cambiais, até a flexível. No lado fiscal, desde a criação do Tesouro Nacional, em 1986, vários mecanismos de controle e formas de gestão da dívida pública foram adotados. Quanto às políticas monetárias, as principais mudanças foram a criação do Banco Central do Brasil, em 1964, e a adoção do Regime de Metas de Inflação, em 1999.

Além disso, o país passou por inúmeras alterações na unidade do sistema monetário, objetivando, principalmente, contribuir na tentativa de conter os surtos inflacionários e estabilizar a economia. Entretanto, a partir de meados da década de 80, a única moeda que conviveu com uma inflação anual com menos de dois dígitos foi o Real.

O Real foi adotado em 1994, com o Plano Real, em um contexto de aceleração da inflação e baixo crescimento econômico. O Plano visava conter a alta dos preços, de forma a estabilizar permanentemente a economia brasileira e aumentar as taxas de crescimento do país.

O Plano utilizou-se inicialmente da chamada âncora cambial, com a adoção de um regime de bandas cambiais (*crawling peg*), visando valorizar a moeda nacional frente ao dólar, de forma que esta apreciação contribuísse na estabilização dos preços. Entretanto, esta estratégia contribuiu, também, para uma deterioração do saldo de transações correntes. Por consequência disto, a economia brasileira aumentou sua dependência de capitais externos para financiar o déficit do Balanço de Pagamentos.

Além disso, no período subsequente à adoção da âncora cambial, vários países enfrentaram crises financeiras – México (1995), países do sudeste asiático (1997) e a Rússia (1998) –, contribuindo para uma diminuição da liquidez mundial e, por consequência, para uma elevação da taxa básica de juros brasileira, por parte do BACEN, na tentativa de conter uma fuga de capitais estrangeiros. Porém, esta fuga não deixou de acontecer e começou a acentuar-se no final de 1998, forçando o governo brasileiro a recorrer a organizações multilaterais para obter recursos,

visando conter a diminuição das reservas internacionais para níveis que poderiam comprometer os pagamentos externos da economia brasileira.

Neste contexto, o governo brasileiro realizou um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI)¹, em 1998, no qual o país se dispunha, entre outras medidas, a iniciar uma austera política fiscal para combater o aumento da dívida pública, comprometendo-se a realizar superávits primários.

Em janeiro de 1999, a fuga de capitais estrangeiros intensificou-se, comprometendo as reservas internacionais brasileiras, restringindo as decisões do governo em direção à liberação da livre negociação do dólar, pois o país já não dispunha de reservas para manter o regime de bandas cambiais. Sendo assim, a partir de 18 de janeiro de 1999, o Brasil passou a adotar o regime de câmbio flutuante, abandonando a âncora cambial. Com esta medida a moeda brasileira desvalorizou-se bruscamente e voltou-se a temer a volta da inflação.

Conforme apontado por Mendonça e Silva (2008), com o fim da âncora cambial, tornou-se necessária a busca de uma nova âncora nominal para guiar as expectativas de inflação. Assim, em junho de 1999, é adotado o Regime de Metas de Inflação, na tentativa de eliminar a incerteza causada pela desvalorização do Real e de estabilizar os preços.

Segundo Moreira (2006), este regime proporciona à condução da política monetária um nível de flexibilidade consideravelmente maior do que o observado no regime de metas cambiais e, sobretudo, no regime de metas monetárias.

Com o regime de metas de inflação o governo passou a divulgar anualmente suas metas de inflação (com uma banda de tolerância), para os próximos dois anos subsequentes, e a adotar a taxa básica de juros da economia (taxa Selic) no controle das expectativas dos agentes, de forma a conter a elevação dos preços. Desta forma, quando há uma expectativa de inflação superior ou inferior à meta, a taxa Selic é, respectivamente, elevada ou reduzida.

Apesar dos avanços, muito se tem discutido sobre o custo desta estabilidade, visto que o país ainda possui a maior taxa básica de juros do mundo, sem, no entanto, alcançar taxas estáveis de crescimento econômico. Para Moreira (2006),

¹ Fundado em julho de 1944, durante a 2ª Guerra Mundial, é uma organização internacional que pretende assegurar a estabilidade financeira mundial, facilitar o comércio internacional, promover altos níveis de emprego e desenvolvimento econômico sustentável, pelo monitoramento das taxas de câmbio e balança de pagamentos, através de assistência técnica e financeira. Atualmente possui 187 países-membros.

devemos indagar se, mesmo havendo necessidade de praticarmos taxas de juros altas para controlarmos a inflação, elas precisam ser tão altas como as praticadas desde a implantação do regime de metas de inflação.

Nesta linha, o presente trabalho realiza uma revisão teórica dos principais motivos apontados para o país continuar tendo a maior taxa básica de juros do mundo, bem como descreve as principais alternativas apontadas para a diminuição da taxa Selic, apontando alguns de seus prós e contras. Além disso, far-se-á uma explanação sobre os canais de transmissão da política monetária, adotada atualmente, bem como das instituições responsáveis por sua condução.

Além desta introdução, o presente trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma: no capítulo 2 expõem-se os regimes cambial, fiscal e monetário adotados atualmente no Brasil, bem como sua evolução recente; no capítulo 3 apresenta-se a evolução das instituições financeiras na condução da política monetária e fiscal, bem como os principais mecanismos de transmissão da política monetária brasileira; no capítulo 4 apontam-se determinados motivos que levam o Brasil a manter uma taxa básica de juros elevada; no capítulo 5 são elucidadas algumas medidas que podem levar a uma redução da taxa Selic, descrevendo sobre os principais pontos prós e contras de cada medida para a economia brasileira; por fim, no capítulo 6 são apresentadas as conclusões do trabalho.

2 REGIME CAMBIAL, FISCAL E MONETÁRIO NO BRASIL PÓS-1999

Após a criação do Real, em 1994, a economia brasileira passou por profundas transformações, principalmente no tocante às políticas de combate à inflação. Podemos destacar o ano de 1999 como sendo o principal período de alteração destas políticas. Neste ano, após sucessivas crises ocorridas em diversos países, no transcorrer da década de 90, que afetaram indiretamente o Brasil, o país passou por um período conturbado, tendo que readaptar várias de suas políticas adotadas desde o início do Plano Real.

Estas mudanças perduram até os dias de hoje e cabe aqui analisarmos as mudanças implementadas, naquele ano, na condução das políticas cambial, fiscal e monetária no país.

2.1 REGIME CAMBIAL

O mercado de câmbio brasileiro sofreu profundas transformações entre as décadas de 80 e 90. No final da década de 80 iniciou-se um processo de liberalização cambial, aumentando progressivamente a conversibilidade da moeda doméstica. Ao longo deste processo, o mercado de câmbio foi sendo unificado. Transações anteriormente inexistentes ou realizadas no mercado paralelo foram incorporadas ao mercado legal, e a atuação do BACEN no mercado cambial foi sendo reduzida.

A partir de 1994, com a implementação do Plano Real, o Brasil passa a adotar o regime de câmbio administrado, pelo sistema de banda rastejante. Neste sistema, o governo permite a flutuação do câmbio dentro de intervalos pré-determinados, interferindo quando o mercado estivesse a ponto de extrapolar algum destes limites. Caso o preço do dólar alcançasse o teto, o BACEN intervinha, vendendo dólares, e, caso a taxa de câmbio estivesse em seu valor mínimo, a autoridade monetária comprava os dólares disponíveis no mercado. Essa banda de flutuação era revista conforme o andamento da economia e reajustada pelo Conselho Monetário Nacional

(CMN)², de três em três meses.

Segundo Baumann *et al.*,

[...] este regime de bandas de flutuação representa uma tentativa de induzir certa flexibilidade na taxa de câmbio nominal a fim de responder a mudanças nas condições externas e internas do país e manter o mercado informado do valor nominal, a taxa central da banda, de maneira a estabilizar as expectativas (BAUMANN³ *et al.*, 1996 apud MARQUES, 1999).

Entre 1994 e janeiro de 1999, período de duração deste sistema, o BACEN interveio com elevações na taxa de juros, na tentativa de evitar fuga em massa de capital estrangeiro, como consequência das crises mexicana, asiática e russa. Entretanto, esta combinação de taxa de câmbio fixa, através do sistema de banda rastejante, com juros elevados, contribuiu para a apreciação do câmbio real, tendo, por consequência, uma deterioração da balança comercial. Além do mais, o aumento dos juros provocou um aumento da dívida pública e não evitou a perda de reservas de moeda estrangeira, da ordem de US\$ 40 bilhões.

Na primeira quinzena de janeiro de 1999, em meio à elevada saída líquida de capitais, a qual já somara, desde julho de 1998, US\$ 34 bilhões, derivada da incerteza que cercava o futuro das instituições e da política econômica brasileira, o BACEN, na tentativa de conter a perda de reservas, ampliou a banda cambial e aumentou suas intervenções no mercado. Além disso, unificou os dois segmentos de câmbio existentes, o livre, também chamado de “comercial”, e o flutuante, conhecido como “turismo”.

Contudo, estas mudanças foram insuficientes, e, como a fuga de capital continuou em ritmo acelerado, em 18 de janeiro de 1999, o BACEN deixou que a taxa de câmbio passasse a flutuar livremente, aderindo ao regime de câmbio flutuante, este adotado até os dias de hoje.

Embora tenha deixado o Real flutuar, o BACEN tentou conter o nível da depreciação da moeda nacional com vendas de moeda estrangeira no mercado de câmbio.

Atualmente, o papel do BACEN circunscreve-se à regulação, registro,

² Órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional. Ao CMN compete: estabelecer as diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia; regular as condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras e disciplinar os instrumentos de política monetária e cambial.

³ BAUMANN, R. *et al.* **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

fiscalização e intervenções discricionárias, através de leilões de compra ou venda de moeda estrangeira, em flutuações consideradas de caráter especulativo e que comprometam a estabilidade da economia brasileira.

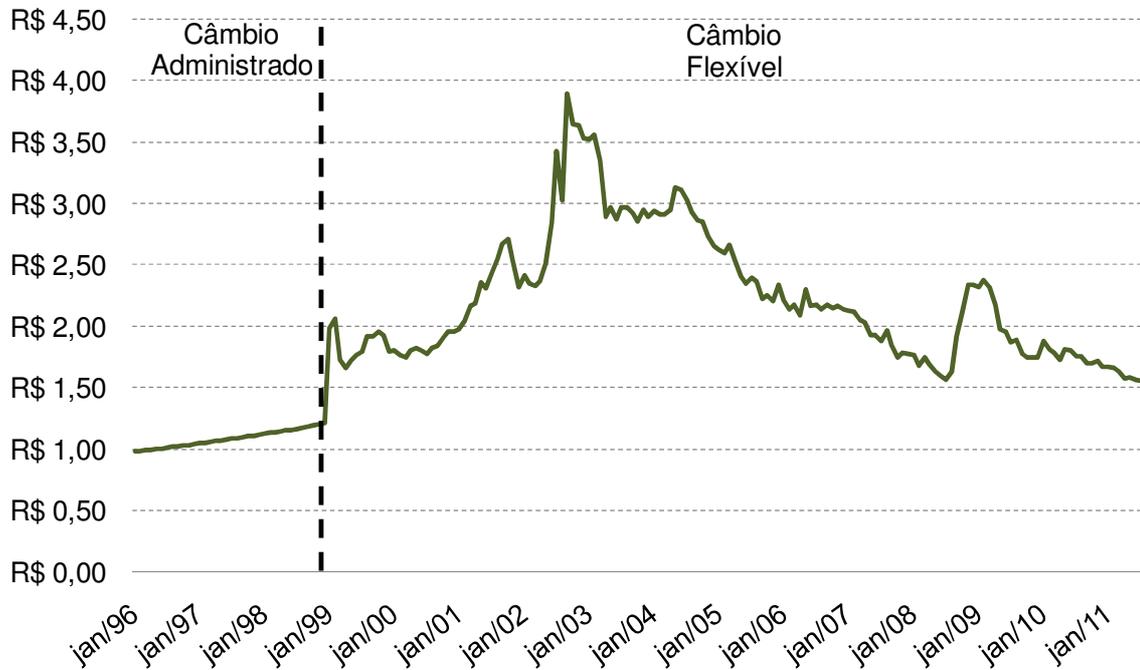


Gráfico 1 – Taxa de Câmbio Nominal (R\$ / US\$)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IPEADATA.

2.2 REGIME FISCAL

Em primeiro lugar, precisaremos fazer uma distinção entre resultado primário e resultado nominal. O resultado primário é a diferença entre as receitas e as despesas não-financeiras do Estado, ou seja, é o resultado das receitas e despesas correntes do governo. Caso essa diferença seja positiva denomina-se superávit primário, e, caso seja negativa, denomina-se déficit primário. Já o resultado nominal engloba todas as receitas e despesas do Estado, inclusive as receitas de juros e os pagamentos de amortizações e juros da dívida pública. Neste caso, se a diferença for positiva o governo obterá um superávit nominal, e, caso seja negativa, ele incorrerá em um déficit nominal.

Tendo os conceitos em vista, poderemos analisar a política fiscal adotada pelo governo brasileiro pós-1999. Através das incertezas geradas quanto ao futuro

da economia brasileira e após o impacto de duas grandes crises em menos de dois anos na economia global, o Brasil teve de recorrer ao FMI, em 1998, visando a obter reservas para cumprir seus compromissos com o exterior, perante a fuga de capitais ocorrida na época, a qual deixou o governo com um baixo nível de divisas estrangeiras para tal pagamento.

Em contrapartida, o FMI exigiu, entre outras coisas, a realização de superávit primário no triênio 1999-2001, com o objetivo de diminuir a dívida pública, em proporção ao PIB⁴. Em 1999, a meta era de 3,10%, passando para 3,25%, em 2000, e para 3,00%, em 2001. A partir de então, o governo passou a adotar este sistema para fixar suas metas fiscais.

O superávit primário já era uma ferramenta adotada pelo Brasil, em períodos anteriores, como mero instrumento que diferenciava, para a população, o que era gasto na economia do país, que resultaria em benefícios para a sociedade, e o que era pagamento de juros por conta da dívida anterior. Sendo assim, não era uma meta a ser alcançada pelos governos. Após as exigências do FMI, o governo passou a ter como objetivo arrecadar mais do que gasta, não considerando o pagamento de juros da dívida pública, transformando o superávit primário de mera ferramenta contábil para ponto essencial da política fiscal.

Como este regime busca evitar o aumento da dívida pública, em proporção ao PIB, ele também contribui para reduzir o risco de *default*⁵, sendo assim, os juros altos praticados pela economia podem prejudicar o cumprimento destes objetivos, conforme apontado por Dall'Acqua:

No Brasil, a sustentabilidade intertemporal do regime fiscal tem sido focada principalmente pela evolução da dívida pública, mais especificamente do superávit primário necessário para estabilizar a relação dívida líquida/PIB. A lógica é intuitiva: a estabilidade da relação dívida líquida/PIB depende da geração de um superávit primário que seja suficiente para cobrir o pagamento dos juros reais não “compensado” pelo crescimento do produto, afastando o risco “default” da dívida pública. Assim, quanto maior a taxa real de juros em relação ao crescimento do PIB, maior será o superávit primário necessário para evitar o crescimento acelerado da dívida pública e, conseqüentemente, uma crise de credibilidade (DALL'ACQUA, 2005, p. 6).

Como se pode notar no gráfico 3, apesar do cumprimento das metas fiscais, o

⁴ Soma de todos os bens e serviços produzidos por uma determinada região, em um determinado período. Ou seja, é a soma do consumo (C), gastos do governo (G), investimentos (I) e exportações (X), subtraindo-se as importações (M). De forma algébrica, $PIB = C + G + I + (X - M)$.

⁵ Risco do Brasil não possuir recursos para pagar suas dívidas.

Brasil vem registrando sucessivos déficits nominais, gerando aumento dos valores nominais da dívida pública. Sendo assim, em um contexto de menor crescimento econômico, a relação dívida líquida / PIB pode elevar-se, como o ocorrido em 2009.

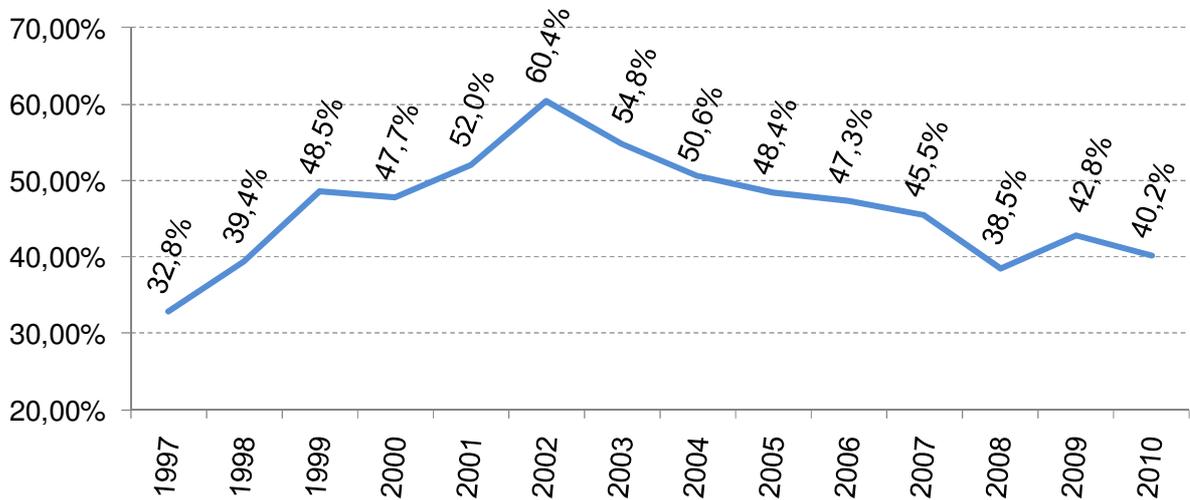


Gráfico 2 – Evolução da dívida líquida consolidada do setor público (% do PIB)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IPEADATA.

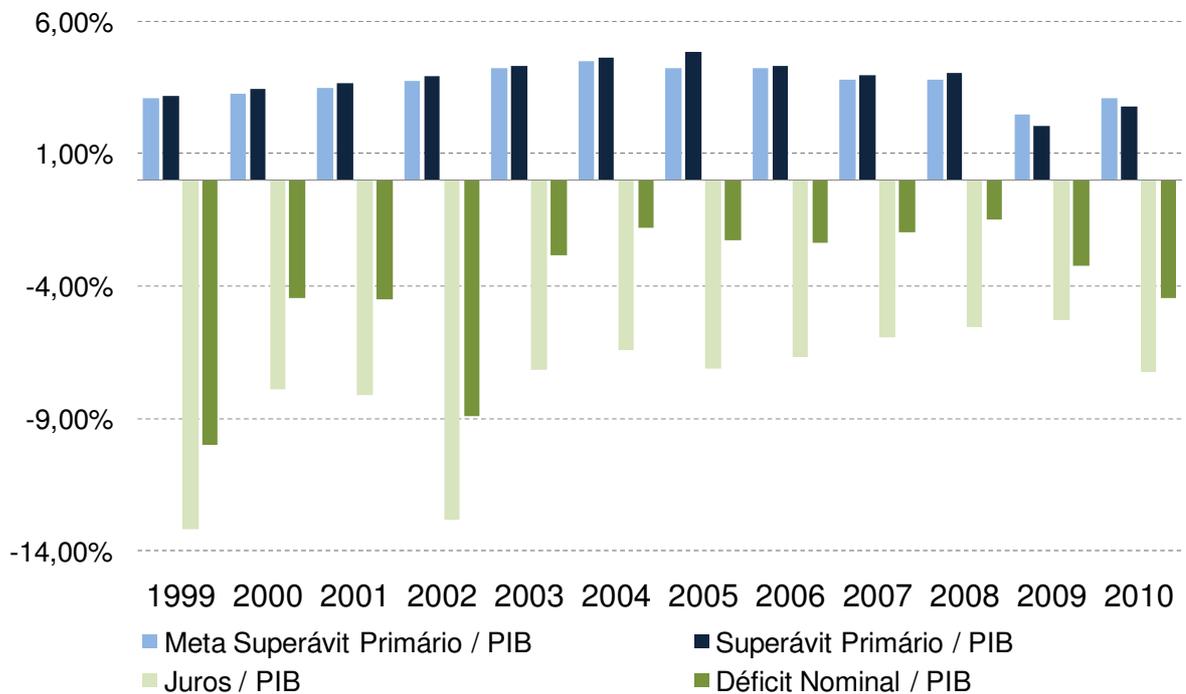


Gráfico 3 – Déficit nominal, superávit primário* e despesas com juros

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do BACEN e do IPEADATA.

Nota: * Com o desconto do PAC, as metas foram cumpridas em 2009/2010.

2.3 REGIME MONETÁRIO

Após a crise cambial, marcada pelo fim do regime cambial fixo (através de bandas cambiais) passando para o variável, em janeiro de 1999, a economia brasileira passa a gerar dúvidas quanto ao impacto da desvalorização do real sobre a inflação. Seu passado recente, com sete planos de estabilização em menos de dez anos, também gerava dúvidas quanto à capacidade do governo em administrar a inflação em um patamar benéfico para a economia brasileira, embora já houvesse um consenso de que a inflação era prejudicial ao crescimento econômico do país.

Neste contexto, o governo brasileiro anunciou em março de 1999, a intenção de passar a conduzir a política monetária com base em um regime de metas de inflação⁶. Esse regime pode ser definido como um regime monetário no qual o banco central se compromete a atuar de forma a garantir que a inflação esteja em linha com uma meta pré-estabelecida, anunciada publicamente, caracterizando-se, geralmente, por quatro elementos básicos: i) conhecimento público de metas numéricas de médio-prazo para a inflação, com base em algum índice de preços; ii) comprometimento institucional com a estabilidade de preços como objetivo principal da política monetária; iii) estratégia de atuação pautada pela transparência ao público sobre os planos, objetivos e razões que justificam as decisões de política monetária; e, iv) mecanismos para tornar as autoridades monetárias responsáveis pelo cumprimento das metas de inflação.

Sendo assim, em julho de 1999, através do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, o Brasil passou a adotar formalmente o regime de metas para a inflação como diretriz de sua política monetária.

Em 30 de junho de 1999, o CMN, através da Resolução nº 2.615, definiu o índice de preços de referência e as metas para a inflação para 1999 e para os dois anos subseqüentes. Este mesmo conselho é responsável, atualmente, pela

⁶ Para um estudo mais detalhado ver:

BERNANKE, B.S. *et al.* **Inflation targeting**: lessons from the international experience. Princeton: Princeton University Press, 1999.

BERNANKE, B.S.; MISHKIN, F.S. **Inflation targeting**: a new framework for monetary policy? Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1997. (NBER Working Paper, n. 5893).

MISHKIN, F. S. **Inflation targeting in emerging market countries**. Cambridge, Massachusetts: National Bureau Economics Research, 2000. (NBER Working Paper, n. 7681).

MISHKIN, F. S. **International experiences with different monetary policy regimes**. Cambridge: National Bureau Economics Research, 1999. (NBER Working Paper, n. 7044).

definição da meta de inflação, sendo esta definida dois anos antes do período da meta.

O índice de preços adotado foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)⁷, calculado pelo IBGE. Conforme divulgado pelo BACEN, o IPCA foi escolhido por ser, dentro do conjunto de índices de preços ao consumidor com cobertura nacional (o outro é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC), o que possui maior abrangência: enquanto o INPC mede a inflação para domicílios com renda entre 1 e 6 salários-mínimos (na época de escolha, entre 1 e 8 salários-mínimos), o IPCA inclui domicílios com renda entre 1 e 40 salários-mínimos.

Destaca-se que o Brasil, através do IPCA, considera um índice “cheio” como referência, sendo assim, consideram-se todos os itens presentes no levantamento de preços deste índice. Diferentemente de alguns países em que é considerado um “núcleo” de inflação, no qual se busca captar a tendência da inflação, expurgando-se as variações dos componentes mais voláteis.

Também ficou estabelecido que fosse utilizado o ano-calendário, isto é, os doze meses de janeiro a dezembro, para avaliar o cumprimento da meta. Além disso, foram incluídas bandas para o alcance da meta de inflação. Sendo assim, o governo estabelece uma meta central, da qual a inflação pode se afastar somente pelo valor da banda.

Caso a meta de inflação estabelecida não seja cumprida, ou seja, quando a inflação observada extrapole os limites de tolerância em torno da meta central (as bandas) cabe ao Presidente do BACEN, explicitar em Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, as razões para o descumprimento, bem como as providências tomadas para retornar à trajetória de metas.

O BACEN utiliza-se da taxa de juros de curto-prazo como instrumento principal da política monetária. Esta taxa básica de juros é denominada taxa Selic e é estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (COPOM), cabendo à mesa de operações do mercado aberto do BACEN manter a taxa Selic diária próxima à meta.

Em relação à adoção deste regime, alguns autores apontam as seguintes vantagens⁸: i) gera maior flexibilidade e poder discricionário aos formuladores de

⁷ Índice calculado pelo IBGE.

⁸ Para um estudo mais detalhado ver:

CANUTO, O. **Regimes de política monetária em economias abertas**. Campinas: IE-Unicamp, 1999. (Texto para Discussão, n. 92).

MODENESI, A. M. **Regimes monetários: teoria e a experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

política monetária; ii) possui baixa relevância de metas intermediárias; e, iii) confere maior transparência à política monetária, por meio de seu monitoramento e avaliação (*accountability*).

Já em contrapartida, as seguintes desvantagens são citadas: i) o reduzido grau de previsibilidade da inflação; ii) a imprecisão na definição da meta; iii) a falta de controle direto, pelo banco central, da taxa de inflação; e, iv) a utilização de uma taxa de câmbio flutuante, requerida pelo regime, pode sujeitar o país a crises financeiras.

3 BANCO CENTRAL, TESOUREIRO NACIONAL E CANAIS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Define-se política monetária como o processo pelo qual o governo tenta influenciar as variáveis reais da economia através do manejo de variáveis monetárias, visando garantir a estabilidade macroeconômica, principalmente a estabilidade de preços. Uma vez que a estabilidade monetária está vinculada às condições do balanço de pagamentos, o equilíbrio do mesmo também costuma fazer parte dos objetivos da política monetária, como no caso do Reino Unido e dos países em desenvolvimento.

Desde 1964, após a criação do BACEN, o Brasil passou por várias mudanças na sua estrutura de administração da dívida pública e de políticas monetárias. Neste capítulo abordar-se-á, na primeira seção, a evolução destas instituições públicas, enquanto que, na segunda seção, dar-se-á atenção aos mecanismos e canais de transmissão utilizados pelo banco central na condução da política monetária brasileira.

3.1 BANCO CENTRAL E TESOUREIRO NACIONAL

Em dezembro de 1964, com a promulgação da Lei nº 4.595, foi criado o BACEN, destinado a desempenhar o papel de autoridade monetária, antes exercido pela Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), Banco do Brasil e Tesouro Nacional. Deste modo, houve uma reorganização e unificação das diversas operações de controle monetário em uma única instituição. Porém, somente no final dos anos 80 houve um reordenamento nos papéis destas instituições e ficaram claras suas funções.

Entre 1985 e 1988 houve diversas transformações no controle da política monetária e fiscal brasileira, porém as mais significativas para o desenvolvimento deste trabalho foram: i) em 1985, a separação das contas e das funções do BACEN, Banco do Brasil e Tesouro Nacional; ii) em 1986, a extinção da conta movimento e a identificação nos orçamentos do BACEN e do Banco do Brasil do fornecimento de

recursos daquele para este, eliminando-se os suprimentos automáticos do BACEN ao Banco do Brasil; iii) Em 1988, a transferência das funções de autoridade monetária do Banco do Brasil ao BACEN, a transferência da administração da dívida pública federal para o Tesouro Nacional e o veto realizado pela Constituição Federal de 1988 ao BACEN de conceder direta ou indiretamente empréstimos ao Tesouro Nacional.

A Secretaria do Tesouro Nacional foi criada em março de 1986, pelo Decreto nº 92.452, constituindo-se órgão central do Sistema de Administração Financeira Federal e do Sistema de Contabilidade Federal. Como descrito anteriormente, em 1988, este órgão ficou encarregado de administrar a Dívida Mobiliária Federal Interna, passando nos anos 90 a administrar também a dívida externa brasileira. Deste modo, ficou encarregada de ser a única instituição federal a emitir títulos de dívida pública, tanto internos como externos.

Sendo o BACEN a única instituição responsável pela política monetária do país, este passou a realizar operações de controle através dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, pela taxa de depósitos compulsórios e pela administração da taxa Selic.

A taxa Selic é a taxa básica de juros da economia brasileira, é principalmente por esta taxa que o governo executa políticas de expansão ou contração na demanda agregada brasileira. Sendo utilizada, também, como a principal taxa de referência para os títulos de dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional. Podemos descrevê-la como a taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), o qual é um sistema informatizado que se destina à custódia de títulos escriturais de emissão do Tesouro Nacional, bem como ao registro e à liquidação de operações com esses títulos.

A meta desta taxa é estabelecida pelo COPOM, o qual foi criado em junho de 1996, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária brasileira, além do controle da taxa Selic. Este comitê possui, desde junho de 1999, pelo Decreto 3.088, o objetivo de cumprir as metas de inflação definidas pelo CMN. Neste Decreto foi definida a sistemática das metas para a inflação como diretriz da política monetária.

Tendo o BACEN como objetivo principal controlar a inflação, ele utiliza-se da taxa Selic como ferramenta principal neste controle, pois elevações nesta taxa

afetam a economia da seguinte forma: i) Diminui a liquidez da economia, pois, aumenta a demanda por títulos de dívida pública, reduzindo a demanda agregada e por consequência a inflação; ii) aumenta a entrada de recursos estrangeiros devido a maior atratividade dos títulos de dívida pública, o que causa a apreciação da moeda brasileira. Porém, aumentos da taxa Selic podem fazer com que os investidores olhem com cautela as compras dos títulos do governo, pois se o país está com uma dívida muito alta e aumenta sucessivamente e/ou abruptamente sua taxa básica de juros para financiar suas dívidas e controlar a inflação pode haver um risco de liquidação destes títulos no futuro.

3.2 CANAIS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Para entendermos melhor o contexto na qual a taxa Selic é inserida, devemos avaliar os mecanismos de transmissão da política monetária que o BACEN dispõe para cumprir a sua meta de inflação. Estes mecanismos são os canais por meio dos quais mudanças na taxa básica de juros (principal instrumento da política monetária brasileira) afetam o comportamento de outras variáveis econômicas, principalmente preços e produtos. Ou seja, eles auxiliam na contenção da inflação, ou na expansão da demanda agregada. Além da taxa Selic, o BACEN dispõe de outros três mecanismos para efetuar políticas monetárias contracionistas ou expansionistas: i) as operações de *open market*; ii) a taxa de redesconto bancário; e, iii) as alíquotas de reservas compulsórias.

As operações de *open market* consistem na compra e venda de títulos públicos. Quando a autoridade monetária possui a intenção de praticar uma política monetária contracionista, utilizando-se deste mecanismo, ela vende títulos públicos no mercado aberto. Caso ela queira expandir a economia, ela compra estes títulos, aumentando a base monetária.

O redesconto bancário é o mecanismo pelo qual o BACEN socorre as instituições financeiras com problemas de liquidez, sendo a taxa cobrada para estes empréstimos a chamada taxa de redesconto bancário. Quando o BACEN decide aumentar esta taxa há uma redução do crédito, pois os bancos terão maiores custos, caso tenham problema de liquidez. Sendo assim, aumentam as suas

reservas e diminuem o crédito. Com isto, há uma diminuição da base monetária.

Já as alíquotas de reservas compulsórias são depósitos que os bancos comerciais são obrigados a manter sob forma de reservas bancárias junto ao BACEN, sendo calculado como um percentual dos depósitos à vista destes bancos. Neste caso, quando o BACEN possui a intenção de contrair a economia, reduzindo a base monetária, ele provoca aumento nesta alíquota.

Como o principal mecanismo utilizado pelo BACEN para atingir suas metas de inflação é a taxa Selic, utilizar-se-á esta taxa para uma explanação dos efeitos das políticas contracionistas nos canais de transmissão. Porém, devemos ter em mente que os efeitos esperados, após uma elevação nesta taxa, são os mesmos quando há venda de títulos públicos no *open market*, aumento da taxa de desconto e elevação dos depósitos compulsórios, porém, não na mesma magnitude.

A taxa de juros é o principal canal de transmissão de política monetária utilizado pelo BACEN, porém, além dele a autoridade monetária também possui a taxa de câmbio, os preços dos ativos, o crédito e as expectativas, para lhe auxiliar a alcançar as suas metas. Nas próximas subseções será detalhado o efeito de cada um destes canais na demanda agregada e na inflação.

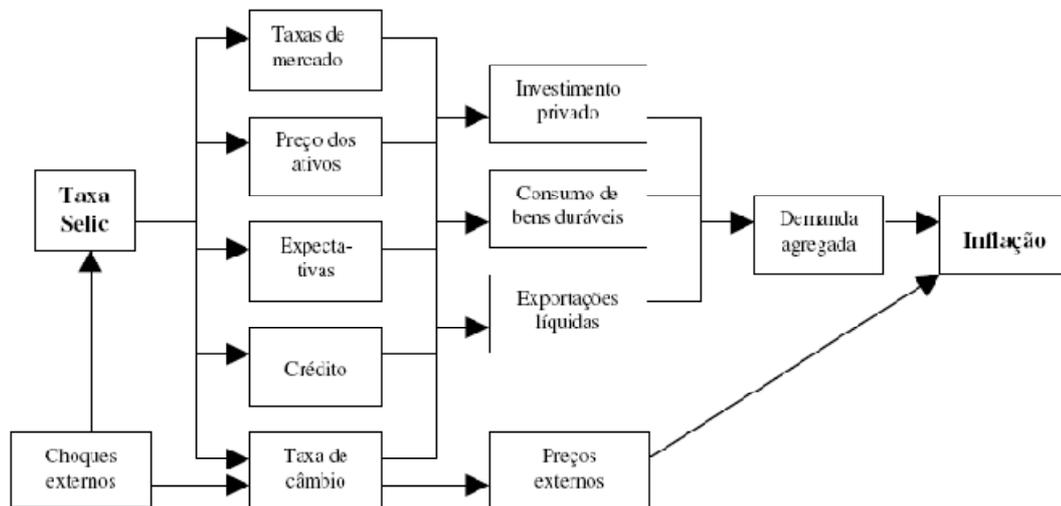


Gráfico 4 - Principais mecanismos de transmissão da política monetária

Fonte: BACEN, 2011.

3.2.1 Taxa de juros

Este é o canal mais conhecido de transmissão da política monetária, pois através da alteração da taxa Selic, a principal ferramenta utilizada pelo BACEN nos últimos anos para atingir a sua metas de inflação, ocorre também mudanças nas taxas de juros praticadas pelo mercado⁹.

O efeito de uma alteração nesta taxa pode ser descrito da seguinte forma: caso o BACEN queira realizar uma política monetária contracionista ($M \downarrow$), sendo “M”, a base monetária, ele eleva a taxa Selic ($i \uparrow$), assumindo a rigidez dos preços, no curto prazo, esta elevação acarreta no aumento da taxa de juros reais ($r \uparrow$), encarecendo o custo do capital e reduzindo os investimentos ($I \downarrow$), o que, por sua vez, tem por consequência a diminuição da demanda agregada ($Y \downarrow$). Este movimento faz com que a pressão sobre os preços diminua e a inflação seja reduzida ($P \downarrow$). Em termos esquemáticos,

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow r \uparrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow \rightarrow P \downarrow.$$

3.2.2 Taxa de câmbio

Com a mudança do regime de câmbio fixo para o regime de câmbio flexível, este canal também passou a ser observado pelo BACEN, pois, caso haja a intenção de se realizar uma contração monetária ($M \downarrow$), a taxa de juros eleva-se ($i \uparrow$), contribuindo para uma elevação na entrada de capitais na economia, que, por consequência, pode levar à apreciação da moeda brasileira, provocando a depreciação da taxa de câmbio ($E \downarrow$). Considerando-se a estabilidade dos preços internos e externos neste período, a taxa de câmbio real também sofre depreciação ($e \downarrow$), o que implica menor competitividade dos produtos domésticos, visto que em termos relativos o preço do produto nacional se tornou mais elevado que o

⁹ Existem diversas taxas de juros na economia: taxas de poupança, empréstimo, financiamento, etc., que são classificadas de acordo com a duração, como: curto, médio e longo prazo. Porém, o Banco Central detém o controle direto somente das taxas de juros do mercado de reservas bancárias.

estrangeiro. Sendo assim, há uma queda no nível das exportações líquidas ($NX \downarrow$), acarretando diminuição do produto ($Y \downarrow$). O que em termos esquemáticos pode ser descrito como:

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow NX \downarrow \rightarrow Y \downarrow.$$

Cabe ressaltar que, além do efeito sobre as exportações líquidas, a taxa de câmbio também influencia o nível de preços. Este impacto tem grandes efeitos na política monetária, que precisa antecipar o efeito da taxa de câmbio sobre a inflação e o produto, principalmente sob o regime de metas inflacionárias, segundo constatado por Goldfajn e Werlang¹⁰ (2000 *apud* TOMAZZIA; MEURER, 2009, p. 374), para vários países, incluindo o Brasil.

Uma apreciação da moeda nacional pode acarretar o aumento do uso de matérias-primas importadas na produção de bens domésticos, além da substituição de bens domésticos por similares importados. Sendo assim, uma depreciação da taxa de câmbio pode auxiliar na redução da inflação, em detrimento das exportações:

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow NX \downarrow \rightarrow Y \downarrow \rightarrow P \downarrow.$$

3.2.3 Preços dos ativos

Este canal apresenta um conflito entre as visões keynesiana e monetarista. Enquanto a primeira doutrina que o efeito da política monetária sobre a economia concentra-se exclusivamente no preço de um ativo (a taxa de juros), a segunda procura analisar como a política monetária afeta o preço dos ativos relativos e a riqueza real, utilizando-se de dois componentes: i) a teoria de investimento q de Tobin¹¹; e, ii) o efeito da riqueza sobre o consumo.

¹⁰ GOLDFAJN, I.; WERLANG, S. **The pass-through from depreciation to inflation: A panel study.** Brasília: Banco Central do Brasil, 2000. (Working Paper Series, 5).

¹¹ Para um estudo mais detalhado ver:

TOBIN, J. A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, Ohio, v. 1, n. 1, p. 15-29, fev. 1969. Disponível em:

O q de Tobin pode ser descrito como o valor de mercado das ações das firmas dividido pelo custo de reposição do capital, constituindo-se de um mecanismo para avaliar o retorno de um novo investimento. Quando $q > 1$, ou seja, quando o preço de mercado das firmas é maior que o custo de reposição do capital, a aquisição de novos bens de capital é barata se comparada ao valor de mercado das firmas. Desta maneira, se torna vantajoso às empresas a emissão de ações para realizar novos investimentos. Porém, quando $q < 1$, as empresas são desestimuladas ao uso deste mecanismo para realizar seus investimentos.

O impacto da política monetária no preço dos ativos pode ser entendida da seguinte maneira: com uma contração da oferta monetária ($M \downarrow$), os agentes possuem menos numerário, o que acarreta na redução de seus dispêndios. Sendo assim, o mercado de ações também sofre impacto quanto à absorção de haveres. De forma análoga ao caso keynesiano, uma contração monetária através da elevação da taxa de juros, torna os títulos mais atraentes do que as ações, acarretando diminuição no preço das ações ($PA \downarrow$). Portanto, ocorre uma queda no q ($q \downarrow$) que acarreta um menor nível de investimento na economia e consequente diminuição na demanda agregada ($Y \downarrow$) e dos preços ($P \downarrow$). De forma esquemática,

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow PA \downarrow \rightarrow q \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow \rightarrow P \downarrow.$$

Já o efeito riqueza sobre o consumo tem por referência o modelo do ciclo de vida de Modigliani¹², no qual a renda varia ao longo da vida dos indivíduos. Nesse modelo, a poupança desempenha importante papel para um consumo estável, pois permite aos agentes deslocarem a renda dos períodos em que é mais elevada para os períodos em que é mais baixa. Sob essa perspectiva, a renda dos consumidores pode ser decomposta em três componentes básicos: i) o capital humano; ii) o capital real; e, iii) a riqueza financeira. Sendo este último componente, em geral, composto por ações em posse do público. Com isto, quando há uma queda nos preços das ações, a riqueza financeira diminui ($RF \downarrow$), reduzindo os recursos dos consumidores ao longo da vida, denotando uma provável queda no consumo ($C \downarrow$), acarretando diminuição dos preços ($P \downarrow$). Ou seja,

http://paper.blog.bbiq.jp/Tobin_1969.pdf. Acesso em 17 nov. 2011.

¹² Para um estudo mais detalhado ver:

MODIGLIANI, F. Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations. **The American Economic Review**, Massachusetts, v. 76, n. 3, p. 297-313, 1986.

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow PA \downarrow \rightarrow RF \downarrow \rightarrow C \downarrow \rightarrow Y \downarrow \rightarrow P \downarrow.$$

Este canal de transmissão verifica-se em países com um mercado acionário desenvolvido, como é o caso dos Estados Unidos e Inglaterra. Lima e Jorge-Neto¹³ (2004 *apud* TOMAZZIA; MEURER, 2009, p. 374) encontraram evidências do impacto da política monetária sobre o preço das ações mais líquidas, a partir de um estudo de eventos com empresas brasileiras. Para eles, este canal pode se tornar relevante para o consumo das famílias se a participação dos consumidores no mercado acionário for relevante, o que não parece ser o caso do Brasil. Por outro lado, este resultado confirma o impacto da política monetária no q de Tobin, afetando o investimento das empresas.

3.2.4 Crédito

Podemos entender este canal através de sua divisão em outros três canais de transmissão: i) dos empréstimos bancários; ii) de balanços; e, iii) dos gastos dos consumidores.

No canal de empréstimos bancários estão inseridos os bancos comerciais, os quais podem restringir o crédito para alguns tomadores, sobretudo para pequenas e médias empresas, com o objetivo de diminuir os problemas de assimetria de informações, visto que as grandes empresas não necessitam recorrer aos bancos, pois obtêm acesso direto ao mercado de crédito via os mercados de ações e títulos. Desta forma, uma política monetária contracionista leva à redução de reservas e depósitos bancários (R_B e $D_B \downarrow$), ocasionando a diminuição de empréstimos bancários ($E_B \downarrow$). Com menos recursos no mercado, o investimento tende a reduzir-se, diminuindo também a demanda agregada e a inflação. De forma esquemática obtemos,

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow R_B \text{ e } D_B \downarrow \rightarrow E_B \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow \rightarrow P \downarrow.$$

¹³ LIMA, D. A. R.; JORGE-NETO, P. M. Política monetária e preço dos ativos: Um estudo do mecanismo de transmissão no Brasil. In: ENCONTRO REGIONAL DE ECONOMIA ANPEC/NE, 9, 2004. **Anais...** 2004. Disponível em: <<http://200.217.154.7/content/aplicacao/ETENE/Anais/docs/2004politica-monetaria.pdf>>. Acesso em 29 out. 2011>.

No tangente ao canal de balanços, uma diminuição do lucro líquido significa menores garantias de pagamento destes empréstimos aos bancos, por parte dos tomadores, provocando elevação das possíveis perdas oriundas de seleção adversa ($S_A \uparrow$). Tendo isto em vista, os bancos diminuem os recursos de empréstimos para o financiamento de novos investimentos ($R_E \downarrow$). Além disso, é observado que o problema de risco moral tende a aumentar ($R_M \uparrow$), pois com a diminuição dos preços das ações ($P_A \downarrow$) – outro impacto da diminuição dos lucros –, os proprietários das empresas são incentivados a buscar investimentos que apresentam maior risco, provocando maior grau de incerteza quanto ao recebimento destes empréstimos. Sendo assim, uma contração monetária provoca queda nos preços das ações, implicando num menor volume de recursos disponíveis para investimentos e conseqüente queda na demanda agregada e nos preços, o que pode ser expresso da seguinte forma:

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow P_A \downarrow \rightarrow S_A \text{ e } R_M \uparrow \rightarrow R_E \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow \rightarrow P \downarrow.$$

Cabe destacar que Carneiro, Salles e Wu,

[...] a partir de dados agregados, identificam a existência, no Brasil, de um canal de transmissão da taxa de juros sobre a demanda por crédito, em direção ao investimento das empresas. A contração da demanda por crédito ocorre devido à redução da oferta de garantias pelas empresas (CARNEIRO; SALLES; WU¹⁴, 2006 *apud* TOMAZZIA; MEURER, 2009, p. 375).

Pela visão monetarista, o aumento da taxa de juros provoca deterioração no balanço das firmas, devido à redução do fluxo de caixa ($F_C \downarrow$). O que altera a forma esquemática da seguinte maneira:

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow F_C \downarrow \rightarrow S_A \text{ e } R_M \uparrow \rightarrow R_E \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow \rightarrow P \downarrow.$$

Para Bernanke e Gertler é,

[...] conveniente analisar o canal de crédito sobre os gastos dos consumidores. De acordo com os autores, existe outro mecanismo de transmissão para a política monetária que se manifesta por meio da

¹⁴ CARNEIRO, D. D.; SALLES, F. M.; WU, T. Y. H. Juros, câmbio e as imperfeições do canal do crédito. **Revista Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 10, n.1, p. 7–23, 2006.

conexão entre a moeda e o preço das ações. Quando é esperada queda nos preços das ações, o valor dos ativos financeiros tende a sofrer redução ($V_{AF} \downarrow$), o que implica maior probabilidade de ocorrência de uma crise financeira ($C_F \uparrow$). Assim, diante de uma posição financeira que não é segura, os consumidores tendem a reduzir o nível de consumo, fazendo com que o produto da economia diminua (BERNANKE; GERTLER¹⁵, 1995 *apud* MENDONÇA, 2001, p. 70).

Como consequência disto também há uma diminuição da pressão inflacionária. De forma esquemática, tem-se,

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow P_A \downarrow \rightarrow V_{AF} \downarrow \rightarrow C_F \uparrow \rightarrow C \downarrow \rightarrow Y \downarrow \rightarrow P \downarrow.$$

Cabe salientar que este canal possui maior atenção por parte da literatura internacional, por consequência da maior participação do crédito em relação ao PIB, possuindo um papel secundário na economia brasileira. As principais justificativas apontadas para sua menor expressão no cenário doméstico são: i) elevado grau de incerteza; ii) a incidência de impostos sobre a intermediação financeira; e, iii) elevadas alíquotas dos empréstimos compulsórios.

3.2.5 Expectativas

Este canal diz respeito às expectativas dos agentes geradas através de medidas impostas pelo banco central. Quando este altera a taxa de juros, as expectativas dos agentes econômicos em relação à evolução presente e futura da economia podem sofrer alterações.

Um aumento da taxa de juros, com o intuito de diminuir a inflação, causa diminuição na demanda agregada de curto prazo ($Y_{CP} \downarrow$). Entretanto, a autoridade monetária pode restabelecer a confiança no desempenho futuro da economia ($C_{DFE} \uparrow$), fazendo com que as taxas de juros esperadas de médio e longo prazo sejam menores (i_{emp} e $i_{elp} \downarrow$). Desta forma, é esperado que o efeito negativo sobre a

¹⁵ BERNANKE, B.; GERTLER, M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. **Journal of Economics Perspectives**, v. 9, n. 4, p. 27-48, jun. 1995. Disponível em: <<http://www.cbe.wvu.edu/Krieg/Econ407/Reading%20List/Bernanke%20and%20Gertler-Inside%20the%20Black%20box%20The%20Credit%20Channel%20of%20Monetary%20Policy.pdf>>. Acesso em 17 nov. 2011.

demanda agregada, provocado pelo aumento da taxa de juros, seja revertido no longo prazo, e que, a economia retornando a normalidade, seja gerado, no longo prazo, um estímulo ao investimento ($I_{LP} \uparrow$), capaz de promover um aumento no produto ($Y_{LP} \uparrow$), sem pressão sobre os preços. Sendo assim, podemos dividir os efeitos, de forma esquemática, em duas fases:

1ª fase: $M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow r \uparrow \rightarrow I_{CP} \downarrow \rightarrow Y_{CP} \downarrow \rightarrow P \downarrow$; e,

2ª fase: $C_{DFE} \uparrow \rightarrow i_{emp} \text{ e } i_{elp} \downarrow \rightarrow I_{LP} \uparrow \rightarrow Y_{LP} \uparrow$.

4 TAXA BÁSICA DE JUROS NO BRASIL: PRINCIPAIS TESES E CRÍTICAS

O presente capítulo abordará as diferentes teses da manutenção da elevada taxa de juros no Brasil. O debate é amplo, porém nos deteremos nas visões dos principais teóricos, assim elencadas: i) a fragilidade das contas públicas; ii) a incerteza jurisdicional; iii) a reduzida eficácia da política monetária (problemas nos mecanismos de transmissão da política monetária); iv) a hipótese *Bresser-Nakano*; e, v) a inconversibilidade do real (vulnerabilidade externa).

Em janeiro de 1999, com as reservas cambiais comprometidas, o governo brasileiro decide alterar o regime cambial, com o intuito de estabilizar o balanço de pagamentos e buscar uma maior estabilidade macroeconômica. Esta mudança acarreta a alteração do instrumento de controle da inflação, passando-se a adotar a taxa básica de juros da economia, como visto anteriormente, em meados de 1999.

Com estas mudanças, os choques externos passaram a ser absorvidos pelas oscilações na taxa de câmbio, reduzindo sua pressão sobre a taxa de juros, ocasionando, após 1999, uma forte diminuição da taxa Selic.

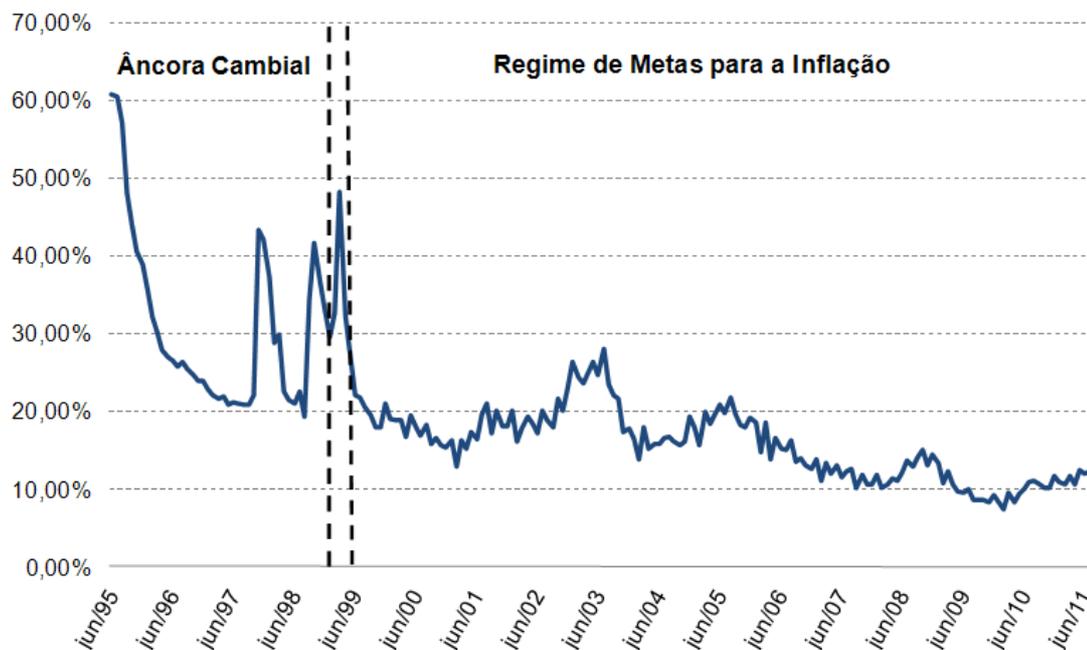


Gráfico 5 – Taxa Selic Nominal (% a.a.)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do BACEN.

Após a alteração do regime cambial e do início do regime de metas de

inflação, o Brasil foi afetado por outros quatro grandes choques: i) o *default* da Argentina, em 2001; ii) a crise da transição eleitoral entre FHC e Lula, em 2002 e 2003; iii) a aversão ao risco vinda dos Estados Unidos, em 2005; e, iv) a crise mundial, em 2008. Estes choques ocasionaram depreciações cambiais, e na maioria deles ocorreram elevações da taxa Selic (exceto em 2008, quando, o BACEN decidiu aumentar esta taxa na semana anterior ao início da crise, na tentativa de conter a inflação, e optou por não aumentá-la após a crise) a qual era necessária para dissipar os efeitos inflacionários das depreciações cambiais. Porém, esta elevação foi muito menor em comparação às ocorridas durante o regime de câmbio fixo, como se pode notar no gráfico 5.

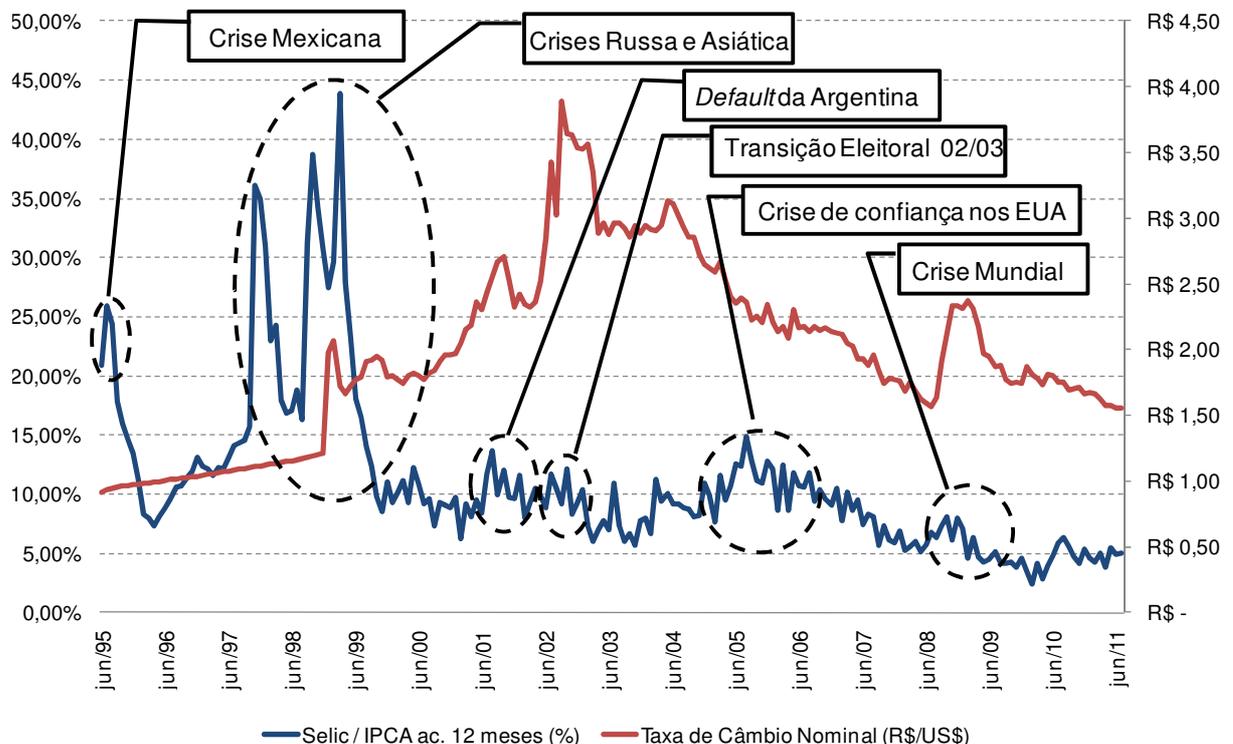


Gráfico 6 – Taxa Selic Real (%) x Taxa de Câmbio Nominal (R\$/US\$)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IBGE e do BACEN.

Como podemos constatar no gráfico 6, no regime de câmbio fixo, a taxa Selic real se elevou fortemente, como resposta do governo aos choques externos, com aumentos nominais na taxa Selic, na tentativa de conter a fuga de capitais. Já no regime de câmbio flutuante, os choques foram, predominantemente, absorvidos pelas oscilações na taxa de câmbio.

Entretanto, apesar da queda ocorrida entre 1999 e os dias atuais, ainda

possuímos a maior taxa real de juros do mundo, como se pode observar no gráfico 7. Além disso, a estabilização dos preços foi alcançada com relativo sucesso, pois mesmo após a implementação do Regime de Metas de Inflação, esta não obteve o comportamento esperado pelo BACEN entre 2001 e 2003, como podemos notar no gráfico 8.

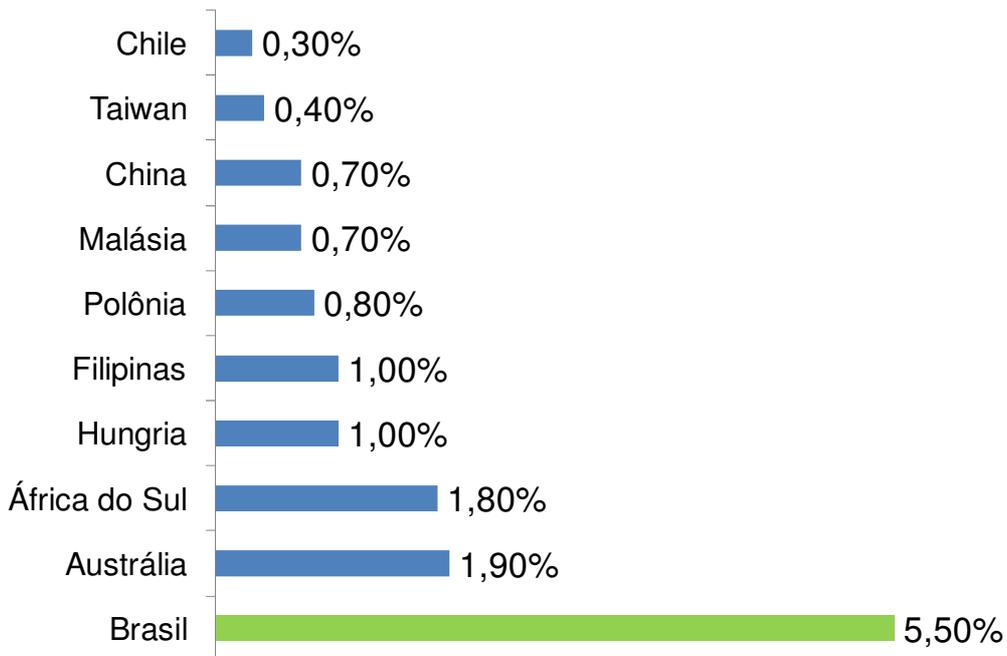


Gráfico 7 – Taxas de Juros Reais em % anual (jan/11)

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados da Cruzeiro do Sul Corretora.

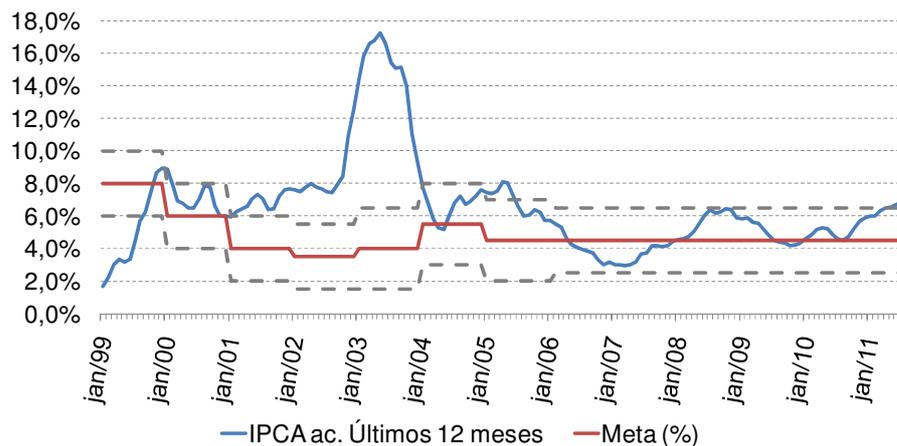


Gráfico 8 – IPCA (acumulado últimos 12 meses) x Meta de Inflação

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IPEADATA e do BACEN.

Há fortes críticas na condução da política monetária, em relação ao BACEN, e da política fiscal, em relação ao governo. A taxa de juros real brasileira continua elevada e sua redução é fundamental para a consolidação do crescimento

econômico brasileiro, pois pode contribuir para um maior nível de investimentos e uma desvalorização cambial que, conseqüentemente, aumentaria o grau de competitividade da economia brasileira no exterior, aumentando suas exportações, conforme destacado por Curado:

O cenário macroeconômico composto por juros reais elevados e moeda valorizada é perigoso, sobretudo no que se refere ao crescimento do produto e do emprego da economia. No que se refere particularmente à taxa de câmbio, vale lembrar que em 2004 o principal indutor do crescimento foram as vendas externas, cuja competitividade, em particular os produtos industrializados, começa a ficar prejudicada (CURADO, 2005, p. 94).

Como se pode notar na tabela 1, o crescimento econômico brasileiro nos últimos anos é inferior aos outros países integrantes do BRIC¹⁶, exceto em 2010, quando o país superou a Rússia.

Tabela 1 – Taxa de crescimento e inflação dos BRICs

	Crescimento 2005 - 2009 (média anual %)	Inflação 2005-2009 (média anual %)	Crescimento 2010 (%)
Brasil	3,55%	5,05%	7,49%
Rússia	4,10%	11,43%	4,03%
Índia	8,49%	7,13%	9,72%
China	11,40%	2,64%	10,30%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Banco Mundial.

Porém, Pastore e Pinotti (2010) destacam dois pontos importantes ocorridos na evolução recente da taxa Selic, o primeiro é que, apesar da taxa de juros no Brasil continuar alta, em relação aos outros países, ela demonstra uma clara tendência declinante, o segundo é que esta tendência declinante está ligada à melhora contínua na operação dos instrumentos de política econômica, e ao aperfeiçoamento do regime macroeconômico. Além disso, ressaltam que, prosseguir neste aperfeiçoamento significa reduzir ainda mais a taxa de juros no futuro.

Salienta-se que esta divisão possui desdobramentos internos, além disso, alguns autores possuem visões que contemplam mais de um motivo para a manutenção de uma taxa básica de juros elevada no Brasil.

¹⁶ Sigla referente a Brasil, Rússia, Índia e China.

4.1 A FRAGILIDADE DAS CONTAS PÚBLICAS

Esta primeira tese critica vários aspectos da política fiscal brasileira, dentre eles, o tamanho e a composição da dívida pública e o déficit público. Conforme Delfim Netto,

[...] o Mundo considera “virtuoso” o país em que a Dívida Líquida/PIB é da ordem de 30%, em que a relação Dívida Externa Líquida/Exportação é da ordem de 1,5 e cuja relação Amortização + Juros/Exportação é da ordem de 30% (DELFIN NETTO, 2005, p. 7).

Tabela 2 – Indicadores da Dívida Pública

	Dívida Líquida / PIB	Dívida Externa Líquida / Exportações	Amortizações + Juros / Exportações
2000	47,7%	1,03	92,2%
2001	52,0%	0,93	92,1%
2002	60,4%	1,09	67,3%
2003	54,8%	0,90	79,1%
2004	50,6%	0,60	65,8%
2005	48,4%	0,24	59,3%
2006	47,3%	-0,09	102,2%
2007	45,5%	-0,70	94,3%
2008	38,5%	-0,72	68,9%
2009	42,8%	-1,10	155,8%
2010	40,2%	-1,07	147,4%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do IPEADATA, do BACEN e do Tribunal de Contas da União.

Para obtermos uma idéia, a tabela 2 demonstra a comparação dos índices apontados por Delfim Netto com o verificado na economia brasileira, na última década.

Delfim Netto também destaca a melhoria dos indicadores externos da economia, porém salienta que “a ‘melhoria’ se deve, basicamente, ao aumento das

exportações estimulado pela taxa de câmbio, que agora sofre com a absurda política de juros.” (2005, p. 8).

Giambiagi (2002) também aponta críticas ao atual modelo de gestão brasileiro. Juntamente com Delfim Netto (2005), considera que zerar o déficit nominal do setor público é uma pré-condição para a redução da taxa básica de juros. Para ambos, o Brasil precisaria zerar o déficit nominal do setor público. Porém, esta seria uma condição necessária, porém não suficiente.

Conforme apontado por Oreiro *et al*:

Existem fortes evidências empíricas que apontam para o valor excessivo do endividamento do setor público no Brasil. Com efeito, a experiência internacional mostra que uma boa parte dos países emergentes que declararam *default* nos últimos 30 anos tinha uma dívida pública como proporção do PIB inferior a 40%. As diferenças observadas na história de *default* entre os países desenvolvidos e os países emergentes parecem indicar que os últimos não podem sustentar uma dívida como proporção do PIB tão alta como às dos países desenvolvidos. Isso porque a estrutura fiscal dos países emergentes possui características peculiares [...] Entre essas características devemos destacar uma maior variabilidade das receitas tributárias em comparação com os países desenvolvidos [...]; um comprometimento maior das receitas do governo com o pagamento de juros nos países emergentes (na média 17%) do que nos países desenvolvidos (na média 10%); por fim, os países emergentes possuem mais dificuldades para gerar superávits primários expressivos quando a dívida pública como proporção do PIB ultrapasse o limite de 50% (OREIRO *et al*, 2005, p. 17)

4.2 INCERTEZA JURISDICIONAL

O Brasil não possui um mercado de títulos de longo prazo desenvolvido. Os agentes que recorrem a este tipo de título o contratam em dólares, através de contratos firmados fora da jurisdição brasileira. Sendo assim, os custos destas captações somente podem ser incorridos por grandes empresas ou pelo próprio governo.

Persio Arida, Edmar Lisboa Bacha e André Lara-Resende defendem que o Brasil não possui um arcabouço jurisdicional confiável aos olhos dos investidores, tanto internos como externos, para dar conforto à contratação deste tipo de operação sob a jurisdição brasileira.

Os autores destacam que esta falta de crédito de longo prazo é causada por questões de incerteza em contratos futuros, derivada da visão anti-credor existente,

inflamada por fatores históricos e culturais, que podem intervir em decisões judiciais futuras:

Jurisdictional uncertainty may thus be decomposed, in its anti-creditor bias, as the risk of acts of the Prince changing the value of contracts before or at the moment of their execution, and as the risk of a unfavorable interpretation of the contract in case of a court ruling. For our purposes, jurisdiction matters as the power of the State consequent upon its sovereignty to issue laws and administer Justice, and is not restricted to the territorial dimension of the contract (ARIDA; BACHA; RESENDE, 2003, p. 6).

Além disso, destacam que há uma preferência, por parte dos poupadores, em não criar poupanças de longo prazo, sob a jurisdição brasileira, devido a estas incertezas, e, pelas mesmas razões, bancos e instituições financeiras não estão dispostos a deter títulos do governo, exceto se obtiverem algumas vantagens:

A long-term domestic market does not exist because there are no long-term financial savings available under Brazilian jurisdiction. The preferred habitat (Modigliani and Sutch, 1982) of savers is the very short term. It is a distortion resulting not from an inter-temporal consumption allocation decision but rather from the resistance of individuals and firms to make their savings available for the longterm under domestic jurisdiction. Banks and financial intermediaries share the same reluctance and for the same reasons and will only hold longer securities under particular circumstances [...] (ARIDA; BACHA; RESENDE, 2003, p. 7).

Há inúmeros episódios, em um passado recente, que contribuem, na visão desta tese, como causas desta difícil harmonia entre crédito e longo prazo no Brasil. O país conviveu, até pouco tempo atrás, com altas taxas de inflação, além do efeito de manipulação de indexadores, os quais corroíam os valores dos contratos financeiros de longo prazo. Houve mudanças no padrão monetário, congelamento de ativos financeiros, ações danosas da receita federal, aumentando tributação de contratos em curso, e a mudança ocorrida com a Constituição Federal de 1988, em relação à análise de princípios institucionais conflitantes, nos quais haveria subordinação da propriedade privada à sua função social, novamente nos remetendo a questões culturais.

Além disso, cabe ressaltar, que estas incertezas podem também impactar em contratos de curto prazo, aumentando as taxas de juros requeridas para estes créditos:

Let T be the maximum term for which there exists a domestic debt market, as determined by the jurisdictional uncertainty. For terms above T , this uncertainty makes the domestic market disappear, even though there is still an interest rate term structure for external debt. This means that, for maturities longer than T , the jurisdictional uncertainty cannot be evaluated quantitatively, i.e., it cannot be expressed as an add-on to the interest rate prevailing in the long-term external markets, and the domestic market ceases to exist. But, up to T , there is a near perfect arbitrage between dollar-denominated interest rates in the domestic and international markets. Thus, for short-term debt maturities, the jurisdictional uncertainty is embedded in the spread over the riskless US Treasury rate that has to be paid to investors to hold short-term Brazilian government debt on-shore (ARIDA; BACHA; RESENDE, 2003, p. 7).

Em Bresser-Pereira e Nakano (2002b), também é destacada a inexistência de um mercado de longo prazo, o qual é devido à inexistência de confiança perante a eficácia e a efetividade dos contratos, sendo uma lacuna importante a ser superada para a diminuição da taxa básica de juros:

Com o fim da Guerra Fria e o colapso do sistema de planificação centralizada, há consenso sobre a superioridade do mercado como mecanismo social mais eficiente de produção. Entretanto, são poucos os mercados que se auto-regulam e funcionam independentemente de um arcabouço legal e institucional. A maioria dos mercados só funciona eficientemente quando imerso num ambiente institucional e legal adequado em que, por exemplo, os contratos tenham eficácia e efetividade, e a competição seja estimulada e premiada. Há também falhas de mercado como o risco moral e ausência de mercado que, para serem sanadas, requerem aprimoramento das instituições jurídicas. Um caso exemplar de ausência de mercado é o financiamento de longo prazo. Acreditou-se que, com a estabilidade de preços, bastaria abrir o mercado financeiro para bancos estrangeiros que o crédito de longo prazo surgiria naturalmente. Mas, após quase dez anos de abertura, a realidade está longe disso. Há, portanto, um imenso trabalho de revisão institucional que precisa ser promovido urgentemente (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002b, p. 175).

4.3 A REDUZIDA EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

Nesta linha de pensamento são enquadrados vários motivos pelos quais a política monetária não obtém a eficácia desejada, a seguir serão abordados: i) o efeito dos preços administrados e dos choques de oferta no IPCA; ii) a falta de um mercado de títulos de longo prazo; e, iii) o estoque e o perfil da dívida pública.

Neste ponto, podemos destacar as ideias de Francisco Marcos R. Figueiredo, Thaís Porto Ferreira, Fernando J. Cardim de Carvalho, Eliane Araújo, André de Melo Modenesi e Helder Ferreira de Mendonça.

Como críticos a essa corrente podemos citar Affonso Celso Pastore e Maria Cristina Pinotti. Em Pastore e Pinotti (2010) os autores vão à direção contrária e afirmam que há evidências empíricas apontando para o aumento da eficácia da política monetária. Sendo, o aumento da credibilidade do Banco Central e o aumento do crédito livre, relativamente ao crédito direcionado, os motivos desta melhora. Porém, destacam que, após a crise de 2008, a tendência de aumento do crédito livre relativamente ao crédito direcionado se inverteu, através de medidas contra-cíclicas, não tendo o governo re-invertido esse processo com a melhora da economia, o que acaba resultando num movimento em direção contrária ao do melhor desempenho do regime de metas de inflação.

Além disso, Pastore e Pinotti afirmam que:

O ideal em um regime de metas de inflação é que sejam usados todos os mecanismos que elevam a eficácia da política monetária. Dois destes mecanismos são a manutenção de um grau elevado de independência do Banco Central no uso dos instrumentos; e a fixação de metas de inflação mais baixas, próximas do valor utilizado nos demais países (PASTORE; PINOTTI, 2010, p. 15).

Este último instrumento, conforme destacado pelos autores, diminui a pressão da inflação inercial, a qual foi reduzida a partir da reforma monetária de 1994, porém não eliminada.

4.3.1 Preços Administrados e choques de oferta

Os preços administrados podem ser descritos como os preços cuja sensibilidade a fatores de oferta e demanda é reduzida, porém, não necessariamente aqueles regulados diretamente pelo governo, podem ser enquadrados também nesta categoria aqueles que dependem de autorização ou conhecimento prévio de algum órgão do poder público. A tabela 3 apresenta os subitens do IPCA que são considerados como tendo seus preços administrados por contrato.

Pode-se destacar que os itens citados incluem impostos e taxas, como IPVA, IPTU, taxa de água e esgoto, serviços de utilidade pública, cujas tarifas são

reguladas ou autorizadas pelo poder público por meio de agências reguladoras ou fiscalizadoras, como energia elétrica, pedágio, planos de saúde e telefonia, e itens cujos preços podem ser considerados virtualmente livres, como as passagens aéreas. No gráfico 9, pode-se notar a evolução dos preços administrados em comparação aos preços livres e ao total da inflação.

Tabela 3 – Composição dos Preços Administrados

Itens	Peso no IPCA*	Peso nos Preços Administrados	Frequência de reajuste**	Autoridade reguladora***
Derivados de petróleo	5,49%	18,75%		
Gasolina	3,94%	13,46%	Irregular	ANP
Gás de Bujão	1,19%	4,06%	Irregular	ANP
Gás Veicular	0,10%	0,34%	Irregular	ANP
Gás Encanado	0,10%	0,34%	Irregular	Estados
Óleo Diesel	0,08%	0,27%	Irregular	ANP
Óleo	0,08%	0,27%	Irregular	ANP
Transporte público e pedágio	6,57%	22,44%		
Ônibus Urbano	3,84%	13,11%	Irregular	Municípios
Ônibus Intermunicipal	1,20%	4,10%	Irregular	Estados
Ônibus Interestadual	0,37%	1,26%	Anual	ANTT
Táxi	0,32%	1,09%	Irregular	Municípios
Avião ¹	0,34%	1,16%	Irregular	-
Metrô	0,26%	0,89%	Irregular	Municípios
Trem	0,10%	0,34%	Irregular	Municípios
Ferry-Boat	0,01%	0,03%	Irregular	Municípios
Barco	0,00%	0,01%	Irregular	Municípios
Pedágio	0,12%	0,41%	Irregular	Estados
Energia Elétrica Residencial	3,24%	11,07%	Anual	Aneel
Água	1,63%	5,57%	Anual	Municípios
Saúde	6,36%	21,72%		
Plano de Saúde ²	3,50%	11,95%	Anual	ANS
Produtos Farmacêuticos	2,87%	9,80%	Anual	CMED
Comunicações	4,82%	16,46%		
Telefone Fixo	3,25%	11,10%	Anual	Anatel
Telefone Celular	1,29%	4,41%	Anual	Anatel
Telefone Público	0,23%	0,79%	Anual	Anatel
Correio	0,04%	0,14%	Irregular	Governo Federal
Outros	1,17%	4,00%		
Emplacamento e Licença	0,72%	2,46%	Irregular	Estados
Jogos de Azar	0,38%	1,30%	Irregular	Governo Federal
Multa	0,07%	0,24%	Irregular	Contran
Cartório	0,00%	0,01%	Irregular	Estados
	29,28%	100,00%		

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do BACEN e do IBGE.

Notas: *Pesos referentes ao mês de outubro de 2010.

**Frequência aproximada nos últimos anos.

***Deve-se ressaltar que a natureza da regulação no tocante a reajustes das tarifas varia entre as diversas agências. Algumas, como a ANS e Anatel, determinam percentual de reajuste máximo a ser aplicado nos bens e serviços por elas regulamentados, enquanto a ANP tem como papel garantir a competição no mercado.

¹Os preços das passagens aéreas são livres, mas são incluídos na categoria administrados porque o transporte aéreo no Brasil é concessão pública.

²O reajuste anual é distribuído ao longo do ano no cálculo da variação do item no IPCA.

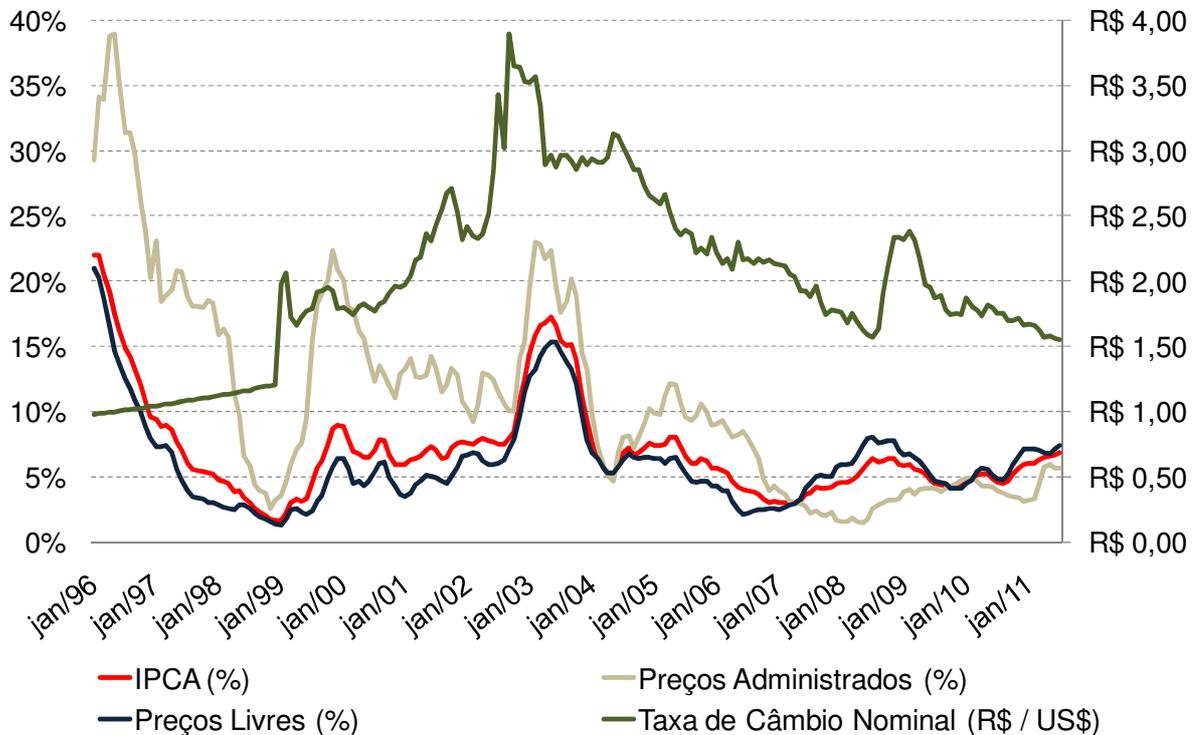


Gráfico 9 – IPCA (preços administrados e livres - % acumulado em 12 meses) x Taxa de Câmbio Nominal

Fontes: Elaborado pelo autor a partir de dados do BACEN, do IBGE e da FGV.

Como apontam Bogdanski, Freitas, Goldfajn e Tombini:

[...] boa parte dos preços administrados no Brasil tem caráter eminentemente inercial porque seus reajustes são regidos por contratos que estão atrelados ao comportamento passado de índices gerais de preços. Dessa forma, tais preços tendem a apresentar um certo grau de persistência, que fica mais evidente quando se está em um processo de desinflação como o que ocorreu com o Brasil entre 1995 e 1998 (BOGDANSKI; FREITAS; GOLDFAJN; TOMBINI¹⁷, 2001, apud FIGUEIREDO; FERREIRA, 2002, p.18).

Porém, o comportamento dos preços administrados no período 1996/1997 não pode ser totalmente atribuído ao efeito apontado acima, pois, grande parcela da alta observada, neste período, deve ser atribuída à reestruturação das tarifas no setor de telecomunicações. Além disso, com a desvalorização do Real, no início de 1999, e a elevação do preço do petróleo, os preços administrados reagiram mais

¹⁷ BOGDANSKI, J.; FREITAS, P. S.; GOLDFAJN, I.; TOMBINI, A. A. **Inflation Targeting in Brazil: Shocks, Backward-looking Prices and IMF Conditionality**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2001. (Working Paper Series, n. 24).

rapidamente que os preços livres e em uma magnitude bem maior.

Outro ponto importante a se destacar, citado por Figueiredo e Ferreira (2002) e Mendonça (2007), é que vem existindo uma diferença entre os índices gerais de preço e os índices de preços ao consumidor. Como os contratos de alguns preços administrados estão indexados aos índices gerais, isto por si só faz com que haja uma diferença na evolução dos preços administrados e livres. No entanto, deve-se ressaltar que boa parte dessa diferença está relacionada ao repasse cambial diferenciado nos dois tipos de índices. Pois os preços no atacado, os quais afetam em maior escala os índices gerais de preços, são mais suscetíveis às variações cambiais, do que os índices de preços ao consumidor.

Figueiredo e Ferreira destacam que há uma diferença no impacto da taxa de câmbio nos preços livres e nos administrados:

O impacto de alterações na taxa de câmbio sobre os preços administrados tende a ser diferente do impacto sobre os preços livres, tanto em termos de magnitude quanto em termos de defasagem. Com relação à magnitude, dada a menor sensibilidade às condições de demanda, o repasse ao preço administrado tende a ser maior que ao preço livre, supondo uma parcela do custo dependente do câmbio similar entre os bens. No caso da defasagem de repasse para os preços administrados, essa dependerá dos contratos que, no caso da energia elétrica ou da telefonia, não poderá ser inferior a um ano. No caso dos derivados de petróleo, pela metodologia utilizada no início de 2002, pode-se ter recomposição dos preços devido a alterações no câmbio dentro do próprio mês (FIGUEIREDO; FERREIRA, 2002, p.18).

Neste contexto, como os preços administrados são mais suscetíveis às variações cambiais, a desvalorização cambial ocorrida, em 1999, e a tendência de alta da moeda americana até jun/03, explica parte da diferença entre a inflação dos preços administrados e dos preços livres, neste período. Nota-se, conforme o gráfico 9, que a partir de 2004 esta diferença cai, o que contribui com a tese de que os preços administrados são mais suscetíveis a taxa de câmbio, e até mesmo, em 2007, a inflação dos preços livres supera a dos administrados.

O estudo econométrico realizado por Ferreira e Figueiredo (2002) demonstrou que a política monetária reage mais fortemente às variações dos preços livres do que às variações dos preços administrados, porém, não descartam a hipótese de que os pesos de ambos os preços podem ser iguais na função de reação do BACEN. Além disso, afirmam que, poder-se-ia considerar que a reação à inflação dos preços administrados por meio de movimentos na taxa de juros não seria completamente eficaz, uma vez que esses preços apresentam menor sensibilidade

às alterações de oferta e demanda. Entretanto, consideram que o BACEN deve atuar no sentido de evitar a propagação dos efeitos secundários do aumento dos preços administrados, o que faria com que o banco central aumentasse a taxa de juros.

Mendonça ainda destaca que,

[...] de forma diferente do caso de diversas economias desenvolvidas em que é utilizado um núcleo de inflação (exclusão dos efeitos provenientes de choques de oferta sobre o índice de preços) para a definição da meta, os países da América Latina consideram o índice de preços do consumidor sem qualquer expurgo (MENDONÇA, 2007, p. 432).

O autor enfatiza que, como não há o expurgo de choques de oferta sobre o índice de preços, descumprimentos das metas de inflação terão mais chances de acontecer, o que contribui numa rigidez para baixo da taxa Selic.

4.3.2 Títulos de longo prazo

Em Carvalho (2005), é destacada a falta, no Brasil, de uma curva de rendimentos com projeção temporal adequada, o que inviabiliza os estímulos gerados pela política monetária nos segmentos mais longos, onde esta poderia influenciar as escolhas de investimento real. Além disso, o autor critica os desequilíbrios remanescentes na economia brasileira, que impactam a visão dos empresários e dos investidores no futuro:

Por um lado, a estabilização de preços, se efetivamente reduziu os temores de um colapso da economia em um episódio hiperinflacionário, acabou por manter uma acentuada incerteza com relação ao futuro, ao gerar, explicitar ou simplesmente permitir trazer à baila desequilíbrios remanescentes importantes para as perspectivas futuras da economia, como a vulnerabilidade externa, os desequilíbrios fiscais, a obsolescência de estruturas institucionais, a pouca eficiência e confiabilidade dos poderes de Estado, etc. O resultado seria a incapacidade de se antecipar o futuro, aumentando o peso de valores correntes das tomadas de decisão. É possível, assim, que as incertezas que cercam o futuro da economia brasileira, aprisionada por tanto tempo em um ciclo de *stop-and-go*, sejam ainda muito grandes para justificar horizontes maiores de expectativas para esses empresários (CARVALHO, 2005, p. 332).

Outro ponto destacado por Carvalho (2005) é que a alta rentabilidade de

aplicações em títulos públicos, aliada à sua alta liquidez, faz com que o setor bancário mantenha sua rentabilidade em um patamar elevado, fazendo com que os bancos imponham uma série de restrições à distribuição deste crédito. E, como os tomadores de crédito privados são acostumados a um contexto de racionamento, muitos deles são poucos sensíveis a variações moderadas de taxas de juros, fazendo com que,

[...] qualquer política contracionista tenha que impor elevações agudas de juros para que a redução de demanda na circulação industrial possa efetivamente se verificar. Se aumentos da taxa de juros têm de ser relativamente agudos para que se possa ter o impacto desejado pelo canal de crédito, o efeito dessa política sobre investimentos pelo canal de portfólio pode ser letal. [...] Este quadro perverso tende a se agravar quando fatores conjunturais agem para reduzir ainda mais a eficácia da política monetária, como tem sido o caso no Brasil em que choques de custos têm sido os principais, e mais persistentes, geradores de pressões inflacionárias. Mesmo defensores do regime de metas inflacionárias sugerem que inflações de custos não são eficazmente combatidas pela política de juros (CARVALHO, 2005, p. 333).

Em relação às inflações de custos o autor destaca que, usar política monetária implica contração econômica, porque é esta última que, em tese, força os vendedores a recuar nos aumentos desejados de preços. Mas com aumentos de custos, o vendedor não apenas resiste mais à pressão de demanda, como também, caso derrotado, tende a reduzir sua escala de produção, pelo menor incentivo a produzir.

Seguindo o pensamento Keynesiano, de não neutralidade da moeda, o autor ainda critica a estrutura monetária brasileira e a autonomia do Banco Central:

[...] *política monetária é uma política de governo, a ser decidida juntamente com as outras políticas de governo.* O Banco Central não é um poder à parte, nem é capaz de isolar sua área de influência das outras áreas da economia. Deste modo, não se justifica a independência do Banco Central, nem mesmo nas suas formas mais atenuadas que consistem em dar ao Banco Central poder para determinar livremente a taxa de juros com vistas a alcançar uma meta de inflação fixada pelo governo. *É exatamente a determinação da taxa de juros que é o fulcro da questão.* A fixação da taxa de juros não é uma questão puramente técnica, porque ela envolve *tradeoffs* entre objetivos, como a estabilidade de preços e a aceleração do crescimento. Fomentar inflação não estimula crescimento, mas elevar juros para conter pressões inflacionárias por certo o estrangula (CARVALHO, 2005, p. 335, grifo do autor).

4.3.3. Estoque e perfil da dívida pública

A dívida pública brasileira possui títulos indexados à taxa Selic, os quais diminuem a eficácia da política monetária através do seu impacto no preço dos ativos e no aumento da renda dos agentes, quando há um aumento da taxa básica de juros também há um aumento da renda dos possuidores destes títulos, causando um efeito contrário ao da contenção de demanda. Segundo Araújo e Modenesi,

a alta participação das Letras Financeiras do Tesouro (LFT) no estoque da dívida pode criar um canal perverso de transmissão da política monetária ou um efeito *riqueza financeira às avessas*, como proposto por Dornbush (1998). Nesse caso, um aumento da taxa básica de juros ampliaria a demanda agregada, aumentando os preços (ARAÚJO; MODENESI, 2009, p. 12, grifo dos autores).

Para Dornbusch,

[...] a gestão da dívida pública pode comprometer a eficácia da política monetária. Ele propõe que o estoque e, notadamente, a estrutura da dívida podem tornar o consumo uma função positiva da taxa de juros. Caso o público retenha parcela substancial de dívida de curta maturação, uma elevação da taxa de juros gera um incremento de renda que, por sua vez, pode se traduzir em aumento da demanda agregada. Nesse caso, compromete-se a eficácia da política monetária no combate à inflação (DORNBUSCH¹⁸, 1998 *apud* ARAÚJO; MODENESI, 2009, p.12).

4.4 HIPÓTESE BRESSER-NAKANO

A Hipótese Bresser-Nakano foi elaborada por Luis Carlos Bresser-Pereira e Yoshiaki Nakano. O enfoque principal desta tese baseia-se no uso indiscriminado da taxa de juros, no Brasil, para diferentes finalidades, conforme Bresser-Pereira e Nakano:

Em termos gerais, a taxa de juros é tão alta no Brasil porque as autoridades econômicas e mais amplamente o sistema financeiro no Brasil têm atribuído à taxa de juros funções múltiplas nos últimos anos. Através dela se busca: i)

¹⁸ DORNBUSCH, R. Debt and monetary policy: the policy issues. In: CALVO, G.; KING, M. (Ed.), **The debt and its consequences for monetary policy**. London: Macmillan e International economic association, 1998.

reduzir os investimentos e a demanda agregada quando aquecida, de forma a evitar pressão salarial e aceleração da inflação; ii) limitar a desvalorização da taxa de câmbio para evitar a inflação de custos; iii) atrair capital externo para fechar o balanço de pagamentos; iv) induzir investidores internos a comprar títulos para financiar déficit público; e, v) reduzir o déficit comercial através do controle da demanda interna (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002b, p. 162).

Para esta linha de pensamento, este uso inadequado acabaria resultando em uma maior taxa de juros, além de resolver um problema e criar outro.

É evidente que um único instrumento não pode alcançar simultaneamente todos esses objetivos. Além do mais, estes objetivos são contraditórios. A elevação da taxa de juros pode permitir o alcance de um objetivo, mas caminhará na direção oposta aos outros, aprofundando os desequilíbrios macroeconômicos. Por exemplo, quando o Banco Central eleva a taxa de juros para atrair capital externo, pode ajudar a fechar o balanço de pagamentos e controlar a inflação, mas estará, simultaneamente, valorizando a taxa de câmbio, o que levará a déficit comercial e, num prazo maior, ao desequilíbrio do próprio balanço de pagamentos. Isso poderá obrigar uma desvalorização mais brusca gerando impactos inflacionários e crises financeiras (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002b, p. 163).

Além do mais, o uso de uma taxa de juros elevada tem dupla consequência negativa: i) implica custo financeiro imenso para o Estado; e, ii) determina o custo dos financiamentos realizados pelos bancos.

Outro tipo de contaminação da taxa básica de juros elevada seria na determinação do risco-Brasil pelos credores externos. Sendo assim, a taxa de juros interna contaminaria a externa, pois os investidores podem acreditar que se o governo brasileiro estabelece uma taxa de juros de curto prazo tão alta, deve ser mesmo um país arriscado, provocando o temor de um provável *default*.

Em síntese, o risco-país é muito subjetivo e acaba sendo identificado, na prática, com o diferencial entre a taxa internacional e a taxa interna de juros, ao invés de refletir o risco efetivo-país. Em outras palavras, uma elevação da taxa interna de juros, qualquer que seja a razão, acabará sendo percebida como um aumento no risco-país e não o contrário. Dessa forma, ironicamente, países que praticam taxas de juros baixas acabam sendo percebidos como tendo risco-país baixo, ainda que seus fundamentos sejam piores que de um outro país com taxas de juros elevadas (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002b, p. 167).

Para Bresser-Pereira e Nakano (2002b), a redução da taxa básica de juros seria a última etapa da estabilização a ser vencida, pois as anteriores, inflação elevada e câmbio fixo e valorizado já foram superadas.

Edmar Lisboa Bacha, Chico Lopes, Fábio Giambiagi, entre outros, criticam o

fato desta tese considerar que as autoridades monetárias atribuem múltiplas funções à taxa de juros. Segundo eles, com a política de meta de inflação, o BACEN só tem um objetivo: manter a taxa de inflação sob controle.

Porém, os defensores desta linha argumentam que a taxa de juros real adotada no Brasil é muito maior do que as utilizadas em outros países para controlar a inflação.

O curioso, porém, é que o patamar de taxa de juros em que esse controle ocorre no Brasil é completamente diferente dos demais países. Um país não endividado faz sua taxa de juros flutuar entre, digamos, 1% e 4% reais, enquanto um país com classificação de risco relativamente elevada deixaria essa taxa flutuar entre 3% e 6% reais. Já, no Brasil, a taxa de juros real flutua entre 9% e 12% (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002a).

Para Bresser-Pereira e Nakano (2002a), o problema da diminuição da taxa de juros não estaria, principalmente, nos efeitos inflacionários do aumento de demanda, mas na taxa de câmbio. A baixa da taxa de juros elevaria o câmbio, desvalorizando-o, e esse fato teria efeitos inflacionários inaceitáveis. Porém, destacam que manter o Real valorizado para cumprir a meta de inflação seria aceitável somente em situações normais e não quando se está em uma armadilha de juros altos da qual o país precisa necessariamente escapar.

4.5 A INCONVERSIBILIDADE DO REAL

Nesta linha de pensamento, podemos destacar Persio Arida e Edmar Lisboa Bacha. Eles acreditam que o Brasil ainda possui entraves no mercado cambial que afetam a conversibilidade do real pelo dólar e que, por consequência, impactaria na taxa básica de juros. Conforme Arida:

[...] o câmbio flutua, mas a garantia de sua flutuação depende apenas da credibilidade da palavra do Presidente do Banco Central. E como este não tem mandato fixo, podendo ser demitido por ato do presidente, ninguém pode afirmar nada a respeito da permanência do regime de flutuação cambial [...] Ao manter no plano normativo, dois mercados de câmbio, por exemplo, o Banco Central se permite uma válvula de escape, uma maneira rápida e eficiente de impor o controle de capitais se a situação assim o exigir — basta truncar a arbitragem entre os dois mercados. Tem assim mais flexibilidade do que o teria se precisasse fazer aprovar em lei no

Congresso qualquer forma de controle dos fluxos de capitais. Disto sabem os responsáveis pela política econômica — e os outros também. Em outras palavras: surge, aos olhos do credor em moeda estrangeira, um risco desnecessário. Quem empresta seus dólares a residentes no Brasil sabe que está correndo o risco do devedor não ser capaz de gerar os reais necessários para quitar a dívida à taxa de câmbio vigente quando do seu vencimento. A este risco de crédito, soma-se então outro, o risco da espada de Dâmoles do Banco Central ser posta em uso, suspendendo-se, seletiva ou generalizadamente, os pagamentos ao exterior e criando-se um racionamento de divisas por via administrativa. Cresce por conseguinte a taxa de juros em dólares requerida pelo credor e com ela as taxas de juros em reais (ARIDA, 2003b, p. 152).

Este medo aos olhos do credor seria baseado na história monetária brasileira, cuja conversibilidade foi vista com temor e desconfiança. Pois, como o país sofria com a inflação crônica, buscou-se impedir que o dólar funcionasse como reserva efetiva de valor, introduzindo restrições à compra ou entesouramento de moeda estrangeira.

Já Oreiro, Paula e Silva criticam duramente esta linha de pensamento, pois,

[...] tal hipótese carece de uma sustentação teórica e empírica mais consistente, seja porque a literatura sobre liberalização financeira não estabelece uma relação de causalidade entre controle de capitais e prêmio de risco, seja porque parece não haver evidência empírica que dê suporte a tal causalidade [...] (OREIRO; PAULA; SILVA, 2003, p. 224).

Para Fischer,

[...] a liberalização da conta de capital pode trazer benefícios significativos para os países. Residentes e governos são capazes de tomar emprestado em termos mais favoráveis, e os mercados financeiros domésticos tornam-se mais eficientes como resultado da introdução de tecnologias financeiras mais avançadas, resultando em uma melhor alocação de poupanças e investimentos [...]. Ao mesmo tempo, a liberalização da conta capital aumenta a vulnerabilidade da economia a mudanças do sentimento. Geralmente, essas mudanças têm base racional, mas elas podem ser na ocasião excessivas e podem algumas vezes resultar em efeitos de contágio (FISCHER¹⁹, 1998, p. 3 *apud* OREIRO; PAULA; SILVA, 2003, p. 226).

¹⁹ FISCHER, S. Capital account liberalization and the role of the IMF. **Essays in International Finance**, Princeton, n. 207, p. 1-10, may 1998.

5 ALTERNATIVAS PARA REDUÇÃO DA TAXA SELIC

Dado o exposto nas seções anteriores, verificamos quais são, na visão de alguns críticos, os motivos da alta taxa básica de juros no Brasil. Também foram explanados os principais mecanismos de transmissão da política monetária, bem como as principais instituições brasileiras responsáveis por este controle e afetadas pela alteração nas taxas de juros. Além do mais, verificamos o contexto no qual as taxas de juros estão inseridas no Brasil, analisando os regimes monetário, fiscal e cambial brasileiros, pós-1999.

A presente seção tem por objetivo abordar o debate sobre as principais soluções para a diminuição desta taxa de juros para patamares internacionais, verificando quais seriam as principais alterações institucionais e econômicas destas medidas e seus impactos na economia, apontando seus prós e contras.

Cabe destacar que, para alguns economistas, a diminuição da taxa de juros na economia brasileira é o principal problema a ser enfrentado, conforme descrito por Bresser-Pereira e Gomes,

[...] o Brasil necessita de uma urgente mudança em suas prioridades no que se refere à política monetária. A alta taxa de juros é o principal problema a ser enfrentado, não a inflação. Somente resolvendo esse problema, e somente baixando a taxa de juros para níveis compatíveis com seu risco-país, o Brasil conseguirá ter níveis internacionais de inflação. Porém, o sucesso dessa ação dependerá do envolvimento de toda a sociedade e do governo (BRESSER-PEREIRA; GOMES, 2006, p. 48).

Neste contexto, abordar-se-ão as seguintes propostas: i) ajuste fiscal; ii) desindexação dos contratos e da caderneta de poupança; iii) reformulação do indicador da inflação; iv) plena conversibilidade do real; v) redução da dívida pública atrelada a taxa Selic; e, vi) extinção do crédito direcionado.

5.1 AJUSTE FISCAL

Uma das principais medidas discutidas, senão a principal, é a proposta de ajuste das contas públicas. Esta medida tem entre seus defensores Delfim Netto,

Luiz Carlos Gonçalves Bresser-Pereira e Fábio Giambiagi. A proposta mais conhecida é a da mudança da meta fiscal de superávit primário para déficit nominal zero, ou seja, o governo igualaria suas receitas e despesas, não mais necessitando aumentar a sua dívida, inclusive em valores absolutos. Sendo assim, conforme Bresser-Pereira e Gomes:

Com esse ajuste, o governo não apenas sinalizará sua rejeição a qualquer tipo de populismo, mas também controlará possíveis processos inflacionários oriundos de um possível choque de demanda resultante da menor taxa de juros. Com a demanda controlada, não há razão para se esperar qualquer aumento da inflação, exceto o aumento transitório resultante da depreciação da taxa de câmbio. Poderia haver um *default* da dívida pública por conta da inconformidade dos credores com as taxas de juros menores? Tal perigo inexistente, uma vez que a taxa de juros que está sendo reduzida é aquela relacionada às reservas bancárias, cujo único retorno possível sobre o capital é a taxa básica de juros (BRESSER-PEREIRA; GOMES, 2006, p. 44, grifo do autor).

Segundo os autores, seria preciso, ainda, o aumento das receitas não vinculadas, visando uma melhor alocação dos recursos por parte do Poder Executivo, auxiliando no cumprimento dessa meta.

Atualmente, esta desvinculação é de 20% das receitas da União e é realizada através da Desvinculação de Recursos da União (DRU). Este mecanismo foi aprovado em 1994, sob denominação de Fundo Social de Emergência (FSE), posteriormente denominado Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) e após o ano 2000, passou a se chamar DRU. Apesar da continuação desta desvinculação, o DRU foi aprovado sempre na forma de Emenda Constitucional, porém, sob a forma de uma renovação temporária, geralmente de quatro anos, fazendo com que haja poder de barganha do Poder Legislativo, em relação ao Poder Executivo, na hora de reaprovar esta medida, dificultando a possibilidade de consolidar um ajuste estrutural.

Para Giambiagi,

um dos obstáculos com os quais se defrontam as autoridades na tarefa de manter as contas públicas sob controle é a existência de uma série de vinculações que impõem a realização de certos gastos em determinadas áreas, prejudicando os objetivos de obtenção de um certo resultado primário e/ou de alocar as despesas da melhor maneira possível. É importante, conseqüentemente, que o Executivo tenha certa liberdade alocativa, para não ver comprometidos os seus objetivos macroeconômicos e/ou prejudicar um aumento da eficiência, que pode ser afetada por essas restrições (GIAMBIAGI, 2005, p. 4).

Neste contexto, seriam definidos aumentos gradativos dos superávits primários, até que se consiga zerar a necessidade de financiamento do setor público (NFSP).

Para que este ajuste fiscal possa sair do papel, Bresser-Pereira e Nakano afirmam que,

em primeiro lugar, é necessário aumentar a poupança pública reduzindo a despesa de custeio, o que possibilitará a ampliação e adequação das despesas de investimento à nova política de desenvolvimento. A diminuição das despesas de custeio deverá ser alcançada pelo aprofundamento das mudanças no modelo de gestão pública, pela eliminação do pessoal excessivo ainda existente, pela implantação de sistemas integrados de controle eletrônico (governo eletrônico), que tem permitido reduzir os custos na prestação de serviços em até 90%, e por um segundo esforço no sentido de completar as reformas na área previdenciária. Faz parte da reforma gerencial da administração pública em curso a implantação de novas relações de trabalho, mais flexíveis, integrando os mercados público e privado de trabalho, o que a reforma constitucional na área já permite (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002b, p. 159).

Na mesma linha, Delfim Netto (2005) propõe:

A sugestão – despojada de qualquer originalidade – de, em vez de continuar trabalhando com o conceito de “superávit primário”, escolhido a cada ano, deveríamos trabalhar com “superávits progressivos” que, no horizonte de quatro ou cinco anos, produzam um déficit nominal zero, anteciparia uma forte redução na estrutura a termo nas taxas de juros e reduziria fortemente a relação Dívida Líquida/PIB, como sugerem muitos trabalhos empíricos. Sua execução exige um projeto de emenda constitucional (PEC) que: 1º) coloque os objetivos do programa nas disposições transitórias e 2º) dê ao Executivo uma ampla liberdade de se auto-organizar para produzir um “choque de gestão” capaz de aumentar sua produtividade. Quando a queda da relação Dívida/PIB tiver antecipado a volta da taxa de juro real para níveis civilizados (provavelmente no ano de “equilíbrio”) pode-se voltar ao processo de produzir “superávits primários” para estabilizá-la ou continuar a reduzi-la. O ano da obrigatoriedade do “equilíbrio” é único: ele define o sucesso ou o fracasso do programa. O dispositivo da disposição constitucional transitória morre com ele! (DELFIN NETTO, 2005, p. 8).

Segundo este mesmo autor,

[...] o objetivo de déficit nominal zero num horizonte bem definido, com o congelamento das despesas de custeio em lugar do aumento de impostos, criará instantaneamente uma expectativa de baixa do juro real, que facilitará à Secretaria do Tesouro a substituição de parte da dívida “selicada” para papéis pré-fixados²⁰ (com prazos maiores), aumentando a potência da política monetária (DELFIN NETTO, 2005, p. 9).

²⁰ Ver Cap. 4.6.

Em ambos os casos, o que se defende é um choque de gestão na administração pública, criando ferramentas para eliminar os desperdícios e aumentar a eficiência e a qualidade dos serviços públicos. Com isso, se reduziria os gastos correntes do governo, contribuindo para uma redução mais rápida da relação dívida pública/PIB, diminuindo, ao longo do tempo, a taxa de juros real da economia brasileira.

Para os setores onde há vinculação de receita, defende-se fortemente, a exigência de um aumento mínimo de produtividade anual:

Qualquer “vinculação” deveria ser acompanhada pela exigência de um aumento mínimo de produtividade anual, objetivamente mensurável. Tais setores deveriam ser objetos de rigorosa vigilância e um poderoso choque de gestão acompanhado por um orçamento de base zero. Na forma atual, as “vinculações” são a mãe do desperdício, da acomodação e da perpetuação da ineficiência (DELFIM NETTO, 2005, p. 11).

5.1.1 Prós

Segundo Giambiagi (2005), esta estratégia melhoraria substancialmente a imagem do Brasil, reduzindo o *spread* de risco país, propiciaria condições para uma queda muito rápida da relação dívida pública/PIB após a obtenção de um superávit nominal e, em consequência, criaria condições para uma redução da carga tributária, no contexto de um relaxamento das metas fiscais associado a uma queda da despesa com juros.

Para Delfim Netto,

é importante chamar a atenção para o seguinte: o déficit nominal zero a ser atingido em quatro ou cinco anos é apenas o indicador que, realizado, consagraria o sucesso do programa. O programa mesmo é o aumento do superávit primário com o congelamento real dos gastos de custeio do governo acompanhado por uma licença de realizar o “choque de gestão” que aumentará a produtividade do Estado. É isto que permitirá um volume maior e uma maior qualidade dos serviços prestados à população. O que se poupará com os juros e com o excedente vindo do aumento da produtividade serão destinados aos investimentos públicos – inclusive em educação e saúde – que potencializa os efeitos dos investimentos privados (DELFIM NETTO, 2005, p. 12).

Além disso, sobre a redução das vinculações este autor defende que,

é um grave erro pensar que reduzir as vinculações é reduzir a quantidade e a qualidade dos serviços de educação e saúde. Os ganhos de produtividade e a economia de juros que se fará provavelmente aumentarão, e muito, a oferta pública desses dois serviços essenciais para o bem estar da sociedade brasileira (DELFIM NETTO, 2005, p. 11-12).

5.1.2 Contras

No primeiro momento, a diminuição dos gastos por parte do governo deve ser elevada, acompanhando a carga dos juros da economia brasileira. Esta diminuição dos gastos impactará diretamente no PIB, reduzindo a demanda agregada e gerando um crescimento econômico menor. Conforme citado em Oreiro *et al* (2005) e Gonçalves (2005), este ajuste fiscal poderá induzir o país a uma recessão sem precedentes.

Para Oreiro, Sicsu e Paula (2004), a manutenção de superávits primários elevados não seria socialmente viável, visto que o país não teria condições de aumentar a tributação e de que haveria pouca margem para a diminuição dos gastos do governo devido à elevada dívida social, às necessidades de investimento em infra-estrutura básica e à urgência de aumento dos gastos correntes.

Esta questão dos gastos nos remete a outro problema enfrentado por esta medida, que seria o de quais setores seriam afetados por essa diminuição de gastos. Pois, cortes em setores como saúde e educação, poderiam acarretar menor bem-estar social.

Conforme abordado por Chiliatto-Leite e Mello (2011), a redução da necessidade de financiamento do setor público não teria o impacto esperado devido a composição curto prazista da dívida pública (cerca de 25% com vencimento em um ano), pois esta devolveria ao mercado o poder de barganha por taxas de juros maiores no momento do estado rolar sua dívida antiga.

Estes autores ainda destacam que,

[...] acentuar a contração fiscal não terá efeito necessário no patamar de juros. Em realidade, reduzir a Selic implica necessariamente em menor despesa; em outras palavras: juros causam despesa pública. Já a causalidade contrária é duvidosa (CHILIATTO-LEITE; MELLO, 2011).

5.2 DESINDEXAÇÃO DOS CONTRATOS E DA CADERNETA DE POUPANÇA

Outra medida seria a de que o país precisaria extinguir os mecanismos de indexação, pois esta é apontada como a principal razão pela qual a inflação no Brasil, ainda hoje, é uma das mais inerciais do mundo, contribuindo para a alta taxa de juros.

O país possui uma série de serviços da economia que é reajustada não pela avaliação de custos e perspectiva futura da demanda, mas simplesmente aplicando a inflação passada, como é o caso dos preços administrados. Dentre estes serviços, destaca-se o caso do aluguel, cujo ajuste é realizado através do IGP-M²¹, apontados por muitos economistas, como um índice poluído pelo movimento da taxa de câmbio e preços internacionais das *commodities*, fatores pouco relacionados ao serviço de aluguel. Além disso, vários outros serviços, tanto do setor público, quanto do setor privado, são balizados pela inflação passada. Para Bresser-Pereira e Gomes,

a redução da taxa de juros de seu nível mínimo de 9%, e da inflação de seu nível de 5-6%, só será alcançada com outra importante reforma: o fim da indexação dos serviços públicos e, mais amplamente, o fim de qualquer indexação de contratos e preços administrados em que o governo esteja envolvido como prestador de serviços ou como regulador. [...] o IPCA é utilizado na definição da inflação, e a cesta de preços administrados compreende cerca de 30% do índice. Em termos de política econômica, o que se observa claramente é que as ações dos formuladores de políticas afetam consideravelmente a variabilidade do índice de preços em virtude dos preços monitorados. Como consequência, as metas podem ser alcançadas, mas há elevados custos sociais, baixo crescimento econômico e altas taxas de juros. Os preços monitorados variam independentemente dos fatores de demanda [...] Os preços administrados no Brasil trazem, portanto, uma série de problemas para a nossa economia. Primeiro, as ações do Banco Central, através de seu instrumento de política monetária, só podem afetar os preços livres, o que faz com que as autoridades monetárias trabalhem sobre choques de demanda que poderão não existir. Segundo, as expectativas de inflação geram um ciclo vicioso nas taxas de juros e as tornam extremamente altas. O resultado é uma condução de política monetária muito restritiva e severa (BRESSER-PEREIRA; GOMES, 2006, p. 45-46).

Bresser-Pereira e Nakano afirmam que,

existe, portanto, urgência em eliminar toda e qualquer indexação. Em relação àquelas que forem simplesmente legais, é preciso fazer uma varredura no sistema legal, e eliminá-las. Quanto às contratuais, é preciso

²¹ Índice Geral de Preços do Mercado, calculado mensalmente pela FGV.

proibir novas. E quanto às antigas, especialmente aquelas relativas a preços de serviços públicos, é preciso estudar um sistema em que o governo proíba seu aumento e preveja recursos no seu orçamento para compensar a perda das empresas concessionárias.

Os aumentos indexados ou dolarizados devem corresponder a cerca de metade dos aumentos de preços ocorridos em 2001. Ou se tomam medidas no sentido de neutralizá-los, completando o Plano Real, ou se convive com uma inflação que, ao nível de 7%, já é muito alta. O que definitivamente não faz sentido é procurar alcançar a meta de inflação compensando o aumento dos preços indexados pela diminuição relativa dos demais preços da economia, através de uma política de juros que impossibilita o investimento produtivo e a retomada do desenvolvimento (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002b, p. 158).

A proposta seria de que os contratos poderiam ser reajustados, porém, sem levar em conta um índice de inflação específico, ou seja, considerar-se-ia a inflação nos reajustes, porém sem atrelar diretamente estes aos índices de preços. Bresser-Pereira e Gomes destacam que,

evidentemente, quando dizemos que os preços administrados não deveriam ser indexados, não significa que as agências reguladoras deveriam negligenciar o processo de inflação em suas revisões de preços. Como seus congêneres em outros países, as agências brasileiras levarão a inflação em conta, mas sem fazer referência a um índice de preços predeterminado. Também não significa que o governo deva quebrar contratos existentes: ele apenas estaria fortemente motivado a renegociá-los e ficaria institucionalmente proibido de celebrar novos contratos indexados (BRESSER-PEREIRA; GOMES, 2006, p. 45-46).

Além desta desindexação, é proposto o fim dos reajustes da caderneta de poupança, da forma como estão sendo realizados hoje. A poupança rende, por lei, a variação da Taxa Referencial (TR) – taxa calculada pelo BACEN com base em uma amostra dos juros pagos pelos certificados de depósitos bancários (CDBs) das trinta maiores instituições financeiras selecionadas, sendo eliminadas as duas de maior e as duas de menor taxa média. Sobre a média apurada das taxas dos CDBs é aplicado um redutor que varia mensalmente – mais 6,17% a.a., além de ser isenta do Imposto de Renda, criando, dessa maneira, um piso para a taxa Selic.

Há várias propostas de alteração deste cálculo, porém, as mais defendidas são: i) a mudança do índice de reajuste, passando-se a atrelar a remuneração da poupança à taxa Selic e não mais à TR; ii) a diminuição da parcela fixa de reajuste; e, iii) a liberalização da remuneração da caderneta de poupança à concorrência entre as instituições financeiras, Giambiagi sugere que,

[...] a TR diária passe a ser definida todo começo de mês, em função da

variação diária *pro rata* da inflação medida pelo IPCA-15 divulgada no final do mês anterior. A partir disso, haveria duas alternativas possíveis a serem examinadas pelas autoridades. A primeira seria reduzir o adicional de 0,5% para, por exemplo, 0,2% a.m. (2,4% a.a.). A segunda seria garantir a indexação pela TR calculada da forma sugerida, com base no índice de preços e, daí para cima, liberar a remuneração à concorrência entre as instituições financeiras, introduzindo uma outra dinâmica no mercado das cadernetas. Em qualquer dos dois casos, estar-se-ia criando condições para ter um piso real de juros, a médio prazo, de menos de 6% a.a. (GIAMBIAGI, 2005, p. 17-18, grifo do autor).

Porém, para haver qualquer uma destas mudanças, é preciso realizar uma alteração na Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, com aprovação do Congresso Nacional, o que constitui um entrave para o governo.

Em 2009, o então presidente Lula, enfrentou forte oposição quando propôs a modificação da remuneração da poupança. Naquela época, a saída foi preparar uma medida temporária, cobrando Imposto de Renda sobre os depósitos acima de R\$ 50 mil a partir de uma taxa Selic inferior a 10,5% a.a.

5.2.1 Prós

O fim da indexação dos contratos poderá provocar uma menor inflação futura, visto que, diminuirá a força inercial da inflação, acarretando em uma menor pressão na taxa básica de juros, levando assim à sua redução.

Em relação à caderneta de poupança, se a taxa Selic continuar caindo, a remuneração da caderneta de poupança poderá ser um atrativo aos investidores, prejudicando a demanda por fundos de renda fixa e a rolagem de dívida por parte do governo, pois haverá títulos com rentabilidades maiores e riscos menores (poupança). Desta forma, alterando-se a remuneração da poupança, o governo não incorrerá neste risco.

5.2.2 Contras

No caso da desindexação dos contratos, haveria forte pressão por grupos de

poderes²², beneficiados pela indexação, contra o fim deste mecanismo. Além disso, como depende de aprovação do Congresso Nacional, poderá haver um conflito entre situação e oposição.

Em relação à caderneta de poupança, caso houver desindexação, a sua rentabilidade pode ser reduzida, o que pode acarretar um descontentamento da população. Sendo assim, haverá fortes pressões políticas para não se alterar a base de cálculo dos rendimentos da poupança, gerando um empecilho para a aprovação de alteração da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, visto que, depende de aprovação do Congresso Nacional.

5.3 REFORMULAÇÃO DO INDICADOR DA INFLAÇÃO

O regime de metas de inflação no Brasil possui como parâmetro o índice cheio do IPCA. Porém, em alguns países (como por exemplo, Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido, Suécia, Finlândia, Austrália, Espanha, Suíça, Noruega, Islândia), o banco central não considera o índice cheio de inflação, mas sim um núcleo de inflação (*core inflation*). Os defensores da adoção deste núcleo, no Brasil, possuem como principal argumento o de que o índice cheio não demonstra a real situação da inflação na economia, pois não exclui do seu cálculo os choques exógenos. Sendo assim, a adoção de um núcleo de inflação seria a mais adequada, pois diminuiria a volatilidade da política monetária a movimentos temporários.

Para Eckstein,

[...] a taxa do núcleo da inflação pode ser vista como a taxa que irá ocorrer em uma economia na trajetória de crescimento de longo prazo; e desta trajetória excluem-se os choques, e o impacto da demanda será neutro pela percepção de que os mercados estão em equilíbrio de longo prazo (ECKSTEIN²³, 1981 *apud* ALVES, 2009, p. 14).

Há diferentes formas de se calcular um núcleo de inflação²⁴, porém, o

²² Conjunto de pessoas ou entidades privadas, reunidas por interesse comum, que possuem poder e peso social em determinados setores da sociedade.

²³ ECKSTEIN, O. Core inflation. New York: Prentice Hall, 1981.

²⁴ Para um estudo mais detalhado ver:

BRYAN, M.; CECCHETTI, G. The consumer price index as a measure of inflation. **Economic Review of the Federal Reserve**, Cleveland, v. 29, p. 15-24, 1993. (NBER Working Paper Series, n. 4505).

presente trabalho não tem por objetivo estudar qual seria o método mais eficiente, mas sim a proposta de mudança do atual índice para outro, julgado, por alguns economistas, mais adequado. Conforme descrito por Alves,

a busca por uma medida apropriada para o núcleo de inflação persiste e é uma questão a ser discutida. Mas de forma geral, do ponto de vista teórico, um bom núcleo de inflação deve (i) separar choques localizados dos generalizados, bem como os temporários dos permanentes, e (ii) ainda ser um bom predecessor da inflação (ALVES, 2009, p. 15).

Cabe ressaltarmos que esta medida seria complementar, sendo adotada no bojo de alguma outra reforma citada nesta seção, como por exemplo, o ajuste fiscal, conforme apontado por Bresser-Pereira e Nakano (2002b).

5.3.2 Prós

Com a adoção deste tipo de indicador, excluir-se-iam do cálculo da meta da inflação os choques advindos de fatores exógenos e que estariam fora do controle da política monetária exercida pelo BACEN. Desta maneira, tornar-se-ia a política monetária mais eficaz, reduzindo assim, os aumentos da taxa de juros, quando o país estivesse em uma pressão inflacionária.

5.3.3 Contras

O principal problema constatado nesta alteração é o de decidir qual seria a melhor fórmula de cálculo para um núcleo de inflação na economia brasileira e se realmente este seria o caminho mais adequado. Conforme constatam Fiorencio e Moreira,

BRYAN, M.; CECCHETTI, G. **A note on the efficient estimation of inflation in Brazil**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2001. (Working Paper Series, n. 11).

FIGUEIREDO, F. M. R. **Evaluating core inflation measures for Brazil**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2001. (Working Paper Series, n. 14).

FIORENCIO, A.; MOREIRA, A. O núcleo da inflação como a tendência comum dos preços. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 56, n.2, p. 175-198, abr./jun. 2002.

a literatura sobre *core inflation* ou núcleo da inflação tem buscado indicadores alternativos que só reajam a variações "significativas" nas taxas de inflação. Mas as definições do que seria "significativo" variam, refletindo a falta de consenso sobre o que se quer efetivamente medir e por que não utilizar os índices tradicionais (FIORENCIO; MOREIRA, 2002).

5.4 PLENA CONVERTIBILIDADE DO REAL

Esta quarta proposta é defendida, principalmente, por Persio Arida e Edmar Lisboa Bacha. Para eles, o Real precisaria tornar-se uma moeda plenamente conversível para consolidarmos a estabilidade econômica e, conseqüentemente, termos uma menor taxa de juros. Porém em Arida (2003b), destaca-se que a conversibilidade a qual eles estão defendendo é, no plano do mecanismo de troca, a ausência de quaisquer entraves ou restrições à troca de dólares.

O principal argumento dos defensores desta mudança seria o apontado por Arida:

A passagem do universo das taxas de câmbio administradas para o câmbio flutuante, no entanto, ainda não foi inteiramente completada. Nossa discussão tem se concentrado nas intervenções do Banco Central, se este deve ausentar-se do mercado de câmbio e deixar de ofertar títulos indexados à moeda estrangeira ou intervir sempre que a seu julgamento houver um exagero de mercado. Meu objetivo aqui, no entanto, é chamar atenção para o aspecto normativo da questão. É que os mecanismos de controle cambial, típicos do regime de câmbio controlado, sobreviveram à mudança de regime cambial. Nossa taxa de câmbio flutua, mas vários dos mecanismos de controle permanecem intactos. Para dar um exemplo, mantemos ainda hoje a separação entre os dois mercados de câmbio (o comercial e o financeiro). A taxa de câmbio é a mesma porque foram removidas as vedações à arbitragem entre os dois mercados mas não se suprimiu o sistema de classificação que permite ao Banco Central em uma penada (ou seja por via administrativa e não legal) reintroduzir controles. O câmbio flutua, mas a garantia de sua flutuação no futuro depende apenas da credibilidade da palavra do presidente do Banco Central. E como este não tem mandato fixo, podendo ser demitido por ato do presidente, ninguém pode afirmar nada a respeito da permanência do regime de flutuação cambial (ARIDA, 2003b, p. 152).

Para esta corrente, o BACEN, possuindo autonomia para impor controle de capitais, impõe aos olhos do investidor estrangeiro um risco a ser considerado, dado que a manutenção de um regime de conversibilidade restrita sinalizaria aos credores externos a possibilidade da autoridade monetária suspender ou contingenciar os pagamentos ao exterior no futuro. Sendo assim, o risco de *default* dos

compromissos externos das empresas domésticas aumenta, gerando uma elevação da taxa de juros externa. A contaminação da taxa de juros interna pelo aumento da taxa de juros externa viria por intermédio da paridade descoberta da taxa de juros, segundo a qual a taxa de juros nominal doméstica deve ser igual a soma da taxa de juros internacional com o risco-país e a expectativa da desvalorização cambial. Sendo assim, o aumento do prêmio de risco externo levaria a um aumento direto da taxa de juros doméstica, dada a expectativa de desvalorização do câmbio nominal. Pois, conforme Arida,

quem empresta seus dólares a residentes no Brasil sabe que está correndo o risco do devedor não ser capaz de gerar os reais necessários para quitar a dívida à taxa de câmbio vigente quando do seu vencimento. A este risco de crédito, soma-se então outro, o risco da espada de Dâmocles do Banco Central ser posta em uso, suspendendo-se, seletiva ou generalizadamente, os pagamentos ao exterior e criando-se um racionamento de divisas por via administrativa. Cresce por conseguinte a taxa de juros em dólares requerida pelo credor e com ela as taxas de juros em reais (ARIDA, 2003b, p. 153).

Sendo assim, estes autores, requerem que seja suprimido o poder normativo do BACEN de adotar controles de capitais, causando o fim da expectativa do mercado de que a autoridade monetária possa, eventualmente, adotar antigos mecanismos de controle. Desta forma, diminuir-se-ia o prêmio de risco e, conseqüentemente, as taxas de juros. Porém, Arida alerta que,

a adoção do regime de conversibilidade plena não pode ser feita da noite para o dia. Representa um aprofundamento e não uma ruptura com a trajetória até aqui percorrida. O Banco Central avançou muito na direção correta ao longo dos anos, e não resta dúvida que existe hoje um razoável grau de conversibilidade; a prudência se justificou porque teria sido prematuro implementar uma conversibilidade irrestrita ainda no período de consolidação do câmbio flutuante. Aprofundar a conversibilidade a partir da situação atual requer alterações no ordenamento jurídico, em particular na Lei 4131. É um programa que exige uma série de iniciativas nos planos legal e normativo, não uma medida tópica de política [...] (ARIDA, 2003b, p. 154).

Além disso, este autor defende a ideia de que esta alteração não seria por si só a solução para a diminuição da taxa de juros brasileira:

A liberdade na conta de capitais, diga-se uma vez mais, não é uma panacéia ou um substituto para as reformas. Sua implementação deve ser gradual e observar a evolução tanto de indicadores econômicos quanto de formas institucionais, dentre as quais a independência do Banco Central. Seu sucesso depende da boa gestão da política econômica como um todo

e, em particular, do talento e capacidade analítica de seus executores; tal qual qualquer outra proposição isolada, faz mais sentido em determinados contextos do que em outros (ARIDA, 2003a, p. 141-142).

5.4.1 Prós

Com esta medida, se criaria uma maior certeza jurídica quanto ao pagamento das dívidas brasileiras em moeda estrangeira, sendo assim, poder-se-ia alongar os prazos da dívida e diminuir as taxas de juros.

Nossa história monetária é a história de uma moeda cuja conversibilidade sempre foi vista com temor e desconfiança. Em um país crônicamente (sic) inflacionário, buscou o legislador impedir que o dólar funcionasse como reserva efetiva de valor, introduzindo restrições de toda ordem à compra e entesouramento de moeda estrangeira. Questões legais à parte, o argumento da fuga de capitais deve ser matizado. Se há uma demanda reprimida por moedas estrangeiras, por parte de pessoas físicas, companhias e fundos aqui residentes que, por motivos variados, recuam diante das complicações do mecanismo de transferência cambial, há em compensação uma oferta potencial por parte de estrangeiros que hoje não se materializa pelo risco de ter seus recursos aqui bloqueados ou sujeitos a regras estabelecidas após a internação dos recursos. [...] O ponto a reter, todavia, é que se tivéssemos plena conversibilidade, afastando o risco da reintrodução de controles cambiais por via administrativa, teríamos menores taxas de juros em dólares nos títulos de longo prazo no exterior e, por consequência, menores taxas de juros em reais (ARIDA, 2003b, p. 152-154).

Além disso, Arida cita outras vantagens da plena conversibilidade do real:

Primeiro, o mecanismo convoluto de transferência internacional de reais hoje vigente, embora preferível à vedação que o antecedeu, cria todo tipo de mal-entendido, fazendo com que atos corriqueiros de investimento de recursos já devidamente tributados no Brasil sejam freqüentemente confundidos ou equiparados a procedimentos criminais. Em um regime de plena conversibilidade, a própria expressão “ilícito cambial” perde sentido. Segundo, a conversibilidade plena serviria para sepultar de vez o fantasma da moratória externa. Quem deve não é o Brasil mas sim pessoas físicas e jurídicas aqui residentes, do setor público e do setor privado. A moratória do país só ocorreria no remotíssimo caso em que, por coincidência, 100% dos devedores não conseguissem honrar seus compromissos externos. Terceiro, a adoção de um regime de plena conversibilidade teria a vantagem de cortar drasticamente os custos de transação com o mercado externo, gerando um ganho de eficiência para a sociedade como um todo. Em nada alteraria o fluxo de informações disponíveis ao Banco Central, bastando apenas exigir dos intermediários financeiros o informe automático de qualquer operação cambial (ARIDA, 2003b, p. 154).

5.4.2 Contras

A principal crítica a esta corrente é a de que ela não encontra sustentação empírica e teórica que amparem a tese de que a plena conversibilidade da conta de capitais traria consigo uma redução significativa do prêmio de risco e das taxas de juros interna e externa, conforme apontado por Oreiro e Paula:

Em primeiro lugar, deve-se observar que a hipótese de que o prêmio de risco depende do regime de conversibilidade da conta de capitais não encontra respaldo na literatura especializada sobre o referido tema. Em outras palavras, trata-se de uma idéia eminentemente iconoclasta, não sendo apoiada por nenhum economista acadêmico especializado no tema da conversibilidade da conta de capitais. Deve-se ressaltar ainda que os defensores da conversibilidade plena do real não apresentam nenhuma evidência empírica que suporte a hipótese de que o prêmio de risco é afetado pelo regime de conversibilidade da conta de capitais. A experiência histórica mostra precisamente o contrário: ao longo da década de 1990, o Brasil caminhou na direção de uma conversibilidade crescente da conta de capitais, sem que houvesse uma tendência de redução no risco-país ou na taxa real de juros doméstica (OREIRO; PAULA, 2004).

Além disso, a maior mobilidade de capitais traria consigo uma maior volatilidade do capital. Conforme apontado por Oreiro e Paula,

os defensores da plena conversibilidade do real parecem negligenciar os efeitos causados pela grande mobilidade e excessiva volatilidade dos capitais de curto prazo em um contexto de conta capital aberta. Em um contexto de grande mobilidade de capitais de curto prazo, crises do balanço de pagamentos podem ocorrer por razões não diretamente relacionadas com a situação da conta de transações correntes. Mesmo países que possuem pequenos déficits em transações correntes como proporção do PIB – e que, portanto, são solventes do ponto de vista externo – podem se defrontar com uma reversão súbita da entrada de capitais de curto prazo em função de uma mudança nas expectativas dos investidores internacionais, induzidas por eventos não-fundamentais (*sunspots*) ou por comportamentos de manada ou ainda do chamado efeito contágio. Eventos não fundamentais - como rumores - podem desencadear uma crise externa de graves conseqüências sobre as economias dos países nos quais não há restrições ao movimento de entrada e saída de capitais de curto prazo. Possivelmente a volatilidade cambial iria aumentar no Brasil por ocasião da adoção de um regime de conversibilidade plena, deixando o país refém das mudanças de humores do mercado financeiro internacional (OREIRO; PAULA, 2004).

Segundo Eichengreen e Leblang,

o impacto da liberalização da conta de capital sobre o crescimento é mais

provável ser positivo quando os mercados financeiros domésticos são bem desenvolvidos e regulados e a operação do sistema financeiro internacional é suave e estável. É mais provável ser negativo quando os mercados financeiros, doméstico e internacional, estão sujeitos a crise (EICHENGREEN; LEBLANG²⁵, 2002 *apud* FERRARI FILHO *et al*, 2005, 142).

Além disso, Paula argumenta que,

[...] existe possivelmente um “trade-off” entre risco cambial e risco de conversibilidade, de tal forma que a plena conversibilidade da conta de capitais poderia eliminar o risco de conversibilidade somente às custas de um aumento significativo do prêmio de risco embutido no risco cambial [...] (PAULA, 2005).

5.5 REDUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ATRELADA A TAXA SELIC

A quinta medida apontada como forma de ajudar a reduzir a taxa Selic é a da alteração da indexação dos títulos da dívida pública. Atualmente, cerca de 34,3% do total da dívida pública é indexada a taxa Selic, como apontado no gráfico 10, e seria necessário reduzir este percentual, através do aumento de títulos com taxas prefixadas ou atrelados a índice de preços. Como podemos observar no gráfico 10, o governo vem diminuindo gradativamente, desde 2003, a participação dos títulos atrelados a taxa Selic, porém, alguns economistas apontam que ainda possuímos elevada participação destes títulos na composição da dívida pública.

Os títulos indexados a taxa Selic, atualmente, são as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). Conforme Arida (2006) e Lara-Resende (2006), elas foram criadas em 1986, na eminência do descongelamento de preços ocorrido na época e com a necessidade de se elevar a taxa de juros com o objetivo de evitar o retorno da inflação. Naquela época, os títulos indexados aos índices de preços estavam restritos aos títulos com prazos superiores a um ano e os títulos com prazo inferior a um ano não possuíam nenhum tipo de indexação e foram adquiridos diante da perspectiva de que o Brasil havia alcançado a estabilidade de preços. Diante da possibilidade de risco de remuneração, derivado da elevada inflação, que

²⁵ EICHENGREEN, B.; LEBLANG, D. **Capital account liberalization and growth**: was Mr. Mahathir right? Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2002. (NBER Working Paper Series, n. 9427).

desvalorizaria os ativos das instituições financeiras, e da elevação da taxa de juros, que implicaria perdas de capital significativas, optou-se pela emissão de títulos indexados à taxa Selic. Assim, o risco de remuneração desapareceu de forma que esse tipo de título assegurou elevado rendimento com segurança e elevada liquidez. Sendo a liquidez deste título uma das causas apontadas pela sua contínua emissão.

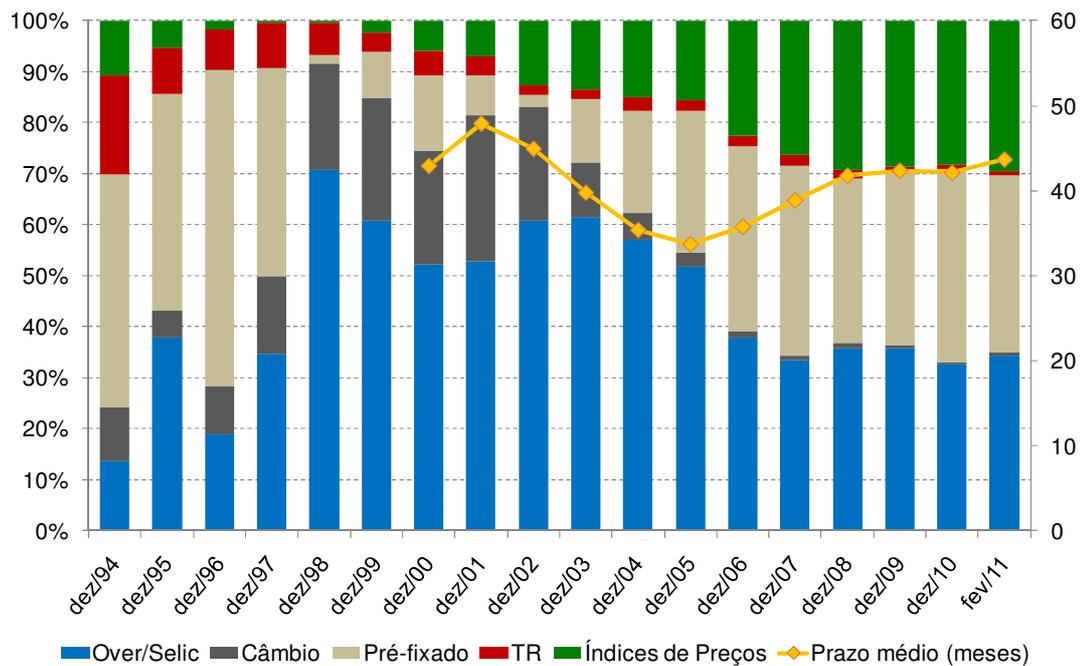


Gráfico 10 – Composição da dívida pública por indexador x Maturidade

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do BACEN e do Tesouro Nacional.

Em novembro de 1999, com o intuito de evitar o excessivo aumento da dívida pública e de aumentar a credibilidade da política monetária, o Tesouro Nacional anunciou uma estratégia de alongamento do prazo da dívida pública federal. Além disso, foram anunciados esforços para melhorar a composição da dívida pública, tendo como objetivo principal o aumento da parcela de títulos prefixados e indexados ao índice de preços, e reduzir o percentual da dívida indexada à taxa Selic e à taxa de câmbio.

Entretanto, em 2002, com a crise eleitoral instaurada pela possibilidade de eleição de Lula como presidente do país, o Tesouro Nacional se obrigou a aumentar os títulos indexados à taxa Selic, pois estes em momentos de crises são preferíveis aos olhos dos investidores. Conforme Mendonça e Silva,

a volatilidade verificada no mercado financeiro doméstico ao longo de 2001

e os riscos que o mercado via na eleição de um novo presidente no final de 2002 levaram à queda da demanda por títulos prefixados (próximo a 2%) e ao aumento na demanda por títulos indexados à Selic (mais de 60%). A justificativa para esse comportamento se deve ao fato de que a demanda por títulos pós-fixados torna-os preferíveis aos prefixados em cenário de risco (MENDONÇA; SILVA, 2008, p. 640).

Um dos principais argumentos apontados para esta mudança seria o de que a taxa Selic não pode ser utilizada como remuneração dos títulos públicos, visto que a função dela seria a de conter a demanda agregada. Desta forma, mantendo-se títulos indexados a esta taxa gera-se, quando o BACEN decide aumentá-la, um aumento da riqueza na economia, gerando uma menor eficiência da política monetária, além de aumentar o estoque da dívida pública, como destacado por Moreira:

O regime de metas de inflação foi adotado, no Brasil, a partir de 1999. Como ele se utiliza fundamentalmente da taxa de juros para buscar a estabilização dos preços, a prática de uma taxa Selic alta, ao longo dos anos, influenciou a elevação da relação dívida pública interna/PIB. Essa situação se explica, principalmente, pelo volume de Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) pós- fixadas, que compõem a dívida e que são remuneradas pela taxa de juros básica da economia. As LFTs, ao se constituírem em um estoque de quase-moeda, sempre que o Banco Central eleva a taxa de juros Selic, acabam expandindo a demanda efetiva da economia, devido ao aumento do volume de riqueza acumulada, o que, portanto, contraria o objetivo da política monetária do Governo, que é o de conter a demanda agregada (MOREIRA, 2006, p. 13).

Além disso, Moreira argumenta que,

[...] esses títulos do Governo [as LFTs] não estão expostos a nenhum risco de mudança na estrutura a termo da taxa de juros da economia. Títulos de dívida pública prefixada, que predominam na maioria dos países, causam perdas para seus detentores, quando os bancos centrais provocam a elevação dos juros (e o inverso ocorre em quedas). É o chamado “efeito riqueza” — uma perda imediata de capital para os detentores de bônus do Governo que potencializa o efeito contracionista de um aperto monetário. No Brasil, o efeito é débil, já que os detentores de LFTs são imunes a mudanças na política monetária. O resultado são taxas básicas mais altas. A necessidade de reduzir as LFTs prende-se ao forte impacto negativo da política monetária vigente sobre a dívida pública e, conseqüentemente, sobre as contas públicas. [...] para que uma política econômica baseada no equilíbrio fiscal e no alcance das metas para inflação tenha êxito é preciso combinar um gerenciamento adequado da dívida pública (por exemplo, via aumento na participação de títulos prefixados e indexados ao índice de preços) com a definição de uma taxa de juros que faça com que as expectativas converjam para a meta anunciada. Em suma, uma estrutura da dívida pública menos indexada à taxa Selic dá maior liberdade para que a política monetária possa se concentrar na busca da estabilidade de preços. Logo, devido à maior facilidade de a autoridade monetária obter as metas de inflação, há um aumento na credibilidade, o que, por conseguinte,

contribui tanto para o alcance de uma inflação baixa e estável quanto para uma menor razão dívida/PIB (MOREIRA, 2006, p. 15).

Porém, segundo Pinto, Bittencourt e Machado, “para convencer os investidores a trocarem as LFTs que carregam em suas carteiras por títulos prefixados, será necessário garantir que a inflação estará sob controle pelos próximos anos – convicção que, hoje, não existe entre especialistas” (2011).

Para haver essa confiança é preciso que o governo realize a troca das LFT's com uma política fiscal adequada. Conforme Oreiro, “a redução da taxa real de juros de curto prazo no Brasil passa, portanto, pela extinção das LFTs e pela realização de um ajuste fiscal que viabilize a zeragem do déficit nominal do setor público” (2011).

5.5.1 Prós

Um dos principais pontos positivos da troca dos títulos indexados a taxa Selic seria a do aumento da potência da política monetária. Como visto no capítulo 2, um dos canais de transmissão desta política é o preço dos ativos, neste canal, um aumento da taxa Selic gera uma diminuição dos preços dos ativos, e conseqüentemente, da riqueza das famílias, diminuindo a demanda agregada e a inflação. Porém, tendo o governo títulos atrelados a esta taxa, quando ela eleva-se, há um maior pagamento de juros e uma maior disponibilidade de moeda na economia, gerando um efeito contrário ao esperado pelos condutores da política monetária. Desta forma, o aumento na taxa Selic deve ser maior, visto que se perde uma parte deste aumento por este canal.

Além do mais, um aumento na taxa de juros causa elevação da dívida pública e a necessidade de maiores superávits primários, por parte do governo, para conter este aumento. Neste contexto, os defensores desta corrente destacam que a manutenção das LFT's é prejudicial para a condução tanto da política monetária, quanto da política fiscal.

5.5.2 Contras

Apesar do forte apoio que esta alteração vem tendo nos últimos anos, há alguns autores que destacam que esta mudança pode ser prejudicial para a economia. Os autores afirmam que na tentativa de trocar estes papéis, por títulos prefixados, o governo deverá oferecer ao mercado títulos com retornos maiores aos praticados pela taxa de juros atual, de forma que, se mantenha a demanda pelos títulos da dívida pública brasileira. Sendo assim, elevam-se os gastos do governo com juros e compromete-se a política fiscal.

Conforme Gonçalves em entrevista a Pinto,

se o governo acredita na queda dos juros, ainda que mais adiante, a LFT é um papel mais adequado por ser pós-fixado. Para um investidor correr o risco de travar sua perspectiva de ganho, com título prefixado, ele sempre exigirá taxas de juros mais elevadas, o que significa custo adicional para o Tesouro, que é o emissor da dívida brasileira (GONÇALVES *apud* PINTO *et al*, 2011).

Além disso, os investidores, em momentos de crise, requerem papéis pós-fixados, por acreditarem ser mais seguros, na manutenção de seus valores, do que os títulos prefixados. Como podemos notar no gráfico 10, este movimento aconteceu no Brasil, em 1999, com a crise cambial.

Em relação aos títulos indexados a índices de preços parece haver um consenso de que sua adoção seria saudável na economia brasileira. Porém, sua aceitação por parte dos investidores requer atenção, uma vez que se este projeta uma desaceleração do aumento dos preços, meta da política monetária brasileira, poderá haver pouca procura por estes papéis.

5.6 EXTINÇÃO DO CRÉDITO DIRECIONADO

A última proposta de mudança analisada será a do fim do crédito subsidiado no Brasil. Esta é, talvez, a mais controversa das mudanças. Sua implementação requer o fim dos créditos direcionados, tais como os realizados pelo Banco Nacional

de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) à indústria, pela Caixa Econômica Federal à habitação e pelo Banco do Brasil ao setor agrícola.

O crédito direcionado pode ser realizado através de recursos do sistema bancário e de recursos públicos. Os advindos do sistema bancário correspondem aos empréstimos que as instituições financeiras são obrigadas a alocar em setores específicos, utilizando-se de um percentual sobre os depósitos bancários em conta corrente e caderneta de poupança. Atualmente, estes créditos são alocados nos setores rural, habitacional e de microcrédito. Conforme Cintra,

as instituições financeiras devem alocar 25% dos depósitos à vista e 40% da poupança para o crédito rural [...] Devem também emprestar 65% dos depósitos da caderneta de poupança para o financiamento habitacional. Em junho de 2003, a Lei n. 10.735, de 11 de setembro de 2003, instituiu ainda as bases para as operações de microfinanças, determinando a obrigação de se destinar no mínimo 2% dos depósitos à vista ao microcrédito, ou seja, empréstimos de até R\$ 500 para pessoas físicas e de até R\$ 1 mil para microempresas, com taxas de juros não superiores a 2% ao mês e prazo mínimo de pagamento de quatro meses (CINTRA, 2006, p. 310).

Já os financiamentos realizados com recursos públicos utilizam-se, principalmente, de recursos advindos de poupanças compulsórias, tais como o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), para realizar repasses a setores considerados estratégicos pelo governo, para estimular a economia. Os juros cobrados nestas operações são inferiores aos praticados pela taxa Selic. O principal exemplo utilizado pelos economistas como parâmetro de comparação é a taxa de juros de longo prazo (TJLP), utilizada pelo BNDES em seus repasses. Em setembro de 2011, a taxa Selic era de 12,0% a.a, enquanto a TJLP era de, aproximadamente, 6,0% a.a.

Desta forma, alguns autores defendem que estas linhas de crédito direcionado pressionam a elevação da taxa básica de juros, pois, não são alocadas pela lógica do mercado, por dependerem de critérios específicos para sua liberação. Conforme Haddad²⁶ (2005 *apud* MAIA, 2007, p. 20), “quanto mais subsídio sair pelo BNDES maior terá de ser a taxa Selic para dar igual impacto restritivo na demanda agregada.” Por subsídios do BNDES²⁷ leia-se crédito direcionado.

²⁶ HADDAD, Claudio. É preciso fechar o ‘granaduto’. **Valor Econômico**, São Paulo, 25 fev. 2005. Disponível em: < <http://www2.senado.gov.br/bdsf/bitstream/id/26623/1/noticia.htm>>. Acesso em 17 nov. 2011.

²⁷ Em Garcia (2008), o autor defende a hipótese do crédito direcionado ser subsidiado no Brasil.

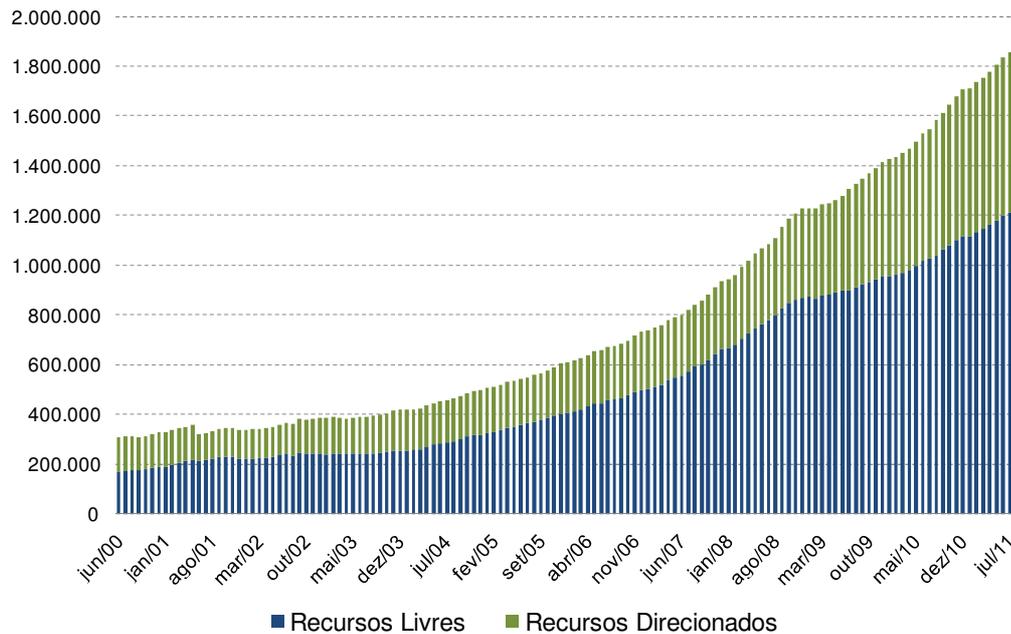


Gráfico 11 – Crédito direcionado x Crédito livre

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do BACEN.

De acordo com Joaquim Levy, em entrevista para Lessa (2006), deve haver sintonia entre os diversos instrumentos do governo. Permitir que a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) flutue com a SELIC é uma forma de se dar pleno efeito ao principal instrumento da política monetária. Esta alteração permitiria ao governo manter os créditos direcionados e elevar a potência de alterações na taxa Selic sobre os preços.

5.6.1 Prós

Com o fim do crédito direcionado ou com a permissão de flutuação da TJLP em linha com a taxa Selic, haveria uma tendência ao aumento da eficácia da política monetária, visto que mais recursos estariam expostos a flutuações da taxa básica de juros da economia.

Além disso, muitos economistas alegam que o crédito direcionado gera distorções na alocação dos recursos. Com o fim destes, a economia tenderia a alocar suas divisas em setores mais rentáveis.

5.6.2 Contras

Já os autores contrários a esta medida destacam que o crédito direcionado existe na intenção de diminuir falhas de mercado na economia brasileira. Para eles, a falta de crédito de longo prazo e a escassez de recursos para alguns setores, por parte da iniciativa privada, são as principais falhas de mercado existentes no setor de crédito brasileiro. Sendo assim, este tipo de crédito é relevante para estimular setores estratégicos e carentes de financiamento. Segundo Steinbruch,

a construção habitacional realiza ao mesmo tempo dois objetivos essenciais, a absorção de mão-de-obra em grande escala e a oferta de casa própria aos brasileiros. A agricultura provê alimentos para abastecer o mercado interno e proporciona excedentes responsáveis por um excepcional superávit comercial, que ajuda a equilibrar as contas externas. Os créditos do BNDES para investimentos constituem a única fonte de recursos de longo prazo no país e, sem eles, será impossível pensar na sustentação do crescimento econômico (STEINBRUCH²⁸, 2004 *apud* MAIA, 2007, p. 22).

Além disso, há uma forte crítica à concentração bancária, argumenta-se que há pouco incentivo ao mercado para emprestar no longo prazo, pois a taxa de juros brasileira é muito elevada, o que torna o custo de oportunidade do capital muito alto. Assim, caso o Estado deixe de realizar tais financiamentos, a iniciativa privada não se disponibilizaria a ocupar a lacuna deixada por ele sem que as taxas de retorno dos empréstimos sejam lucrativas. De acordo com Belluzzo,

[...] a tese de que a SELIC seria reduzida caso não houvesse direcionamento de crédito é bastante arguta caso o mercado bancário fosse concorrencial perfeito. Contudo, como o mercado bancário é oligopolizado, se eliminar o crédito direcionado, as taxas finais de crédito se manteriam, porque mesmo que a SELIC se reduza, os bancos – dentro da lógica de um oligopólio financeiro – elevariam o *spread* para manter a sua rentabilidade (BELLUZZO²⁹, 2007 *apud* MAIA, 2007, p. 23, grifo do autor).

Mesmos os autores que aceitam a tese de que haveria uma pressão na taxa

²⁸ STEINBRUCH, Benjamin. A ousadia é a persistência. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 16 nov. 2004. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1611200406.htm>>. Acesso em 17 nov. 2011.

²⁹ BELLUZZO, Luiz. Os Pesadelos do senhor Meirelles. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 21 nov. 2004. Disponível em: <https://acesso.uol.com.br/login.html?dest=CONTENT&url=http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2111200406.htm&COD_PRODUTO=7>. Acesso em 17 nov. 2011.

Selic por parte do crédito direcionado, no curto prazo, destacam que a médio e longo prazo este tipo de financiamento é benéfico para a economia, por aumentar sua capacidade produtiva e diminuir a pressão sobre os preços. Desta forma, haveria uma diminuição gradual da taxa básica de juros causada por estes créditos direcionados.

6 CONCLUSÃO

Apesar da conturbada década de 90, o Brasil conseguiu avançar significativamente em suas políticas macroeconômicas. O principal objetivo das políticas econômicas adotadas naquela década foi o de estabilizar os preços para que com isso o país pudesse obter um ambiente favorável ao crescimento econômico.

A adoção do Plano Real, em 1994, obteve êxito na sua tentativa de controlar a inflação. Além disso, a mudança da âncora nominal, em 1999, de cambial para monetária, e a adoção de uma política fiscal austera, também neste ano, proporcionaram ao país a obtenção do que os economistas chamam de tripé saudável de políticas macroeconômicas.

Neste contexto, a partir de 1999, o Brasil passou a aumentar suas reservas internacionais, diminuindo o impacto das fugas de capitais especulativos no seu balanço de pagamentos. Estas mudanças permitiram a diminuição do impacto de crises externas sobre a economia brasileira e sua pressão sobre a taxa de juros, pois esta era utilizada, também, na tentativa de conter as fugas de capitais. Sendo assim, observou-se uma forte tendência de queda da taxa Selic, tanto real quanto nominal, entre 1999 e 2011.

Apesar desta queda, o país ainda continua com a maior taxa básica de juros do mundo e obtendo um crescimento abaixo de outros países emergentes. Isto proporciona uma forte crítica à condução da política monetária, no tangente ao BACEN, visto que é este quem regula a taxa Selic. Porém, não basta apenas criticarmos este órgão sem entendermos as reais razões para que esta taxa tenha se elevado exacerbadamente, até 1999, e ainda continue elevada, em relação às demais taxas de juros praticadas por outros países, no contexto atual.

O presente trabalho analisou as principais causas do Brasil continuar com uma elevada taxa Selic. O que se observou foi que não há um motivo específico para a manutenção desta taxa em níveis elevados. Alguns autores apontam mais de uma razão sem apontar qual causaria maior pressão na taxa de juros brasileira. Desta forma, conclui-se que não há uma razão específica, mas sim que um conjunto de fatores macroeconômicos contribuíram e contribuem para a manutenção da taxa Selic em nível elevado.

Além disso, podemos observar que a separação da administração da política monetária e fiscal trouxe ganhos à economia brasileira. Há um aumento progressivo na confiabilidade da administração do BACEN e do Tesouro Nacional, o que contribui para uma maior estabilidade econômica e confiabilidade por parte dos investidores na economia brasileira e em títulos da dívida pública.

Por fim, foram analisadas seis alterações que poderiam ser adotadas pelo governo e por estas instituições reguladoras como forma de acelerar a redução da taxa Selic para níveis observados em outros países emergentes. Novamente, nenhuma destas mudanças possui unanimidade entre os especialistas. Todas possuem fatores favoráveis e contrários a sua adoção. Neste contexto, conclui-se que o governo, conjuntamente com os técnicos destas instituições, deve analisar seus objetivos na condução da economia brasileira, como forma de diminuir os impactos negativos da medida adotada, bem como aumentar sua eficácia na redução da taxa Selic e no aumento do crescimento econômico brasileiro.

REFERÊNCIAS

ALVES, Ana Paula de Almeida. **Núcleo da inflação como fator comum do IPCA: uma abordagem do modelo de fator dinâmico generalizado**. 2009. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2009.

ARAÚJO, Eliane; MODENESI, André de Melo. Custos e benefícios do controle inflacionário no Brasil (2000-2008): uma avaliação com base em um modelo VEC. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 2, 2009, Porto Alegre. **Anais...** Porto Alegre: PPGE/UFRGS, 2009.

ARIDA, Pérsio. Ainda sobre a conversibilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 3 (91), p. 135-142, jul./set. 2003a.

ARIDA, Pérsio. As letras financeiras do tesouro em seu vigésimo aniversário. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. (Org.). **Mercado de Capitais e Dívida Pública**. Rio de Janeiro: Contracapa, 2006. p. 229-244.

ARIDA, Pérsio. Por uma moeda plenamente conversível. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 3 (91), p. 151-154, jul./set. 2003b.

ARIDA, Pérsio; BACHA, Edmar Lisboa; LARA-RESENDE, André. Credit, interest and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAZZI, F.; GOLDFJAN, I.; HERRERA, S. (orgs.). **Inflation targeting, debt and the brazilian experience: 1999 to 2003**. Cambridge: MIT Press, 2003. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/diremp/arida-bacha-resende-2004.pdf>> Acesso em: 17 nov. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das metas para a inflação**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/Pec/metatas/TabelasMetaseResultados.pdf>. Acesso em: set. 2011.

_____. **Histórico das taxas de juros fixadas pelo Copom**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?COPOMJUROS>. Acesso em: set. 2011.

BRASIL. Decreto nº 3.088. **Diário Oficial da União**, 22 jun. 1999.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; GOMES, Cleomar. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. In: OREIRO, José Luis; PAULA, Luiz Fernando de; SOBREIRA, Rogério (Org.). **Política monetária**,

bancos centrais e metas de inflação. Rio de Janeiro: FGV, 2006. p. 21-51.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. A armadilha dos juros. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 10 fev. 2002a. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/articles/663juros-red.htm>>. Acesso em: 17 nov. 2011.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3 (87), p. 146-180, jul./set. 2002b.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 4, p. 323-336, out./dez. 2005.

CHILIATTO-LEITE, Marcos Vinicius; MELLO, Guilherme Santos. Contração fiscal reduz realmente os juros?. **Valor Econômico**, São Paulo, 26 set. 2011. Disponível em: <<http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2011/9/26/contracao-fiscal-reduz-realmente-os-juros>>. Acesso em: 17 nov. 2011.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. A reestruturação do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005. **Política Econômica em Foco**, Campinas, n. 7, p. 292-318, nov. 2005/abr. 2006.

CRUZEIRO DO SUL CORRETORA. **Real Interest Rates: Global Ranking.** Rio de Janeiro, jan/2011. Disponível em: <<http://blog.apregoa.com.br/wp-content/uploads/2011/01/realinterestratesranking01192011.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2011.

CURADO, Marcelo Luiz. Política Monetária, Inflação e Crescimento Econômico. **Economia & Tecnologia**, Curitiba, ano 1, v. 2, p. 21-28, jul./ago. 2005.

DALL'ACQUA, Fernando Maida. **O regime fiscal e investimento público no Brasil.** São Paulo: FGV/EASP/GVPesquisa, 2005. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3156/P00333_1.pdf?sequence=1>. Acesso em: 17 nov. 2011.

DELFINO NETTO, Antonio. Déficit Nominal Zero. **Economia & Tecnologia**, Curitiba, ano 1, v. 2, p. 5-12, jul./ago. 2005.

FERRARI FILHO, Fernando et al. Uma avaliação crítica da proposta de conversibilidade plena do real. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 25, n. 1 (97), p. 131-151, jan./mar. 2005.

FIGUEIREDO, Francisco Marcos R.; FERREIRA, Thaís Porto. **Os preços administrados e a inflação no Brasil**. Brasília: Banco Central do Brasil, dez. 2002. (Trabalhos para Discussão, n. 59).

GARCIA, Márcio G. P. Transparência Republicana. **Valor Econômico**, São Paulo, 1 ago. 2008. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/080801.pdf>>. Acesso em: 17 nov. 2011.

GIAMBIAGI, Fabio. **Um cenário normativo para a economia brasileira com reforma tributária e controle do gasto público**. Rio de Janeiro: BNDES, 2002. (Texto para Discussão, n. 92).

GIAMBIAGI, Fabio. **Uma agenda fiscal para 2007-2010**. Rio de Janeiro: IPEA, 2005. (Texto para Discussão, n. 1123).

GONÇALVES, Everton P. S. A proposta do déficit nominal zero. **Carta Econômica**, São Paulo, out./ 2005. Disponível em: <http://www.webfinder.com.br/disclosure/PDF/disclo_nov0205.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2011.

IBGE. **Consultas e pesquisas**. 2011. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br>. Acesso em: set. 2011.

IPEADATA. **Consultas e pesquisas**. 2011. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: set. 2011.

LARA-RESENDE, André. Em defesa dos títulos de indexação financeira. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de Capitais e Dívida Pública**. Rio de Janeiro: Contracapa, 2006. p. 219-227.

LESSA, Carlos. O pesadelo continua. **Valor Econômico**, São Paulo, 15 fev. 2006. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/pesadelo_lessa.pdf>. Acesso em 10 nov. 2011.

MAIA, Bento Antunes de Andrade. **O papel do BNDES**: críticas ao crédito e ao FAT. 2007. Disponível em: < <http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos>

/dest/premio_dest/mencao_honrosa_bento_IV_premio.pdf>. Acesso em: 2 nov. 2011.

MARQUES, Aumara Bastos Feu Alvim. Política cambial brasileira. **Economia & Energia**, ano 3, n. 15, jul./ago. 1999. Disponível em: <<http://ecen.com/eee15/cambio.htm>>. Acesso em: out. 2011.

MENDONÇA, Helder Ferreira. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 16, p. 65-81, jun. 2001.

MENDONÇA, Helder Ferreira. Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 3, p. 431-451, jul./set. 2007.

MENDONÇA, Helder Ferreira; SILVA, Rubens Teixeira da. Administração da dívida pública sob um regime de metas para inflação: evidências para o caso brasileiro. **Revista Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 12, n. 4, p. 635-657, out./dez. 2008.

MODIGLIANI, F.; SUTCH, R. Debt Management and the Term Structure of Interest Rates. In: ABEL, A. (Ed.) **The Collected Papers of Franco Modigliani**. Cambridge, MA: MIT Press, 1982. Disponível em: <<http://www.jstor.org/pss/1832167>>. Acesso em: 11 nov. 2011.

MOREIRA, Edison Marques. O regime de metas de inflação, a taxa de juros e a relação dívida pública/PIB. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 34, n. 2, p. 13-20, set. 2006.

OREIRO, José Luís; CURADO, Marcelo Luiz; DEZORDI, Lucas; PASSOS, Marcelo. Uma Análise da Proposta de Déficit Nominal Zero. **Economia & Tecnologia**, Curitiba, ano 1, v. 2, p. 17-20, jul./ago. 2005.

OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de. Conversibilidade plena do real: a quem interessa? **Jornal dos Economistas**, Rio de Janeiro, n. 176, p. 13-14, mar. 2004.

OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de; SILVA, Guilherme Jonas C. da. Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 24, n. 2, p. 223-237, abr./jun. 2004.

OREIRO, José Luís; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: _____. **Agenda Brasil**, Rio de Janeiro: Manole, 2003. p. 117-152. Disponível em: < <http://www.joseluisoreiro.ecn.br/arquivos/agenda04.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2011.

PASTORE, Affonso Celso Pastore; PINOTTI, Maria Cristina. A Taxa Real de Juros no Brasil. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (Coord.). **Plano Nacional de desenvolvimento: a hora e a vez do Brasil. Seis revoluções para tornar o Brasil um país desenvolvido**. Rio de Janeiro: Fórum Nacional Cúpula Empresarial, 2010.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Conversibilidade do real e redução da taxa de juros. **Valor Econômico**, São Paulo, 1 mar. 2005. Disponível em: < http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=conversibilidade%20do%20real%20e%20redu%C3%A7%C3%A3o%20da%20taxa%20de%20juros.&source=web&cd=1&sqi=2&ved=0CB4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ie.ufrj.br%2Fmoeda%2Fpdfs%2Fconversibilidade_real_reducao_taxas_juros.doc&ei=yaTFTqi3C8OpgwfUoKDUCA&usg=AFQjCNGevdIAO8-g_OC7cWCRMNeyBSZ5KA&sig2=eMisPeH0mn1UeJPSgCzkGA>. Acesso em: 10 nov. 2011.

PINTO, Lucinda; BITTENCOURT, Angela; MACHADO, Daniela. Corte do juro não garante ambiente para reduzir dívida atrelada à Selic. **Valor Econômico**, São Paulo, 5 set. 2011. Disponível em: < <http://www.valor.com.br/brasil/997730/corte-do-juro-nao-garante-ambiente-para-reduzir-divida-atrelada-selic>>. Acesso em: 11 nov. 2011.

TOMAZZIA, E. C.; MeURER, R. O mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil: uma análise VAR por setor industrial. **Revista Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 13, n. 4, p. 371-398, out./dez. 2009.