

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

AS ALTAS TAXAS DE JUROS REAIS NO BRASIL

- IMPACTOS E CAUSAS DE UMA PROLONGADA DOMINÂNCIA FISCAL -

BERNARDO DE ALMEIDA MAGALHÃES LEÃO TEIXEIRA

Nº DE MATRÍCULA: 0811472

ORIENTADOR: MÁRCIO GOMES PINTO GARCIA

Dezembro de 2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

AS ALTAS TAXAS DE JUROS REAIS NO BRASIL

- IMPACTOS E CAUSAS DE UMA PROLONGADA DOMINÂNCIA FISCAL -

BERNARDO DE ALMEIDA MAGALHÃES LEÃO TEIXEIRA

Nº DE MATRÍCULA: 0811472

ORIENTADOR: MÁRCIO GOMES PINTO GARCIA

Dezembro de 2012

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

“As opiniões expressas nesse trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

AGRADECIMENTOS

Início a sessão de agradecimentos, com uma menção especial a minha família que tanto amo, que sempre me apoiou e incentivou durante toda minha vida. Meu pai, Fernando, por ter sempre me passado os valores e lições que me fizeram ser o homem que sou. Minha mãe, Ana Paula, por ter sempre me dado carinho e apoio nos momentos mais difíceis da minha vida, em especial nos últimos seis meses que mal a via. E também, é claro, meus queridos irmão Antonio Pedro e Dudu que não consigo viver sem.

Também gostaria de agradecer meus avós Guido e Juju, assim como meus tios Petrônio e Duda, que em nenhum momento deixaram de me apoiar e incentivar. E, é claro, minha namorada, Juliana, uma das pessoas mais especiais que encontrei nesses vinte e dois anos de vida, que nesses últimos seis meses me apoiou incondicionalmente, mesmo com a enorme dificuldade que tínhamos de estar juntos.

Por fim gostaria de destacar meus colegas de curso, Julio Libergott, Luiz Fernando Mendes de Almeida, Renato Landim, Bruno Neves, Lucas Marins, Felipe Campelo & Leonardo Carneiro, Luiz Eduardo Kessler, Paulo Orenstein e Luiz Felipe Brandão que ajudaram a tornar esse período de formação acadêmica tão divertido e prazeroso. E meus amigos Antonio Pedro Meggiolaro, Antonio Carlos Tostes, José Mariano Raggio, Pedro Paulo Ozenda, que sempre estiveram ao meu lado.

ÍNDICE

I. INTRODUÇÃO	6
II. UMA BREVE REVISÃO MACROECONÔMICA	8
III. PRINCIPAIS CAUSAS PARA A ELEVADA TAXA DE JUROS BRASILEIRA	13
III.1. CONSIDERAÇÕES FISCAIS	14
III.2. CONSIDERAÇÕES ALTERNATIVAS	19
III.3. FATORES QUE AFETAM OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA	23
IV. TAXA DE JUROS REAIS: AS DIFERENTES TRAJETÓRIAS DE QUEDA, BRASIL VS. TURQUIA	26
V. CONCLUSÃO	31
VI. APÊNDICE	33
VII. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	38

I. INTRODUÇÃO

Apesar dos avanços macroeconômicos de nosso país desde 1994, após a introdução da URV e o Plano Real no governo Itamar Franco (1992-1995), a mudança na condução de nossa política monetária, que, em 1999, passou a ser conduzida em um regime de metas por inflação e a clara convergência de nossa taxa de juros com a de outros países, especialmente com a dos considerados países emergentes, entre eles: Turquia, Colômbia, México, África do Sul, Hungria, Coreia e Chile – com destaque para o primeiro que iremos abordar mais a fundo no decorrer desse trabalho – a nossa taxa de juros reais segue sendo uma das mais elevadas do mundo.

O forte descontrole inflacionário visto no Brasil antes de 1994 ainda traz consequências negativas para a economia brasileira. Mesmo com a inflação sob controle desde a implementação do Plano Real em 1994 e com a introdução do regime de metas para inflação em 1999 – durante o mandato de Fernando Henrique Cardoso, com Armínio Fraga como presidente do Banco Central, a memória viva desses anos de descontrole ainda ajudam a formar o que economistas classificam como inércia inflacionária ou memória inflacionária. Componente este, que afeta diretamente as expectativas de inflação da nossa população, que, por sua vez afetam diretamente o nível corrente de inflação no país. Embora considerado sob controle, este componente ainda é tratado com muito cuidado por todos que passam pelo Banco Central do Brasil (BCB) e por todos que estudam mais à fundo a economia brasileira. Não à toa, a inércia inflacionária é contemplada por muitos como fator que leva o BCB a estabelecer taxas de juros nominais acima dos níveis normais para um controle inflacionário eficiente e sem riscos no país.

Embora fortemente combatida nas últimas décadas, com o lançamento de diversos planos de combate aos gastos excessivos do governo, falta de eficiência e baixo volume de arrecadação do sistema tributário, entre outros, vivenciamos nas últimas duas décadas, apenas, casos de irresponsabilidade fiscal que contribuíram e contribuem até hoje para a elevada taxa de juros que temos no país. Em 1989, por exemplo, um ano após acordo que punha fim a moratória de 1987, credores da dívida externa brasileira voltavam a incorrer em perdas devido a incapacidade de pagamento do país. Logo depois, em 1990, os brasileiros viram o confisco de seus investimentos financeiros ser realizado durante o governo do Presidente Fernando Collor – em 1991. Além do mais,

até hoje vemos indicadores fiscais inferiores ao de outros países emergentes como, por exemplo, a NFSP (Necessidade de Financiamento do Setor Público), o endividamento público e total como porcentagem do PIB, que também contribuem para a nossa elevada taxa de juros.

A evolução clara vista em nossa economia desde a introdução do Plano Real, inclusive em alguns casos confundida com uma estabilização completa – já que crescia a passos largos, com a inflação sobre controle – passa a ser contestada, quando comparamos a nossa economia com a de outros países emergentes, que também evoluíram, nas últimas décadas, mas que contrariamente ao nosso caso, viram suas taxas de juros caírem de forma mais acentuada no período.

Por tal razão, diversos autores se propuseram nos últimos anos a examinar e explorar as razões para tal anomalia em nossa taxa de juros. Até hoje não existe nenhuma conclusão definitiva acerca do assunto, mas diversas interessantes explicações sobre o porquê de uma taxa de juros tão elevada fazem, hoje, parte do pensamento cotidiano econômico brasileiro. Entre as explicações que se destacam para esta anomalia de nossa economia estão à dominância fiscal brasileira, o baixo nível de poupança nacional, jurisdição fraca, passado de inflação alto e volátil assim como ineficiência de mecanismos de transmissão da política monetária.

Com o intuito de dar continuidade a este debate, este trabalho será organizado da seguinte forma: a seção II fará uma breve, mas detalhada, revisão macroeconômica do Brasil, que tornará possível que seja feita uma contextualização histórica para as sessões subsequentes, que abordam o porquê de nossa taxa de juros ser tão elevada. Na seção III serão detalhadas as principais causas para a nossa elevada taxa de juros. Na seção IV faremos uma detalhada comparação entre a taxa de juros brasileira e a taxa de juros turca em conjunto com uma detalhada comparação da trajetória fiscal dos dois países, baseados no paper *Government Debt & Real Interest Rates in Brazil – Reviving the ‘Fiscal’ Hypothesis*, de Marcus Jaegar. Já na seção V, reuniremos todos os temas abordados no desenvolvimento do trabalho para mostrar que a nossa elevada taxa de juros é produto, principalmente, da nossa situação fiscal além de algumas outras anomalias exclusivas da nossa economia como o baixo nível de poupança doméstica e o alto nível de crédito subsidiado no país.

II. UMA BREVE REVISÃO MACROECONÔMICA

Começamos a nossa revisão macroeconômica com trecho retirado do artigo “Dez Anos de Metas para a Inflação” de FRAGA, que descreve sucinta e categoricamente as décadas de 80 e 90 no Brasil. “O descontrole inflacionário atingiu seu apogeu nos anos 80 e no início dos anos 90, tendo em mais de um movimento chegado às raias da hiperinflação. Várias tentativas heterodoxas de estabilização fracassaram até que finalmente em 1994 o Plano Real conseguiu derrotar a inflação com uma combinação de austeridade monetária e desindexação”.

Em 1984, após 20 anos de regime militar, ganhou forças o movimento popular “Diretas Já”, que buscava o reestabelecimento do direito ao voto popular e direto para a Presidência da República. Em 1995, Tancredo Neves é eleito, indiretamente, o primeiro Presidente da República civil desde 1960. Por motivos de saúde, faleceu antes que pudesse assumir o poder. Assume então José Sarney, seu vice, visto por muitos como “o elo mais fraco da Aliança Democrática que havia eleito Tancredo”¹. Assim, sem legitimidade nas urnas, busca a legitimidade nas ruas, com o lançamento do Plano Cruzado. Começa aí uma sequência de lançamentos de planos econômicos que visavam o controle da alta e volátil inflação nacional, que assombrara o país em 1984, após a maxidesvalorização de 1983, quando atingira 224% ao ano (IGP).

Durante o seu mandato (1985-89), Sarney lançou, ao total, três planos econômicos que tinham como foco principal o combate à inflação: Plano Cruzado (1986), Plano Bresser (1987) e Plano Verão (1989). Planos esses, que entre semelhanças e diferenças não obtiveram êxito na realização de seus principais objetivos: controlar a inflação no país. Importante que se destaque que a ineficácia dos programas em estabilizar a economia deve ser atribuída, em parte, a uma má gestão fiscal no período, reconhecida como um “calcanhar de Aquiles” das tentativas de estabilização frustradas da Nova República².

¹ GIAMBIAGI, Fabio. “Economia Brasileira Contemporânea (1945–2004)”.

² GIAMBIAGI, Fabio. “Economia Brasileira Contemporânea (1945–2004)”.

Em suma, o comportamento da economia de 1985 a 1989 se resumiu a uma taxa de inflação média de 471,7% ao ano com uma leve melhora na balança comercial e um crescimento médio do PIB de 4,3% ao ano.³

Em 15 de março de 1990, Fernando Collor de Mello é eleito o novo Presidente da República, no que muitos autores classificam como uma “autêntica operação de marketing eleitoral, derrotando políticos tradicionais, entre eles: Leonel Brizola (PDT) e Luiz Inácio Lula da Silva (PT).

Durante os dois anos que esteve no poder – sofre impeachment em 29 de setembro de 1992 – Collor pouco contribuiu para o controle da inflação. Lançou dois planos de estabilização, Collor I e Collor II, que tiveram como maior destaque, o sequestro de liquidez, implementado no primeiro dia de seu mandato, junto com o lançamento de seu primeiro plano, quando decidiu por congelar todas aplicações financeiras no país prometendo devolvê-las em uma nova moeda (Cruzeiro) e em 12 prestações iguais e sucessivas a partir de setembro de 1991. Medida esta, como veremos mais a frente, citada por muitos autores como uma das razões para a nossa elevada taxa de juros, já que leva a uma desconfiança, especialmente por parte de investidores externos, com relação à jurisdição brasileira.

Na prática a polêmica medida fez com que a inflação baixasse dos 80% ao mês para níveis próximos de 10% nos meses que a sucederam, mas levando a economia a uma forte retração. Após mais uma tentativa falha de estabilizar a inflação com o Plano Collor II, e o surgimento de denúncias de irregularidades em seu governo, que envolviam inclusive ele próprio, em 2 de outubro de 1992, impulsionado pelo movimento dos Caras-Pintadas, é aberto o processo de impeachment na Câmara dos Deputados. Em 29 de setembro após a Câmara votar por seu impedimento, Collor renuncia à presidência e seu vice, Itamar Franco, assume o poder.

É no governo de Itamar, que é concebido o Plano Real que viria a controlar o dragão da inflação brasileira. Na primeira fase da implementação do plano, e diferenciando-se dos planos anteriores, o foco do governo se virava para os desajustes das contas públicas vistos como o principal causador da inflação. Com isso são lançados

³ GIAMBIAGI, FABIO. “Economia Brasileira Contemporânea (1945–2004).

o Programa de Ação Imediata (PAI – 1993) e o Fundo Social de Emergência (FSE – 1994). O PAI redefine a relação entre a União e as outras esferas, promove um forte esforço fiscal com combate contra a sonegação e a redefinição de novos tributos, assim como uma renegociação com o FMI e credores externos quanto à dívida externa. O FSE focava em desvincular algumas receitas do governo para atenuar a excessiva rigidez da União.

Na segunda fase, o governo voltava seus esforços para o controle do componente inercial da inflação que viria através da desindexação. O maior argumento contrário na época vinha de Mario Henrique Simonsen que, espelhando-se no caso Húngaro, acreditava que haveria uma contaminação da “moeda nova” por parte da “moeda velha”. Para evitar esta contaminação, estipulou-se que inicialmente simplesmente não existiria esta “moeda nova”. Surge então a URV (Unidade Real de Valor) que seria usada em um primeiro momento apenas como uma unidade de conta. O Banco Central definia diariamente a paridade entre a URV e o Cruzeiro Real – que havia permanecido com a função de meio de pagamento, e apenas gradualmente a função de unidade de conta seria passada a “moeda nova”. Dessa forma, a “memória inflacionária” ficou na “moeda antiga”, sendo o processo inflacionário da “moeda nova”, resultante apenas de descompassos entre oferta e demanda agregada ocasionados pelo aquecimento da última.

A taxa de câmbio adotada no Plano Real era fixa e sobrevalorizada e tinha como objetivo criar uma âncora nominal para todos os preços. Além da função de âncora, serviria também para frear a inflação já que viria estimular as importações e diminuir as exportações, desaquecendo a demanda agregada da economia. Baseado nessa âncora cambial, Gustavo Franco refutava a idéia de Simonsen e afirmava que a URV não deveria ser examinada a luz da experiência húngara e sim do *rentemark* alemão⁴.

Outra contribuição importante, dada por Pêrsio Arida, era a necessidade de uma política monetária ativa de juros altos para evitar a aceleração da inflação como havia se verificado, por exemplo, no Plano Cruzado com a explosão da demanda pós-congelamento. Assim a equipe econômica optou por elevar a taxa de juros nominais de

⁴ Ao mesmo tempo que introduzia uma moeda nova e indexada, o governo alemão passou a atuar em duas pontas: trocava *rentemarks* a uma paridade fixa, e ao mesmo tempo, usava suas reservas internacionais para intervir no mercado de câmbio e sustentar a taxa entre o marco (moeda velha) e o dólar. Como os preços da economia eram cotados em marcos, mas atrelados ao dólar, a estabilidade do câmbio marco/dólar trouxe a estabilidade de preços.

3,3% ao mês em fevereiro para 4,3% ao mês em março, e a taxa de depósitos compulsórios, após a introdução da nova moeda.

Passados apenas alguns anos, em 1998, a âncora cambial – base do Plano Real – se via ameaçada por uma conjuntura global adversa e por uma política fiscal ainda frágil. Cenário este que fez com que o Banco Central brasileiro, comandado por Armínio Fraga – substituto de Gustavo Franco no segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso – optasse por introduzir o regime de câmbio flutuante. Menos de seis meses depois, e já atendendo ao que seria a sua segunda pré condição – superávit primário do setor público – o Brasil passou a adotar formalmente, em junho de 1999, um regime de política monetária baseado nas metas para a inflação.

A opção por introduzir esta nova estrutura de política monetária se deu principalmente pela preocupação do Banco Central em não perder o controle das expectativas de inflação. Ainda mais em um país com o histórico recente de descontrole inflacionário como o Brasil.

Introduzir o sistema em sua forma final não parecia adequado na época, optou-se então por uma implementação gradual. Inicialmente, em conjunto com passar a tratar da redução da inflação como objetivo primário – inclusive mirando atingir taxa anualizada de um dígito ao final de 1999 – elevou-se as taxas de juros em 6 pontos percentuais para 45% ao ano, de forma a tentar conter uma possível aceleração da inflação. Com relação ao mercado de câmbio, renegociou-se o acordo com o FMI, aliviando assim as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos para os meses seguintes. Em busca de credibilidade perante os investidores, fez-se um *road show* nas principais praças bancárias mundiais para expor que com as mudanças que estavam sendo impostas, o balanço de pagamentos fecharia.

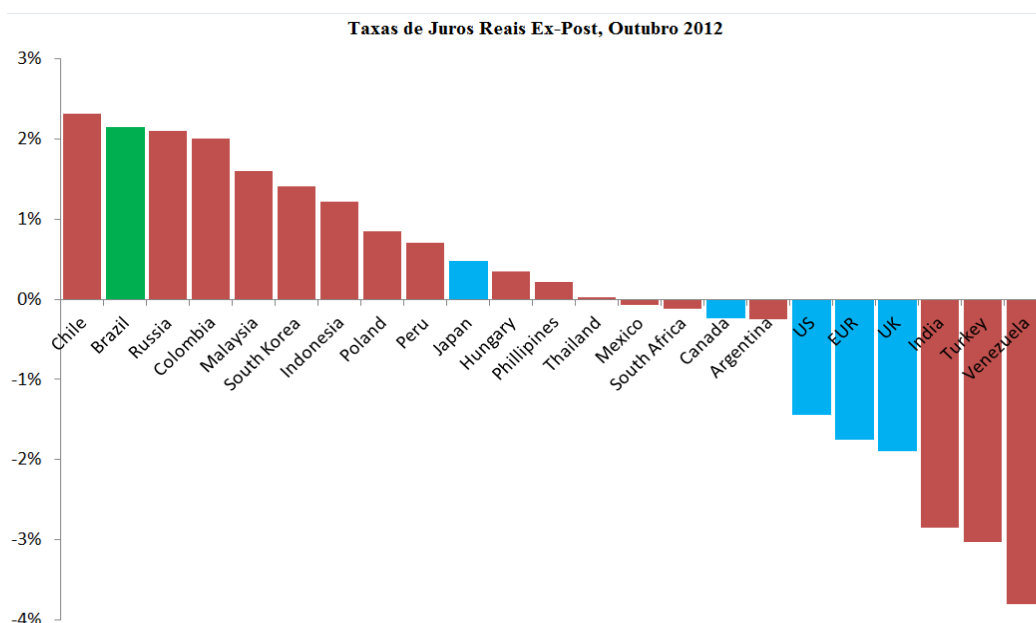
Alguns meses após o aumento dos juros nominais, com a queda nas taxas de juros mais longas e a taxa de câmbio estabilizada, a tríade virtuosa – superávit primário, câmbio flutuante e sistema de metas para inflação – recém implementada, dava demonstrações de que seria de crucial importância para a estabilização e convergência da economia brasileira ao nível de outras economias mais desenvolvidas no cenário internacional.

Os anos que sucederam a essas mudanças na política monetária brasileira mostraram um comportamento positivo de crescimento equilibrado e importantes ganhos de credibilidade do Banco Central e do novo sistema de políticas monetárias. No campo fiscal, foram sucessivos anos de superávit primário. Com relação à inflação as metas foram cumpridas, salve algumas exceções como em 2002. Uma das demonstrações mais claras do caminho de sucesso trilhado pela economia brasileira, desde 1994, ocorreu quando, em 2008, o Brasil recebeu o título de *investment grade* pela agência de risco Standard & Poor's e passou a ter a pré condição necessária para que muitos investidores institucionais pudessem passar a investir no país. Ainda assim, mesmo tendo claramente diminuído de 1999 até os dias de hoje, as taxas de juros reais brasileiras ainda se encontram em patamar elevado quando a comparamos a taxa de juros reais de outros países.

III. PRINCIPAIS CAUSAS PARA A ELEVADA TAXA DE JUROS BRASILEIRA

Mesmo com a clara rota de declínio dos últimos anos, a taxa de juros reais do Brasil, permanece em patamares elevados quando comparada a de outros países, sejam eles emergentes ou desenvolvidos. Com a fácil constatação dessa discrepância, vimos nas últimas décadas diversos estudos serem elaborados por muitos economistas que buscavam alguma explicação para este fenômeno. Este tópico se dedica a discutir os principais motivos, apresentados nesses estudos, para a nossa elevada taxa de juros. Isso será feito através de uma divisão que contempla as causas de origem fiscal, considerações alternativas e fatores que afetam os mecanismo de transmissão da política monetária brasileira.

Antes de qualquer coisa, é válido descrevermos brevemente as duas principais medições para taxas de juros reais que existem no mundo: taxa de juros real *ex-post* (escolhida para os esforços deste trabalho) e taxa de juros real *ex-ante*. Enquanto a taxa de juros real *ex-post* mede os juros reais através da diferença entre a taxa de juros nominal e a inflação acumulada nos últimos 12 meses, a taxa de juros real *ex-ante* mede os juros reais através da diferença entre a taxa de juros nominal e a inflação esperada para os próximos 12 meses.



III.1. CONSIDERAÇÕES FISCAIS

Os principais argumentos, quando o tema é a situação fiscal brasileira, podem ser divididos em dois tópicos. A dominância fiscal brasileira, resultante dos altos níveis de endividamento brasileiro, e o histórico desfavorável do Brasil⁵ quanto a ser um bom pagador de dívidas aliado ao evento de ‘sequestro de liquidez’ ocorrido em 1990 durante a presidência de Fernando Collor de Mello.

Quanto ao histórico desfavorável do Brasil como pagador de dívidas, fazendo um breve resumo de casos que podem ser considerados influentes na cobrança de um prêmio de risco em nossa taxa de juros, podemos destacar os três *funding loans* de 1898, 1914 e 1931 e as moratórias de 1937 e 1987. A primeira tendo sido instituída por Getúlio Vargas ao assumir o poder e estabelecer o ‘Estado Novo’, quando declarou que o ‘Brasil havia sido forçado a interromper pagamentos por ser impossível, ao mesmo tempo, pagar o serviço e as importações necessárias ao reequipamento do sistema ferroviário e das forças armadas. Tendo assim sido o primeiro episódio de *default* brasileiro reconhecido pela renomada revista 'The Economist': "entre um dos mais cínicos de que se lembra o mercado londrino". Já o segundo episódio de moratória brasileira ocorreu por um severo agravamento do cenário externo, primeiro, com a segunda crise do petróleo em 1979, depois com a moratória mexicana em 1982, que eliminaram a opção pela busca de capital estrangeiro para o auxílio da crise no balanço de pagamentos que sofria o Brasil naquele momento. Assim, ao também não concordar com as políticas monetárias e fiscais restritivas que o FMI estabelecia como pré-condição para prover ajuda – já que estas trariam impactos demasiadamente negativos para o crescimento do país – e com o insucesso na implementação do Plano Baker, por parte do governo norte-americano, devido ao efeito de *free-riding*, o governo de José Sarney opta por decretar a segunda moratória brasileira em 1987. O episódio de *default* de 1987, só foi resolvido em 1994, com a implementação do Plano Real e a conclusão de longas negociações que culminaram com volta do país aos mercados externos com um acordo nos moldes do Plano Brady onde empréstimos anteriores seriam trocados por novos títulos (*Brady Bonds*), que, por sua vez, poderiam ser negociados em mercado, resultando em um alongamento de prazos e redução de serviços da dívida.

⁵ Apêndice, nº14.

Por fim, o prêmio de risco que muitos autores consideram existir em nossa taxa de juros também é consequência do mundialmente conhecido caso de ‘sequestro de liquidez’, ocorrido durante a presidência de Fernando Collor de Mello, onde em seu primeiro dia de mandato ao instituir seu primeiro plano de estabilização, Collor I, congelou todas as aplicações financeiras no país por 17 meses quando então seriam devolvidas em 12 parcelas iguais e sucessivas.

Olhando para a questão da dominância fiscal brasileira, alguns indicadores podem ser utilizados para demonstrar como o Brasil, embora tenha evoluído muito nos últimos anos, ainda conta com níveis elevadíssimos de endividamento.

A Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) brasileiro, por exemplo, embora em rota de queda, era de 20,4% do PIB em 2007, em 2012 está em 18,5% do PIB e a previsão para 2013 é de que seja de 18,0% do PIB, é uma das mais elevadas do planeta. Não a toa, FRANCO (2011)⁶ aponta nossa alta NFSP como uma das principais razões para nossa alta taxa de juros e o FMI constantemente demonstra preocupação quanto ao indicador. Porque razão então as autoridades brasileiras consideram a situação fiscal brasileira como uma das melhores entre os países do G-20? Guido Mantega, ministro da Fazenda, por exemplo, contestou, em Janeiro de 2011, a preocupação do FMI com a NFSP brasileira ao afirmar que, “os números mostram que de 2009 a 2010 tivemos uma melhoria da situação fiscal. Ou seja, o primário em 2010 será maior do que em 2009”⁷.

No que tange a opinião de nosso ministro, FRANCO deixa claro que a opção brasileira por utilizar o superávit primário, medida considerada “acima da linha”, como indicador básico da política fiscal, sobretudo depois de 1999, é a única razão para tal crença de nossas autoridades. Diferentemente da NFSP, medida considerada “abaixo da linha”, o superávit primário, na visão de FRANCO, esconde o enorme custo que o Brasil tem na rolagem da sua grande dívida de curto prazo, já que em sua contabilidade exclui-se a variação da dívida líquida total, interna ou externa, considerando apenas à diferença entre as receitas e as despesas não financeiras do setor público.

⁶ FRANCO, Gustavo, “Por que juros tão altos, e o caminho para a normalidade”, 2011.

⁷ <http://blog.planalto.gov.br/mantega-diz-que-situacao-fiscal-do-brasil-e-invejavel-frente-a-outros-paises/>

Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), 2007–13
(Porcentagem do PIB)

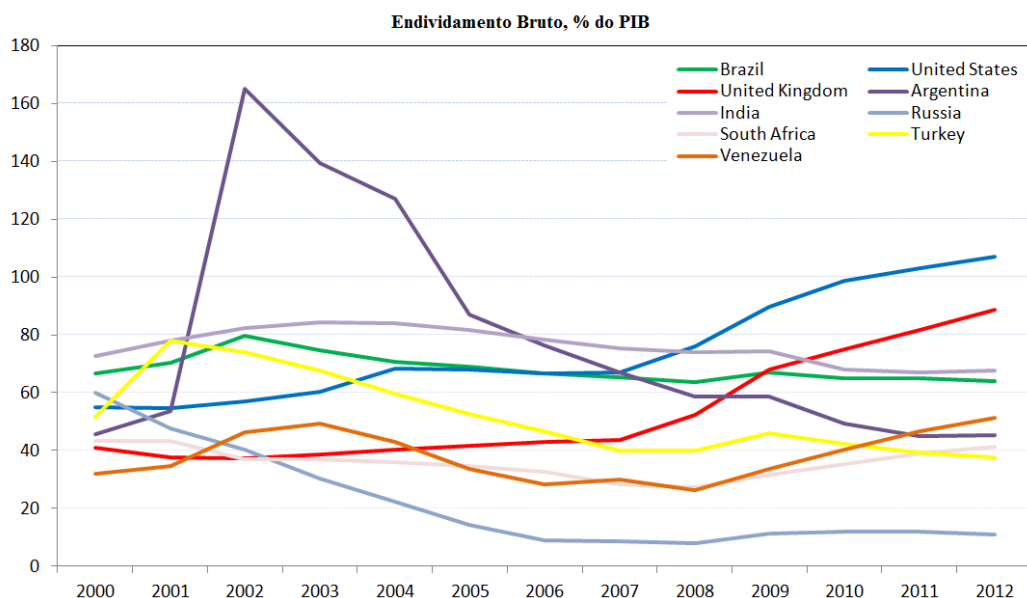
	2007			2012			2013*		
	Dívida Vencendo	Déficit Nominal	NFSP	Dívida Vencendo	Déficit Nominal	NFSP	Dívida Vencendo	Déficit Nominal	NFSP
Japão	23,8	2,4	26,2	49,1	10,0	59,1	50,8	8,7	59,5
Itália	18,3	1,5	19,8	26,4	2,4	28,7	22,4	1,5	23,9
Estados Unidos	13,8	2,7	16,5	17,7	8,1	25,8	19,9	6,3	26,2
Espanha	0,6	-1,9	-1,3	14,9	6,0	20,9	15,8	5,7	21,5
França	7,0	2,7	9,7	13,6	4,6	18,2	15,6	3,9	19,5
Brasil	17,7	2,7	20,4	16,2	2,3	18,5	15,7	2,4	18,0
Irlanda	4,9	-0,1	4,8	3,6	11,7	15,3	6,1	8,6	14,7
Reino Unido	8,0	2,7	10,7	6,9	8,0	14,8	7,3	6,6	13,9
Filipinas	8,4	1,5	9,9	8,3	1,9	10,2	8,8	1,3	10,1
Alemanha	2,3	-0,2	2,1	8,1	0,8	8,9	8,0	0,6	8,5
Finlândia	3,4	-5,2	-1,8	7,2	1,4	8,6	7,2	0,8	8,0
Turquia	12,0	3,5	15,5	5,7	1,7	7,5	6,5	2,0	8,5
Austrália	1,0	-1,5	-0,5	2,4	2,5	4,9	2,9	0,6	3,6
Média	9,3	0,8	10,2	13,8	4,7	18,6	14,4	3,8	18,1

Em seu texto, “Porque juros tão altos, e o caminho para a normalidade”, FRANCO ilustra este pensamento da seguinte forma, ‘suponha que a dívida interna fosse equivalente a 20% do PIB e toda ela fosse rolada diariamente. Nessa situação, as despesas com amortizações a cada ano teriam como ordem de grandeza 252 (dias úteis) vezes 20% do PIB, ou seja, algo como 50 vezes o PIB anual’. É com esta comparação que FRANCO atenta para como a escolha do resultado primário como principal meta fiscal do governo, distorce a visão que se tem sobre a situação fiscal brasileira. Esta forma de se medir a situação fiscal do governo faria, por exemplo, com que o Brasil, em pleno período de descontrole inflacionário, entre 1985-94, tivesse tido superávits primários de 0,48% do PIB entre 1885-89 e 3,85% do PIB entre 1990-94. Situação no mínimo curiosa dado que as primeiras medidas, impostas pelo governo Itamar Franco, ao instituir o Plano Real – lançamentos do Programa de Ação Imediata (PAI – 1993) e o Fundo Social de Emergência (FSE – 1994) – visavam exatamente o controle dos desajustes das contas públicas nacionais, vistos na época como uma das principais causas do descontrole inflacionário do país. Medidas essas também bem diferentes das oferecidas através do conceito de “déficit nominal”, que demonstram, de acordo com dados do Banco Central do Brasil, que o déficit nominal do país entre 1885-89 e 1990-94 foram respectivamente de 42,02% do PIB e 38,78% do PIB⁸.

⁸ FRANCO, Gustavo, “Por que juros tão altos, e o caminho para a normalidade”, 2011

A NFSP brasileira assusta ainda mais quando a comparamos com a dos PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha), que de acordo com dados do FMI⁹ seria de cerca 21,5% dos seus PIB's em 2011. Ano em que a NFSP brasileira fora de 19,3%. Números assustadores, mas que poderiam encontrar alguma forma de tranquilidade quando comparados aos dos EUA e Japão que tiveram, respectivamente, 22,8% e 55,8% de NFSP. Entretanto, como vimos anteriormente, o *track record* brasileiro quanto ao pagamento de suas dívidas não é dos melhores, diferentemente desses outros países. A moeda brasileira também carece de uma importante característica que o dólar norte americano e o Iene contêm: os dois são moedas internacionais de reserva de diversos países pelo mundo.

Olhando para o endividamento bruto do governo, também nos deparamos com níveis considerados elevados em termos mundiais. O Brasil, nos dias de hoje, conta com endividamento bruto por volta de 64% do PIB, enquanto outros países emergentes como Argentina, África do Sul e Turquia têm endividamento bruto de, respectivamente, 45%, 41% & 38% de seus PIB's.¹⁰ Nível considerado elevado, ainda mais quando o FMI considera que nos próximos anos o nível médio de endividamento bruto entre países emergentes deve cair de 38% do PIB em 2011 para 34% do PIB em 2013 e o do Brasil apenas para 63% em 2013.¹¹



⁹ IMF, "Fiscal Monitor: Shifting Gears, Tackling Challenges on the Road to Fiscal Adjustment", 2011.

¹⁰ IMF, World Economic Outlook Database, 2012.

¹¹ IMF, "Fiscal Monitor: Balancing Fiscal Policy Risks", 2012.

Até mesmo quando olhamos para o endividamento líquido do Brasil como porcentagem do PIB (34%) ainda nos deparamos com um nível elevado. A Turquia, por exemplo, que em 2005 contava com endividamento líquido de 45% do PIB, enquanto o Brasil contava com 48%, hoje em dia tem apenas 30%. Mais a frente, inclusive, examinaremos com mais ênfase o caso dos dois países, que em 2004 tinham situações fiscais e taxas de juros reais semelhantes (na casa de 10%) e hoje em dia, bem diferentes – Turquia conta com uma taxa de juros reais negativa da ordem de quase 3% enquanto a do Brasil é de pouco mais de 2%.

BACHA¹² (2010) busca explicar as diferenças entre as taxas de juros reais brasileiras e do resto do mundo (Área do Euro, Canadá, China, EUA, Índia, Japão, México, Reino Unido e Rússia), através de uma regressão com três variáveis: diferença dessas taxas no trimestre anterior, diferença entre os hiatos do produto no Brasil e no Mundo e a dívida líquida do setor público no Brasil ao final do trimestre anterior; além de uma quebra estrutural (mudança de regime cambial) em 1999. Os resultados estatísticos de seu estudo nos trazem interessantes observações.

Primeiramente, se observa que não há uma tendência de equalização entre as taxas de juros do Brasil e a do resto do mundo. Vemos também a importância da demanda sobre o PIB potencial brasileiro. No curto prazo, um aumento de 1 ponto percentual na pressão da demanda, implica na necessidade de um aumento de 1,1 ponto percentual na diferença de juros (entre 1995-2009). Esse impacto é reduzido quando observamos apenas o período após a instituição da tríade macroeconômica brasileira (1999-2009): 0,6 pontos percentuais. No longo prazo, as alterações necessárias seriam de 2,6 e 2,2 pontos percentuais, respectivamente. Com relação ao impacto da relação dívida/PIB nas taxas de juros, um aumento de 1 ponto percentual, implicaria em um aumento dos juros de 0,21 ponto percentual no curto prazo, no período 1995-2009. No período 1999-2009, este impacto é bem menor (0,05 ponto percentual). O que demonstra uma maior disposição de investidores de absorver nossa dívida após a instauração da tríade.

Quando compara o impacto de longo prazo de um aumento de 1 ponto percentual da dívida/PIB na taxa de juros nos EUA (através de dados de um estudo de BALDACCI E KUMAR¹³), com o mesmo impacto no Brasil, BACHA destaca a grande diferença

¹² BACHA, Edmar, “Além da Tríade: Há Como Reduzir os Juros?”, 2010.

¹³ BALDACCI, Emanuele & KUMAR, Manmoha, “Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields”, 2010.

que existe. Enquanto nos EUA o aumento necessário é de 0,03 a 0,05 pontos percentuais de aumento de juros, no Brasil a necessidade de aumento é de 0,19 ponto percentual.

Assim, seus resultados mostram que os juros reais elevados no Brasil são persistentes e têm a ver com prêmios de risco relacionados a temores, que perduram, de diluição inflacionária e calote da dívida pública. Ele também faz menção ao crédito direcionado e mecanismos de indexação – instituídos para garantir proteção contra inflação – que seguem reduzindo a força da política monetária brasileira, mesmo após 1999.

BACHA destaca que, além da necessidade de se colocar um teto à expansão do gasto corrente do governo federal, que permita que um aumento no superávit primário leve a uma conseqüente queda da dívida pública como proporção do PIB, poder-se-ia instituir um mecanismo financeiro, através do qual parcelas de nossas reservas internacionais e dos recursos do pré-sal, recolhidos ao Fundo Soberano, passassem a oferecer garantia legal para a dívida interna.

III.2. CONSIDERAÇÕES ALTERNATIVAS

Neste espaço discutiremos as mais diversas abordagens alternativas quanto à questão de nossa alta taxa de juros reais. Começaremos com a teoria de ARIDA, BACHA & LARA-RESENDE, que na obra ‘Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil’, apontam como a falta de conversibilidade de moeda no mercado financeiro local de curto prazo e uma má jurisdição, levam a inexistência de um mercado local de crédito de longo prazo e taxa de juros de curto prazo muito elevadas. A lógica por trás do argumento é de que a ausência de convertibilidade de moeda aumenta o prêmio cobrado por poupadores para que decidam investir sua riqueza no mercado de dívida local. Prêmio este, que também é cobrado pela fraca jurisdição no país.

Fatores como o histórico de perdas nos valores de contratos financeiros de longo prazo no país, como resultado da manipulação de indexação, congelamento de ativos financeiros – como vimos anteriormente, durante a presidência de Collor, anulamento de cláusulas em contratos de reajuste em moeda estrangeira, o histórico desfavorável do

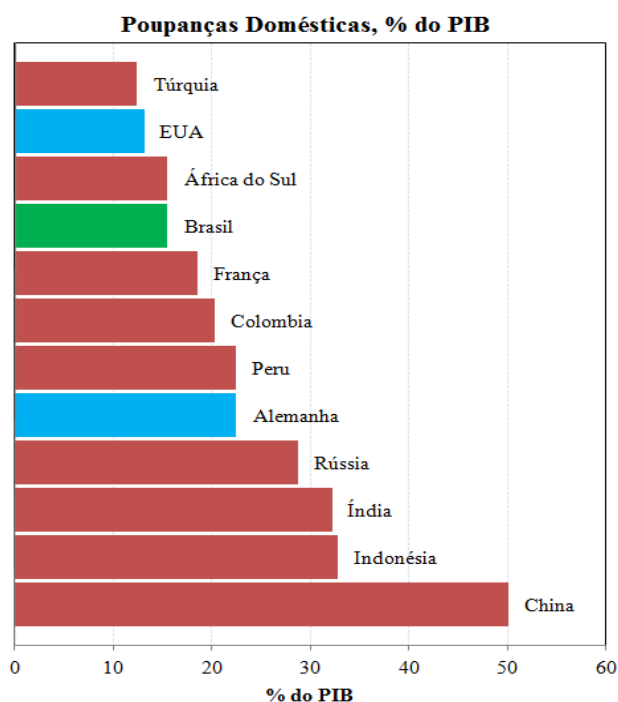
país como pagador de dívida, dificuldades de obter reembolsos na justiça após não cumprimento de contratos também ganham espaço de destaque na teoria dos autores. A prova dada por eles de como ainda existe uma considerável incerteza jurisdicional quanto ao Brasil pode ser melhor vista quando examinamos a oferta de crédito de longo prazo do Brasil.

Table 8.1
Credit contracts in Brazil

	Short term		Long term	
	Brazil	Offshore	Brazil	Offshore
<i>Reais</i>	Yes	Yes	No	No
<i>Dollars</i>	Yes ^a	Yes	No ^a	Yes

a. Restrictions apply to private debtors.

A tabela acima resume o acesso ao crédito, seja por parte de instituições privadas ou públicas, no país. Como podemos ver, como reflexo da má jurisdição brasileira, é muito difícil de se obter financiamento de longo prazo no país. Não a toa diversas empresas tem de recorrer ao mercado de *Eurobonds* para financiarem seus projetos de expansão e desenvolvimento.



SEGURA-UBIERGO¹⁴ (2012) & REICHOLD¹⁵ (2011) destacam o baixo nível de poupança do Brasil como um dos fatores que contribuem para nossa elevada taxa de

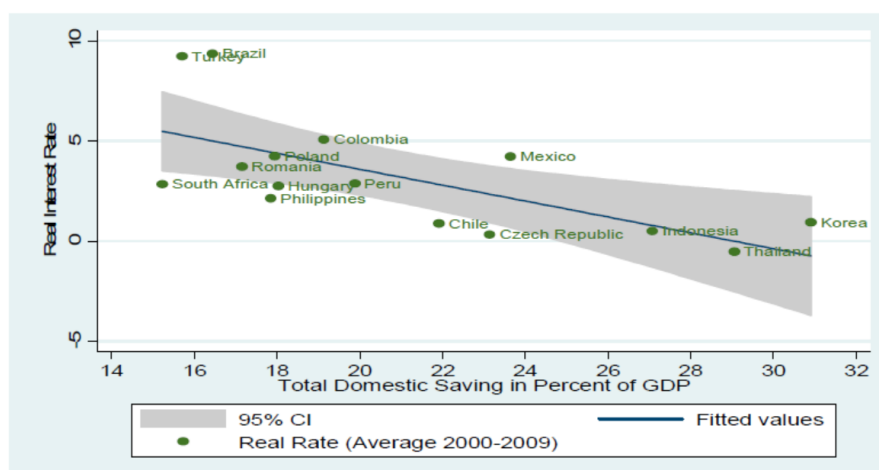
¹⁴ SEGURA-UBIERGO, Alex. “The Puzzle of Brazil’s High Interest Rates”, 2012.

¹⁵ REICHOLD, Steffen. “Brazil – Explaining the High Level of Interest Real Interest Rates and Implications for Investors”, 2011.

juros. Basicamente, em um país em franco desenvolvimento com forte demanda de investimentos, como o Brasil, a baixa oferta de recursos por conta de um baixo nível de poupança pressiona para cima a taxa de juros do país, para que esta se torne atrativa ao olhar dos investidores. Outra forma de olharmos para esta questão é a de que um país com baixo nível de poupança, por natureza, tem um elevado nível de consumo, que por sua vez, quando combinado a uma alta necessidade de investimentos, pode levar a um sobreaquecimento de demanda, que se traduz em inflação e então deve ser controlado com taxas de juros mais elevadas.

Através do gráfico abaixo, apresentado por SEGURA-UBIERGO, podemos ver que realmente parece haver uma forte relação entre baixo nível de poupança e altas taxas de juros reais. Vale destacar, que mais uma vez encontramos semelhanças entre o Brasil e Turquia, ambos países com taxas de juros reais médias entre o período de 2000-2009 na casa de 9% e níveis de poupança entre 15-17% do PIB.

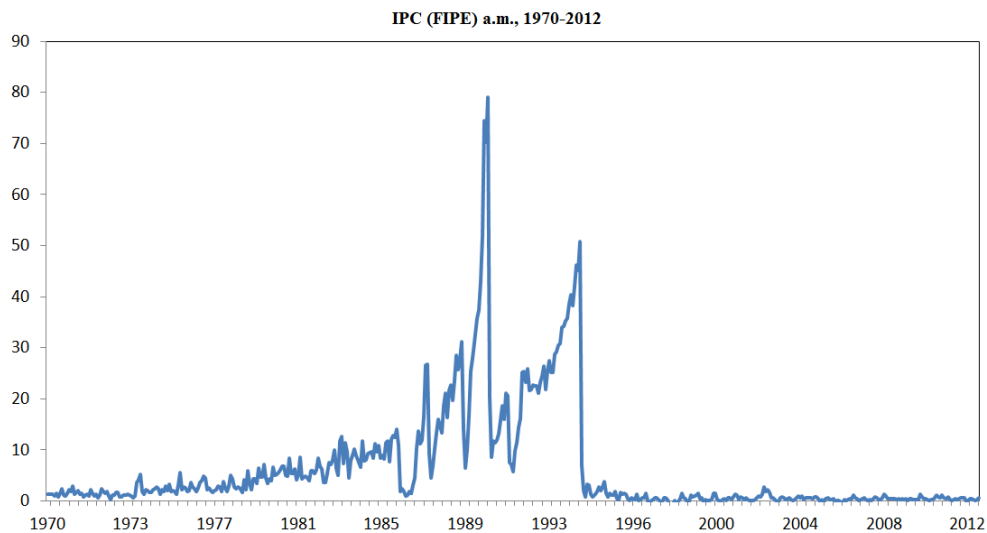
Figure 5. Domestic Savings and Real Interest Rates in IT Emerging Markets, Av. 2000–09



O histórico inflacionário do Brasil também surge, dentre os estudos analisados, como um dos fatores mais relevantes para a nossa alta taxa de juros. O descontrole inflacionário atingiu seu ápice na década de 1980, quando a inflação chegou a variar de mês a mês na casa de 80%. Em termos anuais, a volatilidade da inflação assusta ainda mais, já que chegou a atingir mais de 1000%, por exemplo, na primeira metade da década de 1990. Para se retratar a gravidade com que a volatilidade da inflação brasileira era tratada na década de 1980, vale mencionar o primeiro parágrafo do livro ‘O Desafio da Hiperinflação’ de Francisco Lopes, “No Brasil todo mundo sabe o que é inflação. A grande maioria da população tem convivido com ela por toda a sua vida.

Agora mesmo, quando escrevo estas linhas, os preços aumentam com velocidade nunca antes observada neste país. A inflação é isto: uma alta geral, contínua e persistente dos preços”.

Somente após a introdução do real, em 1994 – como pode ser claramente visto no gráfico abaixo – e posteriormente com a instituição do regime de metas para inflação, que a inflação veio a ser controlada. Mesmo assim, muitos autores, entre eles SEGURA-UBIERGO, REICHOLD, acreditam que a memória inflacionária que até os dias de hoje assola os pensamentos dos brasileiros, faz com que o Banco Central precise de taxas de juros demasiadamente elevadas para controlar as expectativas de inflação no país.



Para demonstrarmos a influência que a memória inflacionária tem na determinação da taxa de juros nominal brasileira, utilizaremos um simples modelo macroenômico:

$$i_t = \bar{i} + \rho(\pi_t - \bar{\pi}) \quad [1]$$

$$\pi_t = \lambda y_t + \pi_t^E + u_t^\pi \quad [2]$$

$$\pi_t^E = \pi_{t-1} + \pi_{t-2} + \dots + \pi_{t-s} \quad [3]$$

$$y_t = \gamma(i_{t-1} - \pi_t^E) + u_t^y \quad [4]$$

Onde;

π_t = inflação no período t ;

y_t = hiato do produto no período t ;

π_t^E = expectativa de inflação em t ;

\bar{i} = taxa de juros nominal de equilíbrio(constante);

$i_t = \text{taxa de juros nominal no período } t;$

$\bar{\pi} = \text{meta de inflação (constante);}$

$u_t^\pi, u_t^y = \text{choques i. i. d. com média } 0;$

$0 < \lambda < 1, -1 < \gamma < 0, \rho \geq 0$

A equação [1] do modelo macroeconômico acima, representa a regra de política monetária a ser seguida pelo Banco Central, utilizada para determinar a taxa de juros nominal em função do desvio entre a inflação corrente e a meta de inflação; a equação [2] é uma “curva de Phillips” que relaciona a inflação corrente ao hiato do produto e à expectativa passada da inflação, além de um “choque de oferta”; a equação [3] é a regra de formação de expectativas, na qual a inflação esperada para o período t é simplesmente a inflação observada em períodos anteriores; e finalmente, a equação [4] mostra uma relação do tipo IS, na qual o hiato do produto depende da taxa de juros real no período anterior e de um “choque de demanda”.

Vemos facilmente por meio deste modelo como a taxa de juros determinada pelo Banco Central é influenciada pela inflação do período t , que, por sua vez, é diretamente relacionada pela inflação esperada para o período t , que é um reflexo da inflação passada. A questão que fica é saber quantificar o peso que a inflação passada tem no cálculo do Banco Central Brasileiro na determinação da taxa de juros nominal. É sobre exatamente esta quantificação que diversos autores discutem sobre. SEGURA-UBIERGO, por exemplo, através dos resultados de seu modelo econométrico demonstra que, “embora a queda na volatilidade da inflação tenha contribuído bastante para a queda dos juros brasileiros, não parece ser mais um fator preponderante para a continuação da queda de nossos juros”.

III.3. FATORES QUE AFETAM OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Mais um ponto de grande destaque na discussão sobre nossas altas taxas de juros é relativo a ineficiência dos mecanismos de transmissão de política monetária no Brasil. Neste ponto, se destacam dois principais temas: (i) preços administrados no Brasil; e (ii) crédito direcionado na nossa economia.

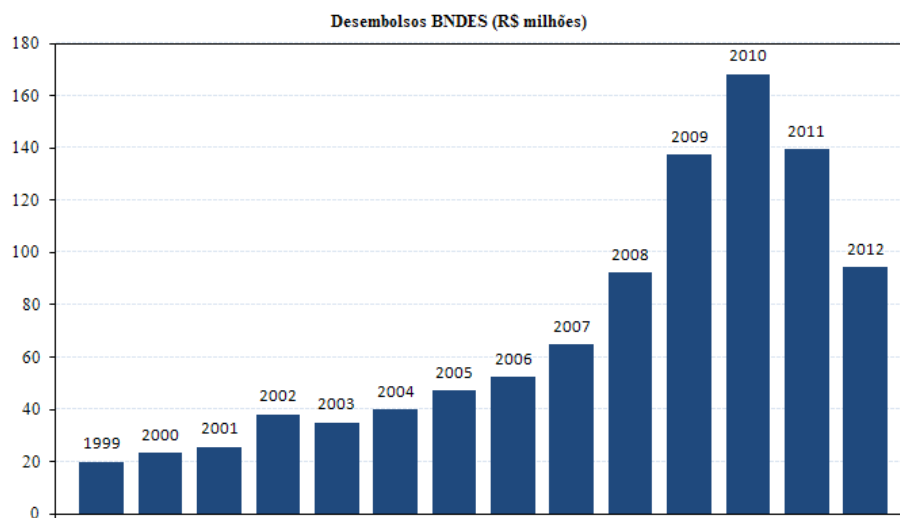
Preços administrados historicamente fazem parte de nossa economia. Antes de abordarmos sua importância na transmissão da política monetária nacional, cabe explicarmos o que são. Por definição, são preços insensíveis às condições de oferta e de demanda porque são estabelecidos por contrato ou por órgão público. Podem ser subdivididos em duas categorias: aqueles regulados em nível federal – serviços telefônicos, derivados do petróleo, eletricidade, planos de saúde, entre outros – e os regulados em nível estadual ou municipal – taxa de água e esgoto, IPVA, IPTU e a maioria das tarifas de transporte público, entre outros¹⁶.

Nos últimos anos, vimos uma queda na quantidade de itens com preços administrados que compoem o IPCA. Em 2002, o peso desses itens era de 31,3%. Hoje em dia, estes itens representam 24,29% do índice, com derivados do petróleo sendo o item com maior peso dentre os itens considerados de preço administrados (5,14%). Mesmo assim, dada a quantidade elevada de itens com preços insensíveis a condições naturais de oferta e demanda, fica fácil de se compreender a necessidade do uso de uma taxa SELIC bastante elevada para o controle da inflação brasileira. Ainda mais quando se sabe que os preços administrados aumentaram mais do que o dobro que os preços livres entre o período de janeiro de 1995 e dezembro de 2011: 460,4% vs. 197,0%. Fazendo com que se torne ainda mais necessário uma forte repressão aos preços livres de modo a compensar a forte pressão exercida pelos preços administrados sobre o IPCA.

Da mesma maneira, que a alta quantidade de preços administrados afeta a potência da política monetária brasileira, a alta participação de crédito direcionado na oferta de crédito do país também contribui para a redução da capacidade de transmissão da política monetária no Brasil. Com o início da crise do subprime nos EUA em 2008, que logo afetou a economia global como um todo, o governo federal brasileiro optou por aumentar a distribuição de crédito subsidiado no país, através do BNDES, com a intenção de manter aquecida, por meio de investimentos, a já reprimida demanda interna do país. Fica claro por meio do gráfico abaixo como a oferta de crédito direcionado aumentou no país desde então. Não a toa, esse fator vem sendo apontado como uma das principais razões para a não convergência dos nossos juros no período. A lógica por trás dessa argumentação é bastante semelhante a dos preços administrados. O

¹⁶ BANCO CENTRAL DO BRASIL, “Série Perguntas mais frequentes: Preços Administrados”, 2012.

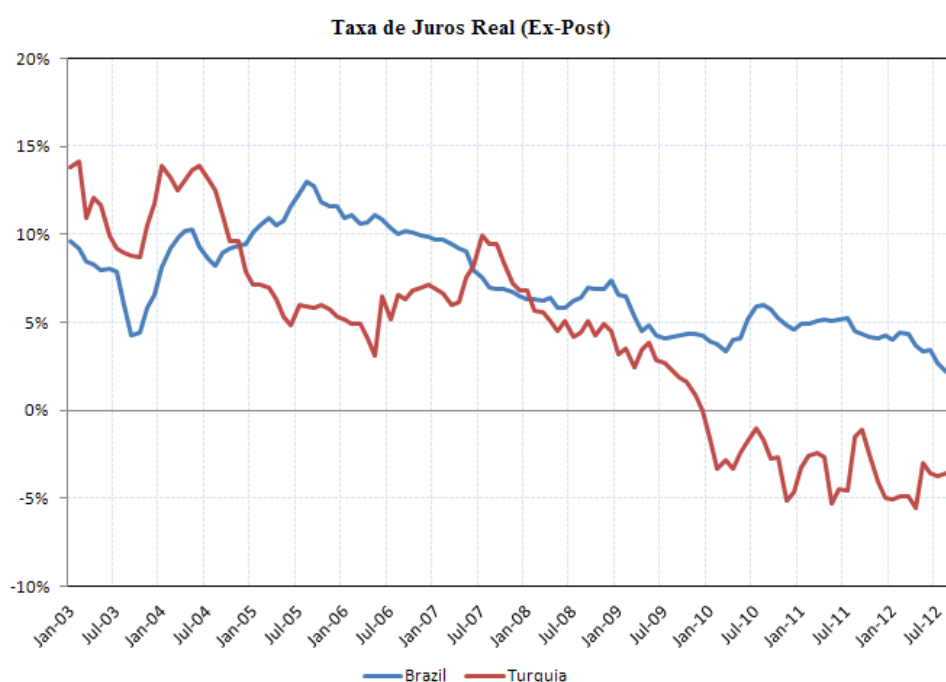
fato de haver uma maior participação de crédito direcionado no estoque total de crédito do país, torna menor a potência da política monetária – através da taxa SELIC – na oferta de crédito total.



IV. TAXA DE JUROS REAIS: AS DIFERENTES TRAJETÓRIAS DE QUEDA, BRASIL VS. TURQUIA

Nesta seção faremos uma comparação mais detalhada, inspirados no trabalho de JAEGER¹⁷, entre Brasil e Turquia, dois países que como vimos no decorrer deste ensaio, no início do milênio tinham situações macroeconômicas muito semelhantes - inclusive taxas de juros reais de por volta de 9,5%, em novembro de 2004 - e que hoje em dia se encontram em situações particularmente distintas especialmente quando se atenta as taxas de juros reais de cada um. O Brasil, por exemplo, em setembro de 2012 estava com juros reais na casa de 2%, enquanto Turquia acenava com juros reais negativos da ordem de 3,84%.

Somadas as diversas razões apontadas no corpo desse texto para a nossa elevada taxa de juros, buscaremos por meio de comparações fiscais entre estes dois, explicar o porquê de nossas taxas de juros terem caído menos do que as da Turquia.

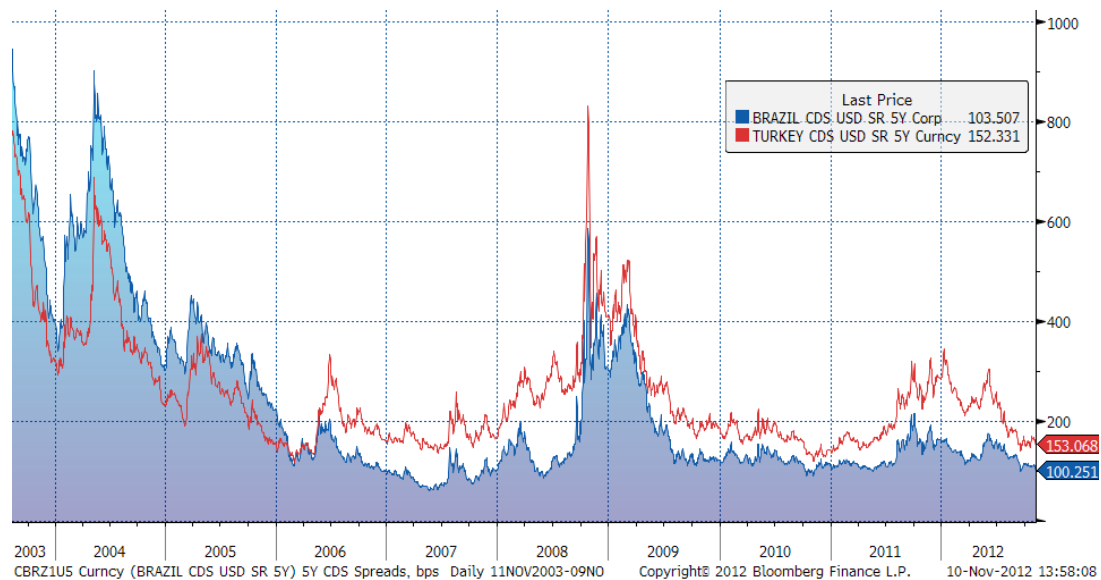


Cabe aqui, introduzir a situação dos dois países na virada do segundo milênio da forma que JAEGER, de forma concisa e inteligente optou por fazer em seu estudo. Ambos enfrentavam grandes dificuldades financeiras – Brasil com a crise cambial que sofreu em 2002 em meio as eleições que levariam a presidência o petista Luiz Inácio Lula da Silva – dólar chegou a valer R\$ 3,9505 em 10/10/2012 – e Turquia com o

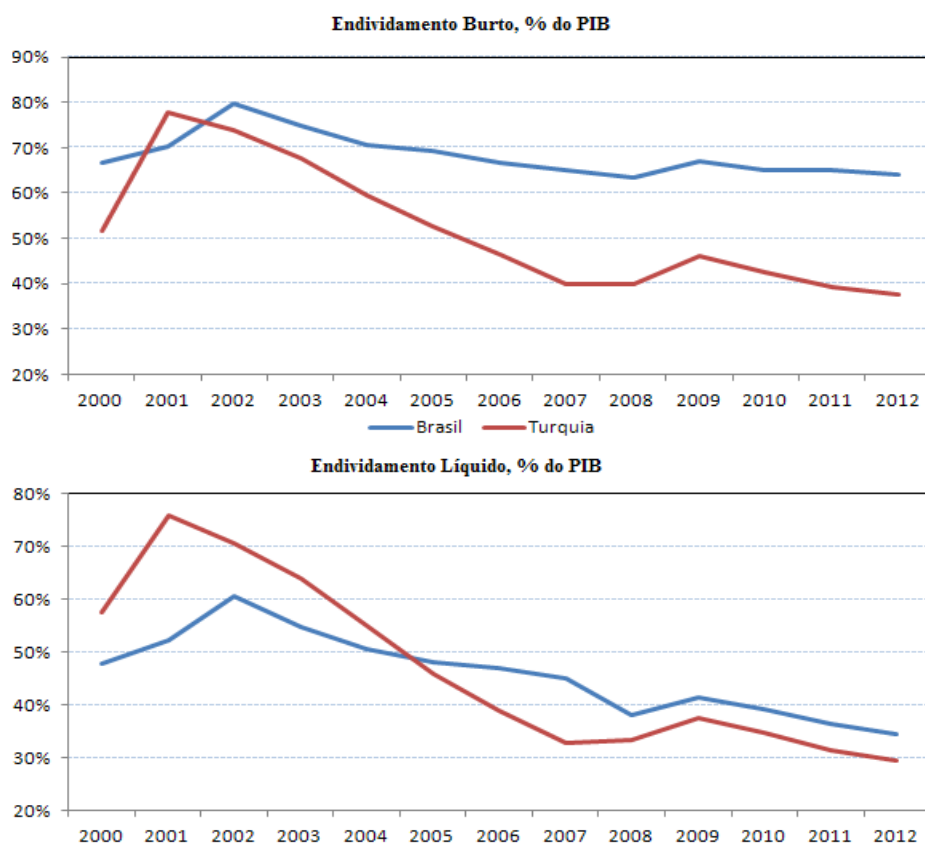
¹⁷ JAEGER, Marcus. "Government Debt & Real Interest Rates in Brazil – Reviving the 'Fiscal' Hypothesis", 2012.

colapso econômico de 2001, evento especulado desde 1996, após aviso do FMI sobre a iminência de uma severa crise financeira no país, que há décadas convivia com vultoso déficit fiscal sustentado pela venda de grandes quantidades de títulos soberanos de alta rentabilidade à bancos nacionais.

Com relação a taxa de juros reais de cada um dos países entre 2003 e 2009, Brasil esteve em média com 8,82% de juros reais, enquanto Turquia teve de média 7,89%. Níveis consideravelmente superiores aos de hoje em dia (2% e -3,9%, respectivamente), graças aos enormes progressos econômicos experienciados em cada um dos países. Não a toa o risco de default de cada um caiu drasticamente nos últimos anos, como podemos ver abaixo no gráfico de spread dos CDS de 5 anos de cada país desde 2003 até os dias de hoje.



Com relação ao gerenciamento dos seus níveis endividamentos (endividamento bruto e seu endividamento líquido), vemos nos gráficos abaixo que a Turquia conseguiu apresentar evoluções superiores as do Brasil. Com relação ao endividamento bruto, a Turquia, saiu de quase 80% do PIB, em 2001, para 36% do PIB, nos dias de hoje. Já o Brasil teve uma queda muito menos significativa: de por volta de 70% do PIB para 65% do PIB. Olhando para o endividamento líquido de cada um, a Turquia reduziu de 75% do PIB em 2001, para pouco menos de 30% do PIB em 2012, enquanto o Brasil reduziu seu endividamento líquido em relação ao PIB de pouco mais de 50% do PIB em 2001, para 36% do PIB em 2012.



A rota de queda de ambos indicadores nos últimos anos, deve continuar a ser vista, nos próximos anos, de acordo com dados do FMI¹⁸. Para o Brasil, estima-se que o endividamento bruto atinga 56,7% do PIB em 2017, enquanto o endividamento líquido deve chegar a 30,2% do PIB. Para a Turquia as quedas estimadas são um pouco mais tímidas: o endividamento bruto que hoje beira 36% do PIB deve atingir 31,4% do PIB, enquanto o endividamento líquido turco deve atingir 24,6 % do PIB.

Outra questão de grande importância ainda mais para países emergentes, como é o caso de Brasil e Turquia, são seus gastos com planos de pensão e temas relacionados a saúde. O FMI¹⁹ destaca que o VPL (Valor Presente Líquido) do aumento de gastos com planos de pensão que deve haver no Brasil e Turquia, até 2050, devem ser, respectivamente de 67,4% e 70,3% do PIB nos dois países. Enquanto o VPL de gastos com saúde devem aumentar, respectivamente, 52% e 44% do PIB. Aumentos que os colocam em posição de destaque entre o países emergentes que devem ter em média aumentos de 28,6% e 29,5% nos gastos com planos de pensão e temas relacionados a saúde, respectivamente.

¹⁸ IMF, "Fiscal Monitor: Balancing Fiscal Policy Risks", 2012.

¹⁹ IMF, "Fiscal Monitor: shifting gears, tackling challenges on the Road to Fiscal Adjustment", 2011.

Com relação a endividamento externo e exposição cambial, o Brasil se encontra em situação superior a Turquia. O endividamento externo bruto do Brasil, que no auge da crise de 2002, atingira quase 20% do PIB, beira hoje 2% do PIB, enquanto a dívida líquida externa do setor público é hoje em dia negativa em 12% do PIB (era de 30% do PIB em 2002). Situação de extremo conforto que foi atingida graças a grandes reduções no endividamento externo e, mais importante, através de um grande aumento nas reservas cambiais do país – hoje beiram USD 360 bilhões (14% do PIB). Já a Turquia, diferentemente do Brasil, não se encontra na situação em que pode ser considerada credora externa, sua dívida líquida externa do setor público, que já fora de 22% do PIB, em 2002, hoje, é de apenas 1% do PIB. Já suas reservas cambiais são de por volta de USD 88 bilhões (11% do PIB).

A exposição cambial do setor público dos dois países também passou por mudanças extremamente positivas, resultando em uma tolerância substancialmente superior, por parte de credores, com relação a volatilidade das taxas de câmbio e reduções no risco de sustentabilidade da dívida. Os dois países eram acostumados a altos níveis de dívidas atreladas ao câmbio – assim, sempre que haviam choques externos que depreciassem seus câmbios os níveis de endividamento do governo e do setor público aumentavam agressivamente, gerando questionamentos com relação a sustentabilidade de suas dívidas. O aumento da confiança externa após a disparada cambial que ocorreu durante as eleições de 2002, permitiu que o governo brasileiro reduzisse a exposição cambial de suas dívidas de quase 40% do total de dívidas para quase 0%. Já a Turquia reduziu sua exposição cambial bruta do setor público de quase 30% do PIB em 2001 para perto de 1% do PIB nos dias de hoje. Dada a situação externa superior do Brasil, não esperávamos nada além do que pode ser visto no gráfico, anteriormente exposto, de spreads de CDS (de 5 anos) em cada país. Os níveis brasileiros são inferiores aos turcos (100,25 bps vs. 153,06 bps).

Com relação a composição da dívida dos dois países, a evolução de suas estruturas é particularmente semelhante, novamente. Ambos têm apenas por volta de um terço de suas dívidas domésticas atreladas a taxa de juros nos dias de hoje – em 2002 ambos tinham por volta de 50% atrelados à juros, o que tornava suas dívidas bastante suscetíveis a variações em períodos de choques externos – com o resto sendo linkado a taxas fixas e a inflação. O estoque de dívida maturando nos próximos doze meses nos dois países entretanto, é bem diferente. Enquanto no Brasil a quantidade totaliza quase

que 15,7% do PIB, na Turquia é de apenas 6,5% do PIB. Não a toa, a NFSP dos dois é bastante distinta, como vimos anteriormente ao analisarmos a visão de FRANCO com relação ao porque de temos juros reais tão elevados. A NFSP do Brasil para 2013 é de 18,0% do PIB, enquanto a da Turquia é de 8,5% do PIB.

Não nos restam assim dúvidas de que as melhorias nos indicadores fiscais turcos de 2004 até os dias de hoje foram, e muito, responsáveis por essa queda significativa da taxas de juros reais no país. Ainda mais quando comparamos a taxa de juros reais turca atual (-3,8% ao ano) com a taxa de juros reais brasileira (2% ao ano), que embora também tenha convergido para níveis mais próximos a de outros países emergentes, segue uma das mais altas do mundo – isso mesmo depois das subseqüentes reduções da taxa SELIC que após atingirem 12,5% ao ano em Julho de 2011, hoje estão em 7,25% ao ano. Destacamos aqui a alta necessidade de rolagem de dívida de curto prazo brasileira que em conjunto com o ainda alto endividamento bruto e líquido como porcentagens do PIB certamente contribuem para os nossos juros seguirem elevados.

V. CONCLUSÃO

Parece bastante razoável iniciarmos a conclusão deste trabalho afirmando que a taxa de juros reais brasileira segue sendo uma das mais elevadas do mundo devido à nossa situação fiscal. Entretanto, existem diversos outros fatores, alguns inclusive característicos de nossa economia, como a alta quantidade de preços administrados e crédito subsidiado, que certamente contribuem para esta característica marcante e tão estudada de nossa economia.

É inegável que, desde a instauração da tríade macroeconômica, em 1999, as nossa taxa de juros convergiram para nível próximo a de outros países emergentes do mundo – estando hoje em dia na casa dos 2%. Mesmo assim, quando vemos que países como a Turquia, que em novembro de 2004 tinha juros reais no mesmo patamar que o Brasil (9,5%) contam hoje com juros reais negativos em 3,84%, vemos que ainda temos um longo caminho a percorrer para que possamos afirmar que nossa taxa de juros deixou de ser elevada e que a estabilização de nossa economia está completa.

Caminho esse que recentemente parece ter ganhado um reforço de peso: o governo federal, que promoveu uma mudança essencial para que a rota de queda da taxa SELIC vista nos últimos meses não encontrasse uma barreira quanto atingisse o nível de 8,5% ao ano. A remuneração fixa de 6,17% ao ano + TR²⁰ (Taxa Referencial) das cadernetas de poupança servia como uma forma de piso para a taxa SELIC já que caso o Banco Central optasse por reduzir a taxa SELIC para nível abaixo de 8,5%, dado a remuneração fixa da poupança, ele comprometeria a rolagem da dívida pública brasileira – de quase 18% do PIB. Isso aconteceria porque os títulos públicos, emitidos pelo Tesouro Nacional, dos quais os recursos captados nas suas emissões servem para garantir a rolagem da dívida, perderiam atratividade frente ao retorno fixo que a poupança brasileira oferecia, levando em conta a isenção de imposto de renda e taxa de administração das cadernetas de poupança.

A solução encontrada então, foi alterar a regra de remuneração da poupança para que caso a taxa SELIC estivesse abaixo de 8,5% ao ano, a remuneração passasse a ser calculado como referente a 70% da SELIC + TR. Para demonstramos a importância desta medida, imaginemos que a taxa SELIC estivesse em 9% ao ano, considerando a

²⁰ Calculada usando a média ponderada das taxas negociadas no mercado de CDB's, títulos privados de bancos.

TR de 0,0864% ao mês a poupança renderia ao ano 6,2% enquanto uma LFT (indexada a SELIC) renderia 6,55%, considerando taxa de administração de 0,5% ao ano e um prazo de resgate de seis meses. Se o Banco Central então reduzisse a SELIC para 8% ao ano, a LFT passaria a render 5,79% ao ano, menos que a poupança.

Cabe ressaltar aqui a enorme melhora necessária no aspecto fiscal brasileiro para que consigamos reduzir ainda mais nossos juros. A NFSP, por exemplo, tão esquecida por nossos políticos, sem dúvidas nenhuma, deveria ser mais cuidadosamente levada em consideração, já que mostra claramente que o Brasil não tem uma situação fiscal tão generosa como o indicador escolhido pelo nosso governo – resultado primário – demonstra ter. Nosso endividamento bruto e líquido como porcentagens do PIB, também, precisam e muito ser reduzidos para níveis mais condizentes com o de outros países emergentes. Além disso, é claro, algumas outras especificidades de nossa economia, como a baixa taxa de poupança – que SEGURA-UBIERGO, por exemplo destaca como maior barreira para a convergência de nossos juros –, o nosso passado de inflação extremamente volátil assim como fatores que afetam a transmissão da política monetária (crédito direcionado e preços administrados), também precisam ser olhados com maior carinho.

Sem dúvidas, ainda restam algumas etapas até que nossa taxa de juros reais efetivamente atinga um nível que possa ser considerado normal. Entretanto, as recentes medidas do governo, que focam primordialmente no aspecto fiscal brasileiro e algumas outras características que atrapalhavam a redução do nível de juros, como a regra de remuneração de nossas poupança, nos dão esperanças que nossa situação fiscal não servirá mais, em um futuro próximo, como trava para que nossos juros finalmente converjam ao nível de outros países semelhantes ao nosso.

VI. APÊNDICE

Tabela 1
Resumo dos Preços Administrados no Brasil

	Peso no IPCA (%) (dez/11)	Frequência de Ajuste	Autoridade Reguladora	Indexado aos IGPs?
Regulados a Nível Federal				
Produtos Derivados de Petróleo	5,24	Irregular	Petrobrás	Não
Gasolina	3,96			
Gás de bujão	1,13			
Óleo para Motores	0,08			
Óleo Diesel	0,07			
Energia Elétrica Residencial	3,12	Anual	Aneel 2/	Sim
Serviços Telefônicos	4,53	Anual (junho)	Anatel 3/	Sim
Telefone Fixo	3,02			
Telefone Celular	1,29			
Telefone Público	0,22			
Plano de Saúde	3,51	Irregular	Governo Federal	Não
Produtos Farmacêuticos	2,75			
Avião 1/	0,54			
Jogos Lotéricos	0,39	Irregular	Governo Federal	Não
Metrô	0,26			
Ônibus Interestadual	0,37	Irregular	Governo Federal	Não
Correio	0,04	Irregular	Governo Federal	Não
Barco	0,00			
Gás Veicular	0,10			
Regulados a Nível Estadual e Municipal				
Transporte	5,14	Irregular	Municípios	Não
Ônibus Urbano	3,86			
Ônibus Intermunicipal	1,16			
Trem	0,10			
Ferry-boat	0,01			
Taxa de Água e Esgoto	1,63	Irregular	Municípios	Não
Multa	0,06	Irregular	Governos Estaduais	Não
Táxi	0,32	Irregular	Governos Estaduais	Não
Emplacamento e licença	0,67	Irregular	Governos Estaduais	Não
Cartório	0,00	Irregular	Governos Estaduais	Não
Gás Encanado (RJ e SP)	0,10	Irregular	Municip. de RJ e SP	Não
Pedágio	0,12	Irregular	Governos Estaduais	Não
Total	28,90			

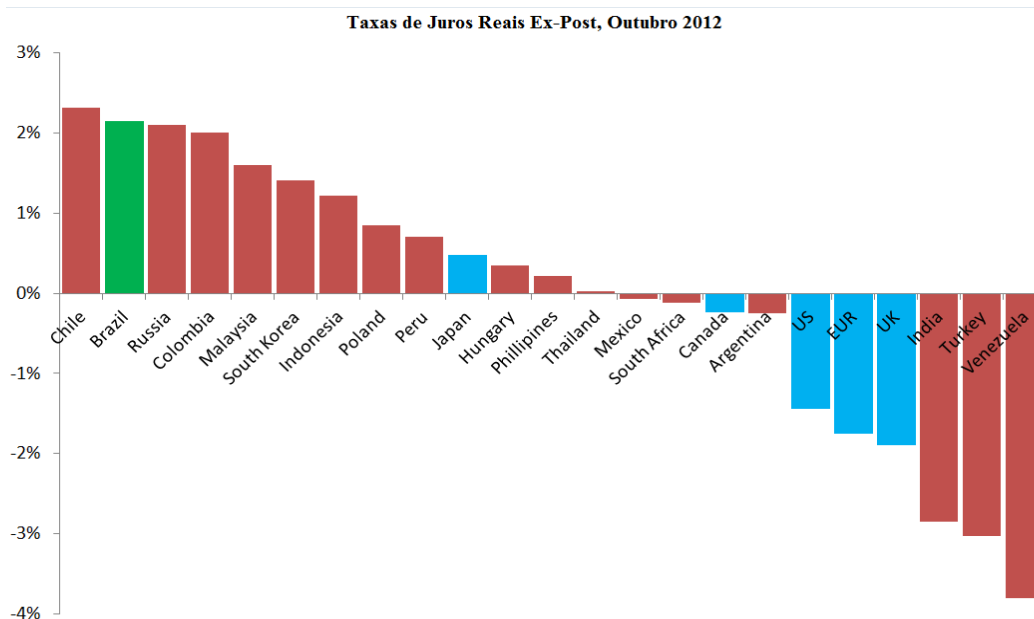
1/ Os preços das passagens aéreas são livres, mas incluem-se na categoria monitorados pois o transporte aéreo no Brasil envolve concessão pública

2/ Agência Nacional de Energia Elétrica (www.aneel.gov.br)

3/ Agência Nacional de Telecomunicações (www.anatel.gov.br)

Fontes: BCB e IBGE

1. Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL, “Série Perguntas Mais Frequentes: Preços Administrados”, 2012.

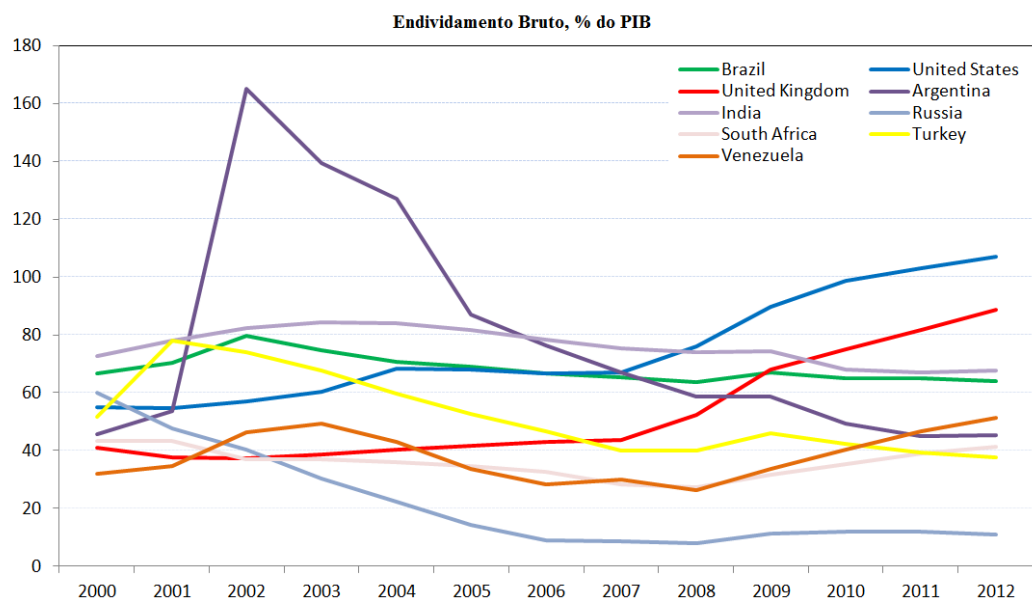


2. Fonte: Bloomberg.

Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), 2007–13
(Porcentagem do PIB)

	2007			2012			2013*		
	Dívida Vencendo	Déficit Nominal	NFSP	Dívida Vencendo	Déficit Nominal	NFSP	Dívida Vencendo	Déficit Nominal	NFSP
Japão	23,8	2,4	26,2	49,1	10,0	59,1	50,8	8,7	59,5
Itália	18,3	1,5	19,8	26,4	2,4	28,7	22,4	1,5	23,9
Estados Unidos	13,8	2,7	16,5	17,7	8,1	25,8	19,9	6,3	26,2
Espanha	0,6	-1,9	-1,3	14,9	6,0	20,9	15,8	5,7	21,5
França	7,0	2,7	9,7	13,6	4,6	18,2	15,6	3,9	19,5
Brasil	17,7	2,7	20,4	16,2	2,3	18,5	15,7	2,4	18,0
Irlanda	4,9	-0,1	4,8	3,6	11,7	15,3	6,1	8,6	14,7
Reino Unido	8,0	2,7	10,7	6,9	8,0	14,8	7,3	6,6	13,9
Filipinas	8,4	1,5	9,9	8,3	1,9	10,2	8,8	1,3	10,1
Alemanha	2,3	-0,2	2,1	8,1	0,8	8,9	8,0	0,6	8,5
Finlândia	3,4	-5,2	-1,8	7,2	1,4	8,6	7,2	0,8	8,0
Turquia	12,0	3,5	15,5	5,7	1,7	7,5	6,5	2,0	8,5
Austrália	1,0	-1,5	-0,5	2,4	2,5	4,9	2,9	0,6	3,6
Média	9,3	0,8	10,2	13,8	4,7	18,6	14,4	3,8	18,1

3. Fonte: IMF, “Fiscal Monitor”, 2012 & FRANCO, Gustavo, “Porque Juros Tão Altos, e o Caminho Para a Normalidade”, 2011.



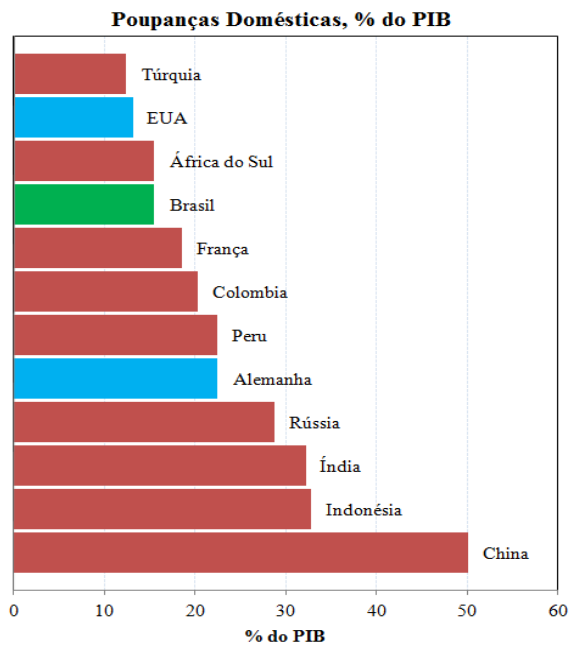
4. Fonte: IMF, World Economic Outlook Database, 2012.

Table 8.1
Credit contracts in Brazil

	Short term		Long term	
	Brazil	Offshore	Brazil	Offshore
Reais	Yes	Yes	No	No
Dollars	Yes ^a	Yes	No ^a	Yes

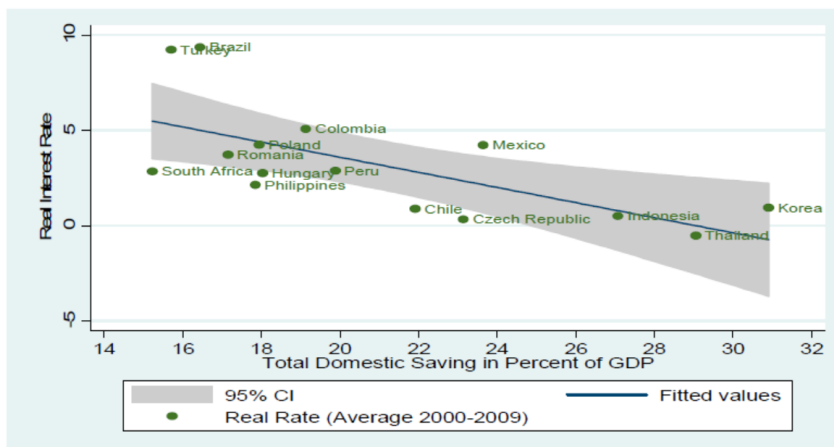
a. Restrictions apply to private debtors.

5. Fonte: BACHA, Emar. “Além da Triade: Há Como Reduzir os Juros?”, 2010.

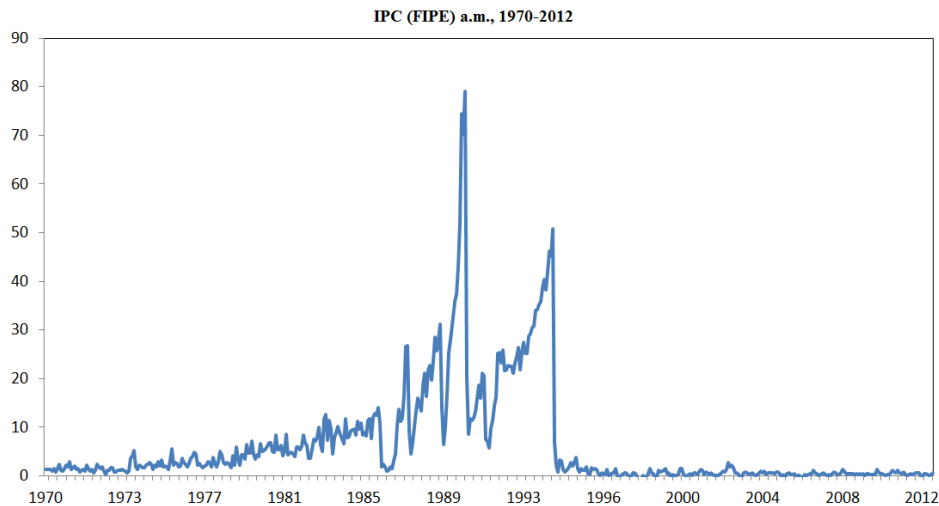


6. Fonte: IMF, World Economic Outlook Database, 2012.

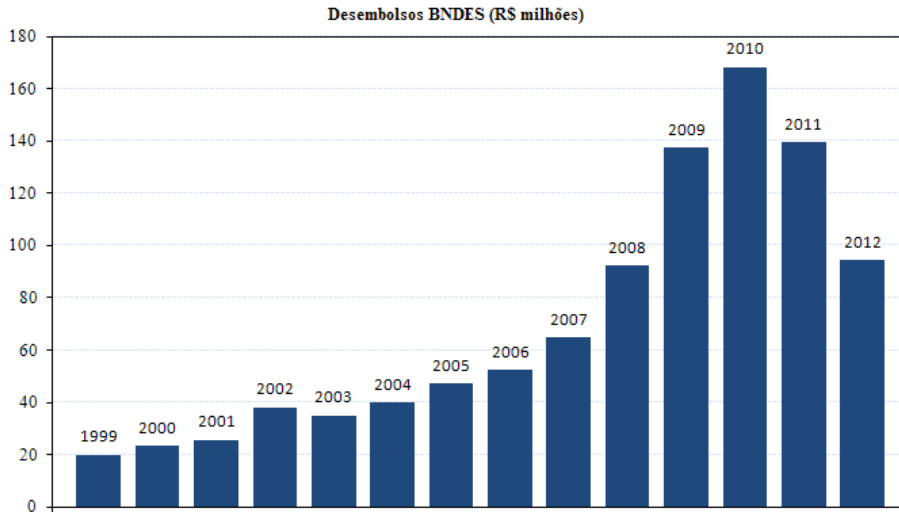
Figure 5. Domestic Savings and Real Interest Rates in IT Emerging Markets, Av. 2000–09



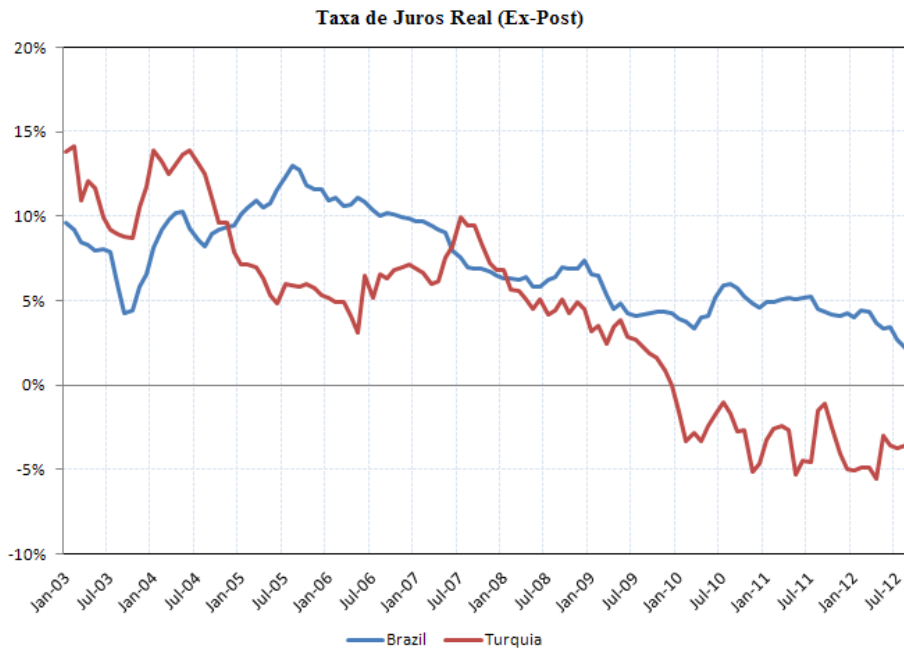
7. Fonte: SEGURA-UBIERGO, Alex. “The Puzzle of Brazil’s High Interest Rates”, 2012.



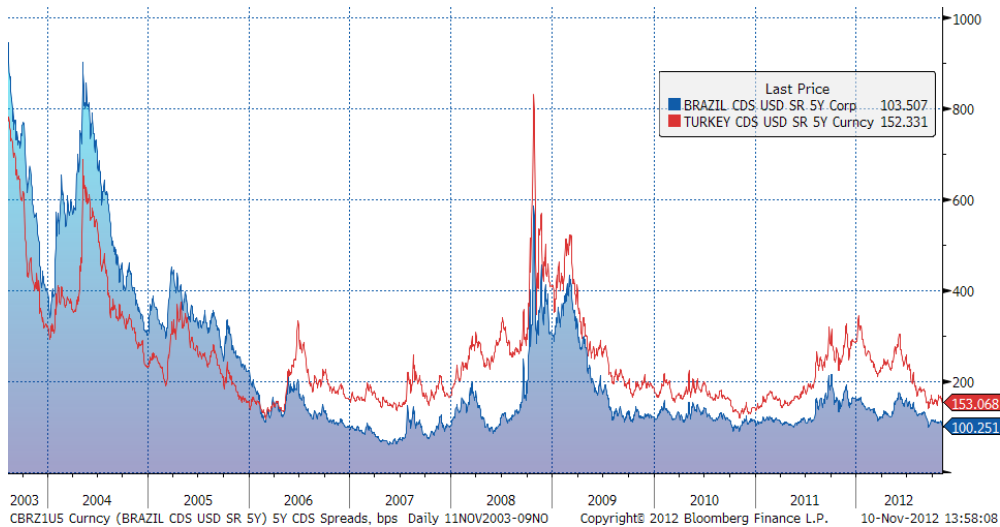
8. Fonte: IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada)



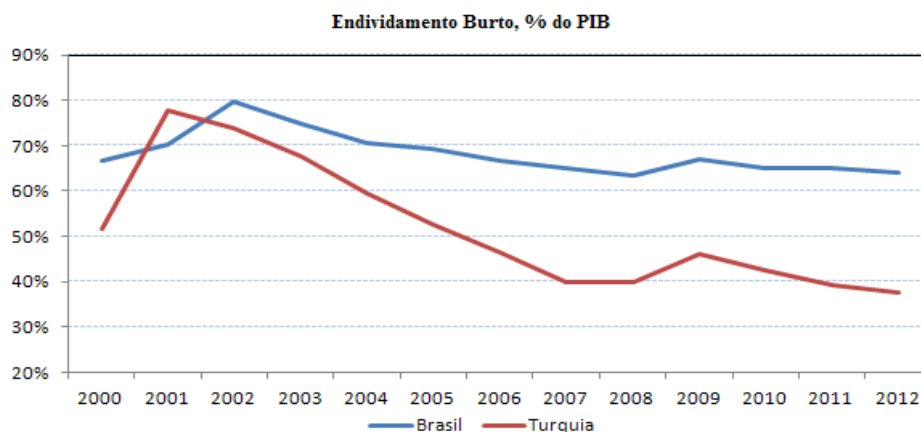
9. Fonte: BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento)



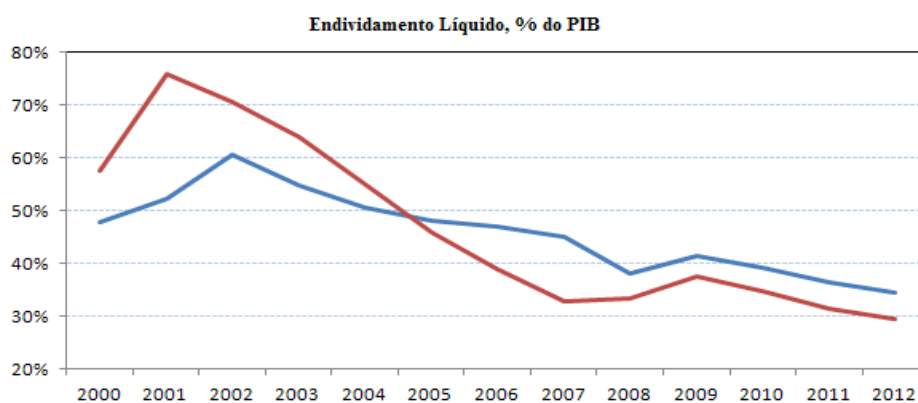
10. Fonte: IMF, World Economic Outlook Database, 2012.



11. Fonte: Bloomberg.



12. Fonte: IMF, World Economic Outlook Database, 2012.



13. Fonte: IMF, World Economic Outlook Database, 2012.

1o Funding Loan	1898	Emissão de títulos do "funding loan" respeitando limite de 10MM de libras; suspensão de amortizações até 1911, quando seria iniciada amortização de 50 anos.	Reestruturação
2o Funding Loan	1914	Capital nominal máximo de 15MM de libras, 63 anos de prazo de amortização, c/ início de resgate em 1927, tx. De 5% e garantido pela receita da alfândega do RJ.	Reestruturação
3o Funding Loan	1931	Lançado em 2 séries. Ambas c/ juros de 5%. c/ resgates em 20 & 40 anos. Total de lançamento 18MM de libras.	Reestruturação
Esquema Aranha	1934	Esquema Aranha: conciliar interesse de credores que não mais desejavam receber algo que fosse papel como serviço da dívida brasileira, e devedores interessados na redução das obrigações contratuais. Foram definidos 8 categorias de empréstimos: 'funding loans'- categoria 1; empréstimos municipais e estaduais em default - categoria 8. Cat. 1: 100% de amortização & 100% juros; Cat. 2: 50% amortização e 100% juros; Cat. restantes: 0% amortização & juros gradualmente declinando a 0%;	Acordo
1a Moratória	1947	Vargas ao instituir o "Estado Novo" declara a moratória da dívida externa, suspendendo pagamento por 3 anos. Segundo Vargas, "Brasil havia sido forçado a interromper pagamentos por ser impossível, ao mesmo tempo, pagar o serviço e as importações necessárias ao reequipamento do sistema ferroviário e das forças armadas. Segundo "The Economist": "default brasileiro está entre os mais cínicos de que se lembra o mercado londrino".	Moratória
Acordo Temporário	1940	Esquema Souza Costa: pagar 50% do previsto no esquema Aranha.	Acordo
Acordo Permanente	1943	2 opções aos detentores de títulos - deixava de haver classificação de empréstimos por categoria (disfarçar dano causado a empréstimos em libras). As condições do acordo implicaram em redução de 50% do valor da dívida em circulação da ordem de 220MM de libras. The Economist: "pagamentos baixos demais diante da capacidade de pagamento do Brasil.	Reestruturação
2a Moratória	1987	Com o forte desequilíbrio em seu balanço de pagamentos que se estendia desde o segundo choque do petróleo de 1979 e a piora nas fontes de financiamentos externos, em especial, depois que o México decretou sua moratória em 1982 o Brasil, na época presidido por José Sarney, não via como opção pedir auxílio ao FMI, já que isto implicaria na aceitação de política demasiadamente restritivas que comprometeriam o crescimento do país. Com a falha do Plano Baker (problema de Free Rider), Brasil decreta em 1987 sua segunda moratória ao suspender pagamento de juros sobre a dívida de médio e longo prazos.	Moratória
Acordo seguido de Moratória não declarada	1988	Em setembro de 1988, assinado acordo pondo fim à moratória. Porém, ao final de 1988 e ao final de julho de 1989, por incapacidade de pagamento o país deixou de honrar compromissos externos (sendo uma moratória de fato, não declarada).	Moratória
Sequestro de Liquidez	1990	No primeiro dia de seu mandato com o lançamento do plano de estabilização Collor I, Fernando Collor de Melo, implementa o que ficou conhecido como, "sequestro de liquidez": congelou todas aplicações financeiras do país por 17 meses quando voltariam a ser devolvidas em 12 prestações sucessivas de uma nova moeda (Cruzado).	Sequestro de Liquidez
Plano Brady no Brasil	1994	Diferentemente do tentado no Plano Baker, no Plano Brady, EUA entraria diretamente nas negociações procurando evitar a ocorrência dos free-riders. Plano contemplava, troca dos empréstimos anteriores por novos títulos (Brady Bonds), que poderiam ser negociados posteriormente em mercado, e embutia alongamento dos prazos e redução do serviço da dívida.	Reestruturação

14. Fonte: ROGOFF, Kenneth, "Strategies for Bringing Down Long-Term Real Interest Rates in Brazil" - 2005
 PAIVA ABREU, Marcelo, "Brasil, 1824 - 1957: Bom ou Mau Pagador?" - 1999.
 SILVA, Anderson, DE CARVALHO, Lena, DE MEDEIROS, Otavio, "Dívida Pública: A Experiência

VII. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARIDA, Pérsio, L. BACHA, Edmar, LARA RESENDE, André. **“Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil”**, 2003.
- BACHA, Edmar. **“Além da Triade: Há Como Reduzir os Juros?”**, 2010.
- BACHA, Edmar, HOLLAND, Márcio, M. GONÇALVES, Fernando. **“Is Brazil Different? Risk, Dollarization and Interest Rates in Emerging Markets?”**.
- BALDACCI, Emanuele & KUMAR, Manmoha, **“Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields”**, 2010.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, **“Série Perguntas Mais Frequentes: Preços Administrados”**, 2012.
- FRAGA, Arminio, GOLDFAN, Ilan, MINELLA, André. **“Inflation Targeting in Emerging Market Economies”**, 2003.
- FRANCO, Gustavo. **“Por que Juros Tão Altos, e o Caminho Para a Normalidade?”**, 2011.
- GARCIA, Márcio, DIDIER, Tatiana. **“Taxa de Juros, Risco Cambial e Risco Brasil”**.
- GIAMBIAGI, Fabio. **“Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)”**, 2004.
- GIAVAZZI, Francesco, GOLDFAJN, Ilan, HERRERA, Santiago. **“Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003”**, 2005.
- IMF. **“Fiscal Monitor: Shifting Gears, Tackling Challenges on the Road to Fiscal Adjustment”**, 2011.
- IMF. **“Fiscal Monitor: Balancing Fiscal Policy Risks”**, 2012.
- JAEGER, Marcus. **“Government Debt & Real Interest Rates in Brazil – Reviving the ‘Fiscal’ Hypothesis”**, 2012.
- LARA RESENDE, André. **“A Armadilha Brasileira”**, 2011.
- LOPES, Francisco. **“A Estabilização Incompleta”**.
- LOPES, Francisco. **“Juros, Câmbio e Acumulação de Reservas”**.
- LOPES, Francisco. **“O Desafio da Hiperinflação”**, 1989.
- OECD, **“Economic Surveys: Turkey”**, 2010.
- PAIVA ABREU, Marcelo, **“Brasil, 1824 - 1957: Bom ou Mau Pagador?”**, 1999.

REICHOLD, Steffen. **“Brazil – Explaining the High Level of Interest Real Interest Rates and Implications for Investors”**, 2011.

ROGOFF, Kenneth, **“Strategies for Bringing Down Long-Term Real Interest Rates in Brazil”**, 2005.

SEGURA-UBIERGO, Alex. **“The Puzzle of Brazil’s High Interest Rates”**, 2012.

SILVA, Anderson, DE CARVALHO, Lena, DE MEDEIROS, Otavio, **“Dívida Pública: A Experiência Brasileira”**, 2009.