

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**Análise da eficácia da política monetária brasileira sob o regime
de metas para inflação (1999-2013)**

TÂNIA APARECIDA GOMES PAES

ORIENTADOR: Prof. Dr. André de Melo Modenesi

**Rio de Janeiro
Fevereiro/2014**

TÂNIA APARECIDA GOMES PAES

Análise da eficácia da política monetária brasileira sob o regime de metas para inflação (1999-2013).

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE) do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Mestre em Economia.

ORIENTADOR: Prof. Dr. André de Melo Modenesi

Rio de Janeiro

Fevereiro/2014

FICHA CATALOGRÁFICA

P126 Paes, Tânia Aparecida Gomes.
Análise da eficácia da política monetária brasileira sob o regime de metas para inflação (1999-2013) / Tânia Aparecida Gomes Paes. -- 2014.
98 f. ; 31 cm.

Orientador: André de Melo Modenesi
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro,
Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia, 2014.
Bibliografia: f. 92-98.

1. Taxa de juros. 2. Mecanismo de transmissão da Política monetária. 3.
Eficácia da Política monetária. 4. Metas de inflação. I. Modenesi, André de Melo.
II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 339

Agradecimentos

Agradeço em primeiro lugar, e especialmente, a Prof. Dra. Ana Lúcia Pinto da Silva, minha ex-professora e amiga, toda ajuda oferecida, todo carinho e amizade. A sua ajuda e generosidade foram de extrema importância para a minha aprovação no mestrado, sem ela, com certeza teria demorado mais alguns anos para conseguir realizar esse sonho.

Agradeço a orientação e o apoio do Professor André de Melo Modenesi. Nossos encontros e conversas, ainda que escassos devido ao tempo limitado e a particularidade do período de “maior gás no trabalho”, foram de suma importância para melhor entender os argumentos e organizar essa dissertação. Agradeço também pelos seus belos trabalhos publicados que me serviram de inspiração ao longo dessa jornada.

Agradeço a minha família pelo apoio incondicional, mesmo em meio a tantas dificuldades. Pai (Manoel Francisco Paes), Mãe (Sueli Maria Gomes Paes) sei o quanto vocês têm se sacrificado por mim, para me ajudar a manter de pé meu sonho e a ultrapassar todos os limites que me foram impostos socialmente. Agradeço também aos meus irmãos, principalmente a minha irmã, Helaine Gomes Paes, que mesmo longe tem me apoiado com todo amor, carinho, compreensão e amizade comuns de irmãos que se amam e se protegem.

Agradeço ao meu “namorado”, Felipe Lima de Medeiros, por toda a ajuda e toda a compreensão nos momentos de tensão, medo e desespero (que não foram poucos). Agradeço mais ainda pelos maravilhosos momentos que passamos juntos, relaxamos, curtimos, nos amamos e, por alguns minutos ou horas, fugimos e esquecemos toda a pressão desses últimos três meses. Você é o amor da minha vida, o verdadeiro amor.

Agradeço imensamente a ajuda de meus novos familiares, especialmente a Patrícia Lima e a Maria Nícia Medeiros, pelo apoio em todos os momentos e por todo carinho dedicado a mim.

Agradeço aos meus amigos de perto e aos de longe, especialmente Thiago Leão, Soraya Mukotaka, Aline Soares de Lima, Rodrigo Pereira Jordão e Rodger Antunes, pelo carinho, pela preocupação, pela ajuda e pela valiosa amizade. Amo todos e cada um.

Agradeço aos meus professores de graduação e amigos que me incentivaram e me apoiaram ao longo dessa trajetória: José Caio Racy, Cláudia Satie Hamasaki, Edgard Cândido e, especialmente ao Paulo Rogério Scarano pelas ideias e dicas de procedimento de pesquisa e também por sempre tirar minhas dúvidas com muita clareza, carinho e dedicação.

A todos,
Os meus mais sinceros agradecimentos.

RESUMO

Esta dissertação estuda a eficácia da política monetária nos anos recentes no Brasil, tomando como base a difundida tese de que é reduzida a eficácia da política monetária brasileira e/ou existem deficiências nos seus mecanismos de transmissão, explicitada pela necessidade de manter a taxa de juros em patamares elevados para controlar a inflação. A partir de uma abordagem empírico-descritiva, a pesquisa analisa se a acentuada tendência de queda da taxa básica de juros brasileira a partir de 2005 reflete uma mudança conjuntural ou está relacionada com alterações estruturais nas instituições que modificam e condicionam os mecanismos de transmissão da política monetária. Especificamente, o objetivo é verificar se houve melhora da eficácia da política monetária nos anos recentes. Os resultados são pouco conclusivos. Ainda que se tenha verificado mudanças estruturais significativas no “canal financeiro” ou preços dos ativos, a melhora da eficácia apontada por este canal tende a ser contrabalançado pela influência parcialmente negativa do canal crédito, através do segmento de crédito direcionado, e pelo fato de que a economia brasileira ainda conserva mecanismos de indexação, à medida que a participação dos preços administrados no índice de inflação continua elevado, bem como a partir de 2007 institui-se a indexação do salário mínimo.

Palavras-chave: Taxa de Juros, Mecanismo de Transmissão da Política Monetária, Eficácia da Política Monetária, Metas de Inflação.

ABSTRACT

This dissertation studies the effectiveness of monetary policy in recent years in Brazil, taking the widespread thesis that is reduced the effectiveness of the Brazilian monetary policy based on deficiencies in their transmission mechanisms, made explicit by the need to keep interest rates at high levels to control inflation. From an empirical- descriptive approach, the research examines whether the sharp downward trend in the basic Brazilian interest rate since 2005 reflects a cyclical change, or is related to a structural modification in the institutions that modify and constrain the transmission mechanism of monetary policy. Specifically, the goal is to determine whether there was improvement in the effectiveness of monetary policy in recent years. The results are inconclusive. Although there has been significant structural changes in "financial channel" or asset prices, improved efficacy reported by this channel tends to be partially offset by the negative influence of credit channel, through the government credit segment, and the fact that the Brazilian economy still retains indexation mechanisms, as the share of administered prices at inflation remains high, and from 2007 on the indexation of the minimum wage was established.

Key-words: Interest Rate, Transmission Mechanism of Monetary Policy, Monetary Policy effectiveness, Inflation Targeting.

ÍNDICE DE GRÁFICOS, FIGURAS E ILUSTRAÇÕES

Gráficos

Gráfico 1: Taxa real de crescimento do PIB (%): 1990-2012.....	11
Gráfico 2: Evolução da taxa básica de juros da economia (Selic) % a.a - jan/1998 a dez/2013	12
Gráfico 3: Crescimento médio de países emergentes e do mundo – 1994 a 2012	14
Gráfico 4: Poupança doméstica e taxa real de juros: 2000-2009	36
Gráfico 5: Investimento doméstico e taxa real de juros: 2000-2009	37
Gráfico 6: Taxa real de juros: Brasil versus outros países mundiais (% a.a): 2000-2012*	70
Gráfico 7: Desvios da inflação (% a.a) em relação à meta: 2000-2013.....	70
Gráfico 8: Variação da Inflação e da taxa básica de juros (Selic) – acumulados no mês e % anual: jan/00 a dez/13	71
Gráfico 9: Prazo médio da Dívida Mobiliária Federal - DMF (eixo da esquerda) <i>versus</i> Taxa básica de juros – Selic (eixo da direita): jan/99 a nov/13	72
Gráfico 10: Prazo e duração médios da dívida mobiliária federal (DMF): jan/99 a dez/13	73
Gráfico 11: Prazo e duração médios das NTN's e LTN's e prazo médio das LFT's: jan/99 a dez/13.....	74
Gráfico 12: Dívida Mobiliária Federal: participação por indexador - % (posição em carteira): jan/00 a nov/13	76
Gráfico 13: Dívida mobiliária indexada over/Selic (eixo da esquerda) versus Selic (eixo da direita) - %: jan/00 a nov/13	77
Gráfico 14: Crédito livre em % do PIB (eixo da direita) e dívida pública Over/Selic (eixo da esquerda): jun/00 a nov/13	79
Gráfico 15: Taxa de crescimento do crédito anual: 2001-2013	80
Gráfico 16: Evolução do crédito livre em % do PIB (eixo da esquerda) e Taxa básica de juros (eixo da direita): jan/00 a nov/13	81
Gráfico 17: Participação do crédito direcionado no total (eixo da direita) e taxa básica de juros (eixo da eixo da esquerda): jan/00 a nov/13.....	82

Gráfico 18: Inflação acumulada em 12 meses do índice de preços ao consumidor amplo (IPCA) e dos preços livres e monitorados: Dez/99 a Dez/13..... 84

Gráfico 19: Evolução da contribuição dos preços administrados no IPCA (eixo da direita) versus taxa básica de juros (eixo da esquerda): jan/00 a dez/1387

Figuras

Figura 1: Os instrumentos de política monetária e determinação das taxas de juros. 19

Figura 2: Os canais de transmissão da política monetária e a dinâmica econômica 19

Quadros

Quadro 1: Resumo: a evolução dos fatores institucionais e os resultados sobre a eficácia da política monetária. 88

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO 1: Uma breve apresentação da determinação da taxa de juros e da dinâmica dos mecanismos de transmissão da política monetária	18
CAPÍTULO 2: O debate sobre o problema das taxas de juros no Brasil: por que permaneceram tão elevadas?	27
1.1 Fragilidade institucional	28
1.2 Concepção fiscalista sobre a taxa de juros	32
1.3 A hipótese Bresser-Nakano de múltiplos equilíbrios para a taxa de juros.....	39
1.4 A convenção pró-conservadorismo.....	40
CAPÍTULO 3: A tese sobre a reduzida eficácia e/ou falhas no mecanismo de transmissão da política monetária e seus fundamentos.....	43
3.1 A fragilidade do “canal financeiro”	46
3.2 A imperfeição do canal crédito	52
3.2 O problema dos preços administrados e da indexação	59
CAPÍTULO 4. A eficácia política monetária no regime de metas para inflação: uma análise empírico-descritiva	64
4.1 Um panorama geral da economia brasileira nos anos 2000	65
4.2 Houve melhora na eficácia da política monetária nos anos recentes?	72
4.2.1 A evolução do canal financeiro na transmissão da política monetária..	72
4.2.2 O mercado de crédito e a transmissão da política monetária.....	78
4.3 Os preços administrados e a indexação da economia	83
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	89
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	93

INTRODUÇÃO

Desde os anos oitenta a política monetária brasileira tem sido orientada por metas formais ou informais sobre a taxa de juros. Nos anos de 1980 a explicação de altas taxas de juros era voltada para a alta inflação, restrição externa e déficits fiscais. Após a estabilização com o Plano Real, as taxas de juros foram estimuladas para atrair o capital externo necessário à manutenção da “âncora cambial do Real” e a partir da crise cambial de 1999, com a adoção do tripé de política econômica baseado no câmbio flexível, superávit primário e metas para a inflação, o argumento para as altas taxas de juros têm sido a contração de demanda e, através dessa, o controle inflacionário.

Apesar do sucesso inquestionável em alcançar a estabilidade de preços, depois de quase uma década de aceleração inflacionária e sucessivas tentativas fracassadas de estabilização – Plano Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990), Collor II (1991) –, o modelo de política monetária previsto no Plano trouxe uma série de consequências negativas para o crescimento e desenvolvimento da economia brasileira. A manutenção do câmbio valorizado reduziu a competitividade das exportações e estimulou o aumento das importações, deteriorando o saldo externo.

Além disso, as altas taxas de juros implicaram na atração em maior volume dos capitais de portfólio, que buscavam ganhos de arbitragem da taxa de juros brasileira e, por isso, eram altamente instáveis a eventos que previam alteração no retorno esperado. Dessa forma, a economia brasileira ficou extremamente vulnerável às mudanças nos cenários de liquidez internacional e/ou nas expectativas dos investidores quanto à estabilidade da política macroeconômica doméstica. Oscilações na taxa de câmbio, por exemplo, provocariam incertezas sobre a paridade cambial e sobre o valor futuro da moeda doméstica, a exemplo da crise de mexicana entre 1994 e 1995 e a abrupta saída de capitais resultantes do chamado “efeito tequila”.

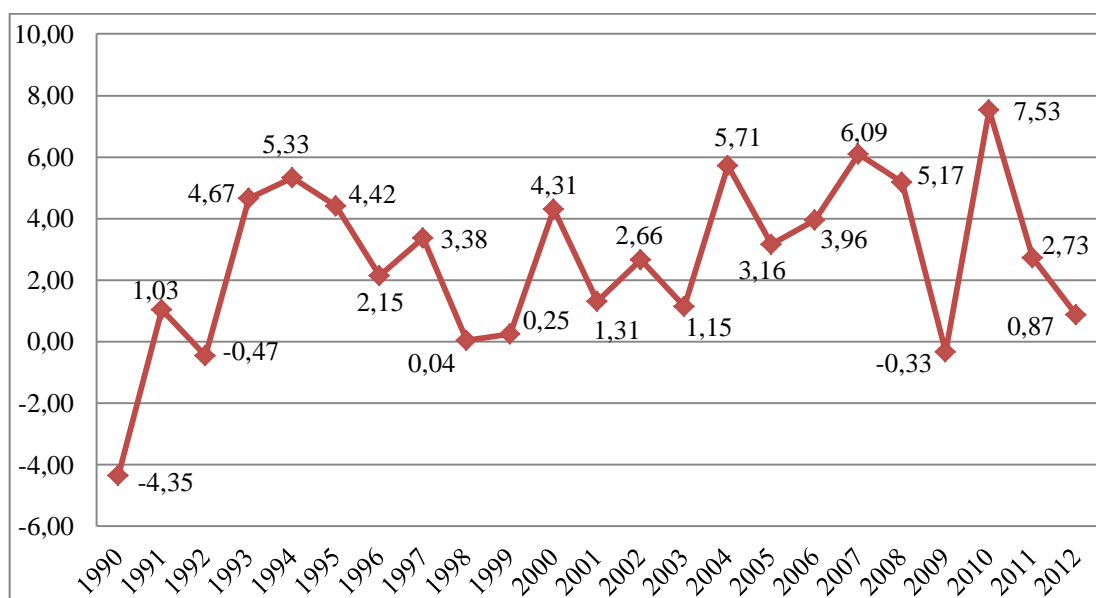
Ademais, as altas taxas de juros prejudicavam o consumo e o investimento (sendo que este último sofreu ainda com concorrência comercial, intensificada pelo processo de abertura econômica do período e câmbio valorizado, que levou à retração industrial) e implicavam na expansão do déficit público, na medida em que a dívida, sendo indexada (à taxa básica de juros, câmbio e inflação), sofria consideráveis acréscimos em seu componente financeiro.

Nesse contexto, o cenário macroeconômico entre os anos de 1995 e 1998 combinou reduzida inflação e baixo crescimento econômico (à exceção do curto período de razoável

crescimento logo após a estabilização) – ver gráfico 1 – com uma aparente estabilidade cambial e fiscal, cujo artificialismo seria evidenciado em fins de 1998. Neste ano, em decorrência do efeito contágio da crise dos Tigres Asiáticos em 1997 e da Moratória da Rússia em 1998, esgota-se a disposição do resto do mundo em continuar a financiar os déficits em transações correntes brasileiro. A taxa de juros, instrumento clássico de combate aos ataques especulativos, não se mostrava mais suficiente em reverter o quadro de “fuga” de capitais, o que forçou a desvalorização do Real e a substituição da âncora cambial pelo regime de metas de inflação.

O novo regime, tendo sua gênese nos modelos neoclássicos e monetaristas, parte do pressuposto da existência de taxa natural de desemprego e de neutralidade da moeda no longo prazo e, portanto, assume que a política monetária não afeta o produto e o emprego numa trajetória sustentável ao longo do tempo. Dessa forma, define como núcleo da política monetária a manutenção da taxa de juros em patamares elevados para arrefecer a demanda e atender as metas inflacionárias pré-determinadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Gráfico 1: Taxa real de crescimento do PIB (%): 1990-2012



Fonte: Banco Mundial

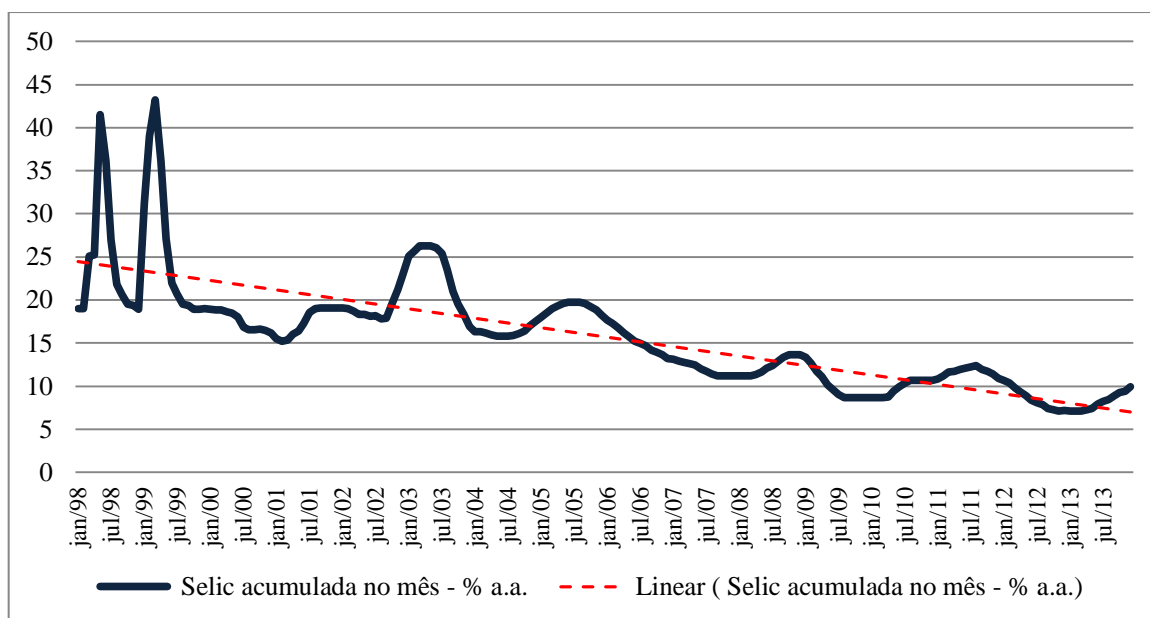
Ao contrário do que previam muitos economistas na época da crise cambial, a desvalorização e a mudança do regime monetário não comprometeram a estabilidade de preços e, dessa forma, a expectativa era de que as taxas de juros entrassem num processo de decréscimo e se aproximassem das taxas reais dos países desenvolvidos. Todavia, diante do ambiente de incerteza e da aguda crise de liquidez entre os anos entre 2000 e 2003 as taxas

de juros foram novamente usadas para impedir que os capitais externos e domésticos deixassem o país.

Nesse período houve uma série incomum de choques adversos, como estouro da bolha da Nasdaq, a crise energética brasileira, os ataques terroristas de 11 de setembro nos Estados Unidos, o colapso do regime cambial de *currency board* argentino e as incertezas nas eleições presidenciais de 2002, em que o antigo candidato de esquerda, Luiz Inácio Lula da Silva, e crítico da política econômica adotada nos governos do Presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-1998; 1999-2002) ganhava a preferência dos eleitores. A expectativa de que haveria uma forte mudança político-ideológica, por si, teria criado o ambiente de incerteza que ficou conhecido como “risco-Lula” (ARIDA et al., 2004; HOLLAND, 2006).

A partir de 2003, quando os mercados externos (e também o interno) tiveram a certeza de que o tripé de política macroeconômica (metas para inflação, câmbio valorizado e superávit primário) não seria alterado, a economia brasileira começa a dar sinais de melhora. Novamente especulou-se sobre o início de uma trajetória mais acentuada de queda das taxas de juros que de fato aconteceu, como pode ser claramente observado no gráfico abaixo, e esteve muito associada ao cenário externo extremamente favorável a partir de 2004.

Gráfico 2: Evolução da taxa básica de juros da economia (Selic) % a.a - jan/1998 a dez/2013



Fonte: Banco Central do Brasil

Todavia, embora tenha sido significativa a redução ao longo da primeira década dos anos 2000, as taxas reais de juros se mantiveram em patamares muito elevados quando

comparado com a experiência internacional, perpetuando as consequências negativas para o desempenho da economia brasileira verificadas entre 1995 e 1998:

- i. Desestimula o investimento privado, reduzindo a demanda agregada e, consequentemente, o crescimento do produto interno bruto (PIB) e o bem-estar social;
- ii. Estimula a entrada de capitais externos, o que valoriza o Real, reduz competitividade das exportações e deteriora o saldo externo (a exceção de 2003 a 2007, em que a conta de transações correntes do Balanço de Pagamentos brasileira registrou saldos positivos). Isso implica numa permanente dependência de poupança externa e fragilização da economia diante de fatores desestabilizadores ou choques internacionais que pressupõem alterações na disposição da comunidade financeira internacional em expandir recursos para o resto do mundo;
- iii. Aumenta as despesas com o serviço da dívida pública, limitando os gastos de custeio e de investimento do governo. Este efeito se deve, especialmente, a peculiaridade da dívida pública brasileira de manutenção de títulos indexados à taxa básica de juros, nas chamadas Letras Financeiras do Tesouro (doravante LFT`s).
- iv. Dificulta o desenvolvimento de mecanismos de financiamento de longo prazo, importante fonte de estímulo aos investimentos, pois tornam os títulos de curto prazo altamente atraentes em função da garantia de rentabilidade e alta liquidez oferecida pelas LFT`s.

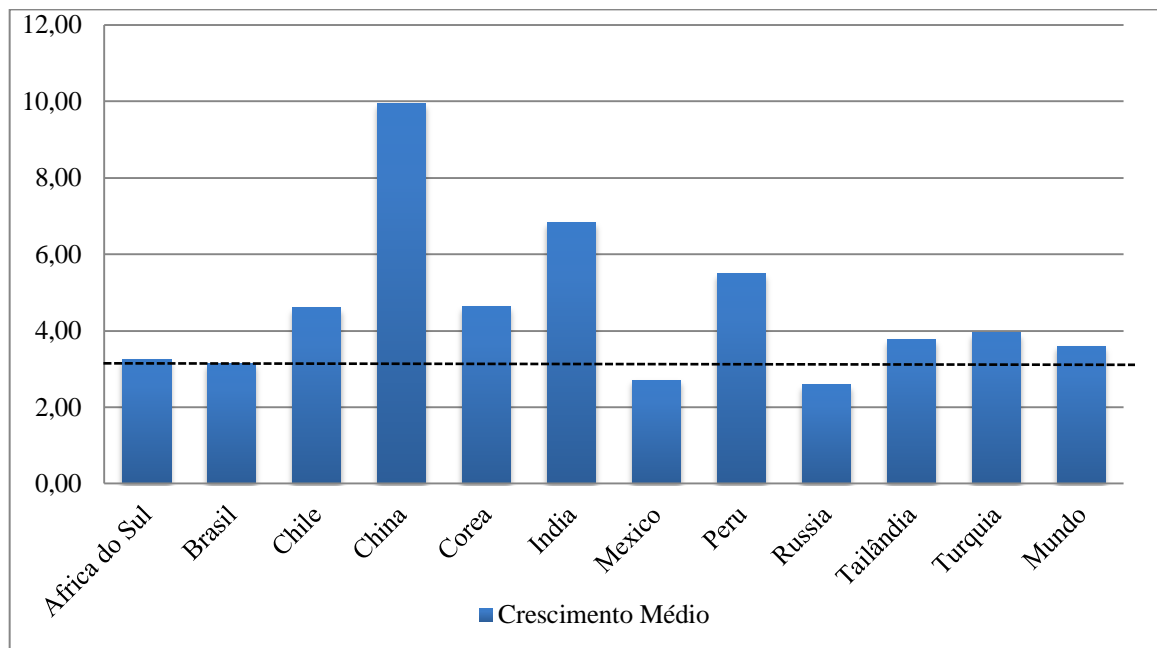
Ao analisar as consequências econômica e social da política monetária brasileira, Araújo e Modenesi (2013) mostram empiricamente que o custo relativo da política monetária brasileira é muito alto frente ao reduzido benefício da estabilização, tendo em vista que são necessárias taxas de juros muito elevadas para que se obtenha um efeito pequeno de contração dos preços. Por outro lado, os efeitos negativos sobre a atividade econômica e, consequente, queda do bem-estar social; e positivos sobre a dívida pública federal são consideravelmente altos.

Ao final de 24 meses, um aumento de 1% da Selic implica: i) redução de 10,14% na taxa de crescimento da produção industrial; ii) elevação de 16,91% na taxa de crescimento da relação dívida/PIB; iii) redução de 0,29% na taxa de inflação (...)
(*Ibidem*, p.120).

Sendo assim, desde a adoção do Real, o crescimento da economia brasileira tem sido do tipo *stop and go*, registrado uma média de apenas 3,15% a.a no período de 1994 a 2012. Ainda que não se afaste sobremaneira da média mundial (3,6% a.a), o resultado é

decepcionante quando comparado com outros países emergentes, os quais o crescimento tem sido consideravelmente superior, a exemplo da China e Índia, que cresceram em média 9,95% a.a e 6,84% a.a, respectivamente, no mesmo período.

Gráfico 3: Crescimento médio de países emergentes e do mundo – 1994 a 2012



Fonte: Banco Mundial

Diante da resistência de uma redução considerável das taxas de juros, surgiu um amplo debate na literatura econômica, sumarizado no artigo de Modenesi e Modenesi (2012), abrangendo tanto a teoria econômica heterodoxa como a ortodoxa, cujo objetivo consistiu em identificar a razão pela qual as taxas de juros permaneciam tão altas.

A visão *mainstream* da economia aborda questões de natureza micro/institucional e macroeconômica, concentradas no debate em torno da fragilidade institucional brasileira (o risco de descumprimento dos contratos sob a jurisdição brasileira, a chamada incerteza jurisdicional; e a falta de independência do Banco Central) e na concepção sobre a vulnerabilidade das contas públicas e o baixo grau de coordenação entre a política fiscal e a monetária. Denominados de fiscalistas, os adeptos a esta concepção defendem que o elevado estoque de dívida pública tem impedido a flexibilização da política monetária. Isso porque as taxas de juros precisam ser mantidas elevadas para estimular a classe rentista a adquirir títulos públicos e para anular a pressão inflacionária gerada pelo incremento de demanda, consequente da flexibilidade fiscal. Dessa forma, a zeragem ou redução considerável do déficit nominal do governo, é apontada como pré-condição para que as taxas de juros sejam reduzidas. Esta abordagem traz ainda uma variante, a qual propõe que a política monetária tem sido rígida para compensar a insuficiência de poupança nacional.

A abordagem heterodoxa sublinha características macroeconômicas e questões de natureza política, consubstanciadas:

- i. Na hipótese Bresser-Nakano ou existência de equilíbrios múltiplos para taxa de juros, a qual defende que devido às diversas funções atribuídas à taxa de juros, como controlar a demanda, evitar a desvalorização cambial e incentivar a procura por títulos públicos, seu aumento para atender determinados objetivos tenderia necessariamente a desencadear e/ou aprofundar os desequilíbrios em termos de outros objetivos, o que exigiria recorrentes rodadas de acréscimos e isto constituiria uma armadilha sobre a economia brasileira, na medida em que a taxa básica de juros passa ser percebida pelo sistema financeiro internacional como expansão do risco-país.
- ii. Na tese da convenção pró-conservadorismo, inspirada no conceito de convenção desenvolvido por Keynes (1936), segundo a qual, depois de longos anos de juros em níveis alarmantes, a autoridade monetária incorpora que há um piso alto necessário para a taxa de juros. Assim, mesmo diante da consolidação do controle inflacionário e da assunção de cenários macroeconômicos internacionais favoráveis, a taxa de juros seria reduzida lentamente, pois existe o receio de iniciar uma política de decrescimento.
- iii. Na tese de reduzida eficácia da política monetária e/ou falhas em seus mecanismos de transmissão¹, a qual descreve que a obstrução ou falhas nos canais de transmissão da política monetária impedem parcialmente que os efeitos das taxas de juros sejam transmitidos para a economia. Esta tese compreende mais uma série de argumentos: as fragilidades do “canal financeiro”, relacionadas à inexistência de uma curva de rendimentos longa e a concentração da renda na esfera financeira; a imperfeição do canal de crédito, ressaltando as questões da baixa penetração do crédito livre na determinação da renda, da significativa segmentação do mercado de crédito e da influência da renda financeira neste setor da economia; e o problema da indexação que abrange, em particular, a considerável participação dos preços administrados no índice de preços da política de metas para inflação e a indexação do salário mínimo.

¹ Ainda que grande parte da argumentação relacionada a esta tese baseia-se no artigo de Modenesi e Modenesi (2012), alguns argumentos foram acrescentados com base em outros trabalhos como é o caso da baixa penetração do crédito livre na determinação da renda (Barboza, 2012; Carvalho et al, 2007) e a questão da indexação do salário mínimo (Braga, 2011; Braga e Martinez, 2012).

A partir de 2005, no entanto, verificou-se uma tendência de queda mais acentuada da taxa (ver gráfico 2) e, no final de 2011 o juro começa a declinar gradualmente e se mantém em queda até outubro de 2012, quando estagna em 7,25% ao ano. Diante disso, questionamentos surgiram em torno de uma possível melhora na eficácia da política monetária, em função de algumas mudanças estruturais, como a diminuição da participação das Letras Financeiras do Tesouro na dívida pública mobiliária e o aumento dos títulos prefixados, o alongamento da curva de rendimentos e o reajuste de alguns preços administrados no domínio federal, em especial as tarifas de energia elétrica e telefonia. Ao mesmo tempo, fatores conjunturais de natureza interna e externa também contribuíram para a redução da taxa de juro. No âmbito interno destacam-se as políticas de controle de crédito, denominadas de macroprudenciais, ao final de 2011; e no externo, assistiu-se a uma flexibilização inédita da política monetária dos países industrializados após a crise do *subprime* em 2008, especialmente, nos Estados Unidos.

Essa maior flexibilização da política monetária juntamente com o artigo-resenha de Modenesi e Modenesi (2012) fez surgir o interesse pelo tema do problema da taxa de juro no Brasil, especialmente, pelos fatores apontados na tese de baixa eficácia da política monetária e/ou falhas nos seus mecanismos de transmissão. Sendo assim, a proposta deste trabalho é analisar a eficácia da política monetária nos anos recentes, tendo como base esta difundida tese sumarizada em Modenesi e Modenesi (2012). Especificamente, o objetivo é verificar se a tendência de queda na taxa de juro a partir do regime de metas para inflação, especialmente depois de 2005 e da baixa histórica verificada entre 2011 e 2012, está relacionada com uma melhora na eficácia da política monetária através de seus canais de transmissão. A eficácia é entendida por este trabalho como a sensibilidade da política monetária (através da taxa de juro) em relação ao índice de preços oficial do regime de metas para inflação, o Índice de Preços ao Consumidor (IPCA), sendo que, quanto maior a sensibilidade-juro do IPCA, mais eficaz será a política.

A pergunta que norteará esta pesquisa é a seguinte: a acentuada queda recente da taxa básica de juro do Brasil reflete uma mudança conjuntural ou estrutural nas instituições que governam os canais de transmissão da política monetária, o que conseqüentemente tenderia a melhorar a eficácia da política monetária? Ainda que os fatores conjunturais tenham exercido uma forte influência para a queda da taxa de juro, a hipótese adotada nessa pesquisa é de que houve uma melhora nos mecanismos de transmissão, aumentando a capacidade da política monetária em alcançar seu objetivo final, isto é, o controle de preços. Por sua vez, o procedimento metodológico utilizado consiste na análise empírica baseada em

estatísticas descritivas, as quais são verificadas a evolução do prazo e composição da dívida pública (relacionadas ao “canal financeiro”), do volume de crédito (canal crédito) e dos preços que compõem o índice oficial de inflação, o IPCA (canal taxa de juros).

O trabalho foi estruturado em quatro capítulos, além dessa introdução e das considerações finais. O primeiro faz uma breve apresentação da determinação da taxa de juros e dos canais de transmissão da política monetária presentes na literatura econômica, com o propósito de melhor entender a atuação do Banco Central na economia e os argumentos macroeconômicos inerentes às diferentes teses que procuram explicar o porquê das taxas de juros serem tão altas no Brasil. No segundo capítulo é realizada uma resenha crítica sobre estas teses, com exceção da tese sobre a reduzida eficácia da política monetária, a qual, por ser o tema desta dissertação e incluir mais uma série de argumentos, reservou-se o terceiro capítulo para desenvolver a discussão.

O quarto, e último, capítulo realiza a análise empírico-descritiva, iniciando com uma apresentação do panorama geral da economia brasileira, a partir da adoção do regime de metas para inflação, a qual é seguida por uma análise descritiva dos indicadores apontados pela tese de reduzida eficácia da política monetária como os canais redutores da capacidade da política monetária em conter a demanda agregada e controlar o nível de preços.

CAPÍTULO 1: Uma breve apresentação da determinação da taxa de juros e da dinâmica dos mecanismos de transmissão da política monetária

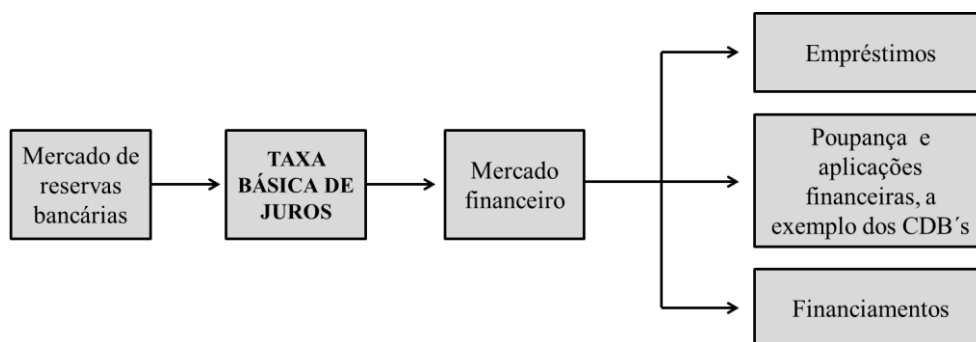
Segundo Mishkin (1995), a política monetária ganhou preferência sobre a fiscal para os tomadores de decisões econômicas a partir da década de 1990. Isso porque a política fiscal em voga até a década de 1970 gerou um série de preocupações, especialmente devido à persistência de grandes déficits no orçamento, e colocou em dúvida a possibilidade do sistema político em alcançar as estabilizações nas rendas nacionais por intermédio da taxação e das decisões de gasto. Sendo assim, a política monetária ganhou fôlego para fins de estabilização dos níveis de preços e de atividade econômica. Entretanto, sua aplicação equivocada pode resultar em consequências inesperadas ou indesejáveis, de modo que, a compreensão dos mecanismos de transmissão da política monetária é de fundamental importância para evitar equívocos na sua aplicação.

Com o objetivo de alcançar a meta final da política monetária, o Banco Central intervém na economia através de instrumentos², que percorrem o caminho da meta por meio das variáveis operacionais ou instrumentais, como a taxa básica de juros e as reservas bancárias, que por sua vez influenciam e controlam as chamadas variáveis intermediárias, a exemplo das taxa de juros de médio e longo prazo e dos agregados monetários. As metas intermediárias são importantes indicadores da capacidade da política monetária em transmitir seus impulsos para a economia.

De modo geral, no caso do regime de metas para inflação, o objetivo final da política monetária é manter a estabilidade do nível de preços, utilizando como principal instrumento a taxa de juros do mercado de reservas bancárias, isto é, a taxa básica de juros da economia (também denominada de Selic). Esta taxa, ao influenciar a dinâmica do mercado financeiro, serve como referência para a formação das demais taxas de juros da economia, como pode ser observado no esquema abaixo.

² Os instrumentos tradicionais de política monetária, incessantemente apresentados e discutidos nos manuais de economia monetária, a exemplo de Carvalho et. al. (2007), são: a) as chamadas operações de mercado aberto, caracterizadas por leilões competitivos no mercado interbancário de compra e vendas de títulos do governo, proporcionando o controle direto e diário do nível de reservas do Banco Central e, conseqüentemente da taxa de juros básica definida pelo Comitê de Política Monetária; b) os depósitos compulsórios, nada mais são do que a captação obrigatória pelo Banco Central de uma parcela dos depósitos recebidos pelos bancos comerciais, definido as reservas bancárias e controle do multiplicado monetário; e c) as operações de redesconto ou assistência financeira de liquidez, em que o Banco Central concede empréstimos aos bancos comerciais na forma de crédito, com a finalidade de atender as suas dificuldades temporárias de liquidez.

Figura 1: Os instrumentos de política monetária e determinação das taxas de juros.



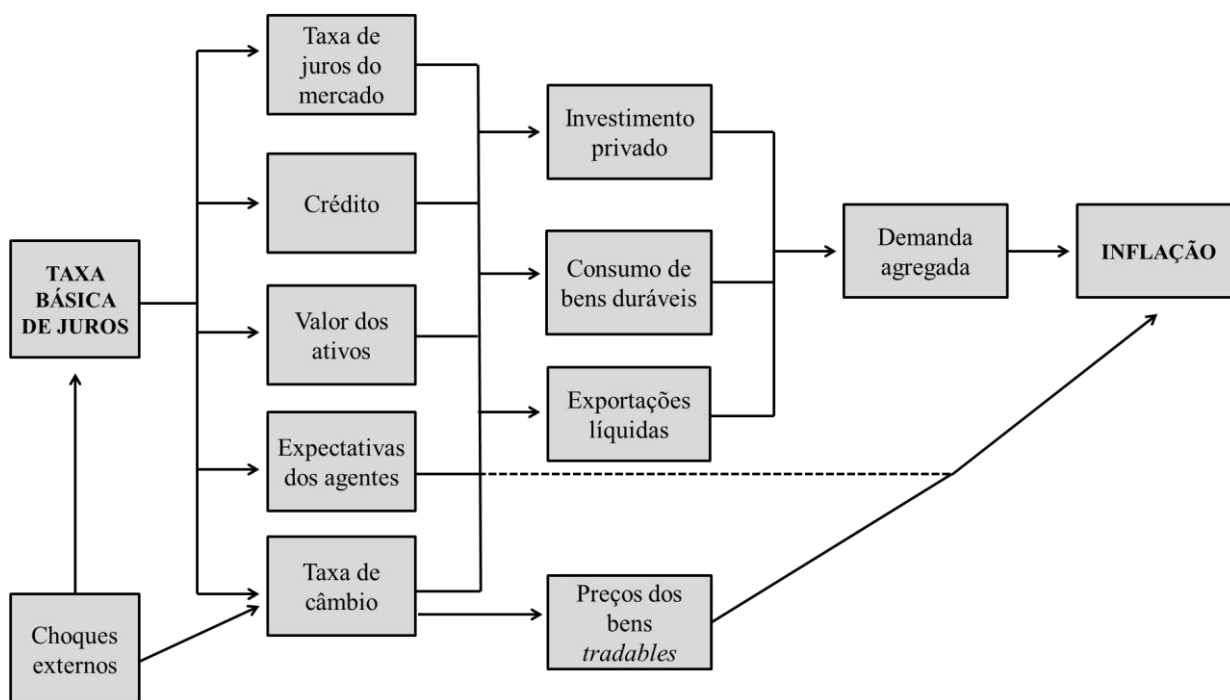
As alterações na estrutura das economias, nomeadamente as alterações na regulamentação e tecnologia do setor financeiro, nas instituições financeiras e nas expectativas acerca da política monetária, tendem a alterar os efeitos econômicos dos impulsos monetários. Neste contexto, as autoridades monetárias devem ficar sempre atentas a essas alterações e realizar uma reinterpretação contínua dos mecanismos de transmissão monetária.

A discussão tradicional acerca do funcionamento dos canais de transmissão tem se focado essencialmente nos mecanismos que operam na primeira etapa – isto é, da taxa de juros para a demanda – e definem as características de cada canal, sendo destacados cinco principais: canal das taxas de juros, canal do crédito, canal do câmbio, canal do valor dos ativos – definidos na conhecida exposição de Mishkin (1995) – e o canal das expectativas³.

Mishkin (1995) afirma que, para ser bem sucedida a condução de política monetária, as autoridades monetárias devem ter uma avaliação precisa do tempo de resposta e do efeito das suas políticas, com um entendimento claro dos mecanismos através dos quais as medidas adotadas afetam a economia. A figura síntese abaixo introduz os mecanismos de transmissão que serão devidamente explanados a seguir.

³ Para o canal câmbio e canal crédito ver também Taylor (1995) e Bernanke e Gertler (1995), que compuseram o simpósio realizado por Mishkin (1995), o canal das expectativas, por sua vez, é trabalhado com base no texto de Mendonça (2001). Contudo, cabe citar que Ball (1995) e Roberts (2007) também estudam tal canal por um ponto de vista das expectativas inflacionárias dos agentes.

Figura 2: Os canais de transmissão da política monetária e a dinâmica econômica



Admitindo normalidade econômica, a transmissão dos efeitos da alteração na taxa básica de juros aos preços pode ser dividida em duas etapas: inicialmente, a mudança na taxa básica de juros impacta a demanda agregada que, por seu turno altera o nível do produto; e, posteriormente, a variação do produto conduz à mudança no nível de preços. Na presença de choques externos e/ou internos, os impactos serão transmitidos, tanto pela variação direta da taxa de câmbio, comum nos momentos de instabilidade econômica, como pela variação da taxa de juros em consequência da mudança cambial e/ou da atuação anticíclica do Banco Central.

i. Canal da taxa de juros

O mais conhecido canal de transmissão da política monetária é a taxa de juros. Por este canal, o efeito da política monetária sobre a economia ocorre como descrito pelo modelo IS-LM proposto por Hicks (1937) e, deste modo, sua interpretação é feita sob uma perspectiva keynesiana, proporcionando um quadro mais geral para a análise da transmissão da política monetária. Os demais canais podem, inclusive, ser vistos como extensões ou detalhamento de alguns de seus pontos principais.

É importante salientar, contudo, que a consideração do canal das taxas de juros passa pela suposição de existência de uma curva de rendimentos para a taxa de juros bem definida, também conhecida como estrutura a termo da taxa de juros. A partir de uma relação definida

entre as taxas de juros de diferentes maturidades no sistema financeiro, em condições de estabilidade econômica, o Banco Central terá o poder de alterar todo o complexo de taxas de juros através unicamente de uma alteração na taxa de curtíssimo prazo, o intercepto da estrutura a termo.

Destarte, através do canal taxa de juros, uma ação da política monetária que vise contrair a demanda agregada pode ser compreendida da seguinte forma: um aumento na taxa nominal de juros de curto, assumindo a presença de rigidezes de preços e salários no curto prazo, leva ao aumento da taxa real de juros de médio e longo prazo. Considerando que as taxas de juros de longo prazo são alternativas à eficiência marginal do capital, haverá um aumento do custo relativo deste (o capital) diante de uma rentabilidade que, em princípio se manteve constante, e o investimento agregado declinará, acompanhando os movimentos da política monetária.

Pelo lado do consumo, uma alteração das taxas de juros de diferentes maturidades modifica as escolhas de consumo e poupança, porque maiores (menores) taxas de juros elevam (reduzem) o custo de oportunidade do consumo presente, levando em consideração que as preferências intertemporais de consumo e a preferência pela liquidez dos agentes são exógenas. A redução do investimento e do consumo leva à diminuição da demanda agregada e do produto da economia, que por sua vez, reduz o nível de preços.

ii. Canal do crédito

De acordo com Souza-Sobrinho (2003) o canal de crédito pode ser resumido em três pontos: (i) é fundamentado teoricamente nas assimetrias de informação; (ii) representa uma fonte adicional de propagação dos choques macroeconômicos com efeitos assimétricos e heterogêneos sobre a economia real; (iii) sofre fortes impactos da política monetária e, portanto, tem papel fundamental nos mecanismos de transmissão e, conseqüente eficácia da atuação do Banco Central.

Este canal transmite os impulsos de política monetária através das alterações no preço do crédito. Essa alteração é resultado do nível fixado para taxa básica de juros a cada período que, ao alterar os custos de oportunidade da economia, provoca mudanças no volume de empréstimos e financiamentos no sistema financeiro, na medida em que a modificação na taxa de juros básica pode ser rapidamente transmitida às taxas de juros prevalecentes no mercado de crédito.

O aumento da taxa de juros, por exemplo, para atender ao objetivo da política monetária faria com que os bancos do sistema financeiro também ampliassem suas taxas para

que os seus títulos e empréstimos se tornassem ao menos tão rentáveis quanto os títulos oferecidos pelo Tesouro, por exemplo. Dessa forma, os custos dos tomadores de crédito ficariam maiores, diminuindo a demanda por empréstimos, tanto pelas empresas quanto pelas famílias, com conseqüente redução do volume de concessões. Como descrevem Bernanke e Gertler (1995, p.41-42), “*during tight-money periods, when open-market interest rates rise, the prime rate rises by even more (that is, the prime rate-safe rate spread opens up), and credit terms become more onerous*”.

A ideia encontrada em Mishkin (1995) e Bernanke e Gertler (1995) é que, com taxas mais elevadas de juros, as famílias resistem à contratação de dívidas, podendo impactar negativamente no consumo agregado; e as empresas tornam-se mais relutantes em iniciar novos projetos de investimento devido aos custos de financiamentos mais elevados e as perspectivas de queda no consumo das famílias.

Em síntese, o mecanismo de atuação do canal crédito pode ocorrer da seguinte forma: o aumento da taxa de juros da política monetária implica em aumento das taxas de juros do mercado de crédito, que por sua vez, provoca um recuo nas demandas por consumo e pelos investimentos, reduzindo o nível de produto da economia e, conseqüentemente, a inflação.

Cabe citar que, conforme Bernanke e Gertler (1995), o canal do crédito pode ser subdividido em dois componentes, na medida em que se percebe o quanto os mercados de crédito são particularmente afetados pelo problema de informação assimétrica. São eles: a) o canal do crédito propriamente dito, o crédito bancário (*bank lending channel*), relacionado com as pequenas empresas e com as famílias, pois estes não teriam acesso aos mercados de capitais e, portanto, ficavam limitados a disposição dos bancos em fornecer crédito, o que tende a reduzir a influência da política monetária sobre a economia; e b) o canal do balanço patrimonial dos bancos (*balance sheet channel*), o qual entende que o valor das ações das empresas são sensíveis à política monetária, assim, um aumento da taxa de juros, por exemplo, tende a reduzir o valor das firmas, elevando a possibilidade de seleção adversa e risco moral no mercado de crédito. Isto é, haveria uma alteração na concessão de financiamentos e empréstimos para as firma, impactando o nível de investimentos destas que, por sua vez, tende a reduzir o nível de produto da economia.

iii. Canal do câmbio

O canal cambial surge como consequência da internacionalização do capital, principalmente a partir dos anos noventa, em que se deu a ampliação da conversibilidade da conta de capitais do balanço de pagamentos. Seu mecanismo de intermediação na transmissão da política monetária centra-se na maior liquidez que o capital detém a partir da liberalização, na medida em que os investidores podem escolher as aplicações financeiras de menor custo de movimentação ao formar seus portfólios e, com isso, investir seus recursos nos mercados de ativos que oferecem o maior retorno.

Dessa forma, o canal cambial mostra-se mais importante nas economias com maior abertura econômica, em que há livre movimentação de capitais, e com taxa de câmbio flutuante, transmitindo os impulsos das decisões e atuação da política monetária de duas maneiras distintas: (a) por alterações nas exportações líquidas; e (b) através da variação nos preços dos chamados bens *tradables* da economia, que são os bens comercializáveis internacionalmente.

Numa economia aberta um aumento das taxas de juros domésticas torna os ativos denominados em moeda local mais atrativos em relação aos ativos em moeda estrangeira e aumenta a demanda por eles. A movimentação internacional de capitais, estimulada pelo diferencial da taxa de juros, tende a rebater na taxa nominal de câmbio, apreciando-a. Além disso, considerando-se válida a paridade descoberta dos juros – em que a diferença entre a taxa de juros doméstica e a taxa internacional é igual a expectativa de depreciação cambial – e que não há variação nos preços domésticos, nem externos num determinado período, a taxa real de câmbio se valoriza, o que implica em menor competitividade dos produtos domésticos, tendo em vistas que estes ficam relativamente mais caros que os produtos externos. O resultado do processo, por um lado, é a redução das exportações líquidas, que leva à queda no produto e contribui para a queda do nível de preços.

Por outro lado, a valorização da taxa de câmbio nominal, alterando os preços dos *tradables*, exerce uma influência direta na dinâmica da taxa de inflação, na medida em que torna mais barato os preços em moeda doméstica de bens e serviços importados, tanto finais quanto intermediários, utilizados em processos produtivos locais. A redução dos custos industriais pelo barateamento de insumos e máquinas importadas, por exemplo, tenderia, num primeiro momento, a exercer uma pressão para a redução dos preços dos *tradables* que seria estendida para os *non-tradables* no momento seguinte.

iv. Canal do valor dos ativos

Contrariamente a visão keynesiana, segundo a qual o efeito da política monetária sobre a economia se concentra no preço de um ativo, a taxa de juros, os monetaristas buscaram analisar como a política monetária influencia no preço relativo dos ativos e, por conseguinte, na riqueza dos agentes econômicos⁴, o que ocasionou denominar de canal preço dos ativos. Este canal compreende dois mecanismos distintos.

O primeiro deles apoia-se no chamado q de Tobin, definido pela razão entre o valor de mercado das firmas e o custo de reposição de seu capital, que permite mensurar o hiato entre o capital real e o planejado, constituindo-se num mecanismo de avaliação de retorno para um novo investimento. Quando q é superior a um, ou seja, o preço de mercado das firmas é maior que o custo de reposição do capital, as firmas tem incentivo a investir, pois a aquisição de novos bens de capital fica mais barata se comparado ao valor de mercado das firmas, isto é, existe ganho de capital no ato do investimento. Dessa forma, com uma parcela de ações no mercado, as firmas podem obter os recursos necessários para adquirir uma grande quantidade de novos bens de investimento. Quando q é menor que um ocorre o inverso.

A política monetária e os preços dos ativos se conectam pelos efeitos da rigidez monetária. O aumento da taxa básica de juros resulta em maior atratividade dos títulos novos da dívida pública em relação às ações de mercado, pressionando a redução do valor destas últimas e, por conseguinte, da razão q , o que conduz à redução dos dispêndios com investimentos, diminuindo a demanda agregada.

O segundo mecanismo opera sobre o consumo através do chamado efeito riqueza⁵. Assim, a queda dos preços das ações e de outros títulos, em resposta a um aumento da taxa de juros, teria como consequência ainda a redução da riqueza financeira dos agentes, que restringiria o nível de consumo e a demanda agregada. Além desse efeito direto sobre o consumo, o canal do valor de ativos também vincula a transmissão da política monetária para

⁴ O efeito riqueza foi teorizado inicialmente por Pigou (1943), Patinkin (1947) e retomado por Modigliani (1971, 1986).

⁵ O canal efeito riqueza tem como referência o modelo do ciclo de vida do Modigliani (1986), no qual a hipótese básica é que os agentes planejam o consumo e o comportamento da poupança num horizonte de longo prazo, com o objetivo de manter uma estabilidade do nível consumo ao longo da vida. Nessa interpretação, a poupança desempenha papel fundamental, uma vez que desloca a renda dos agentes dos períodos em que ela é mais elevada para os períodos em que é mais baixa. A poupança pode ser destinada a três tipos de aplicação: i) capital humano; ii) capital real; e iii) riqueza financeira.

a economia através das modificações que ocasiona no balanço das instituições financeiras, em particular dos bancos comerciais. Tendo em vista que estas instituições são grandes detentoras de títulos da dívida pública e também de ações, elas sofrerão perdas (ganhos) financeiras com o aumento (redução) da taxa de juros da política monetária.

Essas perdas financeiras, por seu turno, farão com que bancos se tornem mais cautelosos nas políticas de crédito, impactando negativamente a concessão de empréstimos. Outros fatores contribuem para a postura mais cautelosa dos bancos nessas condições, como o impacto sobre a taxa de inadimplência, resultante da redução da “riqueza financeira” dos agentes, e a maior necessidade de alavancagem, tendo em vista que se o patrimônio líquido diminuir em função da queda do valor dos ativos, a alavancagem ou exposição a riscos dos bancos aumentam.

v. Canal das expectativas

Quinto e último mecanismo a ser apresentado, o canal das expectativas, possui papel importante na dinâmica da política monetária, na medida em que os agentes tendem a assimilar as variações na taxa de juros e, a partir disso, reavaliar suas decisões sobre o consumo e o investimento, levando em consideração as expectativas quanto à evolução corrente e futura da economia.

Dessa forma uma política monetária de aumento na taxa de juros para impedir uma aceleração inflacionária implica em efeitos recessivos no curto prazo. O mecanismo pode ser assim descrito: com a alta dos juros diminuem as expectativas inflacionárias dos agentes, o que provocaria o aumento das taxas reais de juros *ex ante* que, por sua vez, desaqueceria o consumo e o investimento, reduzindo a demanda agregada e produto e, conseqüentemente o nível de inflação efetiva.

No entanto, conforme Mendonça (2001), o Banco Central pode reestabelecer a confiança na economia, fazendo com que as taxas de juros esperadas para o médio e longo prazo sejam reduzidas e, portanto, no longo prazo, espera-se que o efeito recessivo para controlar a inflação seja revertido e a economia volte a crescer, estimulada pela alteração da inclinação da estrutura a termo das taxas de juros e, conseqüente, ampliação do investimento.

Cabe citar, contudo, que a literatura considera ainda duas formas distintas de atuação do canal das expectativas no processo de estabilização da moeda: (i) a direta, por intermédio da incorporação das expectativas inflacionárias aos preços de produtos e serviços na economia; e (ii) a atuação através dos salários, na medida em que as empresas tenderiam a incorporar as expectativas de inflação aos salários nominais em novas negociação, pois estes

constituem importante item de custo para elas⁶. Para Ball (1995) e Roberts (2007), o custo de desinflação dependeria significativamente do grau em que as expectativas de inflação de longo prazo reagem a alterações nos instrumentos de política monetária, assumindo credibilidade no Banco Central e nos rumos de sua política.

⁶ Estas concepções têm como base as teorias sobre expectativas baseadas nas curvas de Philips modernas, nas quais a inflação é tida como resultado de três fatores: (i) pressões de demanda; expectativas inflacionárias; e (iii) choques de oferta.

CAPÍTULO 2: O debate sobre o problema das taxas de juros no Brasil: por que permaneceram tão elevadas?

Há um amplo debate na literatura econômica, abrangendo tanto a teoria econômica heterodoxa como a ortodoxa, cujo objetivo consistiu em identificar a razão pela qual as taxas de juros permaneciam tão altas.

Segundo Modenesi e Modenesi (2012), a visão *mainstream* da economia aborda questões de natureza microeconômicas, institucionais e macroeconômicas, concentradas no debate em torno: a) da fragilidade institucional da economia brasileira, consubstanciada na chamada incerteza jurisdicional e na falta da completa independência do Banco Central; e b) da concepção sobre a vulnerabilidade das contas públicas e o baixo grau de coordenação entre a política fiscal e a monetária, a qual convencionou nomear de fiscalista. Esta última tese traz ainda uma variante, propondo que a política monetária tem sido rígida para compensar a insuficiência de poupança nacional.

A abordagem heterodoxa, por outro lado, sublinha características macroeconômicas e questões de natureza política, nas quais são destacadas: i) a tese de baixa eficácia da política monetária e/ou falhas no mecanismo de transmissão; ii) a hipótese Bresser-Nakano ou existência de equilíbrios múltiplos para taxa de juros; e iii) a convenção em favor do conservadorismo na condução da política monetária. Estas três teses compreendem os argumentos estruturalistas e pós-keynesianos, aquecendo o debate em torno do problema da política monetária brasileira.

Diante das diferentes teses reconhecidas na literatura que compõem o debate sobre a rigidez da política monetária brasileira, a proposta é realizar uma resenha crítica para cada uma, sendo desenvolvidos neste capítulo, em quatro seções: 1) a questão da fragilidade institucional da economia brasileira; 2) a concepção fiscalista sobre a taxa de juros; 3) a hipótese Bresser-Nakano de múltiplos equilíbrios da taxa de juros; 4) a tese que versa sobre uma convenção de conservadorismo da política monetária.

O objetivo do capítulo é abrir um leque de conhecimento para ajudar na exposição e análise do debate sobre o tema desta dissertação: a hipótese sobre a baixa eficácia da política monetária e/ou falhas nos seus mecanismos de transmissão, a qual será desenvolvida no capítulo seguinte. Especificamente deseja-se reduzir o conjunto de explicações possíveis para o problema da taxa de juros, eliminado por algum fio de argumentação e/ou pela apresentação de trabalhos empíricos as hipóteses descritas no parágrafo anterior ou agregando-as ao debate adotado como base de pesquisa por este trabalho.

1.1 Fragilidade institucional

A hipótese sobre a fragilidade institucional traz os argumentos de que a alta taxa de juros decorre, por um lado, da debilidade das instituições políticas e econômicas brasileiras, necessárias para prover proteção aos investidores (garantia de cumprimento de contratos e de direitos de propriedade), em especial, a dificuldade de execução de garantias que a jurisdição brasileira traz; e por outro lado, da falta de independência do Banco Central.

Sobre esta última, existem duas frentes de propostas de independência para o Banco Central (FISHER, 1995): i) a independência operacional ou de instrumentos, a qual a autoridade monetária fica livre para conduzir a política, isto é, determinar a taxa de juros com o objetivo de atender a meta inflação determinada pelo Conselho Monetário Nacional; ii) independência completa, que significaria plena liberdade para determinar os objetivos da política monetária e os instrumentos utilizados para alcançá-los. Para este último caso, o governo federal não teria o menor poder ou mesmo influência sobre uma das instituições públicas/econômicas mais importantes de um país, o Banco Central.

Apesar da plena autonomia operacional na condução da política monetária, o Banco Central do Brasil ainda é legalmente dependente e subordinado ao Conselho Monetário e ao Ministério da Fazenda para a definição da meta de inflação, e isso, segundo alguns economistas, a citar Favero e Gianviagi (2002) e Holland (2006), tende a reduzir o grau de credibilidade da autoridade monetária e, conseqüentemente, prejudicar as expectativas dos agentes. Estes agentes ao temerem mudanças inesperadas na direção da política econômica prevenir-se-iam constantemente com alterações nas decisões sobre consumo, investimento e poupança, o que comprometeria a estabilidade da moeda e impediria o Banco Central de reduzir a taxa básica de juros.

No que se refere à fragilidade das instituições políticas e econômicas brasileiras, em conformidade com as contribuições de Douglas North (1981) de que as organizações institucionais da sociedade, no domínio social, econômico, jurídico e político, compõem os principais determinantes do desempenho das economias mundiais, Arida, Bacha e Lara-Resende (2004) propõem uma explicação bastante inovadora para permanência das altas taxas de juros no Brasil. Estes autores identificam uma forma de risco associado à fraqueza dos direitos de propriedade e das instituições do país, sendo destacado o risco gerado pela incerteza intrínseca aos contratos realizados sob a jurisdição brasileira, a chamada incerteza jurisdicional. Conforme apresenta Modenesi e Modenesi (2012), seria o risco proveniente do descumprimento de contratos, através de mudanças em seus valores antes ou no momento da

execução; bem como da interpretação judicial desfavorável, a exemplo, da manipulação de indexadores, da anulação judicial de cláusulas de correção cambial e do congelamento de ativos financeiros.

Em Arida et al. (2004), as incertezas associadas à liquidação de contratos na jurisdição brasileira são introduzidas como uma explicação para a inexistência de um amplo mercado de crédito de longo prazo no Brasil. Essa incerteza estaria por trás da incapacidade de emissão de dívida externa de longo prazo, denominada em moeda nacional, e também da resistência insuperável dos agentes econômicos ao alongamento dos prazos das aplicações financeiras, na medida em que a incerteza jurisdicional inviabilizaria a precificação de ativos de longa maturidade. A evidência apontada para o risco jurisdicional brasileiro era o fato de que os mesmos agentes econômicos que evitavam alongar os prazos em reais estariam dispostos a fazê-lo para os títulos financeiros externos, contratados em outras jurisdições. Lara-Resende (2013, p.244) ao retomar tal “conjectura teórica” ressalta:

A “incerteza jurisdicional” seria decorrente de um viés anticredor generalizado, encontrado principalmente, mas não apenas, no Executivo, que sistematicamente subestimou a correção monetária, aplicou redutores nos contratos financeiros públicos e privados, taxou de forma discriminatória as aplicações financeiras e chegou ao extremo de congelar e expropriar a poupança financeira e monetária privada com o Plano Collor. [...] O brasileiro, depois de tanto ser maltratado e espoliado, teria desenvolvido uma resistência a poupar a longo prazo, sobretudo em moeda nacional.

Todavia, reconhecendo que jurisdição ruim claramente não seria suficiente para explicar o porquê das taxas reais de juros serem tão elevadas no Brasil em relação a outras economias em desenvolvimento, muitas das quais apresentam jurisdições igualmente ruins ou piores, Arida et al. (2004) argumentam que a associação dos problemas jurisdicionais com a relativa inconvertibilidade da moeda nacional convergiram para gerar taxas reais de juros especialmente elevadas. As incertezas jurisdicionais tenderiam a ser percebida pelas autoridades monetárias como falhas de mercado, que atuariam com intervenções, tais como restrições à convertibilidade da moeda e artificiais alongamentos dos prazos da dívida pública, agravando o impacto negativo da incerteza jurisdicional sobre a taxa de juros de curto prazo, definida conforme os objetivos a serem alcançados no regime de metas de inflação.

Como a interação entre incerteza jurisdicional e a inconvertibilidade da moeda tenderia a criar níveis diferenciados de taxa de juros de curto prazo nos diversos países? Os autores supracitados descrevem as suas proposições a partir da análise de quatro situações, as quais discutem brevemente a seguinte combinação: instituição boa (baixa incerteza

jurisdicional) *versus* ruim (alta incerteza jurisdicional); e moeda plenamente conversível *versus* inconversível.

São apresentadas as seguintes hipóteses: a) para os países, a exemplo do México, que desenvolveram boas instituições e a conversibilidade da moeda doméstica é suficientemente elevada, as taxas de juros de curto prazo tendem a ser baixas; b) no caso de baixa incerteza jurisdicional e baixa conversibilidade da moeda, como acontece na Índia, os juros também desenham uma trajetória de baixas taxas; c) quando a jurisdição é ruim, mas a conversibilidade da moeda é alta, as taxas de juros tem se mostrado moderadas, a exemplo da experiência do Peru; contudo, d) a incerteza jurisdicional em conjunto com a baixa conversibilidade da moeda, como ocorre no Brasil, tem implicado em altas taxas de juros (ARIDA et al., 2004).

Em resumo, esse conjunto de hipóteses como um todo prevê que, se a jurisdição é boa, a taxa de juros de curto prazo será baixa, independentemente do grau de inconversibilidade da moeda. Neste sentido, Arida et al. (2004) atribuem um papel primordial para a qualidade das instituições como um determinante da taxa de juros de curto prazo e a conversibilidade seria percebida como uma válvula de escape à incerteza jurisdicional.

Arida (2003a, 2003b e 2004), desenvolve mais extensivamente o argumento da moeda conversível. Para ele, controle de capitais remanescentes – uma vez que os mecanismos de controle cambial, típicos do regime de metas cambiais, sobreviveram à mudança de regime em 1999, a exemplo da separação entre os dois mercados de câmbio: o comercial e o financeiro – ainda impõem pressões desnecessárias sobre o prêmio de risco-país, com consequências adversas sobre a taxa de juros doméstica. Mais que isso, defende que o aprofundamento do tripé de política macroeconômicas vigente aos dias atuais – superávit primário, metas para inflação e câmbio flutuante – requer um gradual programa de eliminação dos controles cambiais.

O ponto central da hipótese levantada nos trabalhos de Arida (2003a, 2003b e 2004) é, deste modo, que a imposição de restrições para as transações realizadas em moeda estrangeira aumentam as taxas de juros interna e externa através do efeito sobre o prêmio de risco, o que acaba gerando a necessidade de maiores superávits primários do governo federal. Os efeitos da restrição imposta nas transações externas se dariam de duas formas interdependentes: a) as medidas administrativas de restrição sinalizariam aos credores internacionais a possibilidade de o Banco Central suspender ou adulterar a liquidação dos compromissos assumidos em moeda estrangeira, implicando em aumento do risco de *default* e consequente aumento das taxas de juros externas; b) assumindo a validade da teoria da paridade descoberta da taxa de

juros, a taxa de juros nominal doméstica deve ser igual à soma da taxa de juros internacional com o risco-país e a expectativa da desvalorização cambial e, no caso, devido ao efeito em “a)”, haveria um aumento das taxas de juros domésticas puxadas pelo “risco-Brasil” e/ou pela expectativa de depreciação da taxa de câmbio.

Dito de outra forma, o baixo grau de conversibilidade da moeda doméstica sinalizaria para os credores nacionais a reduzida confiança do governo em sua capacidade de honrar os compromissos financeiros internos, implicando em exigências de acréscimos sobre prêmio de risco dos títulos da dívida interna, fazendo com que as taxas de juros que remuneram essa dívida também sejam elevadas. Para Arida (2003a, 2003b e 2004), a plena conversibilidade, ao afastar o risco soberano, dada a eliminação de seu componente de conversão da moeda, resultaria em menores taxas de juros em dólares dos títulos de longo prazo no exterior e, conseqüentemente, menores taxas em reais, em função da existência da relação positiva entre prêmio de risco e controles de capitais.

Contudo, os resultados dos testes econométricos realizados por Oreiro, Paula e Silva (2004) sugerem não ser adequada ao Brasil a adoção de um regime de plena conversibilidade. Mais que isso, o estudo aponta que, o que poderia ajudar na redução imediata das taxas de juros seria o aumento do controle seletivo de capitais, como meio de eliminar as possibilidades de arbitragem entre taxas domésticas e estrangeiras; bem como de contribuir para redução da volatilidade no mercado de câmbio, com conseqüentes melhoras sobre a administração das políticas monetária e cambial.

Gonçalves, Holland e Spacov (2007) também testaram se a incerteza jurisdicional – ainda que o termo designe uma incerteza de caráter difuso e de difícil mensuração acerca da estabilidade e segurança dos contratos firmados sob a jurisdição brasileira – e a plena conversibilidade da moeda doméstica eram importantes para explicar as taxas de juros nos diferentes países. O estudo assinalou a fraqueza institucional do Brasil em relação a outras economias emergentes, mas não foi observada relevância dessas “variáveis”, mesmo analisadas em conjunto, sobre a questão da taxa de juros. As economias que desenvolveram instituições piores não necessariamente apresentaram taxas de juros tão altas como no Brasil. Ademais, conforme descrevem Bresser-Pereira e Silva (2009 *apud* MODENESI & MODENESI, 2012b, p. 402):

[N]o passado, as instituições eram menos desenvolvidas no Brasil e, mesmo assim, a taxa de juros era muito menor. Além disso, as instituições do país, quando não melhores, são bastante semelhantes àquelas encontradas em países com classificação de risco equivalente (ou pior), mas com taxas de juros muito mais baixas.

Cabe esclarecer ainda que, Lara-Resende (2013), um dos mentores da tese apresentada nesta seção, embora reafirme a importância da livre conversibilidade da moeda nacional, atualmente reconhece a reduzida importância da incerteza jurisdicional em explicar o alto nível da taxa de juros no Brasil.

Hoje, com significativos avanços tanto em relação à conversibilidade do real como em relação à extensão dos prazos de financiamentos domésticos denominados em reais, a taxa de juros do Brasil continua extraordinariamente alta. A incerteza jurisdicional pode ter contribuído para que a taxa de juros fosse excepcionalmente alta logo depois da estabilização da inflação, mas nos últimos anos a incerteza diminuiu, o mercado interno de crédito de longo prazo evoluiu e a taxa de juros continua alta. Fica evidente que algo mais estrutural está por trás das altas taxas de juros no Brasil (LARA-RESENDE, 2013, p. 244-45).

1.2 Concepção fiscalista sobre a taxa de juros

A abordagem que convencionou chamar de fiscalistas insere como explicação para problema da taxa de juros no Brasil a fragilidade das contas públicas, a falta de coordenação entre a política fiscal e a política monetária e uma versão alternativa, a qual chama a atenção para insuficiência de poupança nacional. Esta concepção sublinha que o elevado estoque de dívida pública, com substancial participação de títulos indexados a taxa básica de juros, especialmente as Letras Financeiras do Tesouro (LFT's), estaria impedido a flexibilização da política monetária.

A versão que aborda a fragilidade das contas públicas ressalta o efeito contágio entre a dívida e a política monetária, que obriga a taxa de juros a exercer duas funções distintas dentro da política econômica brasileira: regular os empréstimos no mercado interbancário para atender a meta de inflação determinada pelo Conselho Monetário Nacional e, ao mesmo tempo, ser a base para a rolagem de parte significativa da dívida do Tesouro Nacional. Conforme descrevem Oreiro e Paula (2010, p.1):

Uma razão fundamental para a persistência de um juro real de curto prazo tão elevado deve-se ao fato de que nosso país é, provavelmente, o único lugar do mundo onde o mercado monetário e o mercado de dívida pública estão umbilicalmente conectados por intermédio de um título conhecido como Letras Financeiras do Tesouro, a "jabuticaba" brasileira [...].

O problema apontado por estes autores é que a fragilidade remanescente das contas públicas brasileiras faz com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja extraordinariamente elevada. Esta fragilidade seria transmitida por

arbitragem para as operações de política monetária, isto é, o Banco Central do Brasil não poderia reduzir as taxas de juros pelo fato de que isso poderia comprometer a demanda por títulos e, portanto, o financiamento do déficit orçamentário do governo. Franco (2011, p.1), ao questionar sobre as consequências de uma redução na taxa de juros, ressalta que inevitavelmente ocorreria uma “migração de recursos para outros ativos e as rolagens ficariam mais difíceis e o Tesouro teria problemas de caixa, especialmente se tiver que amortizar parcelas significativas da dívida que vence”.

Todavia, segundo a concepção fiscalista, as taxas de juros devem ser elevadas não somente porque estimulam a classe rentista a adquirir os títulos públicos, como também pelo fato de que anulam a pressão inflacionária gerada pelo incremento de demanda, consequente da flexibilidade fiscal. Aqui é inserida a vertente que aborda a falta de coordenação entre a política monetária e a fiscal, a qual descreve que o excesso de gasto público estaria pressionado a demanda agregada e, por isso, a política monetária teria que ser rígida para desestimular o investimento e o consumo privado (MODENESI & MODENESI, 2012).

A expansão dos déficits nominais do setor público consolidado e a imensa carga que o seu componente financeiro coloca sobre o orçamento do governo – com dispêndios de juros acima do superávit primário – são ressaltados pelos os economistas favoráveis a concepção fiscalista como um dos maiores problemas para o nível de juros do Brasil. Para Oreiro e Paula (2010, 2011), por exemplo, o governo brasileiro possui uma postura financeira do tipo *Ponzi*, isto é, tem a necessidade de rolar tanto o principal como o serviço da dívida, o que eleva o risco de financiamento do Tesouro e aumenta o poder de mercado dos rentistas. Sendo assim, estes últimos tendem a exigir taxas de juros cada vez mais altas para carregar os papéis do governo.

Fávero e Giavazzi (2002), por seu turno, defendem que as altas taxas de juros de curto prazo que favorecem as LFT's, e desestimulam fortemente as aplicações em títulos de maior maturidade, são explicadas mais pelo prêmio de risco do que pelas incertezas acerca das políticas fiscal e monetária. O prêmio de risco, por seu turno, encontra explicação nos fundamentos macroeconômicos do país e na dinâmica da dívida pública. Estes autores mostram que os níveis recentes de superávits primários não são suficientes para estabilizar a

relação dívida/PIB e que os esforços fiscais deveriam ser aumentados, tendo em vista que a gestão da dívida pública poderia contribuir para a redução da carga da dívida⁷.

Por outro lado, Delfim Netto (2005) e Giambiagi (2002, 2007) ainda que reconheçam o peso dos juros sobre a dívida pública, chamam atenção principalmente para a racionalidade dos gastos de custeio do governo. Giambiagi (2007), numa proposta de mostrar a “realidade fiscal, nua e crua” do Brasil destaca o aumento do gasto primário do governo como o “grande vilão” e diz que a despesa de juros tende a ser alta em função da elevada dívida como proporção do PIB; bem como a tendência de queda dos dispêndios com o serviço da dívida traz a evidência de que a raiz do problema é outra. É destacado o crescimento das despesas primárias como proporção do PIB, ocasionado especialmente pelo aumento das despesas com pessoal – devido ao aumento do salário mínimo que pressionou os gastos com pensionistas, aposentados e outros – e com as transferências assistencialistas do governo⁸.

Estes últimos autores consideram que a melhor opção de política econômica para o Brasil é enfrentar de uma vez por todas a necessidade de acomodar um Estado compatível com o PIB, a partir do estabelecimento de reformas que visem um profundo choque de gestão para aumentar a “produtividade” do Estado e um sério esforço de ajuste das contas públicas⁹. A proposta é que este ajuste, segundo eles, a desejar como medida séria e consistente desde a política de estabilização monetária do Plano Real, deve visar o equilíbrio pela redução dos gastos nominais do governo, com congelamento dos gastos de custeio, e não pelo aumento da carga tributária para gerar os superávits primários como tem ocorrido na gestão fiscal do Brasil.

Delfim Netto (2005) propõe inclusive a substituição do conceito de superávit primário, escolhido a cada ano, por um novo conceito que tenha por metas “superávits progressivos” que, num horizonte de tempo definido, permitiria uma gestão com déficit

⁷ Para Fávero e Giavazzi (2002) a redução do serviço da dívida seria alcançada: (a) pelo alongamento da dívida, que libertaria o seu componente financeiro da política monetária de curto prazo, reduziria o risco de uma crise de financiamento e, assim, contribuiria para a redução do risco país; e (b) por meio de novas privatizações e securitização de ativos, que permitiria uma maior diversificação das carteiras dos investidores e também contribuiriam para a redução do custo financeiro da dívida.

⁸ Segundo Giambiagi (2002, 2007), após a fase mais dura de ajuste das contas públicas e com a economia em crescimento, não haveria motivos para comprimir em termos absolutos o valor o gasto público, de forma que este poderia se expandir a taxas positivas. Contudo, a taxa de expansão do gasto deve ser forçosamente inferior a taxa de crescimento do PIB para não comprometer a estabilidade da relação dívida/PIB.

⁹ Cabe citar que Arida et. al (2004) também acreditam que um dos problemas que a ajuda a explicar as altas taxas de juros no Brasil é o ajuste frágil e insuficiente da contas públicas.

nominal zero e a consequente redução da taxa de juros da política monetária. Em suas palavras:

O objetivo de déficit nominal zero num horizonte bem definido, com 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-fixados (com prazos maiores), aumentando a potência da política monetária. Com isso caminharemos com relativa rapidez para taxas reais de juros civilizadas, reduzindo dramaticamente os gastos com juros e facilitando as manobras de um banco central autônomo. (DELFIM NETTO, 2005, p.9).

Na mesma linha, uma variante da concepção fiscalista, apresentada por Lara-Resende (2013), Segura-Ubiergo (2012) e Schwartzman (2012), traz o argumento neoclássico de baixo nível de poupança para financiar o investimento como justificativa para a manutenção das taxas de juros consideravelmente elevadas. O argumento é que o nível de taxa de juros tem por objetivo inibir o consumo privado e estimular a poupança para financiar o investimento e o consumo público. Como defende Lara-Resende (2013, p.248):

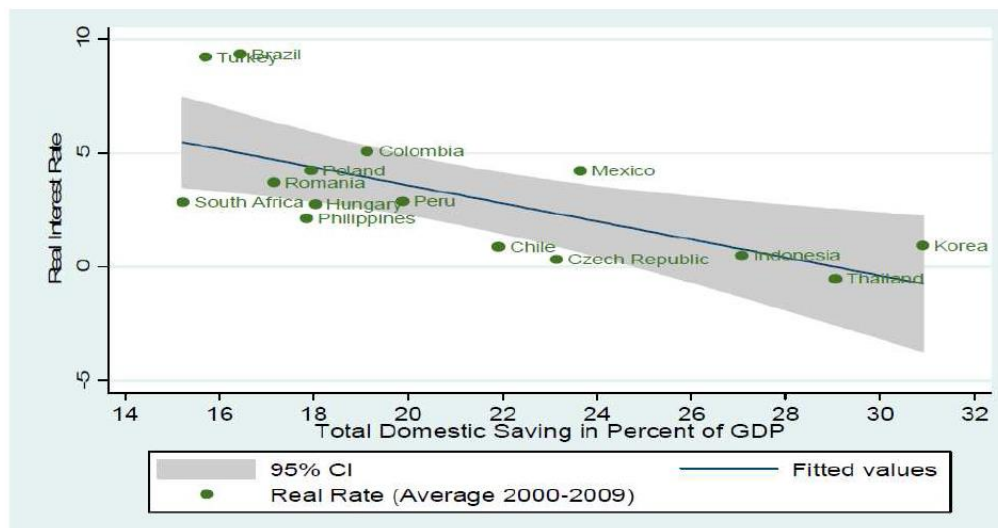
Na raiz das altas taxas de juros do Brasil de hoje está a mesma incompatibilidade entre a poupança voluntária e o desejo de investimento e consumo, público principalmente, que alimentou o processo inflacionário crônico no século passado. Apesar dos inegáveis avanços, ainda não conseguimos superar integralmente a restrição de poupança interna necessária para financiar nossas ambiciosas metas de investimento e de gastos públicos.

A principal causa da insuficiência de poupança estaria nos desequilíbrios orçamentários do governo e uma das maneiras de resolver esse impasse seria através do aumento da poupança pública. Contudo, o orçamento primário superavitário não seria suficiente, é necessário que ele também seja maior que o investimento do governo, resultando em superávit nominal, tal como apontam as demais vertentes da tese fiscalista sobre a taxa de juros. Um déficit primário, por seu turno, seria duplamente severo, uma vez que impor a restrição fiscal sobre o financiamento e, no médio prazo, afetaria o crescimento econômico e o nível de poupança privada. Dessa forma, é defendido que o aumento da poupança doméstica a partir de melhorias na situação fiscal, com consequente aumento da poupança pública, atuaria no sentido de reduzir as taxas de juros do Brasil.

Para Segura-Ubiergo (2012, p. 7), a intuição por trás do argumento de baixa poupança é bastante convincente, pois *“according to the classical investment-saving theory, if investment demand exceeds the supply of domestic savings, the equilibrium real interest rate*

increases”. Traz inclusive evidência empírica que aponta para uma correlação positiva entre poupança doméstica e taxa juros nos diversos países mundiais, sendo destacado que as menores taxas de juros, entre uma amostra de países emergentes que utilizam o regime de metas para inflação, são designadas aos países do sudeste asiático que detêm um volume de poupança doméstica consideravelmente alto.

Gráfico 4: Poupança doméstica e taxa real de juros: 2000-2009



Fonte: Retirado de SEGURA-UBIERGO (2012)

No entanto, esta tese esbarra na discussão teórica acerca da definição da taxa de juros. Afinal, a taxa de juros seria mesmo determinada pelo equilíbrio entre investimento e poupança? O argumento de insuficiência de poupança não se sustenta dentro da abordagem keynesiana, por exemplo, que apresenta uma explicação mais plausível diante da diversificação do sistema financeiro. O financiamento dos investimentos, ou de qualquer outro tipo de gasto, não seria dado pela poupança, mas sim pela disponibilidade de liquidez, que depende da condução da política monetária e do grau de preferência de liquidez dos agentes que detêm parte da riqueza em qualquer forma de ativos financeiros, inclusive moeda. Dessa forma, a taxa de juros é vista como uma recompensa aos agentes pela renúncia à liquidez; e a poupança é definida a partir do nível de renda e da propensão a consumir da população.

Assim, a interpretação da evidência apontada no trabalho de Segura-Ubiergo (2012) pode ser exatamente outra. Poderia descrever que a prática de uma menor taxa de juros nos países estudados, sendo favorável a ampliação dos investimentos, tem proporcionado maiores níveis de poupança, dado o efeito multiplicador da renda e, conseqüente, a ampliação do volume de poupança, assumindo uma propensão ao consumo menor que a unidade. Além

disso, do ponto de vista empírico, resultado semelhante é anotado por Barboza (2012) ao plotar o investimento e a taxa de juros numa representação gráfica.

Gráfico 5: Investimento doméstico e taxa real de juros: 2000-2009



Fonte: Retirado de BARBOZA, 2012.

Ademais, para uma economia em desenvolvimento e com considerável conversibilidade da conta de capitais, a insuficiência de poupança doméstica deveria representar uma restrição? Os defensores da conversibilidade ressaltam que a liberalização mundial dos capitais incentivaria absorção de poupança externa¹⁰ (definida como o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos) pelos países com deficiência de poupança nacional para o financiamento do investimento e conseqüente crescimento econômico. Para Lara-Resende (2013), por exemplo, a poupança externa seria uma alternativa plausível para amenizar as pressões sobre o gasto do governo desde que o país esteja preparado para enfrentar as mudanças de humor dos mercados internacionais. Contudo, destaca que, no curto prazo, só haveria um remédio para reduzir a taxa de juros e manter a inflação controlada: a

¹⁰ Existe um amplo debate acerca do uso da poupança externa para financiar investimentos. A corrente que enfatiza o aspecto positivo desta alternativa – o crescimento econômico – foca sua análise nos investimentos diretos estrangeiros, dada a sua relação de longo prazo, como apontado por Franco (1998). Por sua vez, a abordagem crítica analisa os riscos de vulnerabilização, na medida em que os países receptores de poupança externa sofrerão as conseqüências das mudanças nos cenários políticos e macroeconômicos internacionais (AMADO E RESENDE, 2007); e a possibilidade da substituição da poupança interna pela poupança externa, uma vez que o consumo eleva-se proporcionalmente mais que o investimento produtivo (BRESSER-PEREIRA & NAKANO, 2003; BRESSER-PEREIRA & GALA, 2007). Esta abordagem sublinha, entretanto, que tal estratégia para o crescimento econômico torna-se aceitável quando os recursos captados são revertidos ao investimento em detrimento do consumo, de modo a promover, ao longo do tempo, a ampliação do nível de poupança interna e a eliminação do saldo do passivo externo (AURELIO, 1997).

redução das despesas correntes do governo, de modo a compatibilizá-la com o nível de poupança nacional.

De modo geral, em conformidade com Modenesi e Modenesi (2012), para a concepção fiscalista a flexibilidade fiscal, ou mesmo a tolerância quanto situação orçamentária do governo, é considerada a causa da rigidez monetária. Dessa forma, independente do comportamento do nível de preços, a taxa básica de juros deveria permanecer em níveis elevados, seja porque a dívida é alta ou porque o “mix” monetário-fiscal é inadequado. Por formulações distintas, seus defensores sustentam que a única forma de obter taxas de juros reduzidas é zerar ou reduzir consideravelmente o déficit nominal do governo. Contudo, Modenesi e Modenesi (2012, p. 405) não concordam com as proposições desta concepção:

[...] A tese fiscalista é hoje um dogma do saber convencional. É claro que uma mudança no mix de política econômica que torne a política fiscal mais restritiva pode abrir espaço para uma queda da Selic. No entanto, não se trata de um mero problema de mix, até mesmo porque não se pode dizer que as contas públicas são tão desequilibradas ou que o Estado é *Ponzi*. Ademais, a geração de superávits primários, por uma década, não teve o efeito anti-inflacionário esperado pelos adeptos dessa tese [...].

Araújo e Gentil (2012), numa proposta de identificar onde está a ameaça das contas públicas brasileira, também oferecem uma contribuição crítica bastante assertiva à concepção fiscalista:

[...] É imperativo constatar que o volume e a dinâmica da dívida pública brasileira estão diretamente relacionados com os efeitos da política monetária, cambial e de crédito do governo federal, tendo pouca ou nenhuma ligação com a política fiscal de gastos e receitas públicas. Ao contrário do que é apregoado pelo pensamento convencional, a política fiscal é geradora de elevados superávits primários, que permanecem acumulados na conta única do Tesouro, contribuindo para reduzir a DLSP [dívida líquida do setor público].

Ademais, trabalhos empíricos, a exemplo de Muinhos e Nakane (2006) e Segura-Ubierno (2012), não encontraram evidência robusta de uma relação positiva entre o nível da dívida pública e a taxa real de juros.

1.3 A hipótese Bresser-Nakano de múltiplos equilíbrios para a taxa de juros

A tese de múltiplos equilíbrios da taxa de juros, proposta por Bresser-Pereira e Nakano (2002), como o próprio nome sugere, aponta para possibilidade de diversos pontos de equilíbrio para a taxa de juros, tais como: a) restringir a demanda agregada e com isso controlar preços; b) evitar desvalorização cambial para impedir repasse de custos dos produtores; c) estimular a entrada de capitais para garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos; d) incentivar a compra de títulos públicos para financiar o déficit do governo; e e) diminuir o déficit comercial através da contenção de demanda.

Em meio a tantas funções desempenhadas pela taxa de juros, os defensores desta tese assumem como trivial o fato de que o seu aumento para atender determinados objetivos tenderia necessariamente a desencadear e/ou aprofundar os desequilíbrios macroeconômicos em termos de outros objetivos, inclusive pelo fato de algumas das funções atribuídas aos juros serem contraditórias¹¹, o que exigiria recorrentes rodadas de acréscimos. Esses aumentos consecutivos da taxa de juros constituiriam uma armadilha para a economia, na medida em que passam a ser percebido pelo sistema financeiro internacional como aumento do risco-país.

Nesse sentido, haveria uma inversão de causalidade entre risco-país e a taxa básica de juros, contrariando a relação prevista pela teoria da paridade da taxa de juros. Como risco-país é definido pela diferença entre as taxas de juros de títulos da dívida do governo brasileiro e as taxas de juros praticadas pelo Federal Reserve norte-americano, consideradas como de “risco zero”, Bresser-Pereira e Nakano (2002) concluem que uma elevação da taxa de juros, pelos efeitos de seleção adversa e risco moral, sinalizaria para os compradores de títulos públicos o aumento do risco de *default* sobre estes papéis, induzindo ao aumento do prêmio de risco. Assim, ao aumentar o custo financeiro da dívida pública, a taxa básica de juros torna-se um dos determinantes do risco de *default* associado a ela. Nos dizeres dos autores (*ibidem*, 2002, p. 164):

O risco-Brasil é determinado em última análise pelos credores externos do país, dadas as classificações de risco. Estas, por sua vez, são definidas em função dos índices de estoque endividamento externo e público, e dos índices de fluxo (déficit

¹¹ Bresser-Pereira e Nakano (2002, p.163) apresenta um exemplo de contradição na multiplicidade de funções da taxa de juros: “(...) 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”.

em conta corrente déficit público). Entretanto, queremos sugerir que também é importante na determinação do risco-Brasil a influência das taxas de juros definidas pelo Banco Central sobre esse risco. A taxa de juros interna contamina a taxa externa. Essa contaminação se estende, a nosso ver, às próprias classificações de risco feitas pelas agências. Se o governo brasileiro estabelece uma taxa de juros de curto prazo tão alta, deve ser mesmo um país arriscado.

Em suma, a multiplicidade de objetivos que a taxa de juros deve alcançar, dos quais alguns são contraditórios entre si, tende a gerar um equilíbrio instável para a economia, evidenciada pela tendência de elevação das taxas de juros que, atingido determinado nível, passa por novas rodadas de aumento, ocasionando a inversão da relação entre taxa de juros e risco-Brasil. Esta constatação ficou conhecida na literatura como “hipótese Bresser-Nakano”.

Diante da constatação, Bresser-Pereira e Nakano (2002) definem ser factível e recomendam o início de uma política de redução gradual para taxa de juros, pois uma flexibilização da política monetária resultaria na redução do risco-Brasil, com consequente aumento da atratividade dos títulos do governo no mercado internacional, o que poderia apreciar a taxa de câmbio e, com isso, inclusive reduzir a taxa de inflação e melhorar a condição fiscal do país.

A proposição levantada pelos autores desencadeou uma série de trabalhos, tais como o de Arida (2003c); Oreiro (2002), que atestaram a possibilidade de múltiplas trajetórias temporais para os juros e o câmbio. Mais que isso, a averiguação empírica de Gomes e Holland (2003) e Marques e Forchezatto (2007) forneceu resultados que apoiam a hipótese Bresser-Nakano. “Os aumentos na taxa de juros pelo Banco Central, qualquer que seja a razão, tendem a elevar a percepção de risco dos agentes financeiros, e não o contrário” (MARQUES & FORCHEZATTO, 2007, p. 365).

1.4 A convenção pró-conservadorismo

Inspirados no conceito de convenção desenvolvido por Keynes (1936), os trabalhos de Bresser-Pereira e Nakano (2002), Nakano (2006) e Erber (2008) apresentam mais uma explicação para o elevado diferencial de taxa de juros do Brasil em relação às demais economias mundiais, a tese de que existe uma convenção em favor do conservadorismo da política monetária¹². Bresser-Pereira e Nakano (2002), num primeiro momento, procuraram

¹²Arida et. al (2004) também chamam a atenção para o elevado conservadorismo do Banco Central na condução da política monetária, ainda que este não seja o foco do trabalho.

originalmente inspiração no conceito de convenção para explicar o porquê o nível excessivo de taxa básica de juros perdurava no Brasil, ressaltando que “depois da persistente manutenção da taxa de juros em nível muito elevado é natural que surja o medo de redução, e que esse nível se torne uma convenção” (*Ibidem*, p. 169).

Num segundo momento, Nakano (2006), por um lado, ao fazer a crítica sobre a morosidade da flexibilização da política monetária iniciada em 2005, aponta que num contexto de inflação controlada, taxa ainda elevada de desemprego (reduzindo a pressão salarial), produção industrial em queda e superávits primários da política fiscal, somados a conjuntura econômica global favorável (risco país reduzido, superávit comercial e alta liquidez nos mercados internacionais), deveria ter ocorrido uma redução mais acentuada da taxa de juros. Diante disso, argumenta que a resistência de uma redução mais significativa só poderia residir no fato de que o Banco Central adotou a convenção de que as decisões do Comitê de Política Monetária deveriam se basear numa regra de Taylor de suavização para taxa de juros semelhante a dos países desenvolvidos, que mantém taxas de juros bastante reduzidas; e que o nível para a taxa de juros brasileira de equilíbrio era da ordem de 14%.

Como salientam Modenesi et al. (2012a), está implícito ao argumento de Nakano (2006) a ideia de que, havendo controlado a inflação pela imposição de uma política monetária baseada em níveis perversos de taxa de juros, os agentes econômicos, entre eles o próprio Banco Central, compartilhariam a convenção de que uma política de juros compatível com as economias mundiais, que praticam taxas muito reduzidas e mantêm a inflação controlada em níveis baixos, poderia ameaçar o processo de estabilização iniciado com o Plano Real – devido a memória das consequências indesejáveis do período de inflação crônica.

Por outro lado, Erber (2008) defende que a rigidez da política monetária não se configuraria, exclusivamente, por um problema de natureza macroeconômica, mas também constituiria um resultado de uma influente coalizão de interesses formada em torno da manutenção dos juros em níveis elevados e câmbio valorizado. Esta coalizão seria transmitida por poderosos instrumentos de mensagens, que consolidaria e difundiria sua convenção de desenvolvimento, sendo o sistema financeiro o mais explícito e significativo¹³ e o Banco

¹³ Erber (2008) considera outros instrumentos que, segundo ele, atuariam de modo mais sutil, como o financiamento de campanhas políticas, as relações com os membros do Congresso, os “anéis burocrático-empresariais” e as relações com a mídia, que difundiria a convenção de estabilidade.

Central o membro indispensável, na medida em que atua na concepção e executa a política monetária. A coalizão seria firmada pela assunção de benefícios mútuos e, no caso, os investidores no sistema financeiro se beneficiariam dos ganhos extraordinários proporcionados pelas aplicações num cenário de juros altos e câmbio valorizado, enquanto o Banco Central seria prestigiado por manter a meta da política monetária e, portanto, se beneficiaria da reputação de ser um Banco conservador e esta atitude seria justificada pela falta de independência formal.

Além dos interesses conjuntos, Erber (2008) chama atenção para os diversos mecanismos que reforçariam a coalizão: a) o horizonte com que as metas são estabelecidas pelo Conselho Monetário – um ano e meio adiante – facilitaria a convergência entre o Banco Central e o sistema financeiro; b) o viés conservador uniria ainda mais o Banco Central e os interesses privados em manter a rentabilidade consolidada ao longo dos anos; e c) a crença partilhada em torno da legitimidade do mercado como principal fonte de organização e condução da economia e da sociedade.

Em resumo, de modo geral, a tese pró-conservadorismo defende que, depois de longos anos de juros em níveis alarmantes, a autoridade monetária incorpora que há um piso alto necessário para a taxa de juros. Sendo assim, mesmo diante da consolidação do controle inflacionário e da emergência de cenários macroeconômicos internos e externos favoráveis, a taxa de juros se reduziria lentamente, pois haveria um receio em iniciar uma política de decrescimento. Este receio tende a ser ampliado pelo chamado viés de política econômica, formado por uma coalizão de interesses em torno dos juros altos e da valorização cambial entre o setor privado, especialmente a classe financeira, e o próprio Banco Central, que se beneficia por apresentar um caráter mais conservador.

Finalmente, é importante mencionar que, ainda que seja impossível provar a existência de uma convenção na política monetária, os trabalhos empíricos realizados por Modenesi (2011) e Modenesi et al. (2012a) apontam evidências em favor das ideias difundidas pela tese da convenção pró-conservadorismo, na medida que se verificou um claro excesso de conservadorismo na formação da taxa básica de juros. Segundo a análise destes trabalhos, a proposição é sustentada pela constatação de que a função de reação do Banco Central apresenta as seguintes características: i) o alto peso dos componentes auto-regressivos, configurando uma excessiva lentidão no movimento dos juros; ii) um elevado diferencial entre as taxas de juros e, notadamente, iii) uma taxa de juros de equilíbrio consideravelmente alta. Isso significa que o Banco Central segue estritamente a regra de Taylor, considerada um forte elemento pró-conservadorismo.

CAPÍTULO 3: A tese sobre a reduzida eficácia e/ou falhas no mecanismo de transmissão da política monetária e seus fundamentos

Existe uma série de peculiaridades que modifica e condiciona o modo pelo qual a política monetária opera no país, como por exemplo, o fato de o Brasil ser o único país no mundo em que o Banco Central determina diretamente as taxas juros que remuneram a dívida pública e essas também são usadas como meta operacional de política monetária, determinando o custo de reservas bancárias (OREIRO & PAULA, 2010; OREIRO et al., 2012), como mencionado no segundo capítulo. Esse tipo de peculiaridade tem gerado deficiências nos mecanismos de transmissão da política monetária, atrapalhando ou mesmo impedindo a propagação dos impulsos monetários para a economia e, conseqüente o controle de preços. Subjacente a esta tese está o pressuposto de que a demanda agregada responde pela inflação brasileira e isso seria um dos motivos pelos quais as taxas de juros são tão elevadas no país.

As deficiências nos mecanismos de transmissão são componentes da explicação não somente para o maior nível da taxa de juros no Brasil como também para a alta volatilidade desta. Por exemplo, diante de um choque positivo de demanda, haverá a necessidade de elevar mais fortemente a taxa de juros do que haveria caso os canais de transmissão funcionassem em sua plenitude. Além disso, assumindo que o nível de taxa de juros guarda relação com o nível de demanda agregada, se os canais que transmitem a taxa de juros para as decisões de gasto dos agentes e de formação de preços estiverem obstruídos, níveis cada vez mais elevados de taxas de juros serão requeridos, e em um intervalo de tempo mais reduzido, para assegurar determinado objetivo de demanda agregada.

Sendo assim, o objetivo do presente capítulo é apresentar e discutir a tese que versa sobre a reduzida eficácia da política monetária e/ou existência de deficiências em seus mecanismos de transmissão. Tal tese, ainda que predominante no campo da abordagem heterodoxa da economia, também compreende argumentos da teoria convencional, dando origem a um crescente debate em torno dos diversos canais pelos quais a eficácia da política monetária brasileira tem sido considerada limitada.

Estes argumentos podem ser agrupados em três grandes pilares, no que se refere as questões macroeconômicas, que serão devidamente introduzidos e discutidos em três seções, como se segue: a) as fragilidades do “canal financeiro”, relacionadas à inexistência de uma curva de rendimentos longa e a concentração da renda na esfera financeira; b) a imperfeição do canal de crédito, ressaltando as questões da baixa penetração do crédito livre na

determinação da renda, da significativa segmentação do mercado de crédito e da influência da renda financeira neste setor da economia; c) o problema da indexação que, aborda, em particular, a considerável participação dos preços administrados no índice de preços da política de metas para inflação e a indexação do salário mínimo.

Contudo, antes disso, é importante mencionar que esta tese também defende a influência dos fatores microeconômicos, notadamente, a hipótese da existência do “canal” perverso de custos, reforçado pela forte presença dos setores oligopolizados. Carvalho (2005) ressalta que a baixa eficácia da política monetária brasileira – incitada pelo quadro institucional de altas taxas de juros e sistema financeiro pouco desenvolvido, como será discutido mais adiante – tornar-se mais persistente pela importância dos choques conjunturais de custo, tendo em vista que estes são grandes geradores de pressão inflacionária.

Fundamentada nas contribuições de Kalecki (1978) e Keynes (1936) de que os preços são determinados por uma regra de *mark-up* sobre os custos de produção, a hipótese de existência do “canal de custos” assegura que, dependendo da posição das firmas no mercado e também das condições de demanda, um aumento da taxa de juros tende a aumentar o custo de produção e, por conseguinte, aumentar os preços. Esse aumento nos preços pode anular o efeito depressivo de uma contração monetária.

A presença de setores oligopolizados com poder de mercado para formar preços, como mostrado por Modenesi et. al (2012b), enrijece o funcionamento deste perverso “canal”, uma vez que estes setores tendem a ser mais inflacionários, em virtude da maior capacidade de repassar aumento de custos e também da possibilidade de serem imunes a uma elevação da taxa de juros para conter a demanda, pois não concorrem necessariamente via preços.

[...] Taxas de juros mais elevadas ampliam a margem de perdas relativas ao aumento de preço a qual as firmas oligopolistas podem suportar (efeito substituição e efeito entrada), fazendo com que as mesmas pratiquem preços mais elevados e elevem mais intensamente os preços do que numa situação onde taxas de juros mais baixas vigorariam (MODENESI, et. al., 2012b, p. 211).

Marques e Forchezatto (2006), a partir de um modelo autorregressivo, com dados mensais de 1994 a 2005, verifica o pressuposto de que as empresas contabilizam nos custos de produção o aumento dos dispêndios com empréstimos e financiamentos derivados da política monetária contracionista e encontra evidência favorável. É apontado que os acréscimos na taxa de juros podem provocar choques negativos de oferta e elevação da razão preço-salário, ocasionando maior taxa de inflação e isso demandaria juros ainda mais elevados.

As deficiências nos canais de transmissão e/ou a existência de “arranjos” institucionais que contribuam para reduzir a eficácia da política monetária, conforme atesta a análise empírica de Araujo e Modenesi (2013), tem resultado na baixa sensibilidade-juro da inflação, isto é, uma considerável elevação da taxa básica de juros produz um ténue impacto deflacionário. Em outras palavras, o desaquecimento da economia não se transmite integralmente para os preços, provocando desaceleração econômica e aumento do desemprego. Conforme ressaltam os autores (p. 126):

A baixa sensibilidade-juros da inflação pode ser interpretada como decorrente de problemas no mecanismo de transmissão: as falhas na transmissão da política monetária reduzem a sua eficácia. Consequentemente, a manutenção da estabilidade de preços requer uma política monetária demasiadamente rígida. O resultado final é que, por um lado, a inflação cede pouco. Por outro, exacerbam-se os custos decorrentes das altas taxas de juros. [...] A existência de problemas na transmissão torna o balanço entre custos e benefícios da política monetária pouco favorável.

Diante disso, a presente tese é apontada nas análises econômicas mais recentes como um dos principais motivos pelos quais a taxa básica de juros é mantida em patamares elevados. Para Modenesi e Modenesi (2012), por exemplo, ainda que todos os argumentos sobre a rigidez na política monetária expostos no segundo capítulo convirjam, em algum grau, para explicar a taxa de juros brasileira, as deficiências dos canais de transmissão, em conjunto com a convenção pró-conservadorismo e a existência de equilíbrios múltiplos da taxa de juros, ajudam a compreender mais claramente os problemas gerados pela política monetária e apontam para a necessidade de uma reformulação do modelo de política para a contenção inflacionária. Barboza (2012) também assinala, sob um ponto de vista teórico, que devido aos mecanismos de transmissão serem parcialmente interrompidos na economia brasileira há a necessidade de uma taxa de juros mais elevada. Contudo, a investigação econométrica gerou resultados pouco conclusivos.

Em suma, o ponto central da hipótese de deficiências nos canais de transmissão como o principal motivo para a manutenção da taxa de juros em níveis tão elevados no Brasil, especialmente no caso dos fatores macroeconômicos, é que haveria uma retroalimentação desses mecanismos, provocados pelo aumento da taxa de juros, de modo que os direcionariam para a via contrária da finalidade da política monetária. Estudar se houve uma mudança nos mecanismos de transmissão da política monetária brasileira nos últimos anos é o objetivo dessa dissertação e, por isso, como ressaltado anteriormente, este capítulo fará a apresentação e análise das peculiaridades da economia brasileira as quais foram e ainda são fontes de impedimento à transmissão plena dos impulsos monetários através dos seus diversos canais.

3.1 A fragilidade do “canal financeiro”

Os argumentos que sustentam esta hipótese são fundamentados no fato de que a estrutura a termo da taxa de juros é truncada ou inexiste uma curva de rendimento de longo prazo no Brasil, o que leva a concentração da renda na esfera financeira¹⁴, isto é, na esfera de circulação financeira que se concentra o maior volume de renda monetária. Além de eliminar um dos mecanismos de transmissão da política monetária – o efeito riqueza presente no “canal do valor dos ativos” –, a concentração da riqueza monetária no setor financeiro da economia tem dificultado o alongamento e aumento da duração da dívida pública brasileira.

A dificuldade para o desenvolvimento de um mercado financeiro de longo prazo passa por questões macro e microeconômicas, institucionais e mesmo de definições teóricas. Conforme Hermmann (2011a), a visão convencional da economia, a qual o debate atual converge, assume que a carência de um mercado financeiro de longo prazo no Brasil deriva da insuficiência de poupança nacional, demonstrada pelos déficits em transações correntes e pelo baixo nível de investimento; e de inadequações nas instituições jurídicas e regulatórias, como alta tributação sobre operações e lucros financeiros, alto custo decorrente da legislação, alto risco de crédito associado à precariedade de instrumentos legais inadequados e justiça lenta na execução de garantias. Esta abordagem parte do pressuposto de que o incremento do capital depende da poupança e de suas fontes de aplicação, que por sua vez são dependentes da taxa de juros.

Contudo, como ressaltado no capítulo anterior, o argumento de insuficiência de poupança não se sustenta sob um ponto de vista keynesiano, segundo o qual, o que importa para a definição da oferta total de recursos na economia é a forma como a sua riqueza está alocada entre ativos financeiros de diferentes maturidades, dada pela preferência pela liquidez dos agentes. A preferência pela liquidez não se manifesta exatamente na forma de papel moeda ou depósitos a vista, aparece na concentração da riqueza em ativos de curtíssimo prazo e de alta liquidez. Na economia moderna, a diversificação do sistema financeiro, com mercados secundários e de títulos públicos bem desenvolvidos, tornou relativamente fácil direcionar recursos para aplicação em ativos de curta maturação e com a garantia de alta liquidez. Dessa forma, a proposição alternativa, sob uma perspectiva keynesiana, aponta como

¹⁴ Sobre as considerações acerca da relação entre inexistência de uma curva de rendimento de longo prazo no Brasil, a concentração da renda na esfera financeira e a relação com a tese de baixa eficácia da política monetária, ver, entre outros: Carvalho (2004 e 2005), Kregel (2004), Pastore (2006), Barboza (2012); Oreiro et. al (2012), Modenesi e Modenesi (2012) e Araújo e Modenesi (2013).

fatores explicativos, além das inadequações institucionais, a importância do ambiente macroeconômico; o grau de concentração do mercado e a manutenção da taxa de juros em patamares elevados (HERMMAN, 2011b).

Adepto à abordagem alternativa, Carvalho (2005) descreve que as três décadas de alta inflação, seguidas por mais de uma década de incertezas com relação ao comportamento futuro das taxas de juros, dada a elevada vulnerabilidade externa da economia brasileira, “tornaram impossível a constituição de uma curva de rendimentos que se estendesse para além do curto prazo” (*ibidem*, p.331). A oferta expressiva de Letras Financeiras do Tesouro (LFT's), títulos indexados pela taxa básica de juros e, portanto, altamente rentáveis e líquidos, está na origem do problema.

As LFT's e suas antecessoras, as Letras do Banco Central (LBC)¹⁵, surgiram como uma solução financeira para enfrentar a aceleração inflacionária quando o congelamento de preços realizado no Plano Cruzado de 1986 se mostrou insustentável, impondo a necessidade de elevar a taxa de juros. Num cenário em que os maiores detentores de títulos do governo eram as instituições financeiras e o aumento dos juros provocaria grandes perdas para elas, propôs-se a criação de um título indexado ao *overnight* e sem risco de taxa.

O objetivo deste título era reduzir ou mesmo debelar a fuga de moeda e de ativos financeiros no período de forte inflação. Além de garantir demanda para a dívida pública, a criação desse título eliminou uma importante assimetria no mercado financeiro brasileiro à época, resultante da pressão sobre autoridade monetária para realizar leilões de recompra dos títulos públicos toda vez que alguma emissão primária redundasse em prejuízo para os seus detentores, em geral, os bancos (MORAES, 2006; AMARAL & OREIRO, 2008).

Dessa forma, as LFT's representaram um importante seguro contra oscilações inesperadas e de grande magnitude na taxa de juros, pois estas “perpetuidades indexadas”, nos termos de Simonsen (1991, apud Pastore, 2006) constituem um tipo bem peculiar de papel, na medida em que elevações dos juros não acarretam perdas para o investidor, pois são possuem “duração zero”, isto é, a elasticidade de seu preço em relação à taxa de juros é nula. O

¹⁵ “A mudança de denominação de LBC para LFT surgiu com a Constituição de 1988, que proibiu o financiamento direto e indireto do Banco Central à União, viabilizado anteriormente pelas contas movimento e suprimentos. Com a nova Constituição Federal criou-se a conta única da União no Banco Central, permitindo que este último utilizasse os títulos do Tesouro como instrumentos de política monetária” (AMARAL & OREIRO, 2008, p.494)

conceito de duração¹⁶ (*duration*, em inglês) pondera os prazos médios pelos pagamentos intermediários e, portanto, constitui medida mais acurada da sensibilidade da dívida em relação a mudanças na política monetária (TUROLLA, 2005). Franco (2006, p. 273-74) descreve bem isso, ao caracterizar as LFT's como a sistematização de um processo:

As LFT's são a *sistematização de um processo*, ou a operacionalização de uma garantia a um aplicador ou investidor junto ao Tesouro Nacional de que possui um título exatamente equivalente a uma aplicação de um dia feita *repetidamente*. É uma espécie de *economia processual* em aplicar no *overnight* [...] com risco [...] do Tesouro Nacional, como se houvesse uma forma de securitização do investimento no *overnight*. Por isso, diz-se que as LFT's funcionam como uma espécie de depósito a vista remunerado diariamente no Banco Central ou uma quase- moeda que rende juros sem risco de juros, em razão da *periodicidade* de sua remuneração. Pode-se dizer, portanto, que as LFT's têm “duração zero”, sendo importante distinguir o conceito de *duração* (elasticidade do preço do papel em relação à taxa de juros) do conceito de vencimento (prazo médio) da dívida [grifos do autor].

No entanto, alcançada a estabilidade de preços com o Plano Real e a relativa disciplina fiscal do governo nos anos mais recentes, a forte participação destes títulos no mercado financeiro tornou-se o principal entrave ao alongamento e aumento da duração da dívida pública brasileira. Por sua vez, a inexistência de uma curva de rendimentos com projeção temporal adequada no Brasil, em conjunto com as extraordinárias taxas de juros de curto prazo, tem contribuído para reduzir a eficácia da política monetária. Por um lado, a circulação financeira tende a concentrar parcela relevante da renda monetária, absorvendo, de modo permanente, considerável proporção das reservas criadas pela política monetária; e, por outro, os segmentos de longo prazo, os quais determinam o investimento real da economia, não sofrem influência dos estímulos monetários pelo simples fato de que eles não existem (CARVALHO, 2005).

¹⁶ A duração de um título significa o tempo médio que o detentor do título deve esperar para receber os pagamentos relativos a ele. Um título sem pagamentos intermediários ou fluxo de cupons (juros) tem a duração igual à data de seu vencimento, enquanto um título com cupom tem uma duração menor. Em outras palavras, duração define a elasticidade-preço de um título, dada uma mudança percentual no fator de desconto (o fator pelo qual a remuneração futura de um título é multiplicada para obter o seu valor presente). Este conceito é conhecida na literatura como *Duration de Macaulay* (D) e pode ser representada por: $D = (\Delta P / \Delta i) * [(1+i)/P]$, em que P é o preço do título e i é o fator de desconto. A duração da LFT é zero porque tanto a remuneração quanto a taxa de desconto são dadas pela taxa de juros (AMARAL & OREIRO, 2008).

De que forma a concentração de renda na esfera financeira e a inexistência de uma curva de rendimentos de longa maturação contribuem para reduzir a eficácia da política monetária? A dinâmica dos mecanismos de transmissão, especificamente do canal de ativos, e a exposição de Pastore (1996; 2006) ajudam a entender mais claramente esta relação.

Assumindo que o consumo depende do estoque de riqueza dos agentes, segundo Pastore (2006), quando a dívida pública é composta por grande parcela de títulos de longo período de maturação (cinco, dez ou mais anos) em poder do público, o Banco Central pode alterar a taxa de juros em qualquer intensidade e direção, sem que haja mudanças nos fluxos pagos aos compradores destes títulos, mas, ao aumentá-la, reduz o valor de mercado da dívida pública, que leva a diminuição da riqueza financeira e, conseqüente dos fluxos de consumo dos agentes. Haveria, dessa forma, um “efeito riqueza” operando através do “canal valor dos ativos”. No Brasil, entretanto, a significativa participação das LFT’s nas carteiras dos rentistas dilui esse “efeito riqueza”, pelo fato de seu preço ser praticamente invariante em relação a uma elevação da taxa básica de juros.

Como descrito anteriormente, a peculiaridade brasileira de manter títulos indexados e pós-fixados faz com que o aumento da taxa de juros para controlar a inflação não origine perdas para o investidor, tendo em vista que o efeito de uma elevação na taxa básica de juros sobre o preço do título, apesar de positivo, será muito próximo de zero (PASTORE, 2006; AMARAL & OREIRO, 2008). Pelo contrário, a maior taxa de juros, ao mesmo tempo em que eleva os fatores de desconto aplicados aos rendimentos destes títulos, também aumenta estes rendimentos na mesma proporção, eliminando o impacto depressivo sobre o preço do título e sobre a riqueza do detentor.

Assim, diferentemente dos países desenvolvidos, em que o aumento da taxa básica de juros da economia deixa os detentores de títulos públicos mais pobres, pois a dívida do governo é normalmente longa e remunerada por taxas prefixadas¹⁷, no Brasil, os compradores de papéis do Tesouro ficam mais ricos com a política restritiva do Banco Central e o país como um todo mais pobre, pois as aplicações financeiras atraem parcela significativa de recursos que poderiam ser potencializados para o investimento produtivo que, por sua vez, ampliaria o nível de emprego e renda do Brasil.

¹⁷ Uma remuneração por taxas de juros prefixadas significa que o título possui rentabilidade definida no momento da compra, ou seja, o investidor sabe exatamente o valor que irá receber se ficar com o título até a data de seu vencimento.

Segundo Amaral e Oreiro (2008), a particularidade brasileira de empresas, bancos e investidores manterem parte de seus ativos e passivos referenciados na taxa do Certificado de Depósitos Interbancários, faz com que a demanda por títulos prefixados seja majoritariamente oriunda dos bancos ou fundos de investimento (multimercados ou *hedge funds* estrangeiros), caracterizando uma demanda predominantemente especulativa, porque as expectativas de maior contração da política monetária tendem a restringir a continuidade do processo de elevação e duração da dívida.

Dessa forma, como bem ressalta Modenesi e Modenesi (2102, p.394), as LFT's tendem a gerar um “canal perverso de transmissão da política monetária ou um efeito renda financeira às avessas”, na medida em que o estoque e a estrutura da dívida contribuem para tornar o consumo uma função positiva da taxa de juros, isto é, as LFT's não somente extingui o efeito depressivo da política monetária, como também promovem um incremento proporcional na renda financeira dos agentes que, por sua vez, contribui para o aquecimento da demanda agregada e, com isso, ao maior nível de preços. Pires (2008) e Andrade e Pires (2009) mostram empiricamente que o fato da dívida pública ter uma parcela relevante indexada a taxa básica de juros faz com que o efeito riqueza não opere em plenitude, reduzindo a eficácia da política monetária; bem como que a composição da dívida influi de modo significativo no tempo de resposta da demanda agregada e dos preços à variação na política monetária.

Além disso, devido à disseminação destas “perpetuidades indexadas” no mercado financeiro “cria-se anômala vinculação entre o mercado monetário e o de dívida pública” (Ibidem, p.394). As indexações de diversos tipos de instrumentos financeiros ao Certificado de Depósitos Interbancários, viabilizada pelas correções das LFT's através da taxa básica de juros da economia, concede ao sistema bancário a possibilidade de ofertar uma gama de ativos com alta liquidez, incrementando a tendência de expansão da demanda agregada e, conseqüentemente, a inflação. Ademais, como os bancos comerciais no Brasil costumam aplicar parte significativa de seus ativos em LFT's, grande parte dos ativos bancários permanece imune às variações da taxa de juros, devido à “duração zero” daqueles papéis. Nesse cenário, a potência da política monetária pelo canal do valor de ativos perde ainda mais força, uma vez que bancos deixam de contrair o crédito na mesma intensidade que o fariam na ausência de LFT's.

Este tipo de “instrumentação financeira” não existe nas economias com preços estáveis e, portanto, caracteriza uma anormalidade da economia brasileira, agravada ainda pelo fato deste país ser o único do mundo que mantém dívida pública e política monetária

“umbilicalmente conectadas”, usando os termos de Oreiro e Paula (2010). Diante disso, é possível dizer que a atuação do Banco Central em tentar preservar o nível de preços por meio de altas taxas de juros atrapalha a formação de um mercado de poupança de longo prazo, ao aprisionar os poupadores no mercado de moeda, dando-lhes liquidez e remuneração correspondente à de títulos de longo prazo, e isso, tende a reduzir a potência da política monetária pelos motivos descritos anteriormente.

É importante notar, contudo, que a curva de rendimentos e a taxa básica de juros estabelecem uma relação de mão dupla: uma curva curta ao concentrar renda financeira de alta liquidez, tende a aumentar a demanda agregada e, com isso, reduz a eficácia da política monetária em alcançar o nível de preços desejado, exigindo novos aumentos na taxa de juros de curto prazo que, conseqüentemente, implicará na elevação das taxas de médio e longo prazo, dificultando o alongamento da curva (HERMMAN, 2011a).

Dessa forma, a melhor solução para impedir a geração desse efeito contágio entre política monetária e a política fiscal, seria a desindexação completa da dívida pública como bem salienta Nakano (2011, p.1):

Desindexados os ativos financeiros, o novo instrumento de política monetária terá seu poder multiplicado, tornando também desnecessária a manutenção dos juros num patamar tão elevado. Com juros prefixados, qualquer elevação da taxa básica do Banco Central reduzirá o valor dos ativos do sistema bancário e a riqueza financeira, com contração maior no crédito bancário que, associado ao maior efeito riqueza, desencadearão uma cadeia de reações com fortes impactos contorcionistas sobre a demanda agregada. O setor financeiro passará a detestar juros elevados.

3.2 A imperfeição do canal crédito

O mercado de crédito atua como um catalisador do crescimento e desenvolvimento econômico. Por um lado, a oferta de crédito tende a ampliar os investimentos das empresas ou mesmo lança-las em novos empreendimentos, aumentando a escala de produção e os rendimentos da economia; e, pelo outro, se associada a uma trajetória de crescimento do emprego e da renda, permite a expansão do consumo.¹⁸ Sabendo disso e assumindo que as taxas de juros de longo prazo são alternativas à eficiência marginal do capital, a política monetária restritiva, ao aumentar as taxas longas deveria reduzir o investimento e também o consumo, tal como mostrado no capítulo dedicado aos mecanismos de transmissão da política monetária.

Contudo, não é exatamente isso que se tem observado na economia brasileira. Como descrito anteriormente, a influência das LFT's através do canal preços dos ativos tem produzido impactos negativos sobre a eficácia da política monetária. Os bancos, sendo grandes detentores da dívida mobiliária federal de curto prazo, contribuem para o “efeito renda financeira às avessas”, uma vez que seus ativos e receitas crescem e o maior número de recursos disponíveis tenderia a gerar uma contração de crédito e empréstimo menor do que seria se não existissem estes títulos. No entanto, conforme Nakano (2005, 2011), essa expansão não pode ser constante, pois existe um limite de taxa de juros para o qual o risco moral e a seleção adversa se farão presentes, ampliando o risco de inadimplência que, conseqüentemente, levará ao racionamento da oferta de crédito.

Além disso, outros argumentos têm sido apresentados em torno do canal crédito como barreiras à transmissão dos impulsos monetários para a economia e, a conseqüente redução da potência da política monetária em atingir a estabilização de preços conforme as metas definidas pelo Conselho Monetário. Por um lado, Carvalho et al (2007) ressalta que o contexto histórico da economia brasileira e as suas particularidades trouxe como conseqüência a baixa penetração do crédito livre na determinação da renda. Por outro, autores, como Giambiagi (2007); Schwartzman (2011; 2012) e Bacha (2011), chamam a atenção para a

¹⁸A importância do crédito para a dinâmica do investimento e, conseqüente, acumulação de renda nas economias capitalistas foi destacado por Keynes (1930) em seu *“Treatise on Money”*. Segundo a sua abordagem (e de seus seguidores, a citar Minsky, 1982), a emissão de moeda escritural pelas instituições bancárias libera os investidores da necessidade de acumulação prévia de poupança. Isto é, a criação de crédito pelos bancos adianta os recursos necessários às decisões de investimento, as quais, se bem-sucedidas, gerarão receitas suficientes para a liquidação das despesas contraídas (incluindo o empréstimo contratado) e a obtenção de lucros, ampliando a renda da economia.

influência da segmentação do mercado de crédito em recursos livres e direcionados, na medida em que estes últimos se tornaram a mais importante fonte de financiamento de longo prazo do país, são pouco afetados pela taxa básica de juros e a sua participação tem se expandido ao longo do tempo. Estas questões serão tratadas nas subseções a seguir, bem como também serão apresentadas algumas evidências empíricas sobre a “funcionalidade” do canal crédito no Brasil.

Antes disso, é importante definir que a segmentação do mercado separa em livres, os créditos que não possuem destinação específica, sendo determinados pela oferta e procura de crédito no sistema financeiro e, portanto, têm os juros e os *spreads* decididos pelo mercado. Os direcionados, por sua vez, são créditos criados para atender determinada demanda, ficando mais voltados para os investimentos e para o crédito de longo prazo ao consumidor. Esta fonte de crédito é controlada pelo governo e, por isso, seus juros e *spreads* situam-se em patamares muito inferiores ao crédito livre. Para ter uma ideia, em dezembro de 2012, os *spreads* médios foram, respectivamente, 17,6% e 2,4% ao ano para os créditos livres e direcionados, enquanto os juros situaram-se na casa de 25,3% e 7%.

i. A baixa penetração do crédito livre a determinação da renda

O segmento de crédito livre, embora tenha crescido constantemente nos anos 2000 e sofra forte influência de mudanças na taxa básica de juros, ainda possui um grau de aprofundamento relativamente baixo e, por isso, esse importante canal de transmissão da política monetária na literatura internacional, tem apresentado um desempenho secundário na determinação da renda no Brasil (SANT’ANNA et al, 2009). Dessa forma, torna-se pouco expressiva a transmissão da política monetária por meio crédito.

De acordo com Carvalho et al (2007), o desempenho secundário do mercado de crédito está estritamente relacionado com características que marcaram a histórica econômica do país: (1) o extenso período de alta inflação e elevado grau de incerteza da economia, que forçou a prática de taxas de juros em patamares elevados no sistema bancário e, com isso, reduziu-se a oferta de crédito; (2) os anos de desequilíbrios fiscais, que cederam espaço ao maior desenvolvimento de uma fonte altamente rentável e de baixo risco para o direcionamento dos recursos bancários, as LFT’s, limitando a participação da renda financeira no mercado crédito.

De fato, nos anos de 1980 e boa parte dos anos de 1990, o mercado de crédito brasileiro se manteve estagnado em razão da alta incerteza e da aversão ao risco no cenário de alta inflação, instabilidade da dívida pública e restrição externa, como mostram Bogdanski,

Tombini e Werlang (2000); Carvalho et al. (2007) e Martins e Ferraz (2011). Em fins dos anos 1980, contudo, toma ímpeto um novo modelo financeiro voltado para a liberalização, o qual surgiu como uma crítica a política intervencionista dominante nas décadas anteriores (1950-1970), não somente no Brasil, como também em muitos outros países em desenvolvimento e, inclusive alguns desenvolvidos. O objetivo do novo modelo era baratear e expandir o financiamento, diversificando não somente o mercado de crédito, mas o de ativos como um todo, através de instituições financeiras preferencialmente privadas.

Os resultados iniciais do modelo são sentidos na rápida expansão do crédito e do número de instituições bancárias até o fim da aceleração da inflação proclamado pelo Plano Real, quando a estabilização monetária implicou no cancelamento dos ganhos com o *floating* inflacionário e o processo de expansão começa a se reverter. O número de instituições bancárias retorna ao nível existente na pré-liberalização, ocasionando a redução do crédito como participação do PIB; bem como, segundo Prates e Freitas (2013) – com exceção de um curto período de forte expansão do crédito após o Plano Real que conduziu a relação crédito/PIB de 31,7% em junho de 1994 para 36,8% em janeiro de 1995 – as instituições financeiras continuaram priorizando as aplicações em títulos públicos *vis-à-vis* às operações de crédito, a despeito do diferencial ainda maior de rentabilidade dessas últimas no Brasil, em função do altíssimo *spread* bancário (relativamente ao observado nos demais países em desenvolvimento), evidenciado pelo aumento do grau de concentração bancária nos anos recentes.

Dessa forma, os títulos públicos – especialmente as LFT's com sua elevada remuneração, liquidez e risco nulo – passam a competir diretamente com os empréstimos no portfólio dos bancos brasileiros. Mesmo nas fases ascendentes dos ciclos econômicos, em que há maior otimismo das expectativas dos bancos e, conseqüente expansão do crédito, pois as rentabilidades tendem a ser mais elevadas e o risco é percebido como baixo (MINSKY, 1982), as decisões a respeito do portfólio das instituições bancárias levam em consideração todas as possibilidades de ganhos no mercado financeiro, não somente os relacionados com as operações de crédito, como também os relativos aos demais ativos adquiríveis nos mercados de capitais e no mercado de títulos públicos (CARVALHO et al, 2007).

Outros fatores também podem ser atribuídos ao reduzido desenvolvimento do mercado de crédito após a estabilização monetária e, conseqüentemente, a sua baixa expressividade na determinação da renda no Brasil: a) a reversão do ajuste fiscal durante o primeiro governo do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso, que contribuiu para o aumento da dívida pública; c) as crises financeiras e/ou cambiais ocorridas entre os anos de 1995 e 2001: México (1995),

Ásia (1997); Rússia (1998) e Argentina (2001); d) e a própria crise cambial brasileira em 1999, revertendo em princípio as expectativas sobre a estabilidade das variáveis macroeconômicas do país diante da necessidade de substituição do regime monetário.

Diante disso, no bojo da implementação do regime de metas inflacionárias no Brasil, Bogdanski et. al (2000) analisam, por um ponto de vista teórico-empírico, a atuação do Banco Central na condução deste regime e ressaltam a necessidade de se obter uma visão clara sobre quais canais seriam os mais adequados para serem explorados na transmissão dos estímulos monetários, referindo-se de maneira enfática à pouca expressividade do canal do crédito no país:

[...] given historical low leverage of the Brazilian corporate sector along with the very strict credit and monetary policies implemented with the Real plan, the credit mechanism has not operated and its importance in terms of channeling interest rate impacts on inflation has been negligible (*Ibidem*, p. 8).

Cabe citar, contudo, que outros autores – como Mendonça (2001) – consideram que a reduzida expressividade do canal crédito no mercado deve-se não somente ao elevado grau de incerteza, como também à incidência de impostos sobre a intermediação financeira; e às elevadas alíquotas dos empréstimos compulsórios. Contudo, estes últimos condicionantes são bastante questionáveis, pois atuariam no sentido de melhorar a eficácia da política do Banco Central quando contraposta às sugestões pós-keynesiana de políticas não monetárias de controle inflacionário, por exemplo, (SICSÚ, 2007), ou simplesmente podem ser trabalhadas como um complemento ao modelo de política monetária vigente como aconteceu em 2011, como será visto no próximo capítulo.

ii. A influência dos créditos direcionados

Diante do cenário de inflação, riscos e incertezas, que teriam impedido a maior expressividade do crédito livre na economia brasileira, os bancos públicos e o crédito direcionado constituíram-se nas principais fontes de financiamento das atividades econômicas no país. Somente o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, principal financiador dos investimentos de longo prazo no Brasil, responde por mais ou menos 20% do crédito no sistema financeiro nacional, cujas operações englobam os empréstimos e financiamentos diretos, bem como os repasses; ademais, a quase totalidade do crédito habitacional e rural é fomentada, respectivamente, pelos demais bancos sob o domínio do governo Federal, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil (LUNDBERG, 2011).

Visto isso, alguns autores, como Giambiagi (2007); Schwartzman (2011; 2012) e Bacha (2011), consideram que a diminuta importância do canal crédito em canalizar as taxas de juros no sentido de contrair a demanda e controlar a inflação, ressaltada por Bogdanski, et. al (2000), deve-se a segmentação do mercado em créditos livres e direcionados. Isso porque, via de regra, os créditos direcionados são subsidiados e racionados através de mecanismos administrativos, de modo que, boa parte da expansão do crédito independe das decisões de política monetária e, por isso, o nível da taxa básica de juros tende a afetar menos a demanda agregada privada doméstica do que faria na ausência dessa segmentação do mercado.

Para Schwartzman (2011; 2012), a expressiva parcela e a crescente expansão do crédito direcionado no sistema financeiro brasileiro, cujos juros de curto e longo prazo, embora regulados pela taxa básica da economia, são historicamente menores, seria a explicação mais acertada para a coexistência de demanda aquecida frente à política monetária contracionista que o Banco Central normalmente vem praticando. Este autor destaca que a singularidade do sistema financeiro brasileiro não consistiria na existência, mas no peso do crédito direcionado no total do mercado de crédito: se muito pequeno, não exerce grande impacto sobre a demanda; se muito grande, é provável que o efeito da taxa básica de juros sobre a demanda seria muito reduzido, devido à obstrução do canal de crédito.

O recorte a seguir do texto de Schwartzman, (2012, p.2 e 3), permite uma visão geral em torno da relação crédito direcionado, baixa potência do canal crédito em transmitir os impulsos monetários e a reduzida eficácia política monetária:

Em geral, ao compararmos a taxa brasileira às observadas em outros países pensamos na taxa Selic (ou na taxa de um ano) como sendo a única taxa relevante. Todavia, existe um segmento do mercado de crédito no Brasil que é virtualmente insensível aos juros de mercado. O crédito direcionado no Brasil [...] apresenta taxas de juros que não apenas não são afetadas pela operação da política monetária, como são usualmente bastante inferiores à Selic, em particular a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)... [E], a existência de um mercado segmentado de crédito, em que as taxas de juros são consideravelmente inferiores às de mercado, se afigura como uma explicação para o vigor da demanda interna mesmo sob taxas de juros consideravelmente maiores que as internacionais. E, em assim sendo, é também a explicação mais promissora para a persistência de tal diferença.

Nesse sentido, o aumento da potência da política monetária seria obtido pelo menor volume de crédito direcionado e pela extinção dos subsídios implícitos em suas taxas de juros, que tenderia a elevar o custo de captação nesse segmento, possibilitando queda expressiva da taxa básica de juros. Bacha (2011) vai além e sugere que não somente o custo do crédito

direcionado passe a ser determinado periodicamente pelas decisões de política monetária, como também o seu volume. Contudo, essa proposição não leva em consideração que existem limites para o crédito direcionado, baseados na disponibilidade de recursos do PIS/PASEP, nos montantes de depósitos a vista e também nos aportes do Tesouro Nacional.

Além disso, no que se refere à lógica Schwartsmaniana, pode-se pensar exatamente o contrário: em uma economia em desenvolvimento, a elevação da taxa básica de juros e a contração da taxa de juros de longo prazo corrigiriam o perfil da demanda brasileira, privilegiando gastos com investimentos em detrimento do consumo. Sendo assim, seguindo Modenesi e Modenesi (2012), apesar dos efeitos negativos que o mercado de crédito segmentado pode ocasionar, sobretudo a externalidade intrínseca a taxa de juros de longo prazo, é reduzida a contribuição do financiamento de longo prazo dos bancos públicos em explicar a baixa eficácia da política monetária. Isso porque os estímulos à formação bruta de capital fixo, com conseqüente tendência de expansão do produto potencial, numa perspectiva de médio e longo prazo, tende a expandir a oferta agregada e contribuir para a estabilidade de preços.

Ademais, dado que os mercados não são eficientes – devido aos custos de transação, assimetria de informação, externalidades positivas e negativas, mercados incompletos, concorrência imperfeita e insuficiência de dados para a análise e precificação correta dos ativos – é necessário o estabelecimento de medidas, normas e procedimentos, que alinhem os “setores” e mantenham um equilíbrio financeiro e econômico. Assim, a existência de mercado de crédito imperfeito, por si só, justifica uma ação verdadeiramente intervencionista do Estado em atuar diretamente na economia, através dos financiamentos de longo prazo, especialmente em áreas negligenciadas pelo setor privado e em políticas de compensação do viés curto-prazista do mercado, gerado pela preferência pela liquidez.

iii. Algumas evidências empíricas para o canal crédito

Diversos autores verificaram empiricamente a eficácia do canal crédito como mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil em diferentes períodos e utilizando diferentes metodologias, tendo concluído que canal opera no país.

Souza-Sobrinho (2003), num estudo compreendendo o período de outubro de 1996 a dezembro de 2001 constatou que, embora a proporção crédito/PIB estivesse em declínio e o custo médio do crédito (medido pelo *Spread* bancário) muito elevado, as relações entre os principais indicadores no mercado de crédito brasileiro, a política monetária e a economia real estavam de acordo com o previsto pela teoria do canal de crédito. É apontada uma rápida

reação da economia aos estímulos da política monetária, especialmente porque os empréstimos bancários, determinados pelas condições de mercado eram predominantemente de curto prazo. A conclusão do autor chama atenção para o fato de ser desnecessária a excessiva contração da política monetária, tal como se vem praticando no país, salientando que apenas a existência de um canal do crédito implica que a política monetária consegue ser eficaz mesmo sem alterar significativamente as taxas de juros.

Carneiro, Salles e Wu (2006), também tratou a questão da “funcionalidade” do canal crédito, no entanto, o fez através da estimativa dos efeitos de um aumento na taxa de juros sobre a demanda por crédito pela qual as firmas financiam seus investimentos no período de 1996 a 2002, tendo em vista que um aumento na taxa de juros reduz a capacidade de as firmas se endividarem, diminuindo o número de projetos de investimentos que são efetivamente financiados e realizados. Os resultados sugerem que para cada 1% de aumento na taxa de juros real o total de crédito demandado cai em, aproximadamente, 0,5% e, diante disso, os autores concluem que, a elevação dos juros tem sido eficaz em provocar queda no nível de atividade, via redução na demanda por crédito e, conseqüentemente, no nível de investimento.

Marcatti (2011), por sua vez, verificou a expansão do crédito e seu efeito na demanda agregada por intermédio dos impactos da taxa de juros para os anos mais recentes, salientando que o canal de crédito tornou-se mais eficiente em transmitir a política monetária. As evidências empíricas mostraram não somente resultados favoráveis à atuação do canal crédito, como também apontam para evolução positiva, especialmente, devido ao aumento na relação crédito/PIB. Além disso, ficou evidenciado que a política monetária consegue afetar a economia real através do impacto sobre a velocidade de contração do crédito, num prazo de dois meses, ressaltando, assim, a importância deste canal para a política econômica brasileira.

3.2 O problema dos preços administrados e da indexação

Atualmente duas falhas nas definições institucionais dos preços da economia brasileira são apresentadas como fator influente em reduzir a eficácia da política monetária: a) a velha discussão em torno dos preços administrados e da dificuldade da política monetária em atingir esses preços, dada a forte participação de órgãos públicos na sua formação, seja determinando diretamente ou por meio de regulação; bem como o forte componente inercial desses preços, na medida em que são indexados; e b) a nova fonte de pesquisas relacionada a indexação formal do salário mínimo a partir de 2007 e a inércia inflacionária subscrita nessa medida.

Segundo Braga (2011), entre 70% e 80% das variações mensais do nível de preços são passadas de um mês ao outro, indicando um processo de auto-alimentação da inflação. O aumento do grau de inércia inflacionária implica na necessidade de uma dosagem de taxa de juros maior para fazer com que a inflação convirja para a meta definida pelo Conselho Monetário Nacional.

i. A expressiva participação dos preços administrados no IPCA

Dentre os pilares que sustentam a tese de reduzida eficácia da política monetária, uma hipótese bastante difundida é a considerável participação dos preços administrados no índice oficial de inflação, o IPCA (Índice de Preços ao consumidor) – cerca de 30% –, em função da baixa sensibilidade desses preços às variações na política monetária. Trata-se de uma peculiaridade da economia brasileira que reduz a capacidade da política monetária em controlar e diminuir a taxa de inflação. Diversos autores abordaram essa questão: Figueiredo e Ferreira (2002), Modenesi (2005), Bacha (2011), Modenesi e Modenesi (2012) e Serrano e Summa (2011).

Os preços administrados por contrato e/ou monitorados referem-se aos preços insensíveis às condições de oferta e de demanda porque, de alguma forma, são determinados ou influenciados por um órgão público, seja no âmbito municipal, estadual ou federal. Ou seja, são os preços autorizados pelo governo, a exemplo do valor das tarifas de ônibus municipais e intermunicipais que depende, respectivamente, do aval dos prefeitos e dos governadores; ou os preços reajustados segundo regras contratuais fixas de indexação, sendo esta a categoria mais comum. A indexação, de modo geral, ocorre com base na variação do índice geral de preços (IGP) e são destacadas como preços administrados por contrato, por exemplo, as tarifas de energia elétrica e de telefonia, que são deferidas no âmbito federal.

A dinâmica dos mecanismos de transmissão da política monetária auxilia no entendimento do processo pelo qual a alta participação de preços administrados no IPCA explicaria a reduzida eficácia da taxa de juros no controle inflacionário. O aumento da taxa de juros para arrefecer a demanda agregada, isto é, para reduzir o nível de consumo e investimento na economia e, conseqüentemente controlar a inflação, não conseguiria atingir os preços administrados porque estes não obedecem a interação entre oferta e demanda no mercado, mostrando-se insensíveis a política monetária. Assim, cerca de 30% da taxa oficial de inflação teria sua dinâmica determinada a despeito de alterações na taxa de juros.

Diante da baixa sensibilidade dos preços administrados em relação à taxa de juros, os preços livres – esses sim determinados pelas condições de oferta e demanda de bens e serviços – devem ser excessivamente contidos para compensar a pressão que os administrados exercem sobre o índice de preços. Visto isso, como apontam Figueiredo e Ferreira (2002) e Bacha (2011), dada uma determinada meta de inflação, o aperto monetário deve ser mais forte e duradouro em relação ao que seria necessário caso todos os preços fossem livres.

A administração ou monitoramento de preços reduz a eficácia da política monetária ainda por dois fatores adicionais: a) em geral, porque a taxa de crescimento dos preços administrados se mostrou superior à inflação entre 1999 e 2006; e b) devido à reindexação da economia a partir da estabilidade alcançada com o Plano Real (MODENESI, 2005; MODENESI & MODENESI, 2012). Conforme Modenesi (2005), a reindexação após o Plano Real representou um retrocesso para a história econômica do Brasil, pois a manutenção de um piso para a inflação sempre implicará na necessidade de uma nova desindexação, diante da ineficácia da política monetária em combater inflação inercial, tal como nos mostra o histórico de aceleração inflacionária vivido pelo país.

No que se refere à evolução dos preços administrados, parte da diferença de crescimento entre tais preços e os livres está relacionada ao repasse cambial, pois o impacto da taxa de câmbio sobre os primeiros tende a ser diferente em relação a esses últimos. A sensibilidade da inflação à taxa de câmbio apresenta-se de duas formas: i) diretamente, ao passo que os preços de serviços comercializáveis com o exterior representam parcela importante no IPCA, como petróleo, energia elétrica e telefonia; b) indiretamente, pois o aumento desses preços implica em maiores custos para uma série de produtos e serviços, que utilizam esses “bens” como insumos. A rigor, os preços administrados reagem indiretamente e com considerável defasagem à política monetária, pois o indexador quase oficial desses

preços, o IGP, sofre influência da taxa de câmbio¹⁹ (FIGUEIREDO & FERREIRA, 2002; MODENESI, 2005; SERRANO, 2010). Ainda que muitos preços tenham passado por um processo de mudança de seus indexadores, no qual se adotou o IPCA como base, reduzindo o impacto da desvalorização do dólar, a participação do IGP ainda é considerável e o problema da inércia por decreto definitivamente não foi resolvido.

A indexação, ao aumentar a importância do componente inercial do processo de inflação, tende a tornar o nível de preços menos sensível as condições de demanda. Dessa forma, a existência de contratos de preços administrados indexados ao índice geral de preços por si só (como as tarifas de energia elétrica e das telecomunicações citadas anteriormente) faz com haja uma diferença na evolução entre esses preços e os livres. Diante disso, diversos autores críticos ao regime de controle inflacionário vigente no país compartilham da proposta de desindexação da economia: Modenesi (2005), Serrano (2010) e Modenesi e Modenesi (2012).

Contudo, deve-se levar em consideração que desindexação total da economia também poderia ocasionar problemas inflacionários, em função das especificidades e razão de ser de cada preço administrado, a exemplo dos contratos de longo prazo como os de locação que embutem regras pré-determinadas de reajustes. Outro exemplo, e bem mais significativo, são os casos de contratos em concessão nos quais existe a responsabilidade do estado pelo reequilíbrio econômico-financeiro destes contratos. Nos dois exemplos, sem a cláusula de indexação, os preços poderiam ser mais altos, acelerando a taxa de inflação da economia.

Nesse sentido, autores como Bacha (2011) e Braga (2011) defendem a introdução de um novo regime de indexação. Para Bacha (2011), a melhor solução seria a reindexação da economia, a partir da qual o IPCA passe a ser adotado como índice base de todos os preços administrados e, com isso, os reajustes de preços deveriam ser realizados por uma média ponderada entre a inflação passada e a meta de longo prazo da política monetária, sendo que esta última deveria ainda ser aumentada progressivamente até atingir a unidade. Assim, os reajustes dos preços administrados continuariam sob controle, mas o indexador seria mais consistente com o objetivo da política monetária.

¹⁹ Vale mencionar que, no caso da energia elétrica, especificamente, a influência da variação da taxa de câmbio é direta, uma vez que a energia gerada na Usina Hidrelétrica de Itaipu é denominada em dólares (BRAGA E MARTINEZ, 2012).

ii. A indexação do salário mínimo e a inércia inflacionária

A partir de 2007 instituiu-se formalmente a indexação do salário mínimo à inflação passada. Em princípio, ficou estabelecido que até 2011 os reajustes anuais seguiriam à variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do ano anterior, acrescido do crescimento do PIB real de dois anos antes, mas, em 2011, foi aprovada uma lei prorrogando a vigência dessa regra até 2015. Todavia, o aumento da indexação formal da economia brasileira atua na direção contrária à queda dos juros, dado que amplifica a resistência da inflação em ceder.

Esta medida do governo está relacionada à política de valorização do salário mínimo proposta no Plano Real, que teve pouca expressividade no governo Fernando Henrique Cardoso, e foi retomada no governo Luiz Inácio Lula da Silva de forma bastante progressiva. Desde então, a recomposição do poder de compra do salário mínimo passou a evoluir continuamente acima do índice de preços oficial da política anti-inflacionária; mais que isso, o ganho do salário mínimo ficou acima do salário médio a partir de 2005 que, por sua vez, cresceu a taxas superiores a inflação geral. (BRAGA E MARTINEZ, 2012).

Visto isso, segundo Braga e Martinez (2012), embora tenha sido importante para estimular a retomada do crescimento da economia, a política de valorização do salário mínimo resultou em trajetórias mais explosivas da inflação. A influência do salário mínimo em explicar a inflação é ainda sugerida pelo fato de que houve um aumento no número de trabalhadores remunerados com salários equivalentes ao mínimo de 10% em 1999 para 16% em 2009; bem como pelo fato de que os rendimentos do setor informal da economia e por contra própria cresceu mais que o formal. Segundo os autores, “estes rendimentos podem ter sido influenciados pelo salário mínimo, visto que este pode atuar como um importante sinalizador, um ‘farol’, servindo de base para reajustes destas remunerações” (*Ibidem*, 2012, p.65).

É difícil de mensurar o efeito do salário mínimo sobre a inflação, dada a concentração dos reajustes em apenas um mês do ano, provocando expressivas discontinuidades nas variações percentuais da série. Além disso, existe uma mudança no mês de reajuste ao longo do tempo, por exemplo, a correção salarial de 2009 ocorreu no mês de fevereiro, mas a de 2010 foi em janeiro (BRAGA, 2011; BRAGA & MARTINEZ, 2012). Contudo, Braga (2011) estima um sistema de equações relacionando a inflação ao consumidor e a variação salarial e os resultados econométricos trazem evidência em favor da influência positiva do aumento dos salários médios sobre o nível de preços. Isto é, a variação salarial é apresentada como um fator significativo para explicar a inflação agregada ao consumidor,

especialmente sobre os preços dos serviços livres²⁰, única categoria que não sofre influência direta das alterações cambiais ou do preço das *commodities*²¹, mas de seu próprio passado e da variação dos salários.

Dessa forma, existe um comportamento fortemente inercial mesmo nos serviços, cujos preços não são monitorados pelo governo, fortalecido pela indexação do salário mínimo a partir de 2007 e pela resistência salarial dos trabalhadores, estimulada principalmente a partir de 2003, em que se inicia uma contínua queda na taxa de desemprego no país. Esse aumento do grau de inércia inflacionária, devido à existência dos mecanismos formais (preços administrados e salário mínimo), e também informais de indexação de preços, requer uma maior dosagem de taxa de juros para que a inflação convirja para a meta definida pelo Conselho Monetário Nacional.

²⁰ Tais serviços compreendem os chamados serviços pessoais: empregados domésticos, cabeleireiros; mestre de obras, mecânicos, bombeiros; os serviços prestados pelos chamados profissionais liberais (médicos, dentistas, advogados, entre outros).

²¹ As estimativas de Braga (2011) apontam que a inflação recente do Brasil teve duas influências principais, a variação cambial e a evolução dos preços das commodities. Estas variáveis se destacaram em explicar a inflação, permanecendo significativas mesmo diante de alterações na forma funcional ou no número de defasagens do modelo. O crescimento dos salários, que ganhou fôlego a partir da segunda metade da primeira década dos anos 2000, é defendido como o terceiro fator mais importante na explicação da inflação no país.

CAPÍTULO 4. A eficácia política monetária no regime de metas para inflação: uma análise empírico-descritiva

Apresentada as peculiaridades institucionais da economia brasileira que comprometem os mecanismos de transmissão da política monetária, definidas pela tese de reduzida eficácia e/ou falhas nos mecanismo de transmissão – a dificuldade de alongar curva de rendimentos, a expressiva participação de LFTs na dívida pública, a baixa influência dos preços livres na determinação da renda, a elevada participação do crédito direcionado, o peso dos preços administrados no índice de inflação e a indexação dos preços e do salário mínimo –, o objetivo deste capítulo é confrontar as variáveis relativas as esses indicadores com o intuito de verificar se houve uma melhora ou piora no comportamento desses mecanismos ao longo do regime de metas para inflação.

Através de uma análise empírico-descritiva pretende-se responder a pergunta desta pesquisa: a acentuada queda recente da taxa básica de juros do Brasil reflete uma mudança conjuntural ou estrutural nas instituições que governam os canais de transmissão da política monetária, o que consequentemente tenderia a melhorar a eficácia da política monetária? Para isso, o capítulo foi dividido em duas seções, sendo que a primeira apresenta um quadro geral da economia brasileira, a partir do regime de metas para inflação, focando no problema das altas taxas de juros, nos fatores conjunturais que contribuíram para a redução da taxa de juros nos anos recentes e na resistência da inflação em ceder e alcançar centro da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional.

A segunda seção é dedicada à análise das variáveis relacionadas aos indicadores apontados como fonte de redução da capacidade da política monetária em atingir o seu objetivo, a exemplo da relação entre as LFT's com a taxa básica de juros e da participação dos preços administrados no índice oficial de inflação.

4.1 Um panorama geral da economia brasileira nos anos 2000

Passada a “tempestade” da crise cambial em 1999, verificou-se um tendência de queda na taxa de juros no Brasil, especialmente a partir da adoção do regime de metas para inflação. Esperava-se a partir disso que as taxas de juros assumissem uma trajetória acentuada de decréscimo e se estabilizasse ao nível de taxa de juros internacional. Contudo, entre 2001 e 2003 a taxa básica volta a subir diante do cenário de crise do “*currency board*” argentino e dos atentados terroristas aos EUA que reduziram os fluxos de capitais no mercado internacional, como alternativa para fugir do recorrente efeito contágio que se segue a restrições súbitas de capitais, comum às economias emergentes.

Além disso, problemas de origem interna haviam aumentado a incerteza quanto à estabilidade da economia brasileira, a começar pela crise energética de 2001 e, posteriormente, a eleição presidencial de 2002, com a vitória do Presidente Luiz Ignácio Lula da Silva um antigo candidato de esquerda e crítico da política econômica dos governos Fernando Henrique Cardoso (1995-1998; 1999-2002). Nesse contexto, os analistas econômicos concentravam suas explicações para a resistência de queda da taxa de juros nesses acontecimentos, que geravam um ambiente de alta incerteza e, com isso, impedia o Banco Central de flexibilizar a política diante do risco de reversão das expectativas dos agentes e “fuga” de capitais, que poderia anunciar uma nova crise cambial.

A partir de 2003, quando os mercados externos (e também o interno) tiveram a certeza de que o tripé de política macroeconômica, baseado em metas para inflação, câmbio valorizado e superávit primário, não seria alterado, a economia brasileira começa a dar sinais de melhora. Novamente especulou-se sobre o início de uma trajetória mais acentuada de queda das taxas de juros que de fato aconteceu e esteve muito associada ao cenário externo extremamente favorável a partir de 2004 (ver gráfico 2).

O período que se estende de 2004 a 2008, coincide com “*boom*” internacional relacionado ao lançamento de um grande programa de investimento na China que, através de seu alto crescimento, ampliou o comércio mundial, tornando-se o mais importante parceiro comercial do Brasil; à expansão do consumo nos países centrais; bem como ao cenário de alta liquidez internacional e de redução da taxa de juros dos EUA, após o estouro da bolha das empresas “ponto com” em 2000, que promoveu o retorno dos investimentos externos aos países em desenvolvimento atraído pelo diferencial de rentabilidade. Com isso, a demanda externa e os preços das *commodities* brasileiras foram expandidos, favorecendo a recuperação das contas externas do país e a redução das pressões cambiais; bem como os fluxos externos

possibilitaram uma tendência de queda da taxa de juros, acompanhada de menor volatilidade, como pode ser observado no gráfico 2; e mantiveram o processo de apreciação da taxa de cambial, permitindo conservar a estabilidade econômica.

A queda dos juros e do câmbio contribuiu para melhorar as contas públicas, com redução da parcela e do custo financeiro da dívida indexada, do déficit nominal e da relação dívida pública por PIB. Combinado ao maior crescimento econômico mundial e a melhora da balança de pagamentos com substanciais superávits nas transações correntes entre 2003 e 2007, isto favoreceu a recuperação no crescimento doméstico no período (média de 4,8% a.a.), conduzido pelas exportações, pelo consumo²² e pelo aumento dos investimentos públicos a partir de 2006, notadamente das empresas estatais, assumindo o *front* a Petrobrás, e do Programa de Aceleração do Crescimento do Governo Federal. Dessa forma, a economia brasileira dos anos de 2004 a 2008 mostrou-se sensivelmente distinta e melhor do que o verificado no período que compreende a estabilização da moeda até então, tanto em termos de crescimento econômico, como nos indicadores monetários, fiscais e externos.

O quadro macroeconômico mais favorável permitiu que a economia brasileira não sofresse demasiadamente em 2008, quando a crise do *subprime* nos EUA reduziu as exportações e os fluxos de liquidez internacional. Ainda que o país, assim como as demais economias em desenvolvimento, tenha sido tomado por uma saída momentânea de capitais, com conseqüente desvalorização²³ da taxa de câmbio e aumento da taxa de juros, a volatilidade da taxa de juros foi drasticamente menor relativamente à experiência de crises externas vividas pelo Brasil anteriormente. Ademais, com a rápida recuperação anunciada pelas medidas anticíclicas do governo frente à crise, em conjunto com as mudanças ocorridas na política monetária dos países centrais (como será descrito mais adiante), a partir do final de 2011 as taxas de juros voltam a declinar gradualmente e, após quase quinze anos de

²² O período também foi marcado pela melhoria da distribuição de renda, proporcionada pela ampliação do nível de emprego e dos programas assistencialistas do governo; e pela expansão do crédito aos consumidores, especialmente, a partir do lançamento de novos programas, como a política de crédito consignado, o que ampliou consideravelmente o consumo.

²³ A desvalorização cambial teve um efeito inverso sobre o endividamento público em relação ao experimentado em 1999. Como o volume de dívida indexada em proporção do PIB era menor e havia um considerável acúmulo de reservas internacionais, o efeito da desvalorização foi uma redução da dívida líquida do setor público. Com isso, para enfrentar a crise e colocar a economia de volta ao caminho do crescimento, o governo teve “folga financeira” para atuar com políticas monetárias e fiscais anticíclicas (HERMMAN, 2011b; ARAÚJO & GENTIL, 2012).

permanência da taxa de juros na casa de dois dígitos, a política monetária brasileira atinge uma baixa histórica de 7,25% a.a em outubro de 2012, mantida até meados de 2013.

Diante disso, questionamentos surgiram em torno de uma possível melhora na eficácia da política monetária no Brasil. Isso porque, algumas mudanças estruturais também vinham sendo desenhadas na economia, como a diminuição da participação das Letras Financeiras do Tesouro na dívida pública mobiliária, o alongamento da curva de rendimentos e a implementação de uma série de mudanças nas regras de determinação de alguns preços administrados no domínio federal, em especial as tarifas de energia elétrica, telefonia e a política de reajuste de preços da Petrobrás aliada à tributação sobre os preços finais dos combustíveis²⁴.

Entretanto, fatores conjunturais internos (de natureza institucional) e no cenário macroeconômico internacional também contribuíram para o mínimo da taxa de juros. No âmbito institucional destaca-se o de controle do crédito, a partir de dezembro de 2010, como instrumento complementar de política monetária. Em virtude da baixa contribuição da alta taxa de juros em conter a expansão do crédito para consumo, com o objetivo de evitar o endividamento demasiado dos agentes e controlar a exposição a riscos das instituições bancárias²⁵, o Banco Central estabeleceu algumas restrições sobre as operações financeiras no mercado crédito.

As restrições, denominadas de macroprudenciais²⁶, incluíram: i) aumento da exigência de capital mínimo para um conjunto de empréstimos ao consumidor de prazos mais longos dos 11% vigentes até então para 16,5%, como meio de desestimular a expansão de algumas linhas de crédito; ii) elevação do compulsório sobre depósitos a vista e a prazo, de 8% (desde 2002) para 12%, o que equivale a um imposto e tende a aumentar o *spread*

²⁴ Estas mudanças consideradas estruturais serão devidamente explanadas mais adiante.

²⁵ Nas fases ascendentes dos ciclos econômicos, em que o risco é percebido como baixo e as rentabilidades são altas, as instituições bancárias tendem a expandir sobremaneira a sua disposição em fornecer crédito e financiar posições de risco mais elevado. Em contraste, quando as expectativas se deterioram, os bancos tendem a contrair assimetricamente crédito, reduzindo linhas e prazos, elevando os juros e as exigências de garantia. O racionamento de crédito tende gerar verdadeiras “bolas de neve” entre os fluxos de rendas e as despesas agentes econômicos e, com isso, a formar bolhas especulativas nos mercados de ativos e situações de instabilidade sistêmica. Minsky (1982) chamou a atenção para isso a partir do desenvolvimento da “Hipótese da instabilidade financeira”, na qual, resumida a sua essência, ressalta que, paradoxalmente, a estrutura financeira de uma economia capitalista se torna mais frágil durante a fase de prosperidade.

²⁶ Para detalhes sobre as políticas macroprudenciais e maiores considerações a respeito ver: Serrano & Summa, 2012; Prates & Cunha, 2012.

bancário; iii) aumento nos impostos sobre operações financeiras de crédito ao consumidor de 1,5% para 3% que, em geral, aumenta a taxa de juros nesse segmento; e iv) aumento do percentual mínimo de pagamentos dos saldos de cartão de crédito de 10% para 15%. Contudo, frente ao efeito contágio da desaceleração das economias mundiais, ao final de 2011 o imposto sobre operações financeiras foi reduzido para 2,5% e o requerimento de capital mínimo para crédito ao consumidor retornou a 11%.

Quanto ao fator macroeconômico internacional, em resposta à crise do *subprime* nos Estados Unidos, assistiu-se a uma flexibilização sem precedentes da política monetária nos principais bancos centrais do mundo (Estados Unidos, Japão, Inglaterra e outros), com consequente queda dos juros internacionais. Desde o início da crise, em meados de 2007, o *Federal Reserve*, Banco Central norte-americano, efetuou uma série de cortes na taxa básica de juros, saltando de 5,25% a.a em junho daquele ano para 0,25% a.a, que se mantém aos dias atuais; bem como se comprometeu a estimular a economia com um programa de injeções de US\$ 85 bilhões com a compra mensal de títulos da dívida e de papéis hipotecários do tesouro americano. Para captar o efeito dessa mudança sobre a política monetária brasileira, Modenesi, et. al. (2012a) propuseram uma estimacão da regra de Taylor²⁷ expandida pela taxa de juros de referênciã internacional (Libor) e mostrou que o Banco Central reage fortemente a essa taxa, concluindo que a reduçãõ da taxa básica de juros brasileira reflete, em larga escala, a queda nos juros internacionais.

O atraente diferencial entre os juros doméstiços e externos se manteve e os fluxos de capitais externos para o Brasil não foram prejudicados. Dessa forma, conservou-se o principal mecanismo de controle da inflaçãõ, o canal cambial, conforme a constataçãõ empírica de alguns trabalhos, como Noronha (2007) e Araújo e Modenesi (2013). A atraçãõ de capitais internacionais que buscam o diferencial de rentabilidade valoriza o câmbio e a estabilidade de preços se concretiza pela competitividade dos produtos nacionais com os produtos externos. Assim, como destaca Serrano (2010, p.66-67):

A política de juros elevados, ao valorizar a taxa nominal de câmbio, gera diretamente um choque positivo de custos em moeda local. Assim, dada a ausência do canal de transmissãõ tradicional da demanda para a inflaçãõ e a força do canal de transmissãõ dos juros para o câmbio e do câmbio para os preços, o efeito dos juros

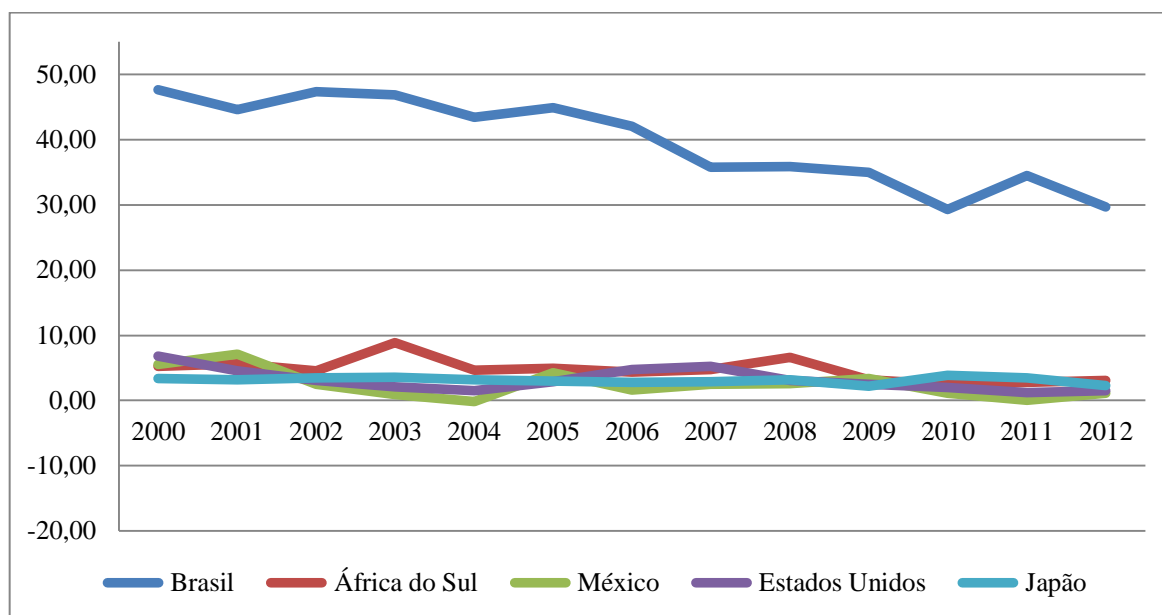
²⁷ Referênciã para operar o regime de metas de inflaçãõ. É uma regra do tipo *forward-looking*, que relaciona positivamente a taxa básica de juros ao hiato do produto (diferença entre o produto efetivo e o potencial) e aos desvios da inflaçãõ em torno de sua meta.

sobre a demanda agregada, na realidade, se torna apenas um efeito colateral da política monetária.

No entanto, vale citar que, segundo a apreciação de Noronha (2007), este canal não opera de forma eficiente e autônoma sob o regime de mobilidade de capitais. Além do diferencial de juros, os fluxos de capitais obedecem à dinâmica do cenário de liquidez internacional e, dependendo das condições externas, a reação da taxa de câmbio à política monetária ocorre de forma distinta. Por uma abordagem comparativa, separando-se o período de 1999 a 2003 em subperíodos marcados pela baixa (1999-mar/2003) e alta (abril/2003-2006) liquidez internacional, Noronha (2007) conclui que o Banco Central do Brasil somente consegue influenciar a determinação da taxa de câmbio nos cenários de alta disponibilidade das comunidades financeiras internacionais em transferir liquidez para países marcados pela instabilidade macroeconômica e pelo maior risco de *default*.

A influência da política econômica externa parece substancialmente importante para as definições da política monetária brasileira e, portanto, para sua inflexão a partir do segundo semestre de 2011. Durante o período de flexibilização do Banco Central do Brasil a taxa real de juros manteve-se extraordinariamente superior às taxas internacionais, como pode ser observado no gráfico abaixo que inclui tanto economias desenvolvidas quanto emergentes, e, a partir de abril de 2013, perante a ligeira pressão inflacionária, e principalmente devido à resistência da inflação à baixa por um longo período, a taxa básica de juros assumiu novamente uma trajetória ascendente, passando de 7,25% a.a em março para 9% a.a em agosto, e finalizou o ano em 10% a.a. Ademais, novos aumentos são previstos no próximo ano, dado o anúncio dos EUA de reduzir em US\$10 bilhões seu programa de compra de títulos a partir de janeiro de 2014, com sinalização de adotar uma política de redução gradual ao longo do ano.

Gráfico 6: Taxa real de juros: Brasil versus outros países mundiais (% a.a): 2000-2012*

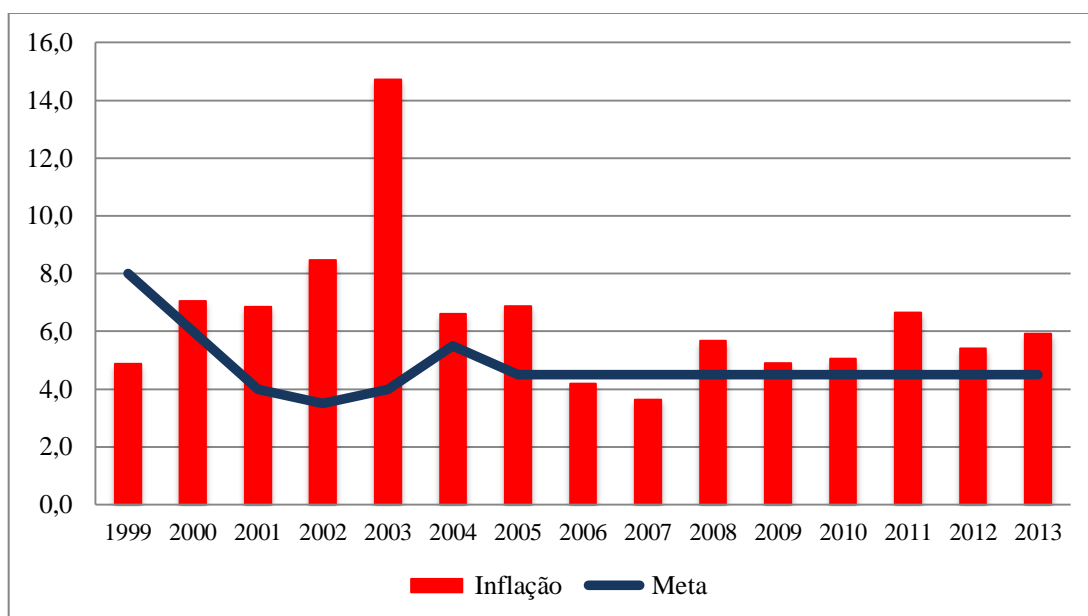


Fonte: Banco Mundial.

* Taxa de juros dos empréstimos ajustados pela inflação conforme o deflator do PIB.

A despeito de praticar taxas de juros muito superiores às taxas internacionais, o índice de preços brasileiro tem cedido pouco, apresentando uma variação extremamente maior do que a observada nas economias industrializadas (em torno de 2%). Em quatorze anos de política de metas para inflação, mesmo que em grande parte dos anos a inflação tenha ficado dentro da banda estabelecida, o valor da meta foi alcançado em apenas três (1999, 2006 e 2007), bem como se obteve uma inflação abaixo de 5% a.a somente em 2006 e 2007.

Gráfico 7: Desvios da inflação (% a.a) em relação à meta: 2000-2013

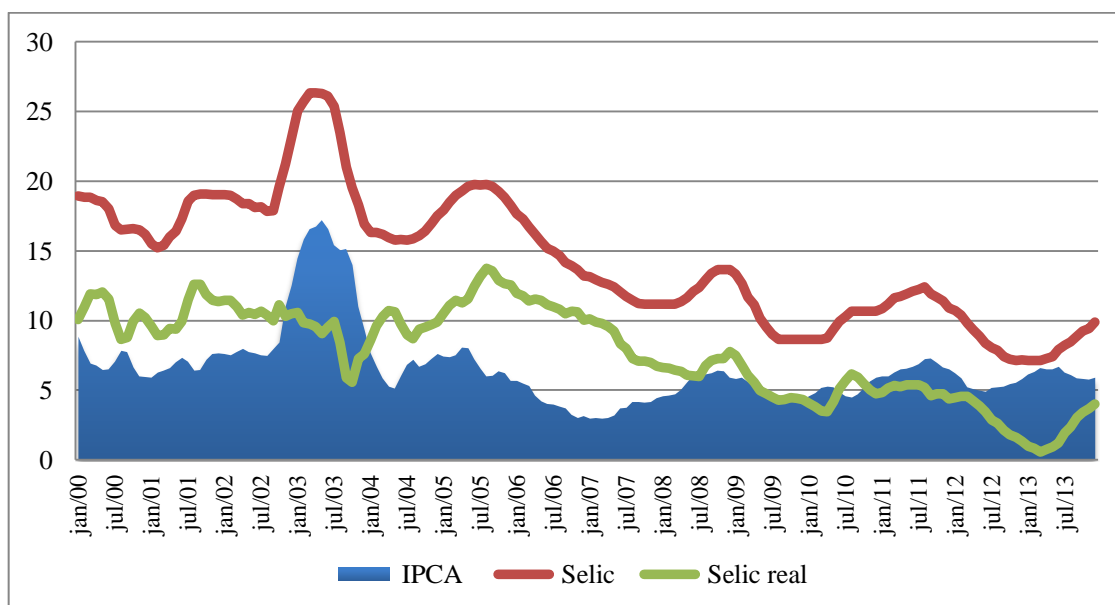


Fonte: Banco Central do Brasil

A variação média de inflação foi 6,5% a.a entre 2000 e 2013, enquanto a média mundial ficou em 4% a.a. Além disso, é relevante citar que, Modenesi (2010), numa análise englobando o período de 1980 a 2008 e um total de cerca de trinta nações latino-americanas, verifica que a partir de 2000 cerca da metade destes países apresentou inflação inferior a 5% a.a, sendo que na década de 1980 todos tiveram inflação superior a 10% a.a.

Todavia, ainda que o nível de preços venha resistindo à queda, observa-se claramente no gráfico abaixo uma aproximação entre as curvas de juros e de inflação. Isso, por si só, aponta para uma melhora na eficácia da política monetária porque foi possível manter uma inflação praticamente constante por tempo razoável, com a prática de taxas de juros muito menores, comparativamente aos períodos anteriores.

Gráfico 8: Variação da Inflação e da taxa básica de juros (Selic) – acumulados no mês e % anual: jan/00 a dez/13



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

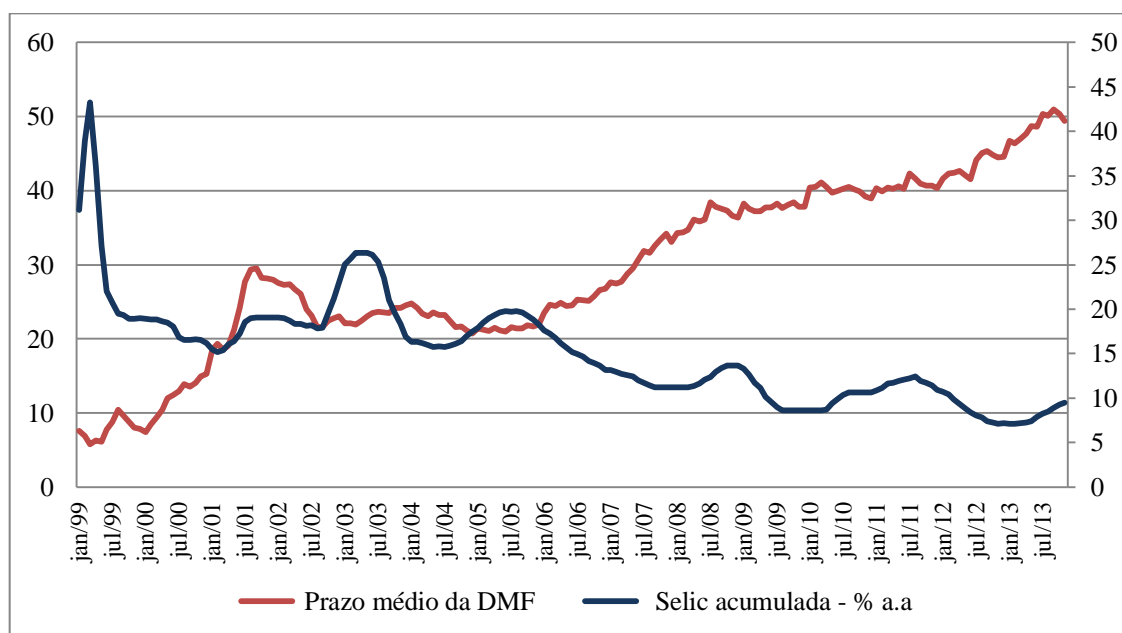
4.2 Houve melhora na eficácia da política monetária nos anos recentes?

Apresentado esse panorama geral da economia brasileira, principalmente no que se refere a evolução da taxa de juros e da inflação nos anos recentes, o passo seguinte é analisar o comportamento das variáveis apontadas como fatores que têm limitado a transmissão da política monetária no Brasil, reduzindo a sua eficácia.

4.2.1 A evolução do canal financeiro na transmissão da política monetária

A dificuldade de aumentar para além do curto prazo a curva de rendimentos dos títulos públicos é apontada como uma das causas da baixa eficácia da política monetária, na medida em que uma curva curta, ao concentrar renda financeira de alta liquidez – especialmente nas LFT’s do governo, em que o rendimento é indexado a taxa básica de juros da economia e o risco é praticamente nulo – tende a aumentar a demanda agregada, gerando um “efeito renda financeira às avessas”. Sendo assim, reduz-se a eficácia da política monetária em alcançar o nível de preços desejado, exigindo novos aumentos na taxa de juros de curto prazo. No entanto, os dados mais recentes apontam uma mudança da curva em favor da melhora da eficácia da política monetária em transmitir seus estímulos para a economia por este canal.

Gráfico 9: Prazo médio da Dívida Mobiliária Federal - DMF (eixo da esquerda) versus Taxa básica de juros – Selic (eixo da direita): jan/99 a nov/13



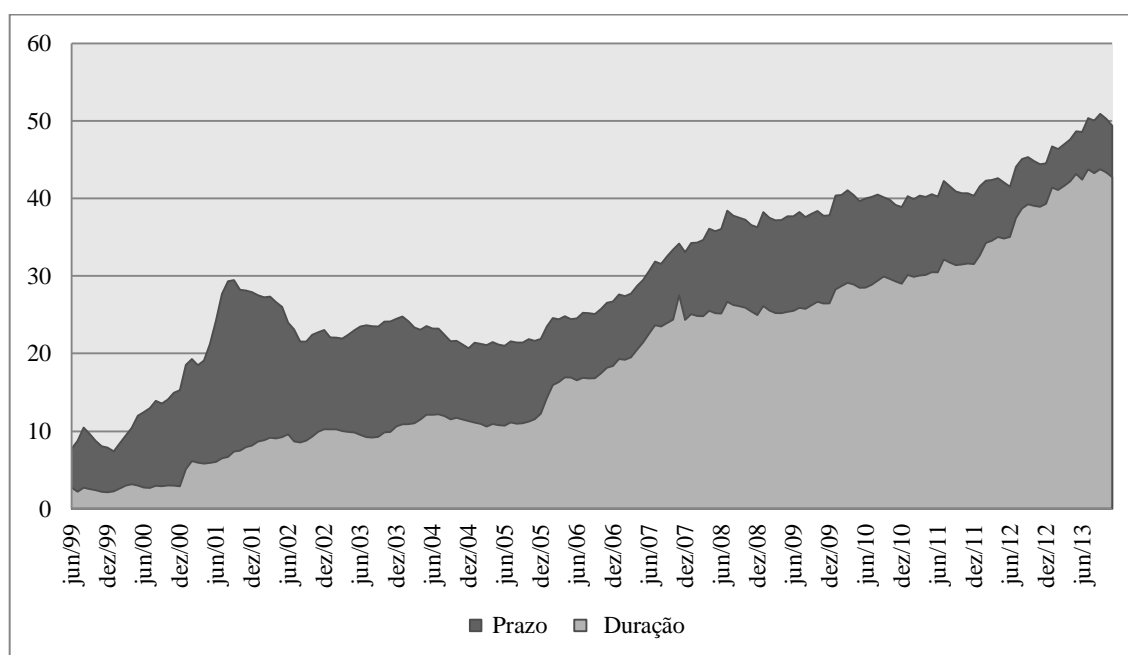
Fonte: Banco Central do Brasil

As trajetórias da taxa básica de juros e do prazo médio da dívida brasileira emitida pelo Tesouro Nacional em ofertas públicas mostram que à medida que o prazo médio se

elevada, menor tende a ser o nível da taxa de juros requerida pela execução da política monetária. Assim, mesmo levando em consideração a possibilidade de causação reversa (isto é, que a menor taxa de juros contribuiu para o aumento do prazo da dívida pública), não é possível descartar a hipótese de que o grau de estímulos monetários, notadamente o nível de taxa de juros, está estritamente relacionado com a maturidade da dívida brasileira. A partir de 2006, o prazo médio da dívida inicia um processo contínuo de alongamento, desenhando uma evolução completamente oposta a da taxa básica de juros, que passa a apresentar um movimento de queda mais acentuado. Nos períodos de maior inclinação da curva de rendimentos, isto é, maior taxa de crescimento do prazo, a inclinação da taxa de juros também se mostrou mais significativa.

Diante do contínuo processo de alongamento, ainda que o padrão de dívida do Brasil esteja muito aquém dos países desenvolvidos, é possível dizer que o país alcançou o prazo médio de rendimentos, se comparado aos modelos internacionais que consideram uma dívida longa com prazo de 5 anos de vencimento. Não somente o prazo médio, mas também a duração dos títulos do governo foi expandida ao longo dos anos, sendo que a duração constitui-se numa medida mais acurada da sensibilidade da dívida em relação a mudanças na política monetária, dado que seu conceito pondera os prazos médios pelos pagamentos intermediários (TUROLLA, 2005).

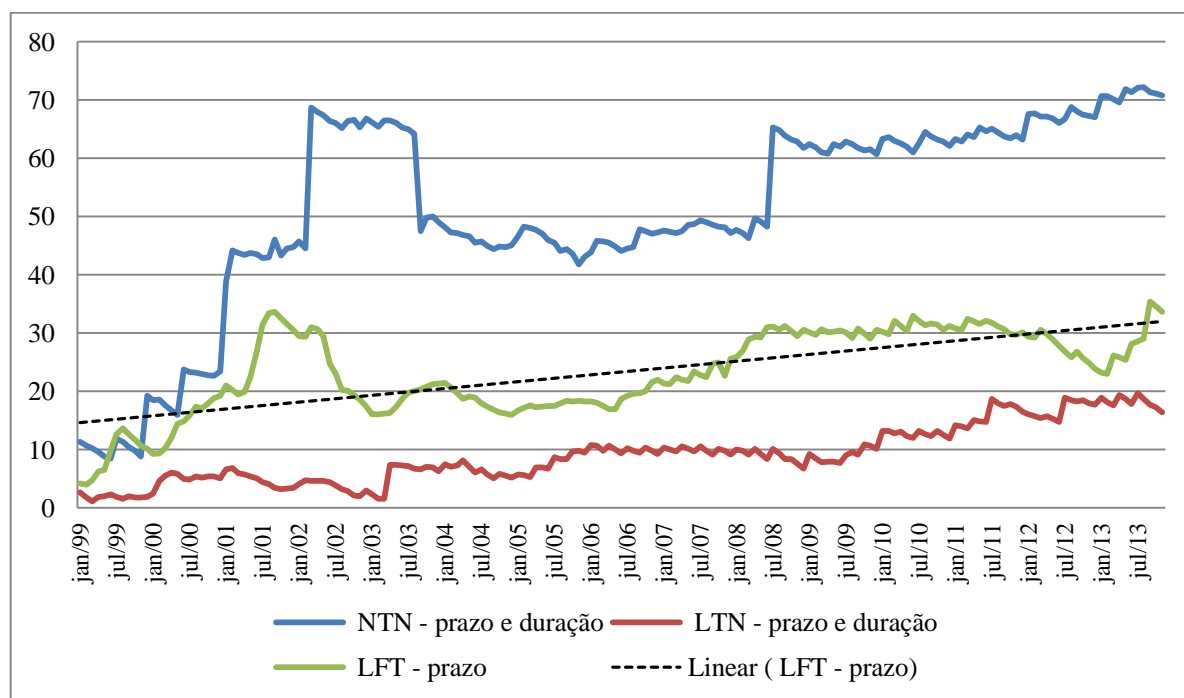
Gráfico 10: Prazo e duração médios da dívida mobiliária federal (DMF): jan/99 a dez/13



Fonte: Banco Central do Brasil

O prazo médio de resgate dos rendimentos obtidos com aplicações na dívida mobiliária federal saltou de algo em torno de 19 meses e meio entre 1999 e 2005, para 25 meses em 2006 e quase 49 meses em 2013, registrando uma média nesse período de pouco menos de 38 meses e um crescimento acumulado de 94%, ou seja, quase dobrou. Por sua vez, a duração média dos títulos cresceu 2,5 vezes no período de 2006 a 2013, saltando de cerca de 17 meses para 43 meses. Este alongamento deve-se ao crescente aumento do prazo/duração das Letras do Tesouro Nacional (LTN's), que são os títulos do governo prefixados e, especialmente, das diversas Notas do Tesouro Nacional (NTN's) que, embora a sua grande maioria seja pós-fixada aos índices de preços da economia, são caracterizadas pelo maior prazo de maturação. Verifica-se também uma tendência de aumento no prazo das LFT's.

Gráfico 11: Prazo e duração médios das NTN's e LTN's e prazo médio das LFT's: jan/99 a dez/13.



Fonte: Banco Central do Brasil

Segundo Amaral e Oreiro (2008), para os títulos prefixados os conceitos de duração e prazo tendem a ser confundidos, pois o prazo médio será muito próximo da duração e, quando não há pagamentos de cupom, o prazo médio será exatamente igual à duração do ativo. Na presença de pagamentos de cupom, a duração do título se reduz, porque possibilita aos detentores da riqueza financeira reuplicar o mesmo montante de recursos mantidos no mercado de títulos à taxa de juros vigente e, dessa forma, se reduz o tempo necessário para não sofrer perdas com o movimento da política monetária.

No caso dos títulos pós-fixados, por um lado, os indexados a taxa básica de juros, como as supracitadas LFT's, possuem duração nula do papel e, portanto, não existe um "efeito riqueza" operando por este mecanismo, como ressaltado no capítulo anterior. Por outro lado, os pós-fixados aos índices de preços inserem o prazo de resgate e duração de rendimentos e, por isso, estão sujeitos aos efeitos depressivos sobre o preço do título diante de uma política contracionista do Banco Central, principalmente, se parcela dessa categoria estiver indexada ao índice oficial de inflação, o IPCA.

Ademais, os efeitos da política monetária são mais relevantes no caso dos títulos prefixados. Como o resgate/precificação desses títulos é fixo, os aumentos na taxa básica de juros ocasionam queda em seu preço unitário e, portanto, deixam os detentores de tais ativos "mais pobres", contribuindo para uma conexão mais eficaz da política monetária com os gastos agregados da economia e, conseqüentemente, com um menor nível de inflação.

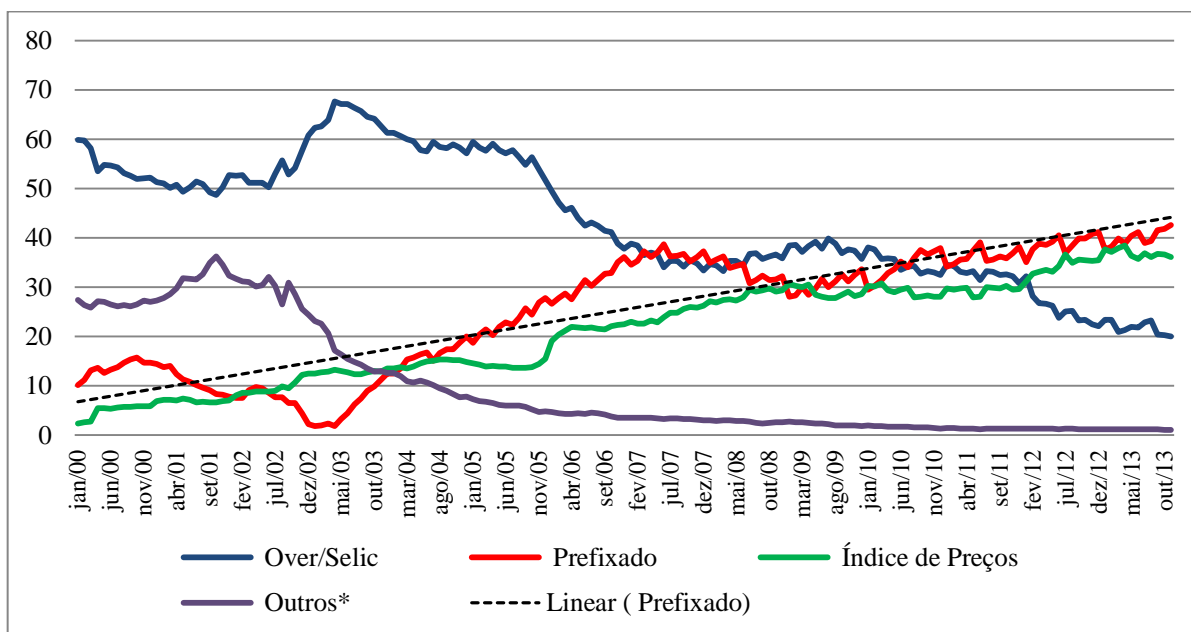
Diante disso, fica claro que a evolução da participação dos principais indexadores da dívida pública, ilustrada no gráfico abaixo, confirma a contribuição do "canal financeiro" para um possível aumento da eficácia da política monetária, tendo em vista a considerável melhora qualitativa e estrutural da dívida pública. Não somente se observa uma forte tendência de crescimento da dívida prefixada (LTN's e NTN's, "categoria F") a partir de 2003, a despeito de pequenas oscilações no período, como também as LFT's iniciam um processo de decréscimo, que se tornou mais representativo a partir de 2005, ocasionando em meados de 2010 a perda do posto de título de maior expressão na composição da dívida pública. Neste ano, há a substituição de dívida indexada a taxa básica de juros por títulos prefixados.

Assim, a afirmação de Amaral e Oreiro (2008) de que a demanda por títulos prefixados não passava de especulativa, em que expectativas futuras de aumentos da taxa de juros tenderiam a restringir a continuidade de elevação e duração da dívida, parece caminhar no sentido de perder a razão de ser. Ainda que a duração tenha oscilado, não houve interrupção na participação da dívida prefixada a partir de 2013, quando o Banco Central retoma a política de aumento dos juros, pelo contrário, a tendência de crescimento foi mantida. A queda das LFT's e da taxa de juros tende a reduzir o interesse do setor financeiro e das empresas brasileiras de referenciar parte dos seus passivos e ativos na taxa do Certificado de Depósitos Interbancários, fazendo com que a maior demanda por títulos prefixados alcance um mercado maior e além dos bancos ou fundos de investimentos.

Da mesma forma, presenciou-se ao crescente e intenso aumento da colocação de títulos indexados aos índices de preços (NTN's), acompanhado de uma queda abrupta da participação de títulos cambiais. A participação das NTN's ganhou cada vez mais força,

especialmente pela colocação de títulos indexados ao IPCA, e a partir de 2012 ultrapassa as LFT's, passando a acompanhar de perto a evolução dos títulos prefixados. Os títulos indexados ao IPCA entraram no mercado em 2002 e ganhou rápida participação, passando de 1,42% médio neste ano para 13,99% em 2007 e 32,7% em 2013.

Gráfico 12: Dívida Mobiliária Federal: participação por indexador - % (posição em carteira): jan/00 a nov/13



Fonte: Banco Central do Brasil

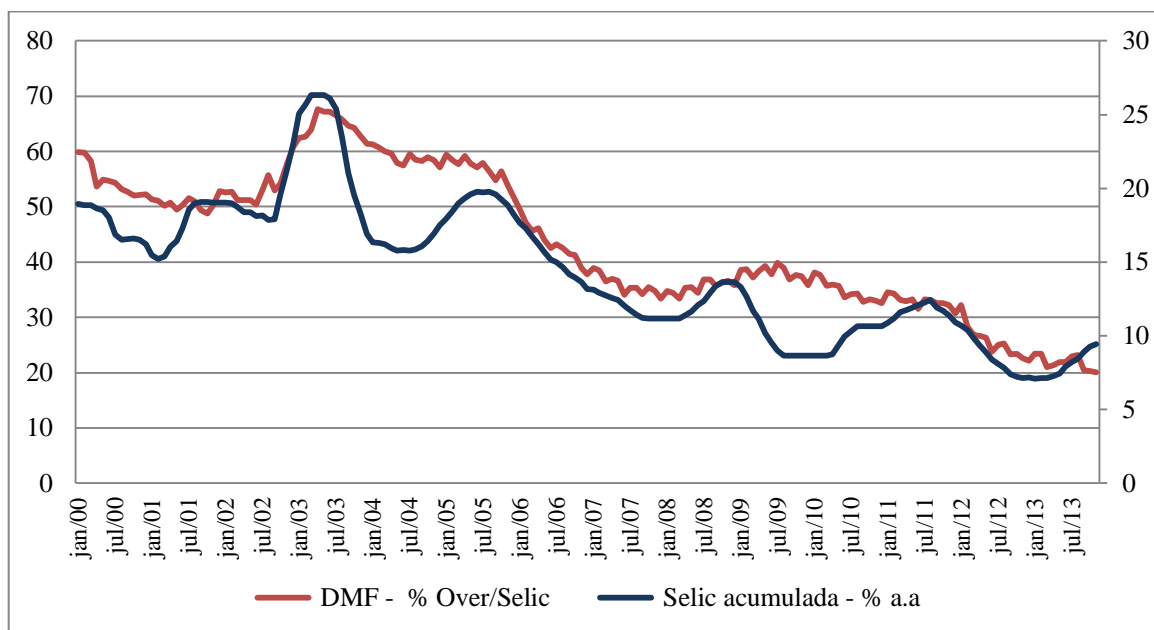
* Refere-se aos títulos indexados à taxa de câmbio, taxa referencial de juros (TR) e taxa de juros de longo prazo (TJLP).

Para finalizar, o gráfico abaixo relaciona a trajetória da evolução das LFT's com a taxa básica de juros da economia, ambas em movimento decrescente expressivo. Claramente se percebe uma forte ligação, confirmada pelo índice de correlação da ordem de 91, 35% para o período de janeiro de 2000 a novembro de 2013. Contudo, essa relação deve ser analisada com cautela porque a demanda por LFT's é sensível à taxa básica de juros: há uma tendência de aumento quando a expectativa é de elevação dos juros e de queda quando se espera o contrário. Dessa forma, surge o questionamento: a dívida em LFT's se reduziu por que houve queda na taxa básica de juros, principalmente a partir de 2012, ou a menor participação das LFT's no mercado explica a redução da taxa de juros?

Ainda que não se descarte a hipótese de que a redução da taxa de juros contribuiu para a queda das LFT's, dado que reduz os fluxos dos rendimentos relativos a esses títulos, parece mais acertado que a menor participação de LFT's no mercado foi o fator determinante para a tendência de queda da taxa de juros ao longo do tempo, bem como para a menor nível histórico praticado no país entre 2012 e 2013. A dívida Over/selic inicia seu processo de

declínio acentuado a partir de 2003, enquanto que a trajetória de queda da taxa de juros somente se torna clara a partir de 2005 porque reduziu a volatilidade da variação. Além disso, em 2013, a despeito do Banco Central retomar a política de aumento na taxa de juros, a parcela de LFT's continuou apresentando tendência de queda.

Gráfico 13: Dívida mobiliária indexada over/Selic (eixo da esquerda) versus Selic (eixo da direita) - %: jan/00 a nov/13



Fonte: Banco Central do Brasil

Ademais, as mudanças estruturais, configuradas pelo maior prazo e duração da dívida e pelo considerável aumento da parcela dos títulos prefixados no mercado e também dos indexados aos índices de preços, especialmente ao IPCA (inclusive ultrapassando as LFT's, que historicamente manteve-se na liderança), descritos anterioremente, traz a clara evidência de evolução da composição da dívida mobiliária federal.

Diante do exposto, em resumo, é possível dizer que o quadro geral do mercado de títulos públicos no Brasil indica apreciável melhora, inclusive com a alteração do perfil curto-prazista predominante até o início de 2010. Isso significa que houve uma menor concentração de riqueza financeira no curto prazo referenciadas pela taxa *overnight*, indicando, portanto, que o “canal financeiro” contribuiu assertivamente para a decisão do Banco Central de reduzir a taxa de juros da política de metas para inflação.

4.2.2 O mercado de crédito e a transmissão da política monetária

Apesar de o canal crédito ser consideravelmente relevante na literatura internacional, que o aponta como um dos principais caminhos pelos quais a política monetária atinge a demanda e conseqüentemente a inflação, no Brasil, este canal ainda encontra algumas dificuldades que tendem a limitar a sua atuação. Os argumentos em torno da reduzida eficácia da política monetária pelo canal crédito chamam a atenção para o desempenho secundário do crédito livre na determinação da renda e, portanto, na contribuição ao controle da inflação; bem como para a expressiva e crescente participação do crédito direcionado no total de crédito no mercado. A elevada participação de LFT's na dívida pública é tida como um dos fatores que dificulta a ampliação do mercado de crédito livre no mercado, tendo em vista que a taxa básica de juros representa um custo de oportunidade para as instituições bancárias.

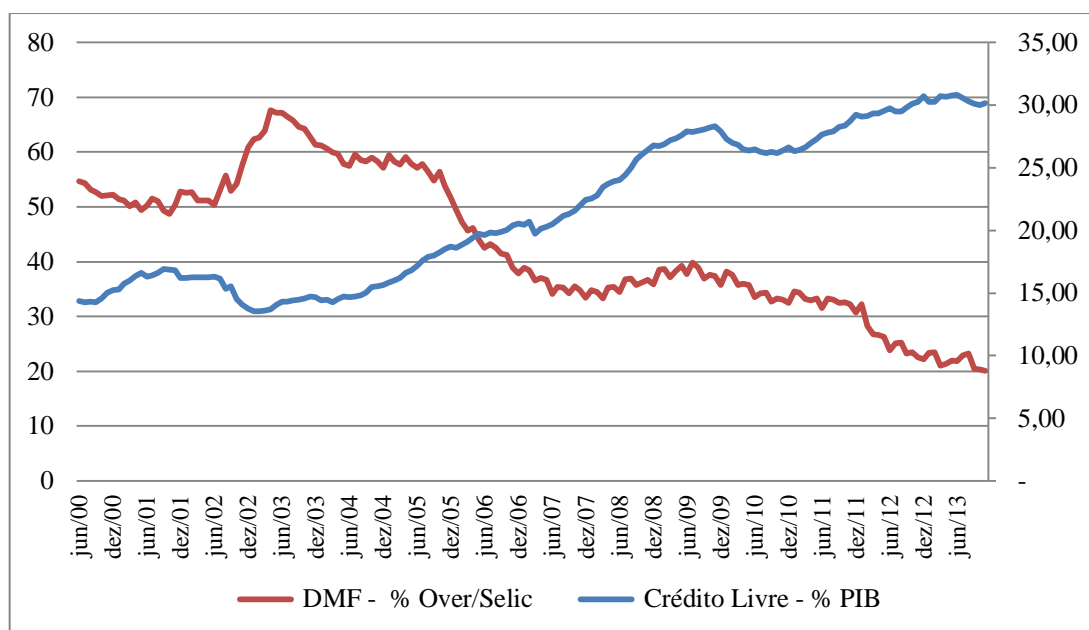
Além disso, a influência das LFT's ajuda a reduzir a potência do crédito na transmissão da política monetária através do canal preços dos ativos. Como ressaltado no capítulo anterior, os bancos também tendem a colaborar para o “efeito renda financeira às avessas”, na medida em que, sendo grandes detentores dos títulos públicos de curto prazo, seus ativos e receitas crescem quando há um aumento da taxa de juros. O maior volume de recursos disponíveis, por sua vez, tenderia a ampliar o crédito e os empréstimos mais do que ocorreria caso não existissem as LFT's como alternativa de rendimentos, impedindo que a política monetária alcance seu máximo potencial através deste canal.

Desde 2003 as instituições financeiras situadas no Brasil vêm passando por um processo de alteração de seus portfólios de ativos, expandindo os créditos e empréstimos para agentes privados. Essa alteração, mesmo que relacionada com outros fatores, decorre principalmente da tendência de queda da taxa de juros e da melhora progressiva do ambiente macroeconômico que gera um cenário otimista e reduz a preferência pela liquidez dos bancos. No início da década de 2000, a taxa básica de juros situava-se em torno de 20% a.a e em 2013 registrou-se uma média de 8% a.a.

O gráfico abaixo, que relaciona crédito livre em proporção do PIB e dívida pública over/Selic, mostra exatamente essa relação. O aumento do crédito livre/PIB a partir de 2005 segue de perto a queda da participação das LFT's no montante de títulos de dívida do governo federal, que historicamente representaram uma fonte altamente rentável e de baixo risco para o direcionamento dos recursos bancários, limitando a participação do crédito livre no mercado crédito.

A taxa de correlação entre essas duas variáveis foi 93% (negativa) para o período de junho de 2000 a novembro de 2013. Ao que tudo indica, a partir de 2006 houve forte redução da influência das LFT`s nos créditos livres, diferentemente do que acontecia nos anos anteriores quando os recursos liberados do *floating* inflacionário, após a estabilização de 1994, foram realocados em títulos públicos, e não na expansão do crédito.

Gráfico 14: Crédito livre em % do PIB (eixo da direita) e dívida pública Over/Selic (eixo da esquerda): jun/00 a nov/13



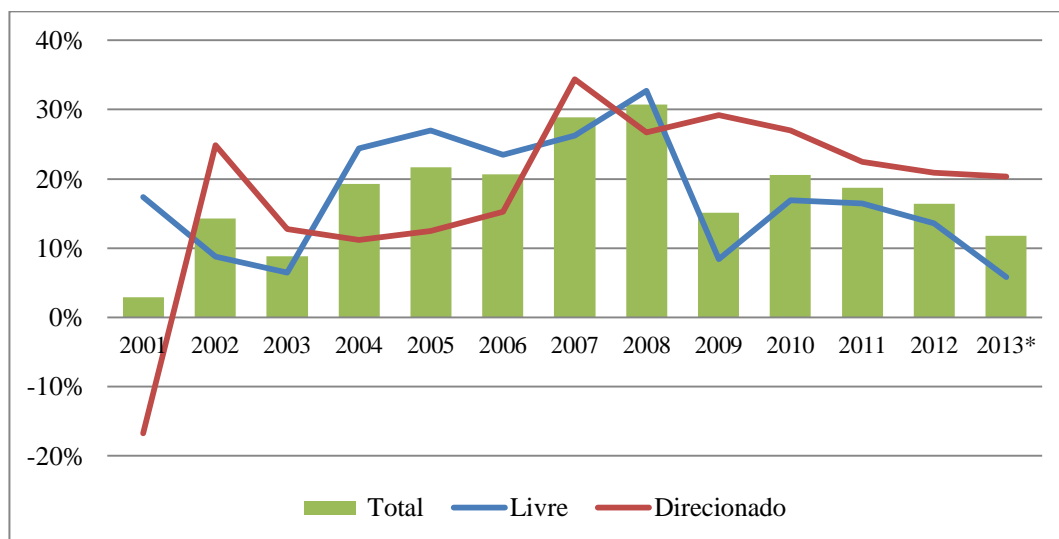
Fonte: Banco Central do Brasil

Assim, os anos recentes foram marcados por uma fase inédita de expansão do crédito, em que se configurou o ciclo de crédito mais próspero da história contemporânea brasileira e este canal passou a ter maior peso na geração da riqueza da sociedade. A relação crédito total/PIB mais que dobrou no período, evoluindo de algo em torno de 26% em 2000 para 54% em 2013. Tanto o crédito livre, quanto o direcionado – este último principalmente após a crise do *subprime* nos EUA – apresentaram taxa de crescimento positivas ao longo dos últimos anos, ainda que as elas tenham oscilado bastante (ver gráfico 15).

Entre 2007 e 2008 verificou a maior expansão do crédito total, seguida de uma súbita redução no seu ritmo de crescimento, mas os patamares de crescimento, após 2010, mantiveram-se semelhantes aos já elevados índices registrados no período de 2003 a 2006, embora tenha mudado o perfil de evolução. Enquanto antes da crise americana o crédito livre era o principal responsável pela expansão do mercado, após 2009 o crédito direcionado assume esse papel, especialmente com a expansão dos recursos do BNDES que lidera historicamente este segmento. Isso não significa que o crédito livre parou de se expandir, pelo

contrário, permaneceu crescendo, porém a um ritmo mais lento. O que aconteceu foi que a expansão do crédito direcionado, depois de 2008, obscureceu o fato de que o nível de crédito livre se expandiu. Cabe notar, contudo, que a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil lideraram, a partir de 2009, a expansão do crédito livre.

Gráfico 15: Taxa de crescimento do crédito anual: 2001-2013



Fonte: Banco Central do Brasil

* Refere-se ao crescimento até novembro

A ampliação do crédito entre 2003 e 2013 foi ainda acompanhada de uma mudança importante nos prazos do mercado. Houve, de maneira quase contínua, forte alargamento dos prazos das operações dos bancos com créditos direcionados e livres. Sobre estes últimos, em janeiro de 2004, o prazo médio da carteira de créditos – englobando crédito tanto para pessoa física quanto para pessoa jurídica – era de 18,5 meses, enquanto em dezembro de 2008, passou para 31,5 e dezembro de 2013 fechou em 49 meses, um aumento de 165% no período.

Tanto o maior volume como o maior prazo de recursos livres no mercado tende a contribuir favoravelmente para a redução das falhas na transmissão da política monetária por este canal. Contudo, apesar do crédito livre ter evoluído continuamente nos últimos anos, saltando de algo em torno de 15% do PIB em 2000 para mais de 30% em 2013, a atuação desse canal na determinação da renda ainda é pouco significativa, quando comparado aos países desenvolvidos e também à China e a Índia que mantém uma relação crédito/PIB da ordem de 100%, e também aos países em desenvolvimento do leste asiático – Coreia do Sul (101%), Malásia (100%) e Tailândia (82,7%) –, como pode ser conferido em SANT’ANNA, et. al, (2009).

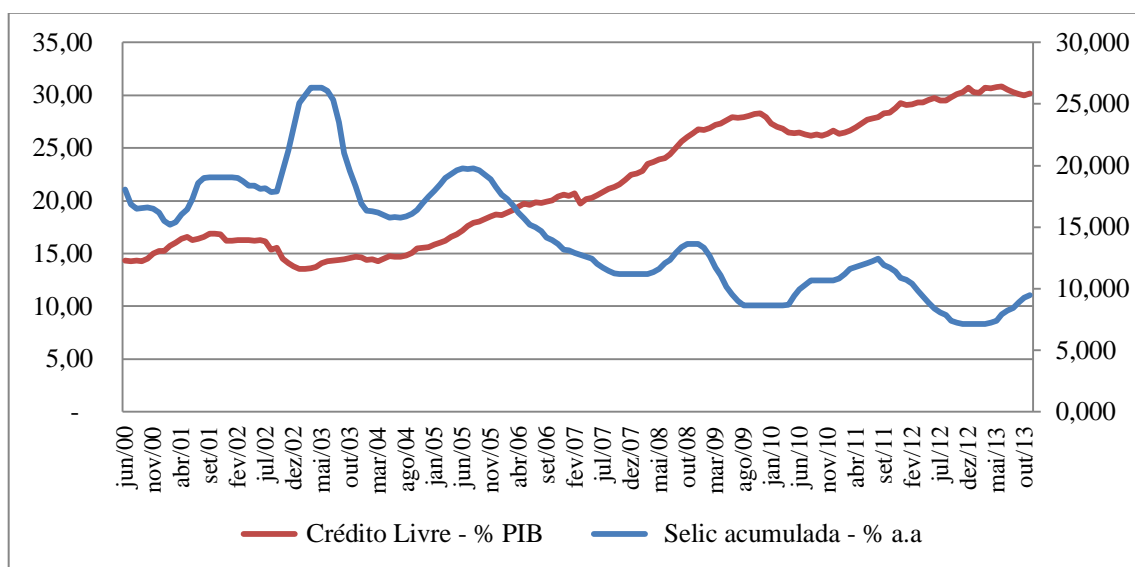
Estes autores descrevem que o crédito ao setor privado no Brasil insere duas características importantes: a escassez relativa e a alta volatilidade herdada dos anos de

instabilidade econômica e elevada incerteza vividos pelo país, como o período de aceleração inflacionário, seguida por longos anos de vulnerabilidade externa, crise cambial e a incerteza política entre meados de 2002 e 2003. A volatilidade também é decorrente dos riscos que as instituições financeiras naturalmente são obrigadas a gerenciar, entre os quais estão o crédito, o de liquidez, o de taxas de juros e o de taxa de câmbio.

É devido a esses motivos que o crédito tende a se contrair fortemente quando a economia entra num processo de retração e, inversamente, se expande rápido quando a economia cresce (CARVALHO et al, 2007), como pode ser evidenciado pelo gráfico 15, onde verifica-se que de 2004 a 2009, período de crescimento contínuo considerável da economia, a expansão do crédito também se deu à taxas significativas.

Abaixo, a trajetória das séries crédito livre/PIB e a taxa over/Selic evidenciam uma forte correlação negativa (88%) entre as duas variáveis, sobretudo a partir de agosto de 2005, em que se verifica uma queda mais acentuada na taxa básica de juros; bem como a maior evolução do mercado de crédito livre, relacionada com a própria queda dos juros e a melhora das demais variáveis macroeconômicas.

Gráfico 16: Evolução do crédito livre em % do PIB (eixo da esquerda) e Taxa básica de juros (eixo da direita): jan/00 a nov/13



Fonte: Banco Central do Brasil

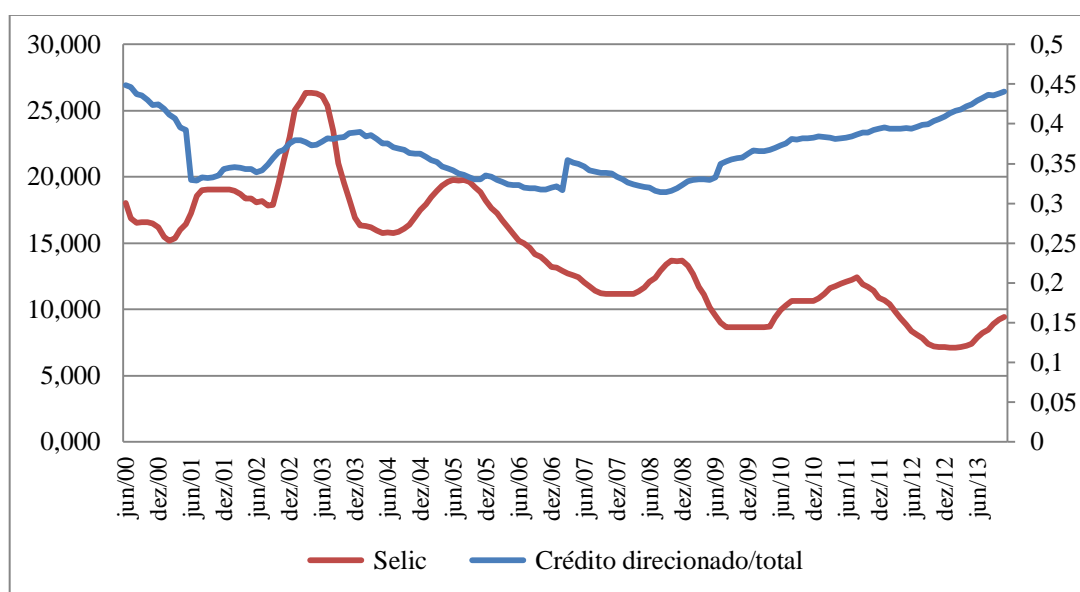
Mesmo que a relação de causalidade entre as variáveis crédito livre em % do PIB e taxa básica de juros se dê em ambas as direções, quanto maior a disponibilidade de crédito na economia, mais significativa deve ser a capacidade da política monetária em influenciar a demanda agregada e, conseqüentemente o nível de preços, pois, nesse contexto, mais expressiva tende a ser a parcela do consumo e do investimento dependente do mercado de

crédito. Sendo assim, é possível dizer que o aprofundamento do crédito livre – ainda que seu nível esteja bastante distante do verificado nos países desenvolvidos, e também da China, Índia e dos países em desenvolvimento do leste asiático – contribuiu de modo assertivo para menor exigência de taxa de juros extraordinariamente elevadas para a condução da política monetária na economia brasileira nos anos recentes.

No que se refere ao crédito direcionado, as hipóteses apontados no capítulo anterior chamaram a atenção para o fato de que o crédito subsidiado não responde ou responde muito pouco aos ajustes da taxa básica de juros. Isso porque a taxa de juros de longo prazo (TJLP) por ser mais baixa e quase desvinculada da taxa básica da economia exige que os juros arbitrados pelo Comitê de política monetária sejam maior do que poderia ser e também que a inflação caia menos do que poderia cair. Em outras palavras, para alcançar a taxa média de juros considerada necessária para manter a inflação sob controle, o Banco Central tem que trabalhar com uma over/Selic que compense o baixo patamar da TJLP, atualmente em 6% ao ano. Inclusive, as próprias atas do Copom afirmaram que “o comitê considera oportuna a introdução de iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito”.

Como se pode observar no gráfico 17, a influência das taxas de juros em segurar o crédito direcionado foi praticamente nula a partir de 2008 e seu aumento de participação no crédito total diminuiu o efeito da taxa de juros sobre a inflação à medida que o crédito direcionado mantém a demanda aquecida frente à política monetária contracionista.

Gráfico 17: Participação do crédito direcionado no total (eixo da direita) e taxa básica de juros (eixo da esquerda): jan/00 a nov/13.



Fonte: Banco Central do Brasil

Quanto menor participação do crédito direcionado no mercado, maior será a capacidade da política monetária de afetar a demanda agregada e, portanto, esse aumento do crédito direcionado caminha no sentido de reduzir a eficácia da política monetária. Todavia, é importante ressaltar que a trajetória continuada de crescimento do crédito direcionado, não impediu a tendência de queda da taxa de juros no período e, mais que isso, o alcance do seu valor mais baixo, historicamente, em 2012. A queda da taxa de juros, ao estimular a maior participação do crédito livre no mercado tende a reduzir ao longo do tempo a participação do crédito direcionado na economia.

De fato, nos momentos em que o mercado de crédito livre apresentou um movimento de maior expansão, o crédito direcionado perdeu participação relativa, como ocorreu no período de 2003 a 2007 em que o crédito livre se expandiu a taxas mais elevadas. Nesse período, a participação do crédito no mercado chegou 32% do total. Em contrapartida, quando o crédito bancário se retrai, o crédito direcionado entra no mercado atuando de maneira anticíclica, a exemplo da participação desse segmento diante alta preferência pela liquidez e de contração do crédito privado frente a crise de 2008. A urgência de medidas anticíclicas por parte do governo resultou na expansão do crédito direcionado a taxas superiores à do crédito livre, levando essa modalidade de recurso a ocupar cerca de 45% do crédito total.

Por outro lado, o crédito direcionado, no longo prazo, especialmente sobre a tutela de uma instituição desenvolvimentista como o BNDES, que é o principal provedor de recursos de longo prazo aos projetos da indústria e da infraestrutura, tende a aumentar a capacidade produtiva da economia ao aumentar o investimento. No longo prazo, esse aumento da capacidade produtiva pode reduzir a inflação ao pressioná-la pelo lado da oferta, além de contribuir para o crescimento e desenvolvimento econômico do país, como bem ressaltam Modenesi e Modenesi (2012).

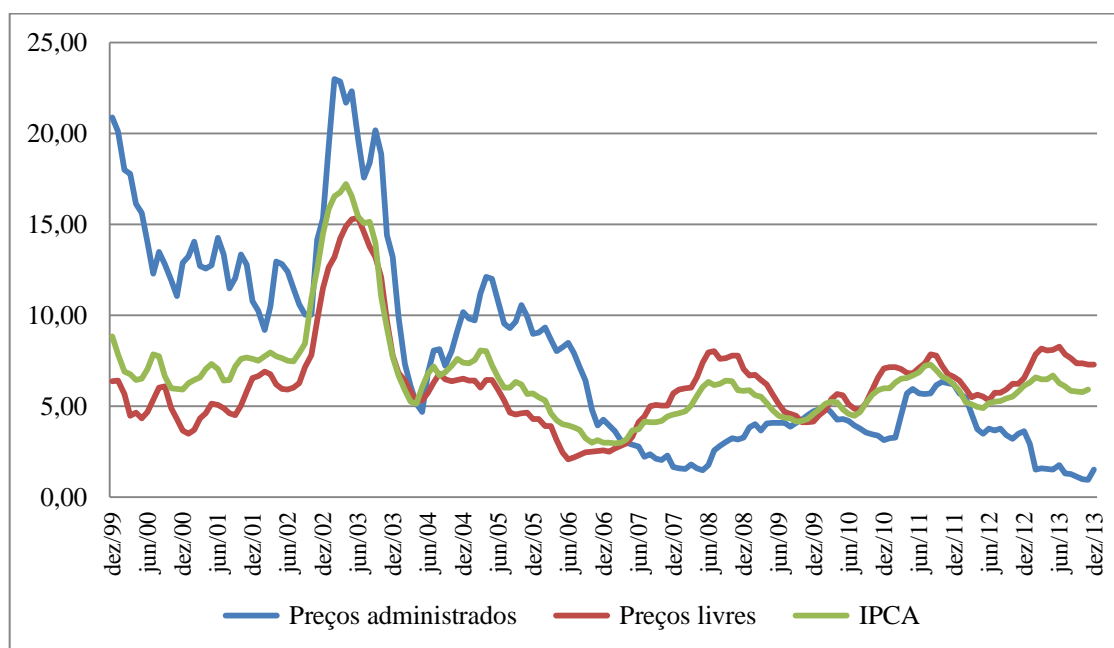
4.3 Os preços administrados e a indexação da economia

A considerável participação dos preços administrados no IPCA é tida como um dos principais limitadores da redução da taxa de juros no Brasil e, conseqüente, do aumento da eficácia da política monetária. Como a sensibilidade destes preços em relação à taxa de juros é baixa, os preços livres, que são determinados pelas condições de oferta e demanda por bens e serviços, devem ser excessivamente contidos para compensar a pressão que os administrados exercem sobre o índice de preços.

Este argumento é reforçado pelo fato de que os preços administrados mantiveram um crescimento superior aos preços livres até meados de 2007, tendo exercido forte pressão sobre a inflação ao consumidor até 2005, especialmente devido ao preço dos combustíveis (mais especificamente, gasolina), energia elétrica e telefonia. Isso porque parcela relevante dos preços monitorados manteve seus reajustes, parcialmente, determinados por algum indexador após as privatizações, em geral o IGP, a despeito da extinção dos mecanismos formais de indexação de preços no Plano Real.

Como o IGP sofre influência direta das variações cambiais, alguns desses itens da cesta de monitorados acabaram por atrelar seus preços de forma indireta aos movimentos da taxa de câmbio, permitindo reajustes muito acima da média da inflação durante o período de desvalorização cambial. Deste modo, os contratos de serviços públicos reforçavam o canal de transmissão da taxa de câmbio à inércia inflacionária.

Gráfico 18: Inflação acumulada em 12 meses do índice de preços ao consumidor amplo (IPCA) e dos preços livres e monitorados: Dez/99 a Dez/13.



Fonte: IBGE

A partir de meados de 2007, contudo, verificou-se uma reversão inédita, pelos menos no que se refere ao período de regime de metas para inflação, e os preços livres tornaram-se a maior fonte de pressões inflacionárias. Os preços monitorados em alguns períodos aturam no sentido oposto, puxando o índice para baixo, a exemplo dos períodos entre: final de 2007 e meados de 2008 e ao longo de 2013. Ao observar a desagregação do índice, verifica-se uma considerável contribuição dos alimentos e bebidas e dos serviços não monitorados.

Esta mudança está relacionada, em alguma medida, às alterações das regras de reajustes dos itens energia elétrica e telefonia em 2006, após o vencimento dos contratos firmados durante as privatizações desses setores, cujos reajustes acompanhavam os Índices Gerais de Preços e passaram a seguir índices que refletem melhor a estrutura e critérios mais apropriados de repasse de custos e ganhos de produtividade de cada setor.

No caso dos serviços telefônicos, os contratos adotados em 1999 durante a privatização do setor venceram em 2005 e os novos contratos vigentes a partir de 2006 trouxeram alterações no processo de revisão de tarifas. Houve a substituição das correções através do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) pelo Índice de Serviços de Telecomunicação (IST), composto por uma combinação de outros índices, dentre eles o IPCA, o INPC, o IGP-DI e o IGP-M; bem como a alteração da fórmula para repasse de ganhos de produtividade, que eram pré-fixados e passaram a ser pós-fixados seguindo o mínimo entre o próprio ganho de produtividade e a média de todas as operadoras. A mudança do índice atuou no sentido de amortecer as fortes oscilações do IGP-DI. Em 2008, por exemplo, em que se observa uma considerável baixa da influência dos preços administrados no índice de inflação, enquanto o IGP-DI aumentou 11,2%, a variação do IST foi de 6,6%.

Quanto ao setor de energia elétrica, duas mudanças na regulação foram importantes: a) a nova lei do setor elétrico deliberada em 2004 estipulou que o valor para o repasse dos custos de aquisição de energia termelétricos compradas de outras empresas associadas passaria a ser definido pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel), com base no preço médio dos leilões de compra de energia elétrica; o antigo marco regulatório permitia o repasse direto pelas distribuidoras; b) O IPCA foi adotado como o novo indexador para os leilões realizados a partir de dezembro de 2004 referentes à energia nova.

A queda na contribuição dos preços monitorados para o índice de inflação a partir de 2007 também pode ser atribuída a menor pressão dos preços dos combustíveis. O comportamento favorável desses preços é explicado: i) pela política adotada pela Petrobras desde 2002, na qual seriam considerados intervalos de tempo longos para repassar as oscilações internacionais do petróleo aos preços internos, isto é, a regra de reajuste da Petrobrás é de não repassar oscilações de curto prazo aos preços dos combustíveis; e ii) pela variação na alíquota da Contribuição por Intervenção de Domínio Econômico- CIDE sobre combustíveis definida em 2006 pelo Ministério da Fazenda, com o objetivo de atenuar a volatilidade dos preços ao consumidor, reduzindo temporariamente a tributação sobre a gasolina e o óleo diesel durante picos de preço do petróleo no mercado internacional. De acordo com Braga (2011, p.17):

O efeito destas duas políticas foi determinante para o comportamento da inflação na segunda metade da década, quando a variação (já convertida em Reais) de cerca de 40% do preço do petróleo ocorrida em 2007-2008 não foi inteiramente repassada ao preço dos combustíveis. Os preços da gasolina e do diesel nas refinarias permaneceram inalterados desde o final de 2005 até maio de 2008. Em maio de 2008 houve reajuste de 10%, no caso da gasolina e 15% no caso do Diesel. O impacto sobre o consumidor do reajuste da gasolina, no entanto, foi nulo (a componente gasolina do IPCA variou em 0,0% no acumulado em 12 meses) uma vez que foi compensado pela diminuição da CIDE. Em 2009 e 2010 a variação percentual no IPCA continuou baixa no caso da gasolina (cerca de 1,5% ao ano) enquanto que o óleo diesel passou a registrar deflação.

Outros condicionantes relevantes para a reversão das fontes de pressão inflacionária no Brasil estão relacionados ao atual padrão de crescimento da economia brasileira de fortalecimento da demanda interna e da pressão dos preços das *commodities*. Os aumentos do salário mínimo e das transferências de renda para as camadas socialmente excluídas contribuíram para pressionar os preços de serviços pela via de aumento de custos de mão de obra e pelo aumento da demanda por parte da população antes sem acesso a boa parte destes serviços. O canal custos está mais relacionado à política de valorização do salário mínimo.

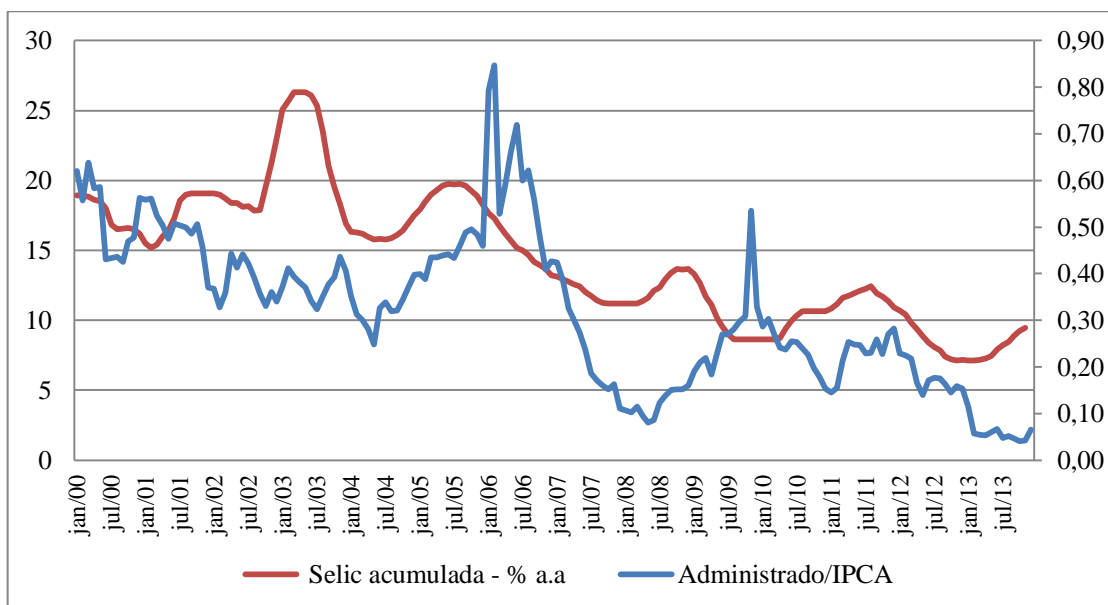
Como mostrado no capítulo anterior, o trabalho empírico de Braga (2011) encontra evidências que confirmam a influência pró-cíclica dos salários médios no índice de inflação, ressaltando a importância dos aumentos do salário mínimo e da indexação do mesmo a partir de 2007, na medida em que aumenta o componente inercial da inflação. Ainda que haja uma compensação dos salários pelo aumento da produtividade da economia, é importante considerar que as diferenças setoriais podem significar pressões inflacionárias, a exemplo do setor dos serviços não monitorados pelo governo que sofre menor influência do crescimento da produtividade relativamente aos outros setores devido a sua própria natureza.

Dadas as mudanças nos setores de energia elétrica e telefonia, a relevância do IGP em explicar as variações nos preços monitorados foi diminuída, contribuindo para reduzir a inércia do grupo como um todo. Martinez e Cerqueira (2010) e Braga (2011), através de uma investigação empírica, interpretam como estruturais essa variação na dinâmica da inflação de preços monitorados após 2007, na medida em que essas políticas não monetárias foram eficazes em atenuar o nível de inflação dos monitorados e que os preços livres passaram a liderar a evolução do IPCA, sugerindo que o maior crescimento destes últimos preços não se trata apenas de uma situação conjuntural, relacionada ao aquecimento da demanda agregada, mas sim de uma mudança de preços relativos na economia brasileira, configuradas pelo aumento da distribuição de renda e pela redução do desemprego.

De fato, a política regulatória que alterou a estrutura de indexação dos preços dos setores de energia e telefonia reduziu o peso desses setores no IPCA de uma média de 3,4% e 5,1%, respectivamente, entre 2007 e 2011, para 2,68% e 1,53 em março de 2013, contribuindo para a queda da participação dos preços administrados no índice, que se reduziu de uma média de 30% entre 2004 e 2011 para 24% em 2012 e 2013. A participação dos combustíveis também se reduziu de 6,1% para 5,21% no mesmo período, contudo, neste caso trata-se de uma alteração conjuntural, tendo em vista que está mais relacionado com a redução temporária da tributação sobre os combustíveis. A política da Petrobras de não repassar oscilações de curto prazo para os preços existe desde 2002 e engloba grande parte do período em que a maior pressão inflacionária vinha dos preços monitorados.

Todavia, a participação dos preços monitorados no índice de inflação continua muito alta e, por isso, ainda representa um forte limitador da capacidade da política monetária em reduzir o índice de inflação através da contração da demanda agregada, sendo necessário estabelecer novas medidas de desindexação visando uma redução significativa. Conforme o gráfico abaixo que relaciona a contribuição de inflação dos monitorados no IPCA e a taxa básica de juros, verifica-se a forte resistência dos preços administrados em responder aos impulsos monetários no período em que o seu peso no IPCA se reduziu para 24%.

Gráfico 19: Evolução da contribuição dos preços administrados no IPCA (eixo da direita) versus taxa básica de juros (eixo da esquerda): jan/00 a dez/13



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE.

Quadro 1 - Resumo: a evolução dos fatores institucionais e os resultados sobre a eficácia da política monetária.

Canal	Fator	Evolução	Contribuição para eficácia da PM
Preços dos ativos	Curva de rendimentos	Crescimento constante do prazo e da duração a partir de 2005	Positiva
	% de LFT's na dívida pública	Redução praticamente constante a partir de 2005, com perda do posto de título de maior expressão na composição da dívida pública para as LTN's em 2010 e, em 2012 as NTN's também ultrapassam as LFT's (especialmente pelo aumento dos segmentos indexados ao IPCA).	Positiva
	Crédito	Considerável redução da influência das LFT's sobre o crédito livre.	Positiva
Crédito	Influência do crédito livre na determinação da renda	A relação crédito livre/PIB aumentou de uma média de 15% em 2000 para 30% em 2013, porém, ainda pouco significativa. Nos países desenvolvidos, em geral, e alguns países em desenvolvimento da Ásia, inclusive nos Tigres Asiáticos, a participação é da ordem de 100% ou mais.	Positiva
	Participação do crédito direcionado	Aumento constante a partir de 2008, o que implicaria uma contribuição negativa porque é pouco influenciado por variações na taxa de juros. Porém, isso não impediu a trajetória de queda continuada da taxa de juros. Além disso, o aumento dos investimentos, estimulados pelo crédito através do BNDES, no médio e longo prazo, tende a ampliar a oferta da economia e com isso contribui para reduzir o nível geral de preços.	Parcialmente negativa
Taxa de juros	Preços administrados	Houve mudanças regulatórias nos itens de energia, telefonia e combustíveis (este último temporária) que contribuíram para reduzir o peso dos administrados no IPCA de uma média de 30% entre 2004-2011 para 24% em 2012-2013.	Positiva
	Indexação do salário mínimo	Aumenta a inércia inflacionária	Negativa

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve por objetivo verificar se a queda recente na taxa básica de juros reflete uma mudança conjuntural ou estrutural nas instituições que governam os canais de transmissão da política monetária. O ponto de partida foi a tese sobre a reduzida eficácia da política monetária e/ou existência de falhas nos mecanismos de transmissão, a qual aponta uma série de peculiaridades que modificam e condicionam o modo pelo qual a política monetária opera no país, como o fato de o Brasil ser o único país do mundo a manter dívida pública intimamente conectada com as metas operacionais da política monetária.

Como ressaltado diversas vezes ao longo do trabalho esta tese chama atenção para três grandes problemas que tendem a limitar a capacidade da política monetária em conter a demanda agregada e o nível de preços: a) as fragilidades do “canal financeiro”, relativas a dificuldade de se constituir um curva de rendimentos longa no Brasil e a concentração da renda na esfera financeira, especialmente nas Letras Financeiras do Tesouro, títulos pós-fixados e indexados a taxa básica de juros da economia; b) a imperfeição do canal de crédito, ressaltando as questões da baixa penetração do crédito livre na determinação da renda, da significativa segmentação do mercado de crédito e da influência da renda financeira neste setor da economia; c) o problema da indexação que, aborda, em particular, a considerável participação dos preços administrados no índice de preços da política de metas para inflação e a indexação do salário mínimo.

A considerável queda da taxa de juros em consonância com o controle do nível de preços aos padrões pré-queda, ainda que não seja num nível social e economicamente desejado, por si só aponta para um possível aumento da eficácia da política monetária. A análise descritiva das variáveis definidas como fontes limitadoras dos canais de transmissão da política monetária vem a confirmar, de um ponto de vista geral, que houve uma melhora nas instituições relacionadas aos canais que conduzem os impulsos da taxa de juros para a economia.

Tal como sumarizado no quadro-resumo acima, a partir de 2005 houve uma significativa melhora no prazo e na duração da dívida pública federal, bem como as LFT's, tida como núcleo da dificuldade de alongar o prazo da dívida, ao concentrar renda financeira de alta liquidez e risco zero no curtíssimo prazo, passou por um processo de decréscimo constante. Inclusive em 2010 houve a substituição desses títulos por títulos prefixados, os quais estão sujeitos ao “efeito riqueza” do canal preço dos ativos, quando há um aumento da taxa de juros; e em 2012 os títulos indexados pelos índices preços, caracterizados pelo longo prazo de duração, também superam as LFT's aproximando-se dos títulos prefixados. Dessa

forma, é possível dizer que houve uma melhora da estrutura da dívida pública, contribuindo para melhorar a eficácia da política monetária.

Deve-se ressaltar que este estudo não levou em consideração as operações compromissadas do Banco Central, as quais são definidas como operações de compra ou venda de títulos com compromisso de revenda ou recompra em data futura, anterior ou igual à data de vencimento dos títulos. Contudo, ao averiguar rapidamente esse grupo é possível acrescentar que houve aumento das operações, mas o conjunto LFT`s-compromissadas ainda apresenta trajetória decrescente. Além disso, em 2006 as operações compromissadas em LFT`s perpassavam 65% do total, enquanto em 2013 registrou-se uma participação de 44% das compromissadas mais LFT`s.

No que se refere ao canal crédito, também a partir de 2005 verificou-se uma expansão sem precedentes do crédito livre, saltando de algo em torno de 15% do PIB em 2000 para 30% do PIB em 2013. A mudança na estrutura da dívida pública representou grande influência para a evolução deste crédito no período (forte relação positiva entre as duas variáveis), à medida que, ao contrário do período de anterior, em que os recursos liberados do *floating* inflacionário a partir da estabilização da moeda em 1994 foram realocados em títulos de dívida pública, especialmente LFT`s, a dívida mobiliária federal parece ter deixado de competir diretamente com o mercado.

A disponibilidade de crédito livre na economia implica na maior capacidade da política monetária em influenciar a demanda agregada e, conseqüentemente o nível de preços. No entanto, ainda que este crédito tenha evoluído nos últimos anos, a sua atuação na determinação da renda continua muito sensível quando comparado aos países centrais, a China e Índia, e as alguns países emergentes do leste da Ásia, nos quais a relação crédito PIB chaga a superar 100%.

O crédito direcionado também apresentou um grande crescimento (saltando de mais 20% do total em 2005 para quase 45% em 2013), especialmente após a eclosão crise de 2008 e as políticas anticíclicas do governo, em que os bancos públicos passaram a atuar mais ativamente na economia. Sabendo que o crédito subsidiado não responde, ou responde muito pouco aos ajustes da política monetária, a considerável parcela e a crescente expansão do crédito direcionado no sistema financeiro brasileiro ajudam a explicar a coexistência de demanda aquecida frente à política monetária contracionista do Banco Central do Brasil. Entretanto, o crescimento do crédito direcionado não impediu a queda constante da taxa de juros; bem como o aumento dos investimentos do BNDES na economia, no médio e longo prazo, tende a favorecer positivamente a oferta e conseqüentemente os a redução dos preços.

Sendo assim, fica difícil dizer se houve uma melhora ou piora pelo canal crédito. É preciso averiguar o peso que a expansão dos recursos livres e dos direcionados exercem sobre a transmissão da política monetária.

Quanto ao problema da indexação e da participação dos preços administrados na economia, a partir de 2007, diferentemente do período anterior, os preços livres passaram a pressionar mais fortemente o índice de preços, isto é, apresentaram taxas de crescimento mais acelerada que os preços administrados e superiores ao nível de inflação. Essa reversão está relacionada com mudanças regulatórias nos setores de energia e telefonia e também com a influência da alteração na política de tributação dos combustíveis, definida como uma medida temporária e, portanto, conjuntural.

O fato de os preços administrados terem passado a crescer menos que os preços livres, ainda que ajude a controlar mais facilmente o nível de preços, não impacta sobre a eficácia da política monetária. A eficácia está relacionada à participação dos preços administrados no índice de inflação. A regulação dos setores de energia e telefonia, ao alterar a estrutura de indexação dos seus preços e reduzir o peso no IPCA, contribui para reduzir levemente a participação dos preços administrados sobre a inflação de cerca de 30% para 24%.

Sendo assim, a melhora da eficácia pode ser considerada moderada, pois preços administrados com 24% da participação IPCA, ainda representam um forte limitador da capacidade da política monetária de controlar a inflação pelo canal taxa de juros. Ademais, é importante acrescentar a influência da indexação do salário mínimo sobre este canal partir de 2007 que, ao aumentar o componente inercial da inflação contribui de maneira negativa para o controle da demanda e do nível de preços. A elevação frequente do valor do salário mínimo, com uma regra formal de indexação, na medida em que serve de base para a evolução dos salários em diversos setores da economia, especialmente os de serviços, fomenta a disseminação de mecanismos de indexação dos salários. Assim, de modo geral, não é possível concluir sobre uma melhora da potencia da política monetária pelo canal da taxa de juros.

Feitas todas as considerações sobre as mudanças institucionais e as contribuições para eficácia da política monetária, ainda que de modo geral verifique-se uma evolução nos mecanismos de transmissão para a demanda agregada, aparentemente as melhoras nos canais dos preços dos ativos e no crédito estão sendo parcialmente contrabalançada pela influência negativa, ainda que pequena, dos créditos direcionados; pela persistência da elevada participação dos preços administrados no IPCA e pelo fato de que a economia brasileira ainda conserva fortes mecanismos de indexação que, ao aumentar o componente de inércia

inflacionária atrapalha a eficácia da política monetária. Além disso, é importante ressaltar que o efeito da taxa de juros sobre o câmbio, o principal canal de transmissão da política monetária (ressaltado ao longo do texto), ainda é um problema, tendo em vista o potencial movimento de capitais e a necessidade de recomposição de margens na indústria.

À luz dos resultados aqui apresentados este trabalho pode ser considerado como uma análise preliminar que, diante da relevância do tema para o debate acadêmico e de políticas econômicas no Brasil, necessita de um aprofundamento. É preciso mensurar o peso de cada fator descrito ao longo dessas considerações finais (e sumarizados no quadro 1) nos mecanismos de transmissão e, conseqüentemente, sobre os impulsos monetária para a economia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMADO, Adriana. M.; RESENDE, Marco Flávio C. Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 27, n. 1, jan./mar. 2007.

AMARAL, Rafael Q.; OREIRO, José Luís. A relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil. **Revista de Economia contemporânea**. Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, p. 491-517, set./dez. 2008.

ARAÚJO, Cristina A.; MODENESI, André M. Estabilidad de precios bajo metas de inflación en Brasil: análisis empírico del mecanismo de transmisión de la política monetaria con base en un modelo VAR, 2000-2008. **Investigación económica**, vol. LXXII, n. 283, janeiro-março de 2013, pp. 99-133.

ARIDA, P. Por uma moeda plenamente conversível. **Revista de Economia Política**, v. 23 (3), pp.135-42, 2003a.

----- . Ainda sobre a conversibilidade. **Revista de Economia Política**, v. 23 (3), pp. 151-4, 2003b

----- . Múltiplos equilíbrios. **Revista de Economia Política**, v. 22 (3), pp. 122-31, 2003c.

----- . Aspectos macroeconômicos da conversibilidade: uma discussão do caso brasileiro. Mimeo, 2004.

ARIDA, Pérsio; BACHA, Edmar L.; LARA-RESENDE, André. **Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil**. . In F. GIAVAZZI, I. GOLDFAJN e S. HERRERA (Orgs.). *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience: 1999 to 2003*. Cambridge: MIT Press. 2004

AURÉLIO, Marcela M. Poupança externa e o financiamento do desenvolvimento. Texto para discussão n. 496. Brasília: IPEA, julho/1997.

BACHA, Edmar L. **Além da Tríade: Como Reduzir os Juros?** *In: Novos dilemas de política econômica: Ensaios em homenagem a Dionísio Dias Carneio*. Org.: Bacha e de Bolle; Rio de Janeiro: LTC. (2011).

BANCO CENTRAL DO Brasil. **Base de dados, relatórios e informes de conjuntura anual**.

BALL, L. Disinflation with imperfect credibility. **Journal of Monetary Economics**, 35(1), p.5-23, 1995

BARBOZA, Ricardo de M. Mecanismos de transmissão da política monetária e nível da taxa de juros no Brasil: existe relação? **Dissertação de mestrado**. UFRJ: Setembro, 2012

BERNANKE, Ben S.; GERTLER, Mark. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. **Journal of economic perspectives** – vol. 9, n 4 – fall 1995 p 27-48

BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Antônio A.; WERLANG, Sérgio R. C. Implementing Inflation Targeting in Brazil. Brasília, DF: Working Paper nº 1, Banco Central do Brasil, 2000.

BRAGA, Júlia. M. A inflação brasileira na década de 2000 e a importância de políticas não monetárias de controle. IPEA: Seminários Dimac, 374, 2011.

BRAGA, Júlia M.; MARTINEZ, Thiago S. Crescimento liderado pelos salários, política monetária e inflação no Brasil. V encontro a Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

BRESSER-PEREIRA, Luiz C.; GALA, Paulo. Por que a poupança externa não promove o crescimento. **Revista de Economia Política** 27 (1): janeiro: 3-19, 2007.

BRESSER-PEREIRA, Luís. C. e NAKANO, Yoshiaki. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Economia Política**, v. 22 (3), pp. 146-80, 2002.

----- Crescimento Econômico com Poupança Externa? **Revista de Economia Política**, 22(2), Abril 2003: 03-27, 2003.

CARNEIRO, Dionísio D.; SALLES, Felipe M.; WU, Thomas Y. H. Juros, câmbio e as imperfeições do canal de crédito. **Economia Aplicada**. Ribeirão Preto, v. 10, n. 1. jan./mar. 2006.

CARVALHO, Fernando J. C. C. Teoria e política monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil. **Econômica**, v. 6 (2). pp. 315-34, 2004.

----- Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25 (4), pp. 323-36, 2005.

CARVALHO, Fernando. J. C. C; SOUZA, Francisco E. P.; SICSÚ, João; PAULA, Luiz F. R; STUDART, Rogério. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 2ª. Edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

DELFIM NETTO, Antônio. Déficit nominal Zero. **Economia & Tecnologia**, 01, v. 02, 2005.

ERBER, F. (2008). As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política. Textos para Discussão **CEPAL-IPEA**, 13, Brasília, 2010.

FAVERO, Carlo. A. e GIAVAZZI, Francesco. Why are Brazil's interest rates so high? IGER Working Paper, 224, jul./2002.

FIGUEIREDO, F. M. R.; FERREIRA, T. P. Os preços administrados e a inflação no Brasil. Trabalhos para Discussão, 59, Banco Central do Brasil, 2002.

FISCHER, S. Central Bank independence revisited. **The American Economic Review**, v.85(2), maio, 1995.

FRANCO, Gustavo H. B. A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, vol. 18 jul-set de 1998.

----- **Notas Sobre Crowding Out, Juros Altos e Letras Financeiras do Tesouro.** In: Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento; Org.: Bacha e Oliveira Filho; Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

----- Por que o Brasil é campeão mundial de juros altos. *Valor Econômico*. Opinião, 27/janeiro, 2011

GIAMBIAGI, Fábio. **Brasil, raízes do atraso: paternalismo x produtividade.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

----- Um cenário normativo para a economia brasileira com reforma tributária e controle do gasto público. Texto para Discussão, n.92. BNDES, 2002.

GONÇALVES, Fernando. M., HOLLAND, Márcio; SPACOV, Andrei. D. Can jurisdictional uncertainty and capital controls explain the high level of real interest rates in Brazil? Evidence from panel data. **Revista Brasileira de Economia**, 61, pp. 49-75, 2007

GOMES, Cleomar. e HOLLAND, Márcio. Regra de Taylor e Política Monetária em Condições de Endividamento Público. **Revista Economia**, v. 4 (2), p. 333-60. (2003).

HERMANN, Jennifer. Mercado de Títulos Privados e a Inadequação da Curva de Rendimentos no Brasil: análise teórica e da experiência pós-estabilização (1995-2010). Séries working paper BNDES/ANPEC, 14, ago./2011a.

----- Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, vol. 31, nº 3 (123), pp. 397-414, julho-setembro/2011b.

HICKS, J. R. Mr. Keynes and the 'classics': A suggested interpretation. **Econometrica**, 5:147-159. . 1937.

HOLLAND, Márcio. Por que as taxas de juros de curto prazo são tão elevadas no Brasil? **Economia & Tecnologia**, v. 4, pp. 27-42, 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEORAFIA E ESTATÍSTICAS (IBGE). **Informações sobre Inflação.**

Kalecki, M.. **Teoria da Dinâmica Econômica.** In: P. Singer, org. *Keynes/Kalecki*. Coleção Os Pensadores São Paulo: Abril Cultural, 1978.

KEYNES, John M (1936). **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.** Lisboa: Editora relógio d'água, 2010.

----- (1930). **Treatise on Money**. London: Macmillan, royal Economic Society, (The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. V), 1971.

KREGEL, Jan. Commenton Fernando Cardim de Carvalho - Monetary policy, monetary theory, and financial structure. **Econômica**, v. 6, n. 2, pp. 341-8, 2004.

LARA-RESENDE, André. **Os limites do impossível: a economia além da conjuntura**. 1ª. Edição. São Paulo: Portfólio-Penguin, 2013.

LUNDBERG, E. L. (2011). Bancos Oficiais e Crédito Direcionado – O que diferencia o mercado de crédito brasileiro? Trabalhos para Discussão nº 258, Banco Central do Brasil, Brasília.

MARCATTI, Fernanda C. R. Evolução da eficiência do canal de crédito na política monetária brasileira. Fundação Getúlio Vargas Escola de Economia São Paulo. São Paulo: **Dissertação de mestrado**, 2011.

MARQUES, A. M. e FOCHEZATTO, A. Importância do canal do custo na transmissão dos efeitos da taxa de juros sobre os preços na economia brasileira, 1994-2005. XI Encontro Nacional de Economia Política, 2006.

-----, Taxa De Juros E Prêmio De Risco: Investigando A Hipótese Bresser-Nakano Para A Economia Brasileira, 1995-2005. **Revista Economia contemporânea**. Rio de Janeiro, v. 11, n. 2, p. 351-375, maio/ago. 2007

MARTINS, N. M.; FERRAZ, C. A. A expansão do mercado de crédito brasileiro no período 2004-2009: determinantes, condicionantes e sustentabilidade. **Cadernos do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 9, p. 269-289, jul.-dez. 2011

MARTINEZ, T. S.; CERQUEIRA, V. S. Estrutura da inflação brasileira: determinantes e desagregação do IPCA. Texto para Discussão, n. 1.634. Brasília: IPEA, 2011

MENDONÇA, Helder F. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. **Economia e Sociedade**. Campinas, vol. 16, pp. 65-81, junho/2001.

MINSKY, H. P. **The Financial Fragility Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory** in MINSKY, H. P. Can it Happen Again? Essays on Stability and Finance. Nova York: ME Sharpe, 1982.

MISHKIN, F. S. (1995). Symposium on the monetary transmission mechanism. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 9, n. 4, p. 1-10

MODENESI, André. M. **Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

-----, Conservadorismo e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007). **Revista de Economia Política**, vol 31, nº 3 (123), pp 415-434, julho-setembro/2011.

-----, Política Monetária no Brasil pós Plano Real (1995-2008): um breve retrospecto. **Economia & Tecnologia** – Ano 06. Vol. 21, Abril/Junho de 2010.

MODENESI, André M.; MARTINS, Norberto M. MODENESI, Rui L. Modified Taylor Rule for the Brazilian Economy: convention and conservatism in 11 years of inflation targeting (2000-2010). UE-UFRJ: Texto para discussão n. 004, setembro/2012a.

MODENESI, André M.; MODENESI, Rui L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, vol. 32, nº 3 (128), pp. 389-411, julho-setembro/2012.

MODENESI, André M.; PIRES-ALVES, Camila C.; MARTINS, Norberto M. Mecanismo de transmissão da política monetária: a importância dos fatores microeconômicos. **Revista OIKOS**, vol.11, p. 203-216, n. 2. Rio de Janeiro, 2012b.

MODIGLIANI, F. Consumer spending and monetary policy: the linkages Federal Reserve Bank of Boston Conferences Series, 5, 1971.

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

MORAES P. L. B. **As Letras Financeiras do Tesouro e o alongamento da dívida pública**. In: *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006.

MUINHOS, M. K; NAKANE, M. 2006. **Comparing Equilibrium Real Interest Rates: Different Approaches to Measure Brazilian Rates**. Central Bank of Brazil Working Paper No. 101.

NAKANO, Yoshiaki. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. **Conjuntura Econômica**, pp. 10-2, nov, 2005.

-----, Antes que os populistas tomem conta. *Valor Econômico*, 17/01. (2006).

-----, Aprimorar para reduzir a meta. *Valor Econômico*, 11/01, p. A-11. (2011).

NORONHA, Luiz Eduardo Pitta. O canal cambial de transmissão da política monetária no regime de metas de inflação no Brasil. **Dissertação de mestrado**. UFRJ, novembro/2007.

NORTH, Douglass C. Structure and Change in Economic History. New York: W. W. Norton & Co. 1981.

OREIRO, José L. Prêmio de risco endógeno, Metas de inflação e Câmbio Flexível: implicações da hipótese Bresser-Nakano para uma pequena economia aberta. **Revista de Economia Política**, v. 22 (3), pp. 107-22, 2002.

OREIRO, J. L., PAULA, L. F. e SILVA, G. J. C. Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha. **Revista de Economia Política**, v. 24 (2), pp. 223-37, 2004.

OREIRO, José L. e PAULA, Luiz. F. Por que a taxa de juros é tão alta? *Valor Econômico* p. A-17, 05/11. 2010.

-----, 2011. A Escolha de Sofia. *Valor Econômico*, Série Renomados Economistas Brasileiros sobre juros, inflação e câmbio, 24/06/2011.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SILVA, G. J. C; AMARAL, R. Q. Por que as taxas de juros são tão elevadas no Brasil? Uma avaliação empírica. **Revista de Economia Política**, vol. 32, nº 4 (129), pp. 557-579, outubro-dezembro/2012.

PASTORE, Alfonso C. Por que a política monetária perde eficácia? **Revista Brasileira de Economia**, v. 50 (3). 1996

-----, **As Letras Financeiras do Tesouro e a Eficácia da Política Monetária**. In: Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento; Orgs.: Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrysostomo Oliveira Filho; Rio de Janeiro; Contra Capa Livraria, 2006.

PATINKIN, D. Real Balance In: Eatwell, J.; Milgate, M. & Newman, P., (eds.) **The New Palgrave Dictionary of Economics**, Londres: Macmillan, 1987.

PIGOU, A.C. 1943. The Classical Stationary State. **Economic Journal** 37(212): 343-351.

PRATES, Daniela M.; CUNHA, André M. Medidas macroprudenciais e a evolução do crédito em 2011. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 39, n. 4, p. 117-128, 2012.

PRATES, D. M; FREITAS, M.C.P. Crédito bancário corporativo no Brasil: evolução recente e perspectivas. **Revista de economia política**. Por que a política monetária perde eficácia? Vol. 33, n. 2. São Paulo, 2013.

ROBERTS, J. Learning, sticky inflation and the Sacrifice Ratio. Mimeo Federal Reserve, Board, 2007.

SANT'ANNA, A. A.; BORÇA JUNIOR, G. R.; QUARESMA de ARAUJO, P. Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008). **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, V. 16, N. 31, P. 41-60, jun/2009.

SERRANO, Franklin. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 30, n. 1 (117), pp. 63-72, jan-mar/2010.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Política Macroeconômica, Crescimento e Distribuição de Renda na Economia Brasileira dos anos 2000. UFRJ, Mimeo, 2011.

-----, A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. **OIKOS** Vol. 11, n. 2. Rio de Janeiro, 2012.

SEGURA-UBIERGO, A. The Puzzle of Brazil's High Interest Rates". IMF Working Paper, 12/62. 2012.

SICSÚ, João. **Emprego, juros e câmbio – finanças globais e desemprego**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SCHWARTSMAN, Alexandre. Sobre jabutis e jabuticabas. *Valor Econômico*, 07/julho, 2011.

----- Taxas de juros seguirão entre as mais altas do mundo. *Valor Econômico*, Rumos, 02/maio, 2012

SOUZA-SOBRINHO, Nelson Ferreira. Uma avaliação do canal de crédito no Brasil Departamento de economia da FEA-USP. **Dissertação de mestrado**. São Paulo, 2003.

TAYLOR, J. B. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. **Journal of Economic Perspectives** – Vol. 9, N. 4 – Fall, 1995.

TUROLLA, Frederico Araújo. Política cambial com dívida indexada em moeda estrangeira no Brasil, 1995-2004. Fundação Getúlio Vargas. **Tese de Doutorado**. São Paulo: 2005

THE WORLD BANK. **Base de dados: World Development Indicators**.