



**SÉRIE DE TEXTOS PARA DISCUSSÃO
DO CURSO DE CIÊNCIAS
ECONÔMICAS
TEXTO PARA DISCUSSÃO N. 066**

**Determinação e Gestão da Taxa de Juros de Curto Prazo: um
resgate da discussão para a economia brasileira no bojo do
sistema de metas de inflação**

Edson Roberto Vieira

NEPEC/FACE/UFG
Goiânia – novembro de 2017



Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
GPT/BC/UFG



Determinação e Gestão da Taxa de Juros de Curto Prazo: um resgate da discussão para a economia brasileira no bojo do sistema de metas de inflação

Edson Roberto Vieira¹
Universidade Federal de Goiás

RESUMO

Este trabalho tem com foco central a análise da determinação e da utilização da taxa de juros na condução da política econômica no Brasil após a adoção do sistema de metas de inflação, levando-se em conta a perspectiva de Keynes acerca da questão, bem como algumas das principais explicações para o comportamento da taxa de juros de curto prazo na economia brasileira no período recente. O sistema de metas de inflação, a crítica de Keynes à taxa natural de juros e suas indicações de utilização da taxa de juros na condução das políticas econômicas foram ferramentas de análise utilizadas no trabalho. Os resultados mostram que não há consenso sobre o assunto, destacando a preferência de Keynes pela regulação quantitativa do crédito e pela utilização da taxa de juros visando estimular os investimentos, em contraposição ao sistema de metas de inflação adotado no país em 1999.

Palavras Chaves: Taxa de juros; Sistema de Metas de Inflação; Políticas Keynesianas

ABSTRACT

This work has a central focus on the analysis of the determination and use of the interest rate in the conduct of economic policy in Brazil after the adoption of the inflation targeting system, taking into account Keynes's perspective on the issue, as well as some of the main explanations for the behavior of the short-term interest rate in the Brazilian economy in the recent period. Keynes' criticism of the notion of a natural interest rate and his consequent recommendations for using interest rates in conducting economic policy were the analytical tools used in this paper. The research revealed many different approaches to interest rate determination in Brazil but little consensus on the issue. At the core of economic policy recommendations from the Keynesian perspective are a preference for quantitative credit regulation and for the use of interest rates to stimulate the level of productive investment in opposition to the system of inflation targeting adopted in Brazil in 1999.

Keywords: Interest Rate; Inflation Targeting; Keynesian Policies

JEL Classification: E4; E5.

¹ er_vieira@hotmail.com

1 Introdução

Após o Plano Real, a prática de taxas de juros elevadas tem sido recorrente no Brasil, persistindo independentemente da conjuntura econômica ou do governo em vigor em cada momento. E a manutenção de taxas de juros elevadas, mesmo em momentos em que o país dispõe de fundamentos macroeconômicos melhores do que os de outros países que praticam menores taxas de juros suscita a busca de respostas para as causas deste fenômeno no país.

As explicações para o fenômeno são diversas e vão desde os desequilíbrios nas contas públicas até a existência de múltiplos equilíbrios na economia brasileira. Ainda que seja um problema de longa data, o que se observa, contudo, é que não há uma explicação conciliadora para o assunto.

Assim, o objetivo desse trabalho é realizar uma investigação acerca dos determinantes das taxas de juros praticadas no Brasil após a adoção do sistema de metas de inflação, realizando-se um resgate das análises da taxa de juros realizadas com base nas idéias de Keynes, bem como de algumas das principais explicações para o comportamento da taxa de juros de curto prazo na economia brasileira no período recente².

Para tanto, este trabalho foi dividido em três seções, além da introdução e das considerações finais. Na segunda delas foi realizada uma abordagem das principais obras de Keynes que tratam da taxa de juros, levantando-se em conta o conceito dessa taxa e seus determinantes na perspectiva desse autor. Na terceira, foram levantados os trabalhos que discutem a determinação da taxa básica de juros no Brasil no período mais recente, que têm origem teórica nos pressupostos clássicos. Por fim, na quarta seção, além de uma breve abordagem sobre os fundamentos básicos do sistema de metas de inflação, foram investigadas a crítica de Keynes à perspectiva da taxa natural de juros e suas indicações de utilização da taxa de juros na condução das políticas visando estimular o nível dos investimentos produtivos.

2 Keynes e a determinação da taxa de juros

A determinação da taxa de juros na tradição clássica fundamenta-se na teoria dos fundos emprestáveis, para a qual a taxa de juros depende da oferta e demanda de crédito (KEYNES, 1937). A perspectiva clássica é a de que, sendo a taxa de juros a variável que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão a abster-se do consumo imediato, a mesma seria determinada pela ação do mercado, e seu nível igual ao preço dos recursos disponíveis para financiar o investimento (KEYNES, 1985).

Ainda no bojo da tradição clássica, em sua discussão com Keynes acerca da determinação da taxa de juros, Ohlin (1937) ressaltava três pontos que, para ele, são fundamentais para o entendimento da determinação da taxa de juros. O primeiro pressupõe que a taxa de juros deve ser relacionada à igualdade entre poupança e investimento novo, *ex post*. O segundo estabelece que a taxa de juros seria determinada pelas curvas de oferta e demanda de crédito, da mesma forma que outras mercadorias, sendo, portanto, o preço do crédito. O terceiro ponto, por sua vez, destaca que as curvas de oferta e demanda de crédito estão intimamente relacionadas à disposição dos agentes de poupar e investir, de seu desejo de alterar a quantidade de dinheiro que possuem, de realizar investimentos em ativos velhos e por uma mudança na política de crédito do sistema bancário.

² Todos os autores que estudaram o comportamento da taxa de juros de curto prazo na economia brasileira, e citados na seção 2 deste trabalho, escreveram seus artigos a partir da década de 2000.

Já na sua Teoria Geral, Keynes sugere haver equívocos na abordagem clássica, que se assentariam notadamente na não consideração da taxa de juros como sendo a recompensa que os agentes recebem pela aquisição e/ou manutenção de ativos com algum nível associado de risco. Na análise clássica, a moeda é considerada apenas pelo desempenho de sua função como intermediária das trocas, que não teria nenhuma relação com o nível de produção e distribuição, desprezando-se também o fato de que os agentes a distinguem de outro tipo de mercadoria por conta de sua característica central enquanto ativo de liquidez máxima, cujo entesouramento não implica riscos.

Aqui, a questão dos diferentes graus de liquidez dos ativos ganha destaque, haja vista que deles depende o nível da taxa de juros. Torna-se então importante distinguir a moeda das obrigações, pois, se a primeira possui grau máximo de liquidez, as últimas não. A manutenção de ativos menos líquidos implica riscos, já que a retomada da liquidez se dará em algum momento no futuro, mesmo que não muito distante. E, como a recompensa pela iliquidez é a taxa de juros, os ativos com diferentes graus de liquidez deveriam proporcionar aos seus detentores uma taxa de juros (recompensa) inversamente proporcional ao seu grau de liquidez (CARVALHO 1992, *apud* OREIRO, 2000). As palavras de Keynes (1937, p. 245) acentuam que “the rate of interest is, strictly speaking, a *monetary* phenomenon in the special sense that it is the *own-rate* of interest on money itself”, i.e., that it equalizes the advantages of holding actual cash and a deferred claim on cash”. (Grifos do autor). Assim, dado que representam uma promessa de dinheiro no futuro, os indivíduos só se dispõem a reter outros ativos, que não a moeda, caso fossem recompensados. De outra parte, no caso da moeda, como não rende juros, o prêmio que os indivíduos recebem por sua detenção é a liquidez.

Quando aborda a questão dos incentivos psicológicos e empresariais para a liquidez, Keynes (1985) os relaciona a três motivos: motivo transação, motivo precaução e motivo especulação. Pelo motivo transação, a demanda de moeda decorre da necessidade que os agentes têm de reter moeda para adquirir os bens de que necessitam (sejam bens de consumo, no caso dos consumidores, ou bens intermediários para garantir a produção corrente, no caso dos empresários), estando relacionada ao intervalo entre o recebimento e as despesas, bem como ao montante de renda dos agentes. Já o motivo precaução estabelece que, como os indivíduos têm incerteza quanto ao futuro, eles guardam moeda para precaverem-se contra as contingências inesperadas, estando também vinculado ao nível de renda. Por seu turno, o motivo especulação refere-se à demanda de moeda que seria uma função inversa da taxa de juros. Nas palavras de Keynes (1985, p. 140), “(...) há uma curva contínua relacionando as variações na demanda de moeda para satisfazer o motivo especulação com as que ocorrem na taxa de juros, devidas às variações no preço dos títulos e às dívidas de vencimentos diversos”.

Como relata Oreiro (2000), nos debates que travou com economistas clássicos após as considerações feitas na *Teoria Geral* acerca das taxas de juros, Keynes acabou por introduzir um novo conceito em suas análises da determinação da taxa de juros: o motivo financeiro de demanda da moeda. Os economistas clássicos pressupunham que a taxa de juros seria determinada pela oferta e demanda de fundos para empréstimos e sofreria um impacto direto das flutuações dos planos de investimento (que dependiam da produtividade marginal do capital) e poupança (sujeita à propensão a poupar). Para Keynes, ao contrário, tal impacto não seria direto, haja vista que os efeitos de variações no investimento e na poupança não se dariam primeiro na taxa de juros e sim na renda. Na resposta de Keynes a tais questionamentos, o mesmo apresenta o motivo financeiro de demanda da moeda, que diz respeito à demanda de moeda dos empresários devida à necessidade de recursos entre a tomada de decisão e a

realização de um investimento, menos rotineira, porém de grande magnitude, como a demanda de recursos para investimentos em bens de capital (CARVALHO *et al.*, 2000).

No debate com Ohlin (1937), Keynes sublinha que a taxa de juros não seria afetada pelos planos de investimento e poupança. Isso não ocorreria por que o montante de recursos necessários para a realização do investimento (*finance*) poderia ser atendido por um financiamento de curto prazo; este seria coberto por um fundo rotativo de liquidez existente nos bancos comerciais, sem que fossem geradas alterações na taxa de juros; pelo seu efeito multiplicador, a realização do investimento geraria, *ex post*, uma poupança, cujo volume seria suficiente para cobrir o financiamento de curto prazo realizado pelos empresários, transformando-o em obrigações de longo prazo (*funding*) (OREIRO, 2000). Por outro lado, numa economia em que o investimento aumenta continuamente, a demanda por recursos de curto prazo para realização do investimento seria crescente ao longo do tempo, pressionando a taxa de juros. Neste caso, o efeito da produtividade marginal do capital sobre a taxa de juros seria direto.

De acordo com Carvalho (*et al.* 2000), embora tenha levado Keynes a alterar sua posição anterior, como colocado por Oreiro (2000), o motivo financeiro não altera a perspectiva de que a taxa de juros é um fenômeno estritamente monetário, sendo determinada pela preferência pela liquidez dos agentes e pela quantidade de moeda disponibilizada na economia pelas autoridades monetárias.

3 Algumas abordagens acerca da determinação da taxa básica de juros brasileira

Harfuch (2008) se propõe a investigar os determinantes da taxa de juro de curto prazo no Brasil e sua relação com a taxa de câmbio, no período de 1990 a 2006, utilizando como base principal o modelo de determinação de Edward e Khan (1985)³ para desenvolver três modelos buscando estimar equações para a taxa de juros e para a taxa de câmbio. No primeiro desses modelos, considera-se a existência de uma economia pequena, fechada e sem mobilidade de capital; no segundo, pressupõe-se que a economia seja pequena, aberta e com perfeita mobilidade de capitais entre os países; já no terceiro modelo, tem-se uma economia pequena e com pouca mobilidade de capitais. Os resultados encontrados no trabalho apontam que a taxa de juros brasileira de curto prazo seria afetada tanto por fatores internos quanto por externos, indicando que a conta capital e financeira do balanço de pagamentos do Brasil seria semi-aberta, com a taxa de juros sendo afetada indiretamente pelo fluxo de capital externo, pela via da taxa de câmbio e/ ou pela percepção de risco do país.

Araújo e Guillén (2002) estudaram os componentes de curto e de longo prazo das taxas de juros no Brasil. A técnica utilizada consistiu na decomposição de três métricas que seriam representativas dos retornos associados aos títulos de responsabilidade de agentes domésticos nos respectivos componentes de curto e longo prazo, identificando as relações existentes entre esses componentes. Os resultados apontaram a presença de cointegração, a qual indicaria que as séries convergem para um equilíbrio de longo prazo. Tal convergência estaria de acordo com a perspectiva de Fisher⁴, de que os retornos esperados de títulos negociados em economias

³ Os autores apresentaram uma estrutura teórica para analisar a determinação da taxa de juros em países em desenvolvimento, pressupondo a existência de uma relação entre a taxa de juros e o grau de abertura da conta capital do balanço de pagamentos.

⁴ Para Fisher (1930), a relação entre a taxa de juros nominal, a taxa de juros real e a taxa esperada de inflação é dada por uma equação que pressupõe que a taxa nominal de juros é igual a taxa esperada de inflação mais a taxa real de juros. Assim, quando se verifica uma perfeita antecipação da inflação, a variação na taxa nominal de juro reflete as variações na expectativa de inflação. Por outro lado, na presença de incertezas quanto à inflação futura, um prêmio de risco será exigido pelos agentes, embutindo a taxa real de juros requerida. A ideia é que há uma

distintas seriam igualados, via especulação, uma vez convertidos para a mesma moeda e desde que apresentassem prazos de maturação e riscos de *default* equivalentes.

Para Favero e Giovazzi (2002), o porquê da prática de juros elevados no Brasil passa pela distinção entre a taxa básica de juros e as taxas de juros de longo prazo. Após realizar esta distinção, os autores afirmaram que o nível da taxa básica seria ditado fundamentalmente pela condução da política monetária pelo Banco Central, na busca da convergência das expectativas de inflação para dentro da meta estabelecida *ex ante* pelo Conselho Monetário Nacional. Verificaram, todavia, que o comportamento das taxas de juros de longo prazo não segue necessariamente o comportamento da taxa básica de juros. Tais taxas não dependeriam das expectativas inflacionárias dos agentes e sim da percepção de risco destes agentes acerca da economia. A diferença entre a taxa básica e as taxas de longo prazo seria dada pela aferição do risco pelos agentes, consubstanciada no prêmio de risco exigido por eles. Neste sentido, os fundamentos macroeconômicos e o endividamento público seriam os principais fatores a determinar a diferença entre a taxa básica de juros e as taxas de juros de longo prazo no Brasil.

Nesta linha, alguns trabalhos buscaram estabelecer uma relação direta entre a dívida pública e a taxa básica de juros brasileira. A ideia é de que, a despeito do aumento da geração de superávits primários pelo governo, o ajuste fiscal realizado no país seria insuficiente para manter a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo. O argumento assenta-se no fato de que, considerando que um percentual significativo dessa dívida é atraído à taxa básica de juros, seu patamar geraria um perverso ciclo vicioso: a dívida alta eleva os juros, que aumentam ainda mais a dívida por conta dos elevados encargos que geram periodicamente (BRAZIL..., 2006). Nesta perspectiva, conforme colocam Arida, Bacha e Lara-Resende (2003), dada a crescente necessidade de financiamento do setor público, este competiria com outros agentes no mercado pelos recursos escassos disponíveis, impondo restrições à política monetária e criando mais pressões sobre a taxa básica de juros, especialmente em momentos de incertezas internas e externas.

A análise de Franco (2011) também segue a linha dos impactos do endividamento público sobre a taxa de juros, relacionando-o aos vários fatores decorrentes da interferência do setor público no sistema de poupança e crédito do país. Para o autor, existe um processo de *crowding out* que há muito estaria em curso no Brasil, caracterizado fundamentalmente pelo persistente desequilíbrio fiscal do país, que provocaria crescentes dificuldades de financiamento da dívida pública, cuja rolagem contribuiria para a manutenção dos juros elevados. Esse processo se manifestaria de várias maneiras. Uma de suas características seria a forma de operacionalização das operações de mercado aberto pelo Banco Central e a concentração de grande parte da dívida pública nas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), que são títulos indexados à taxa básica de juros, que, ao proporcionarem a seus detentores rentabilidades significativas a risco praticamente nulo, gerariam dificuldades de se trabalhar no mercado de capitais com títulos de dívida privada de maior duração. A interdependência entre o Tesouro e os fundos de investimentos, oriunda dessa dinâmica, perpetuaria a prática dos juros altos no país, evidenciando o *crowding out*. O *crowding out* também seria caracterizado pela especialização dos mercados monetário e financeiro brasileiro na rolagem da dívida pública, a qual geraria uma externalidade negativa, produzida pelo *overnight*, dado que o desmonte das operações de *overnight* geraria para o mercado de capitais algo semelhante ao que foi provocado pelo processo de desindexação para a estabilização. Os mecanismos regulatórios, tais como os

relação direta entre a taxa de inflação, o grau de incerteza acerca da inflação futura e o prêmio de risco exigido pelos autores, ou seja, quanto mais elevada for a taxa de inflação, maior será o grau de incerteza acerca da inflação futura e, por conseguinte, maior será o prêmio de risco embutido na taxa real de juros.

recolhimentos compulsórios e os direcionamentos de crédito também seriam característicos do *crowding out*, por se tratarem de medidas que criam uma espécie de imposto do crédito, na medida em que ampliariam o *spread* bancário, tornando-o desproporcionalmente elevado no país. Os mecanismos de formação forçada de poupança interna, como o FGTS e o FAT também seriam determinantes do *crowding out*, na medida em que capturam recursos dos trabalhadores e os remuneram a uma taxa mais baixa do que a do mercado, representando uma tributação disfarçada sobre essas poupanças. Com essas considerações, Franco (2011) conclui que a redução da taxa de juros no Brasil deveria passar por uma ação coordenada do setor público para reduzir o *crowding out*, sobretudo por meio da diminuição das suas necessidades de financiamento.

Foi analisado também o papel da incerteza jurisdicional na determinação do alto nível da taxa de juros. O argumento é de que a incerteza jurisdicional no Brasil seria refletida em vários fatores, como o risco de alteração dos valores dos contratos financeiros antes de sua execução e a fraqueza dos direitos dos credores, consubstanciada não apenas na estrutura legal do país, mas, sobretudo, num sistemático viés jurídico em favor dos devedores. O problema é que tal incerteza jurídica estaria presente também na dívida pública e teria impactos tanto na alta da taxa básica de juros, quanto na disposição dos agentes em adquirir e manter ativos financeiros de longo prazo (BRAZIL ..., 2006). Isso explicaria também porque não existe no Brasil um mercado de crédito de longo prazo, levando as grandes empresas, os bancos e o governo a buscarem recursos no exterior, com contratos denominados em outras moedas, que não o Real, para permitir que os credores estrangeiros fugissem dos riscos jurídicos vigentes no Brasil, pela vinculação dos contratos à sua moeda local (ARIDA, BACHA e LARA-RESENDE, 2003).

Ao analisarem o papel da incerteza jurisdicional na determinação do alto nível da básica de juros, contudo, Gonçalves, Holland e Spacov (2007) concluíram que esta não seria a principal explicação para o patamar dos juros no Brasil. Para eles, os tradicionais fatores fiscais e monetários seriam mais relevantes na explicação do patamar dos juros do que a incerteza jurisdicional.

Outra possível explicação para o nível elevado da básica de juros é a hipótese da existência de um “mal equilíbrio” para a taxa no mercado nacional. A ideia é de que há dominância da política fiscal sobre a política monetária, por conta do alto endividamento público e de seu alto custo de rolagem, sendo que este aumenta quando ocorre uma elevação da taxa básica de juros, impondo limites à ação do governo por meio da política monetária. Esse processo redundaria em “mal equilíbrio”⁵, caracterizado pela necessidade de se operar com altas taxas reais de juros para ancorar as expectativas num regime de metas inflacionárias, sendo os níveis dessas taxas de juros decorrentes da percepção de risco de *default* da dívida pública (ARIDA, BACHA e LARA-RESENDE, 2003).

Na visão de Fraga (2011), a consolidação da taxa de juros próxima do patamar internacional depende do fortalecimento de várias peças no arcabouço macroeconômico, estancando o crescimento dos gastos correntes, reduzindo a participação do Estado do mercado de crédito, definindo alguns aspectos do regime monetário, como a meta de inflação de longo prazo.

5 Um “bom equilíbrio” ocorre quando uma determinada meta de inflação pode ser atingida em um ambiente de baixas taxas reais de juros e, portanto, com um risco menor de *default* da dívida, tudo o mais permanecendo constante (ARIDA, BACHA e LARA-RESENDE, 2003).

Outros autores apontavam como causas para o elevado patamar da taxa básica de juros os sucessivos déficits na conta de transações correntes do balanço de pagamentos. Tais déficits causariam desequilíbrios cambiais, que seriam repassados para os preços dos produtos comerciáveis do país, o que levaria o Banco Central a praticar juros mais elevados para estabilizar os preços domésticos (HOLLAND, 2006).

4 A utilização da taxa de juros na condução da política econômica e o sistema de metas de inflação no Brasil

Em sua *Treatise on Money* (CWJMK, V, 1971), Keynes retoma o conceito da taxa natural de juros de Wicksell, que pressupõe que tal taxa é neutra no seu efeito sobre os preços dos bens no mercado, sendo igual à taxa de juros dos empréstimos em todas as suas formas numa economia não monetária, e também aquela que mantém a igualdade entre o montante de poupança e o montante de investimento. Contudo, na Teoria Geral, Keynes afirma que no *Treatise* desprezou o fato de que há uma taxa de juros diferente em cada sociedade, para cada volume teórico de emprego hipotético, sendo esta a taxa de juros “natural” especificamente para o equilíbrio correspondente a esse nível de emprego. Este último não necessariamente seria um nível de pleno emprego como queria a teoria clássica, para a qual as livres forças de mercado ajustariam a taxa de juros, tornando-a neutra e sempre igual àquela que manteria o pleno emprego.

Já na Teoria Geral, Keynes rejeita a perspectiva clássica, salientando que esta teria acabado por cometer um equívoco central na análise da determinação da taxa de juros, ao não considerar a influência do nível de renda sobre o montante poupando e o montante investido, valendo-se da hipótese de que a renda é constante. Esclarece que o nível de renda está sujeito à taxa de investimento e, por conseguinte, não pode ser constante. Ora, se a renda depende do investimento, a variação deste último fará variar a primeira, e, portanto, a poupança.

Mais à frente, ao tratar dos ciclos econômicos, Keynes (1985) chama a atenção para os efeitos do aumento da preferência pela liquidez nos momentos de crises e, por conseguinte, da tendência de aumento da taxa de juros. Esses elementos, combinados com o aumento das expectativas em torno da redução da eficiência marginal do capital, teriam efeitos deletérios sobre o investimento, fazendo aprofundar ainda mais as crises econômicas. Ou seja, a taxa de juros é a causa, e não a consequência, do nível de atividade econômica. Como coloca Keynes (1985, p. 131) “A poupança e o investimento são as variáveis determinadas e não os determinantes do sistema. São o produto gêmeo dos determinantes, quer dizer, da propensão a consumir, da escala de eficiência marginal do capital e da taxa de juros”.

Com base nesta perspectiva, cumpre salientar que, especialmente após o Plano Real, o papel da taxa de juros na determinação do investimento parece ter sido negligenciado no Brasil. E, com a adoção do sistema de metas de inflação, o nível dessa taxa tem permanecido num patamar elevado.

Para se ter uma idéia do nível da taxa de juros brasileira em relação aos de outros países, Miranda e Muinhos (2003) examinaram dados de 13 diferentes países em desenvolvimento, tendo como base diferentes métodos, e concluíram que as taxas de juros de equilíbrio brasileiras são altas em relação àquelas apuradas nos outros países analisados. Os autores utilizaram modelos estruturais para estimar a curva *IS* (*Investment-Saving*) e, com isso, determinar a taxa de juros de equilíbrio da economia. Depois analisaram as taxas de juros historicamente praticadas, fazendo comparações de séries de juros nominais e de inflação de vários países com

a Selic e o Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, esperando que as taxas médias de juros reais apuradas com a utilização de médias aritméticas (para cada período de cinco anos e para todo o período) se aproximassem da taxa de equilíbrio de cada país. Em seguida, examinaram a determinação das taxas de juros em modelos de crescimento de longo prazo, enfocando basicamente o modelo de Ramsey. Fizeram ainda uma investigação dos impactos dos juros sobre a taxa de câmbio, relacionando as taxas de juros internas com as taxas de juros externas, com a expectativa de depreciação e o com o prêmio de risco, sendo este último aproximado pelo *spread* dos títulos do Tesouro americano sobre os títulos nacionais lançados no exterior. Finalmente, para avaliar o impacto do *spread* sobre juros, os autores realizaram uma análise de dados em painel com efeitos fixos, envolvendo 13 países emergentes, dentre os quais o Brasil, e utilizaram como variáveis explicativas a variação do prêmio de risco, a variação do câmbio e a taxa de juros defasada.

Chernavsky (2007), por sua vez, comparou as taxas reais de juros brasileiras com a média simples das taxas reais de juros praticadas em países de várias regiões do mundo entre 1996 e 2005, considerando a taxa *ex post* (a qual chegou descontando a taxa de inflação da taxa de juros anual), para concluir que as taxas reais de juros praticadas no Brasil no período em destaque só não foram maiores do que as das outras regiões analisadas no ano de 2001, quando as taxas reais de juros apuradas na América Latina colocaram o país em segundo lugar neste ranking.

O fato é que a base da condução da política monetária no sistema de metas de inflação é a chamada regra de Taylor⁶, que incorpora todos os traços monetários ortodoxos, como o da neutralidade da moeda. Como destacam Arestis, De Paula e Ferrari-Filho (2009), outros objetivos da política monetária, que não o controle dos preços, como a estabilidade do produto, podem até acompanhar as metas inflacionárias, desde que não comprometam o primeiro.

Para Holland (2006), o Banco Central do Brasil tem sido bastante conservador na condução da taxa básica de juros e a principal explicação para o patamar da taxa básica de juros estaria no excessivo conservadorismo do Banco Central ou na necessidade que este teria de adquirir a confiança de um mercado historicamente desconfiado.

Ao examinar as causas da prática da manutenção da taxa básica de juros brasileira elevada após o início do regime de metas inflacionárias no país, Piper e Dias (2012) destacam a inércia da taxa básica de juros brasileira e a resistência à queda do nível dessa taxa, mesmo em períodos de maior estabilidade de preços. No tocante à inércia da taxa, as autoras colocam que tem sido lugar comum entre os bancos centrais a prática da chamada suavização da taxa de juros na condução da política monetária. Esta prática consiste fundamentalmente em ajustes de pequena monta na taxa básica de juros e na manutenção dessa taxa em uma mesma direção por um período prolongado de tempo.

Nas explicações para esse tipo de condução da política monetária pelos bancos centrais, Piper e Dias (2012) dão ênfase especial àquelas realizadas por Sack e Wieland (2000), Montoro (2007) e Mendonça e Pires (2007), que abrangem fatores como os erros de mensuração associados a variáveis macroeconômicas-chaves; incerteza com relação a parâmetros estruturais relevantes; a preocupação com a solidez e estabilidade do setor financeiro; necessidade de manutenção da reputação do banco central; reações negativas dos mercados financeiros à intensa volatilidade da taxa de juros; maior controle das autoridades monetárias

⁶ Vide Taylor (1993).

sobre a taxa de juros de longo prazo; o fato de a decisão de política monetária depender da interação de *policymakers* com preferências distintas; e a existência de uma influência da instância fiscal sobre a política monetária.

Com relação à resistência à queda do nível da taxa básica de juros, algumas de suas possíveis explicações já foram sintetizadas na seção 2 deste trabalho. Contudo, a partir da abordagem de Piper e Dias (2012), cumpre acrescentar aqui especialmente as propostas de Bresser-Pereira (2010), Moreira (2006), Modenesi e Modenesi (2010) e Bresser-Pereira e Nakano (2002). Nessas propostas, destacam-se aspectos como o poder de barganha e político dos setores e agentes diretamente beneficiados pela manutenção dos juros elevados; o baixo nível de intermediação financeira no Brasil, que geraria problemas nos canais de transmissão da política monetária; a tese de que há no país uma convenção a favor do conservadorismo na política monetária; e a hipótese Bresser-Nakano, que pressupõe que são atribuídas funções múltiplas à taxa de juros no Brasil, a qual, além de conter a demanda agregada, deve também atuar para evitar desvalorizações cambiais, estimular a entrada de capitais para auxiliar no equilíbrio do balanço de pagamentos, incentivar a aquisição de títulos públicos, etc.

Ao invés de manter a taxa de juros elevada, na administração da política monetária, Terra e Ferrari Filho (2012) preconizam que a autoridade monetária do país deveria trabalhar para criar um ambiente em que a taxa de juros atue como uma referência utilizada pelos agentes econômicos na sua tomada de decisão acerca dos investimentos que geram riqueza nova. Nesta linha, a intervenção estatal deveria se dar de modo a gerar confiança nos agentes e de coordenar as expectativas em torno de um ambiente de otimismo que encoraje o investimento privado (CWJMK, XXVII, 1980 *apud* TERRA e FERRARI FILHO, 2012). Os autores acentuam que a manutenção da taxa de juros elevada torna também elevado o custo de oportunidade do investimento, dificultando a retomada do nível de atividade econômica nos períodos de crises. Assim, a taxa de juros deveria ser utilizada para alinhar os preços relativos dos investimentos, haja vista que os ativos possuem uma taxa de juros intrínseca equivalente ao seu retorno (KEYNES, 1985 *apud* TERRA e FERRARI FILHO, 2012).

Tily (2012) trabalha nesta mesma direção. Em sua análise no tocante à questão da teoria e prática da gestão da dívida na perspectiva de Keynes, ressalta que a redução do retorno sobre o capital torna o ambiente propício para a política do dinheiro barato, que é importante para as expectativas dos agentes. O autor levanta o argumento de Keynes no âmbito do *National Debt Enquiry* (durante a discussão da condução da política monetária e de gestão da dívida pública inglesa após a Segunda Guerra Mundial) em torno de sua preferência pela regulação quantitativa do crédito como instrumento de gestão da política macroeconômica.

5 Considerações finais

Na análise dos trabalhos acerca da determinação da taxa de juros na economia brasileira, parece ser evidente que ainda não há muito consenso sobre o assunto, havendo distintas explicações para a manutenção dessa taxa em nível elevado. Algumas das hipóteses apresentadas pelos trabalhos abordados na seção 2, porém, parecem ter sido colocadas em xeque pela própria seqüência dos fatos no país.

A influência da dívida pública sobre a taxa de juros foi alvo de análise de diversos autores. A queda da relação dívida/PIB no Brasil em alguns momentos após a adoção do sistema de metas de inflação (ainda que tenha aumentado a partir de 2014), tem limitado os argumentos daqueles que defendem que o patamar dessa dívida é a principal causa dos níveis elevados das taxas de juros do país. Ademais, alguns países com relação dívida/PIB superiores à do Brasil,

como o Japão, os EUA, por exemplo⁷, trabalham com taxas básicas de juros extremamente menores do que a brasileira.

No que tange ao chamado *crowding out*, além da crítica à relação da taxa básica de juros com dívida pública, cumpre adicionar que a alteração do nível dos recolhimentos compulsórios é alternativa importante para evitar e/ou adiar maiores elevações da taxa básica de juros, pois tais elevações, além de comprometerem a retomada do investimento, têm efeito perverso sobre o próprio tamanho da dívida.

Por sua vez, o processo de redução da taxa básica de juros ocorrido no Brasil a partir da gestão de Ilan Goldfajn no Banco Central torna questionável o argumento da existência de um “mal equilíbrio” para a taxa no mercado nacional.

Assim, no âmbito das causas dos juros elevados no Brasil, vale a pena reforçar aqui a prática da chamada suavização da taxa de juros que tem sido utilizada pelos bancos centrais ao redor do mundo, dentre os quais o Banco Central do Brasil, bem como a hipótese Bresser-Nakano das funções múltiplas à taxa de juros no Brasil.

Ou seja, além da inércia da taxa de juros, não se pode desconsiderar, por exemplo, que especialmente após o Plano Real, por vezes, a taxa de juros doméstica foi utilizada como instrumento de ajuste do Balanço de Pagamentos. Ademais, no período mais recente, a redução mais aguda da taxa básica de juros brasileira parece corroborar a hipótese de que o Banco Central tem exagerado no conservadorismo na condução da política monetária após 1999.

Por fim, cumpre ressaltar que o fundamento básico do sistema de metas praticado no Brasil se coaduna com a ideia da taxa natural de juros, cuja administração tem se consubstanciado num ciclo vicioso de levantamento das projeções do índice de preços adotado como meta pelo Banco Central (IPCA) junto aos operadores do mercado financeiro e da prática de juros altos. Adicionalmente, a relevância dos preços administrados nos índices de inflação, o baixo nível de intermediação financeira no Brasil, relacionados aos problemas nos canais de transmissão da política monetária, tendem a fazer com que a taxa de juros necessária para conter um processo inflacionário seja muito mais elevada.

Referências

ARAÚJO, Carlos H. V. e GUILLÉN, Osmani T. de C de. Componentes de Curto e Longo Prazo das Taxas de Juros no Brasil. *Trabalhos para Discussão*, n. 55. Banco Central do Brasil, Brasília, 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps55.pdf>>. Acesso em 30 ago. 2016.

ARESTIS, Philip; PAULA, Luiz Fernando de; FERRARI FILHO, Fernando. A Nova Política Monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.18, n. 1(35), p. 1-30, abr., 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/01.pdf>>. Acesso em: 19 abr. 2016.

⁷ Para verificar o nível da relação dívida/PIB do Brasil, do Japão e dos EUA, vide <https://pt.tradingeconomics.com/country-list/government-debt-to-gdp>.

ARIDA, Persio; BACHA, Edmar Lisboa; LARA-RESENDE André. *High Interest Rates in Brazil: Conjectures on the Jurisdictional Uncertainty*. Rio de Janeiro: Casa das Garças, 12-13 Dez. 2003.

BRAZIL: interest rates and intermediation spreads. *World Bank Report*, n. 36628-BR. Jun. 2006.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio no Brasil. In: BRESSER-PEREIRA, L. C. (org.). *Crise global e o Brasil*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2010.

BRESSER-PEREIRA, L.C; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*, Rio de Janeiro v. 21, n.2, jul. 2002, p. 146-177.

CARVALHO, Fernando C. de. et al. *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

Chernavsky, Emílio. *Sobre a construção da política econômica: uma discussão dos determinantes da taxa real de juros no Brasil*. 2007. 117 p. Dissertação (Mestrado em Teoria Econômica) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

EDWARDS, Sebastian e KHAN Mohsin, S. *Interest rate determination in developing contries: a conceptual framework*. Cambrige: National Bureau of Economic Research, jan. 1985. (Working Paper, 1531). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w1531.pdf>>. Acesso em 30 ago. 2011.

FAVERO, Carlo A. e GIOVAZZI, Francesco. *Why are brazil's interest rates so high?* Working Papers 224, IGIER (Innocenzo Gasparini Institute for Economic Research), Bocconi University. Jul. 2002. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/p/igi/igierp/224.html>>. Acesso em 29 ago. 2016.

FISHER, Irving. *The Theory of Interest*. Macmillan, New York, 1930.

FRAGA, Armínio. Dez anos de metas para a inflação (2009). In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Dez anos de metas para a inflação no Brasil 1999-2009*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011. p. 23-34.

FRANCO, Gustavo H. B. *Por que juros tão altos, e o caminho para a normalidade* [2011]. *Mimeo*. Disponível em: <http://www.riobravo.com.br/gustavofranco/Juros-CLP_Casa_do_Saber-GFranco_final.pdf>. Acesso em 30 ago. 2016.

GONÇALVES, Fernando, HOLLAND, Márcio e SPACOV, Andrei. Can Jurisdictional Uncertainty and Capital Controls Explain the High Level of Real Interest Rates in Brazil? Evidence from Panel Data, *Revista de Economia Política*, Rio de Janeiro, v. 61 n. 1 p. 49–75 Jan-Mar 2007.

HARFUCH, Leila. Determinantes da taxa de juros nominal e sua relação com a taxa de câmbio no Brasil no período de 1990 a 2006. Tese de Doutorado em Economia – Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2008.

HOLLAND, Márcio. *Por que as taxas de juros reais de curto prazo são tão elevadas no Brasil?* (2006, *Mimeo*) Disponível em: <<http://eesp.fgv.br/node/104102>>. Acesso em 30 ago. 2016.

KEYNES, John, M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*: inflação e deflação. São Paulo: Nova Cultural, 1985. [texto original: 1936]

KEYNES, John, M. Activities 1940–1946: shaping the post-war world: the clearing union. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. V. London: Royal Economic Society, 1980.

KEYNES, John, M. A treatise on money: the pure theory of money. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. V. London: Royal Economic Society, 1971.

KEYNES, John, M. [Alternative theories of the rate of interest. The Economic Journal, Vol. 47, No. 186, Jun., 1937.](#)

MENDONÇA, H. F. de.; PIRES, M. C. de C. A interdependência fiscal-monetária: uma análise da importância da suavização da taxa de juros e do gerenciamento da dívida pública sobre o equilíbrio fiscal. *Cadernos de Finanças Públicas*, Brasília, n. 8, p. 101-122, dez. 2007.

MIRANDA, Pedro Calhman de. e MUINHOS, Marcelo Kfoury. A Taxa de Juros de Equilíbrio: uma Abordagem Múltipla. *Trabalhos para Discussão, n. 66*. Banco Central do Brasil, Brasília, 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps66.pdf>>. Acesso em 01 set. 2016.

MODENESI, A. de M.; MODENESI, R. L. Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil (1995-2008): uma agenda de pesquisa. *Anais... III Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*, 2010.

MONTORO, C. Monetary Policy Committees and Interest Rate Smoothing. *Centre for Economic Performance (CEP) Discussion Paper*, Londres, n. 780, fev. 2007.

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

OHLIN, Bertil. Teorias alternativas da taxa de juros: replica [1937]. In: *Clássicos de Literatura Econômica*: textos selecionados de macroeconomia.- 3. ed. Brasília: Ipea, 2010.

OREIRO, José L. O Debate entre Keynes e os “Clássicos” Sobre os Determinantes da Taxa de Juros: uma grande perda de tempo? *Revista de Economia Política*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 78, abr.-jun. 2000.

PIPER, Denise; DIAS, Maria Helena A. Inércia e rigidez para baixo: as características da dinâmica comportamental da taxa básica de juros da economia brasileira. *Anais... V Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (AKB)*, São Paulo, de 22 a 24 ago. 2012. Disponível em: <

http://www.akb.org.br/upload/130820120857237924_Denise%20Piper.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2017.

SACK, B.; WIELAND, V. Interest-rate smoothing and optimal monetary policy: a review of recent empirical evidence. *Journal of Economics and Business*, n. 52, p. 205-228, 2000.

TAYLOR, J. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference on Public Policy**, n. 39, p.195-214, 1993.

TERRA, Fábio H. B. e FERRARI FILHO, Fernando. Keynesian economic policies: reflections on the Brazilian economy, 1995-2009. *Cepal Review*, No. 108, dec. 2012.

TILLY, Geoff. Keynes's monetary theory of interest. *BIS Papers*, No 65. Mai. 2012. Disponível em <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap65.htm>>. Acesso em 18 mai. 2017.

EDITORIAL

**FACE – Faculdade de Administração,
Ciências Contábeis e Ciências
Econômicas**

Curso de Ciências Econômicas

Direção FACE

Prof. Moisés Ferreira da Cunha

Vice-Direção FACE

Prof^a Andréa Freire de Lucena

**Coordenação do Curso de Ciências
Econômicas**

Prof. Tiago Camarinha Lopes

**NEPEC – Núcleo de Estudos e Pesquisas
Econômicas**

Coordenação

Prof. Sérgio Fornazier Meyrelles Filho

**SÉRIE DE TEXTOS PARA
DISCUSSÃO DO CURSO DE
CIÊNCIAS ECONÔMICAS DA UFG**

Coordenação e Equipe de Editoração

Prof. Sandro Eduardo Monsueto

Adriana Moura Guimarães

Matheus Henrique de Araújo Dutra

Endereço

Campus Samambaia, Prédio da FACE –
Rodovia Goiânia/Nova Veneza, km. 0 –
CEP 74690-900, Goiânia – GO.
Tel. (62) 3521 – 1390

URL

<http://www.face.ufg.br/economia>

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos que contam com a participação de pesquisadores do NEPEC. As opiniões contidas nesta publicação são de inteira responsabilidade do(s) autor(es), não representando necessariamente o ponto de vista do NEPEC ou da FACE/UFG. É permitida a reprodução, desde que citada a fonte.