

## Por que juros tão altos, e o caminho para a normalidade<sup>1</sup>

Gustavo H. B. Franco

Por que temos a maior taxa de juros do mundo? A resposta que a teoria econômica convencional tende a oferecer para esta pergunta nos leva às contas públicas, ou mais genericamente ao crédito público, ao histórico de desempenho das obrigações relativas à dívida pública ou mesmo ao *tamanho* do setor público. Mas ainda que se saiba que o problema está nesta região, não há nada simples nem prontamente disponível como explicação para o nosso problema especialmente em vista de nossa duradoura, infeliz e singular experiência hiperinflacionária<sup>2</sup> e de endividamento, sobretudo doméstico, e seus incidentes. São inúmeras as possibilidades quando se consideram as sequelas institucionais da hiperinflação e de sucessivos eventos de *default* no âmbito de reformas monetárias, congelamentos de preço e mesmo fora do contexto de planos econômicos. A ênfase deste ensaio reside em um velho conceito, o *crowding out*, um desses temas canônicos em macroeconomia, normalmente ensinado nos cursos introdutórios à disciplina – às vezes como uma curiosidade talvez extinta, como a “armadilha da liquidez” (depois redescoberta em associação às crises bancárias, como a do Japão nos anos 1990 e a de 2008 e ao chamado *quantitative easing*) - e que parece simples demais para explicar um problema tão complexo e que nos persegue há tantos anos. A definição de Olivier Blanchard (2000, p. 728) para *crowding out*, conforme verbete de sua autoria para o dicionário Palgrave, amplia bastante o escopo do problema, talvez mesmo em demasia: “todas as coisas que podem dar errado quando políticas fiscais financiadas por endividamento são usadas para afetar o PIB”. No caso mais simples, e abstraindo a situação de pleno emprego, o *crowding out* consiste no fato de parte dos efeitos multiplicadores de uma expansão fiscal (sobretudo partes relevantes à demanda do setor privado) ser consumida pelos efeitos contracionistas decorrentes do financiamento da dívida, de modo que tanto mais sensível for a demanda por moeda ao juro nominal, e deve ser bastante num país com traumas inflacionários, mais amortecido será o efeito de uma expansão fiscal sobre a demanda agregada. Como diz Blanchard: “mesmo nas melhores circunstâncias” vai sempre haver “um *crowding out* parcial de algum componente de demanda privada” (p. 730). Mas e nas piores circunstâncias? Ou seja, e nos países onde o gasto público é cronicamente excessivo, onde há uma longa tradição de

---

<sup>1</sup> Preparado para o seminário “A taxa de juros no Brasil” promovido pelo CLP – Centro de Liderança Pública, e pela Casa do Saber em 13 de junho de 2011. Sobretudo na seção 2, o ensaio usa extensamente material desenvolvido originalmente em Franco (2006), porém com as devidas atualizações. Com as restrições de praxe o autor agradece genericamente aos participantes do debate, e especialmente a Edmar Bacha, Otavio de Barros e a Evandro G. Buccini, por comentários e sugestões.

<sup>2</sup> Arida *et al.* (2005), Gonçalves *et al.* (2007) e Bacha *et al.* (2007), exploraram a influência de fraquezas institucionais do ambiente do crédito, embora com resultados empíricos não muito robustos. Os impactos na nova lei de falências também estariam a apontar para a mesma direção. Ver também Bacha (2010).

ativismo keynesiano, clientelismo político, descontrole e mesmo irresponsabilidade? E onde há, além disso, dificuldades em se financiar a dívida pública, mercê de um histórico ruim, possivelmente cabendo na síndrome que Reinhart & Rogoff (2009) definiram como *debt intolerance*? Não parece claro que as condições brasileiras são particularmente propícias para o fenômeno do *crowding out*?

Uma definição “abrasileirada” para *crowding out*, e que pode ter o condão de tornar o fenômeno mais familiar, poderia ser algo como um “conflito distributivo” entre setor público e setor privado, onde este não consegue vencer a competição pela poupança nacional, ou pela parcela que gostaria de ocupar da demanda agregada. Essa linguagem foi muito usada no passado para se buscar uma associação de inspiração marxista, ou ao menos kaleckiana, entre luta de classes e inflação, disso resultando um certo fatalismo quanto à inflação, que seria um fato da vida, uma inevitabilidade própria ao capitalismo periférico, e jamais uma criatura de um governo irresponsável vivendo além de seus próprios meios. A ideia de que o drama fiscal brasileiro era o elemento *causador* da hiperinflação, por óbvia que possa parecer *a posteriori*, somente se transformou num diagnóstico oficial e em medidas objetivas de ajuste que formaram a base de uma política de estabilização, em 1994 com o Plano Real.

Naquela altura havia imensa dificuldade em se estabelecer que a hiperinflação era causada pelo problema fiscal: “por que o Brasil teve uma inflação superior a 1.000% ao ano em 1992, se o déficit do setor público não foi tão grande assim (de 1,7% do PIB, no conceito operacional?)”, perguntava retoricamente Bacha (1988, p. 5). De fato, eram muitos<sup>3</sup> a argumentar que *não havia problema fiscal*, ou seja, era como se tivéssemos uma febre sem infecção. O fato é que a aparente inexistência de indicadores a revelar o tamanho e a natureza do desequilíbrio fiscal era e continua sendo, em si, um paradoxo e um desafio, ou, alternativamente, uma forma elaborada e coletiva de auto-engano. Por não se enxergar a bactéria nos exames conhecidos, acreditava-se que havia algo errado não com o organismo, mas com a febre. Formularam-se, assim, “teorias” sobre o “caráter inercial” da inflação, que pareciam consistentes com um “efeito sem causa”, eis que a inflação era apenas uma criatura auto-regressiva, vale dizer um fenômeno que se alimentava de si mesmo, o passado sempre se reproduzindo de forma ampliada para o presente, sem que houvesse mais a necessidade de um “impulso primordial”, qualquer que fosse, para iniciar e manter elevada a inflação. Em vez de se tomar a correção monetária como equivalente à ação dos “anticorpos” que defendiam o organismo econômico da invasão de bactérias, a *indexação era confundida com a infecção*, e assim os planos de estabilização heterodoxos atacaram o sistema imunológico (a indexação) e não a infecção (o desequilíbrio fiscal), obviamente fracassando.

A correta identificação do tamanho do problema fiscal era muito prejudicada pela endogenia, ou pela dupla causalidade entre as finanças públicas e a inflação. Esta tinha efeito sobre

---

<sup>3</sup> E Bacha não estava entre eles, conforme documenta seu “O fisco e a inflação” (1994).

aquelas, prejudicando a visibilidade do nexos convencional de causação do descontrole fiscal para a inflação, em pelo menos três áreas: (i) a sub-indexação das dotações orçamentárias, que eram fortemente erodidas pela aceleração da inflação; (ii) o chamado “efeito Tanzi”, ou o impacto da inflação sobre o valor real da arrecadação de impostos; e (iii) a dinâmica de “arrecadação” do “imposto inflacionário”, ou seja, a receita auferida pelo governo decorrente da pintura de papéis coloridos e seu uso por valor superior ao custo de produção. Quando se considera o equilíbrio da economia numa situação de inflação muito elevada, onde o déficit público já foi bastante diminuído pela inflação<sup>4</sup>, e trazido a um nível onde era financiado pelo “imposto inflacionário”, não se tinha noção do que se chamou de “déficit potencial”, ou *o desequilíbrio nas contas públicas que haveria caso a inflação fosse baixa*.<sup>5</sup> Nesse contexto, a inflação servia para “reprimir” o desequilíbrio fiscal original, aquele que apareceria quando a inflação era nula, e disso se segue que *sempre haveria um nível de inflação suficientemente alto para eliminar o déficit*, ou, ao menos, trazê-lo para um valor consistente com as receitas do chamado “imposto inflacionário”. Este era um dos *insights* básicos a inspirar as políticas fiscais implementadas por ocasião do Plano Real, pois aí já tínhamos uma explicação para o fato sabidamente paradoxal de as estatísticas mostrarem um desequilíbrio fiscal relativamente modesto. Com efeito, o que era observado nas estatísticas era o resultado do contingenciamento, e dos efeitos da própria inflação sobre dotações orçamentárias não indexadas e sobre os impostos. As estatísticas mostravam, na verdade, os fatos acabados, o campo de batalha *depois* que as ações tiveram lugar, e não a batalha em si; era o retrato da dificuldade em se ilustrar a relação convencional entre inflação e déficit público.

Pois bem, anos depois, uma vez vencida a hiperinflação e tendo ficado para trás o mecanismo pelo qual a inflação reduzia o déficit fiscal, cabe perguntar o que restou afinal do *déficit potencial*, ou do impulso original e causador da hiperinflação? Tivemos realmente sucesso em melhorar *radicalmente* os “fundamentos fiscais” da economia? Se o sucesso foi apenas parcial, o que restou do problema original? Terá se transformado em endividamento, e agora permanece oculto pelo suposto automatismo na rolagem da dívida?

Há pelo menos três hipóteses a explorar com o intuito de se responder esta pergunta: (i) o desequilíbrio fiscal original foi efetivamente reduzido, sobretudo pela via do aumento da carga tributária; (ii) a importância do contingenciamento (a não execução discricionária de despesas autorizadas) foi consideravelmente aumentada; e (iii) o desequilíbrio remanescente é financiado por dívida pública, para a rolagem da qual, nos níveis elevados onde se encontra, e considerando a disposição do público em carregar títulos públicos, a taxa de juros precisa permanecer extremamente elevada, como é característico das situações de *crowding out*.

---

<sup>4</sup> A experiência demonstra amplamente que indexação do sistema tributário era muito mais avançada do que aquela que incidia sobre a execução do orçamento público, de modo que a inflação afetava muito mais fortemente o valor real das dotações orçamentárias que o valor real da arrecadação de tributos. Assim, *ceteris paribus*, a inflação fazia cair o valor real do déficit público.

<sup>5</sup> Cf. Bacha (1994 e 1988), Franco (1995, caps. 8-10 e 2005), utilizando o trabalho de Guardia (1992).

A carga tributária, com efeito, experimentou um aumento muito significativo: como percentagem do PIB fomos de cerca de 25% em média para 1991-93 para algo próximo dos 40% em nossos dias. Não obstante, o gasto primário do governo federal continuou aumentando durante todos esses anos, e o governo federal perdeu as receitas do “imposto inflacionário”<sup>6</sup>. É mais difícil documentar o crescimento de importância do contingenciamento como instrumento básico de controle da despesa pública, mas não creio que os especialistas no assunto hesitem em admitir que este é o mecanismo que ocupa papel central na condução da política fiscal brasileira. E como não temos como aferir o “tamanho” ou a “intensidade” do contingenciamento – uma atualização do trabalho pioneiro de Guardia (1992) seria especialmente bem vinda neste momento – não se sabe ao certo o tamanho do *deficit potencial*, ou do desequilíbrio que haveria na ausência de repressão fiscal<sup>7</sup>.

A hipótese deste trabalho é a de que *ainda vivemos* um grande desequilíbrio fiscal, que precisamos entender num sentido amplo, compreendendo a dívida pública, para cuja “acomodação”, ou rolagem contínua tal qual fosse constituída apenas de *pertetuidades*, contribui a taxa de juros elevada, de modo semelhante ao que, no passado, fazia a própria inflação. Antes tributávamos o pobre, o ausente nas composições políticas, os sem-voz, os não alcançados pela correção monetária. Agora penhoramos o nosso futuro, ou tributamos as futuras gerações, através do endividamento, e com isso elevamos o “preço do amanhã”, os termos de troca entre o presente e o futuro, a fim de se sustentar um gasto público maior do que os contribuintes de hoje estariam dispostos a bancar. Se é válida a chamada “equivalência ricardiana” segundo a qual a dívida de hoje são os impostos do futuro, estamos assistindo uma tentativa de os contribuintes de hoje transferirem para os de futuras gerações o ônus de um nível de consumo do governo superior ao que seria possível sustentar com os impostos de hoje. O centro do problema fiscal nos dias de hoje parece, portanto, relacionado à dívida pública e particularmente aos custos inerentes à manutenção de um mercado cativo para a dívida pública doméstica, que a sustenta em um nível bem maior do que os residentes no Brasil gostariam de carregar a juros em níveis internacionais. Esta é a tese central a ser desenvolvida neste ensaio.

Para tanto, o problema da métrica adequada para o déficit das contas públicas continua muito vivo, em especial no que concerne à relação entre o déficit e a dívida pública; na seção 1, procura-se em primeiro lugar estabelecer o papel da política monetária na determinação da taxa de juros em associação com o mecanismo conhecido como “regra de Taylor”, e em seguida, retomar a

---

<sup>6</sup> Houve um ganho substancial de receita de “senhoriagem” decorrente da estabilização e do processo de “remonetização” da economia, ou do aumento da demanda por moeda decorrente da queda na inflação. Porém, o efeito ficaria restrito aos primeiros anos da estabilização.

<sup>7</sup> Guardia (1992) mostrou que, nos exercícios de 1990-92, a taxa média de execução de gastos orçados flutuou entre 50% e 57%, o que trazia duas importantes conclusões: (i) considerando que não havia contingenciamento para salários, benefícios e juros, pois essas despesas não comportavam atrasos, a taxa de contingenciamento *para o restante* do gasto corrente era extraordinária, talvez superior a 80%; e (ii) o gasto público *desejado*, como base no qual se poderia pensar no *deficit* potencial, a julgar pelo que está no OGU (Orçamento Geral da União) era da ordem do dobro do efetivamente executado.

discussão sobre o tamanho do problema fiscal brasileiro, considerando em detalhe a questão das necessidades de financiamento do governo vista de forma ampla e em perspectiva comparativa. Na seção 2, tratamos mais diretamente, porém apenas em grandes linhas, os elementos essenciais das mudanças que podem ser contempladas em algumas frentes da ação onde existem obstáculos para a queda significativa da taxa de juros.

## **I. O *crowding out* ou as causas “fundamentais” para os juros altos**

### I.1. Política monetária e juros

Antes de voltar as atenções para a natureza e forma do problema fiscal brasileiro, valem algumas observações preliminares sobre o papel da política monetária na formação da taxa de juros brasileira. Não são poucos a atribuir os juros altos brasileiros à “ortodoxia” do Banco Central e ao sistema de metas de inflação em particular. Nesse contexto, o argumento segundo o qual não seria necessária uma taxa de juros tão escandalosamente grande para combater uma inflação tão pequena merece um comentário técnico. Esta “crítica” em muito se assemelha à que se fazia no passado às políticas de estabilização convencionais no combate a inflações elevadas, pois estas trabalhavam com movimentos “ao longo da curva de Phillips”, o que seria inexequível e excessivamente custoso para a sociedade. O argumento era o de que o combate às inflações elevadas tinha que envolver necessariamente algum “deslocamento” do *trade-off* via “políticas de rendas”, choques expectacionais, congelamentos, desindexações ou quaisquer eventos que coordenassem expectativas ou subtraíssem a “inércia” do sistema. De forma análoga, no Brasil de nossos dias, trata-se de pensar em um “deslocamento” da curva conhecida como “regra de Taylor”, que relaciona a taxa de juros ao hiato do produto e à diferença entre a inflação corrente e a meta, e não de um movimento “ao longo da curva”. Na formulação original do próprio John Taylor a “regra” de determinação da taxa de juros contém um termo que tem a característica de uma constante nas equações que a estimam e que representa a “taxa de juros de equilíbrio de longo prazo”, o que quer que isso signifique. Embora essa variável possa passar despercebida como constante em países desenvolvidos, isso parece bem menos adequado para o Brasil, em primeiro lugar em vista de estimativas econométricas que chegam a valores entre 7,7% e 10% para esta “taxa de juros neutra” ou “taxa de juros *real* de longo prazo”<sup>8</sup>, números que em hipótese alguma deveriam ser considerados normais. E em segundo lugar porque o efetivo comportamento da taxa de juros revela uma clara tendência de queda da “constante”, a despeito das oscilações determinadas pela operação do sistema de metas, sugerindo a existência de outros fatores, ou de um outro teatro de operações onde vem sendo trabalhado o problema da “taxa de juros *real* de longo prazo”.

---

<sup>8</sup> Soares & Hollanda (2006) encontram valores entre 8% e 10% e Carvalho & Minella (2011, p. 214) encontram o valor de 7,7% para a taxa de juros real de equilíbrio.

Desde quando o país migrou, cinco anos depois da estabilização, para a “tríade virtuosa” – superávit primário, metas de inflação e câmbio flutuante – parece se estabelecer a opinião que chegamos à uma situação de “normalidade” refletindo talvez uma certa fadiga com relação às reformas e às mudanças ocorridas durante os primeiros cinco anos de vida da nova moeda. O apelo à normalidade era importante para afastar esquisitices e ideias heterodoxas, sobretudo depois de 2002, mas aceitar essa nova normalidade como uma espécie de “fim da História” era admitir que nada havia de patológico em juros reais enormes para taxas básicas de juros para empréstimos de um dia lastreados no ativo sem risco, para não falar das taxas de juros praticadas pelos bancos, que embutiam *spreads* ainda mais impressionantes.

Na mesma linha, ao se trabalhar com o superávit primário como única variável fiscal relevante para a condução da política macroeconômica do país, ocultava-se quaisquer outras considerações fiscais, sobretudo aquelas ligadas à dívida pública, talvez com isso atirando fora o bebê com a água do banho, pois era razoável pensar que estivesse nos assuntos relativos à dívida pública a causa para os juros altos no Brasil. Infelizmente, portanto, prevaleceu, especialmente depois de 2002, a sensação de que o país não tinha mais problemas fiscais sérios, que os juros *não* estavam em níveis absurdamente altos para qualquer padrão internacional (e portanto podíamos praticar metas de inflação como qualquer pequeno país europeu), e que não havia mais agendas regulatórias ou inovações a cogitar no terreno cambial. Não deve haver dúvida que a ideia que a “tríade virtuosa” esgotava o que havia para se fazer no terreno macroeconômico resultou em paralisar qualquer reflexão reformista que tivesse a taxa de juros como objeto, notadamente durante o governo Lula, face ao isolamento em que permaneceu a Autoridade Monetária. Havia considerável e justificável hesitação nos círculos profissionais especializados em reconhecer que a taxa de juros elevada era, *em si*, um problema sério, pois havia o perigo de que esse diagnóstico soasse como uma crítica genérica ao Banco Central e, em particular, ao regime de metas de inflação, criando desse modo um alinhamento indesejado com os críticos das políticas de corte convencional.

Isso tudo não obstante, é claro que diversos assuntos permaneceram inacabados. No terreno fiscal em particular, faz mais sentido imaginar que a infecção original, a que causou a hiperinflação, foi reduzida, mas não eliminada, e que os mesmos micróbios ainda existem, seguramente menores, mas provavelmente de uma espécie mutante, mais resistente, cujos sintomas não se manifestam mais na hiperinflação aberta, e sim nos juros excessivamente elevados. O organismo estava modificado, mais saudável, mas ainda sujeito a uma patologia que sustenta uma sintomatologia incômoda: os maiores juros do mundo. Parece claro que houve certa indulgência com esse problema, possivelmente em razão da crença de que, na vigência da estabilidade de preços a anomalia se esgotaria sozinha e gradualmente no decorrer do tempo. Não era uma hipótese despropositada, pois a noção de que havia problemas fiscais mantinha um fluxo constante de ações fiscais na direção correta. Embora tenha havido significativa redução dos juros reais

depois de 1999, em decorrência de uma filosofia fiscal de contenção, o problema não foi eliminado, permanece muito sério e está a merecer um tratamento direto, especialmente depois da crise de 2008 que pareceu modificar para pior a política fiscal.

Por último, resta observar que as mesmas razões que explicam o fato de os juros básicos serem os maiores do mundo também servem para se explicar os juros praticados pelos bancos, ou o elevado *spread* bancário praticado no Brasil. Vale mencionar este assunto no contexto da política monetária face à recente proeminência que vieram ter as chamadas medidas “macroprudenciais”. Argumenta-se que os juros básicos são altos em razão de um processo de *crowding out* em cujo centro está uma combinação especialmente perversa de déficits e dívidas do governo. Nem sempre se observa que, em vista da ampla e prolongada exposição do organismo econômico ao “acionamento” da poupança disponível em benefício do financiamento do governo, desenvolveram-se diversos mecanismos de natureza regulatória (como os das “exigibilidades”, “direcionamentos” e sistemas de poupança compulsória) cuja natureza é essencialmente fiscal e apenas reforçam o processo de *crowding out*. Os depósitos compulsórios, anormalmente altos no Brasil, “direcionamentos de crédito” tipicamente brasileiros e mecanismos de “poupança compulsória” também muito caracteristicamente nossos, como no caso dos recursos que fluem para o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), via o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), e refluem seletivamente para a economia com juros “subsidiados”, não podem deixar de ser compreendidos como instrumentos de financiamento do governo (isto é, de políticas públicas de interesse do governo) ou de disputa de recursos com o setor privado em um contexto de dominância fiscal. Mais recentemente, os requisitos de capital fixados no contexto dos Acordos de Basileia se somaram a essas imposições sobre os bancos, que erroneamente eram justificadas como medidas de política monetária, vindo a compor um novo e mais respeitável conjunto: as medidas macroprudenciais. O *insight* surgido depois da crise de 2008, segundo o qual as exigibilidades de capital deveriam se mover de acordo com o ciclo econômico criou um interesse internacional em medidas regulatórias que tivessem natureza (contra) cíclica e com isso velhos dispositivos antigamente pertencentes à categoria das medidas de “repressão financeira” passaram a fazer parte de outro clube, de frequência bastante mais nobre, e com isso nossos compulsórios e direcionamentos contam agora com uma cortina de fumaça protetora de que não dispunham no passado. Por isso mesmo o episódio recente de ampliação de medidas macroprudenciais, de que resultou o aumento nos *spreads* praticados, deve ser visto com cautela.

## I.2. Métricas para o problema fiscal brasileiro

A discussão sobre os métodos de aferição da situação fiscal brasileira conheceu várias fases, em muito relacionadas com as agendas de momentos históricos específicos. Por diversas razões o

superávit primário se tornou o indicador básico da política fiscal, sobretudo depois de 1999, e o fato é que, mais uma vez, as condições mudaram, e existe certa confusão conceitual sobre se temos realmente ou não um problema fiscal, as autoridades alegam que o Brasil está entre os países de melhor situação fiscal entre os do G-20, mas muita coisa fica fora do já popularizado conceito de *a economia que o governo faz para pagar juros*, sem falar em artifícios para excluir investimentos feitos com triangulações envolvendo o BNDES dentre outras miudezas. Vale lembrar as razões pelas quais as variáveis ligadas à dívida pública - amortizações e juros - foram excluídas da conta e de muita consideração. As amortizações foram relegadas ao “debaixo da linha”, como se não fossem despesas, por razões fáceis de entender e pertinentes à hiperinflação. Suponha, por exemplo, que a dívida interna fosse equivalente a 20% do PIB e toda ela tivesse prazo de um dia (ou fosse rolada integralmente no *overnight* a cada dia útil). Situação não muito distante da que vigorava na época da hiperinflação. Nessas curiosas circunstâncias, as despesas com amortizações a cada ano teriam como ordem de grandeza 252 (número de dias úteis) vezes 20% do PIB, ou seja, algo como 50 vezes o PIB a cada ano. O absurdo desses números resultou em que a chamada “rolagem” da dívida pública passou a fazer parte das contas de financiamento no “abaixo da linha” em vez de pertencer à despesa corrente, ou simplesmente merecer consideração explícita através da divulgação regular das *necessidades de financiamento do setor público, no conceito bruto* (NFSPB), como é tecnicamente designado o conceito mais amplo de déficit público. O fato é que, diante de uma situação excepcional, começamos a tratar a dívida pública doméstica como se fosse inteiramente composta de *perpetuities*, ainda que, na prática, fosse exatamente o contrário.

Pois bem, feito este primeiro ajuste na contabilidade pública, ou nos instrumentos de diagnóstico do problema fiscal, os déficits públicos calculados para o período 1985-94, no conceito mais amplo – conhecido como “déficit nominal” - ficariam na faixa de 40% do PIB<sup>9</sup>, um número que talvez fizesse sentido se alguém estivesse propenso a buscar os sinais habituais de existência de inflação elevada. Numa primeira observação, estaria assim estabelecida a causalidade entre desequilíbrio fiscal e hiperinflação. Porém, sobreveio um poderoso argumento contrário ao uso desse raciocínio: como a maior parte da despesa com o pagamento de juros era “meramente” correção monetária, de tal sorte que era uma despesa *provocada* pela inflação, e tanto maior quanto maior a inflação, não se podia tomar como causa o que, por definição, era consequência. Alastrou-se, então, o ponto de vista segundo o qual essas despesas também deveriam ser deduzidas do cálculo do “verdadeiro” problema fiscal. O número resultante dessa dedução ficou conhecido como “déficit operacional”, que ainda incluiria a “parte real” da despesa com juros, cuja eliminação era o último passo para se chegar ao “déficit primário”, que com todas essas alterações já se transformava em “superávit primário”.

---

<sup>9</sup> Precisamente 42,02% do PIB para 1985-89 e 38,78% para 1990-94, segundo dados do Banco Central do Brasil.



Em tempo, em 1885-89 o superávit primário foi de 0,48% do PIB e em 1990-94 de 3,85%. Como era possível que os números fiscais da hiperinflação se parecessem com os de hoje? Parece claro, portanto, que nos ajustes metodológicos acima descritos alguma coisa foi perdida, provavelmente relacionada com a dívida pública, sem a qual o assunto das causas dos juros altos ficava sem explicação, para não falar da própria hiperinflação. No que segue, vamos procurar fazer o caminho de volta nesses ajustes com o intuito de ver onde isto nos leva, e a dinâmica da dívida, um assunto que ficou fora de moda um bom tempo, estaria a merecer uma nova visita.

Desde quando abandonamos o conceito de NFSPB, e exilamos as amortizações da dívida pública doméstica para o “debaixo da linha”, a dinâmica da dívida doméstica desapareceu das cogitações das autoridades. Números que pareceriam assustadores para a NFSPB deixaram de ser divulgados, e firmou-se a ideia que a rolagem da dívida interna podia ser *taken for granted* (“dívida não se paga, se rola”), a despeito de o assunto ter sido sempre um ponto de tensão com observadores estrangeiros. Por que era tão fácil e automático rolar a dívida interna? Por que os credores sempre aceitavam a rolagem a despeito do péssimo *track record* do governo federal no tocante à sua dívida interna? Não deveria haver mais resistência dos credores em emprestar para este mau devedor? Ou algo como a síndrome de *debt intolerance* descrita por Reinhart & Rogoff (2009)? A pergunta era e continua sendo pertinente, pois o mesmo automatismo definitivamente não valia para a dívida externa, para a qual se observava um rito bastante convencional de vencimentos e novas emissões, e muita dificuldade em se estabelecer a presença brasileira em mercados internacionais. É claro que havia algo de singular com a dívida interna, que funcionava como uma “quase-moeda” indexada destinada a evitar a emigração da riqueza financeira da economia, e que encontrava uma espécie de *mercado cativo* que a absorvia sem maiores problemas, e sem que houvesse qualquer cogitação sobre o custo de manutenção desse sistema.

É preciso, portanto, retroagir a conceitos amplos de déficit público e refletir sobre sua funcionalidade assim como observar os paradigmas internacionais e a comparabilidade dos dados brasileiros com os de outros países. Na verdade os eventos recentes no tocante às dificuldades fiscais, e especialmente de rolagens de dívidas, para o grupo de países designados como PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha), bem como as vicissitudes fiscais dos EUA e Japão, trouxeram novas luzes sobre as métricas fiscais sobretudo as relacionadas à relação entre dívidas elevadas, sua sustentabilidade e déficits correntes.

A Tabela 1 abaixo mostra os números para NFSPB para um amplo conjunto de países emergentes e desenvolvidos para 2007 e projeções para 2011 do *staff* do FMI.

TABELA 1

**Necessidades de financiamento do setor público, no conceito bruto, diversos países, para 2007 e projeções para 2011 (% do PIB)**

	2007			2010	2011		
	dívida	deficit	total	PIB	dívida	deficit	total
	vencendo	nominal	NFSP		vencendo	nominal	NFSP
Japão	23,8	2,4	26,2	5.498	45,8	10,0	55,8
EUA	13,8	2,7	16,5	14.582	18,0	10,8	28,8
Paquistão	16,6	5,9	22,5	175	19,1	5,0	24,1
Grécia	13,0	6,7	19,7	305	16,6	7,4	24,0
Italia	18,3	1,5	19,8	2.051	18,5	4,3	22,8
Bélgica	10,0	0,3	10,3	468	18,5	3,9	22,4
Portugal	15,0	2,8	17,8	229	16,0	5,6	21,6
PIIGS - average	10,4	1,8	12,2	839	15,9	5,6	21,5
França	7,0	2,7	9,7	2.560	14,6	5,8	20,4
Espanha	0,6	(1,9)	(1,3)	1.407	13,1	6,2	19,3
Brasil	17,7	2,7	20,4	2.088	16,9	2,4	19,3
Irlanda	4,9	(0,1)	4,8	204	8,7	10,8	19,5
Reino Unido	8,0	2,7	10,7	2.246	7,1	8,6	15,7
Filipinas	8,4	1,5	9,9	200	12,3	3,3	15,6
Finlândia	3,4	(5,2)	(1,8)	239	10,0	1,2	11,2
Alemanha	2,3	(0,2)	2,1	3.310	9,1	2,3	11,4
Australia	1,0	(1,5)	(0,5)	925	2,0	2,5	4,5
		média	11,7	37.325		média	21,1
		total \$	<b>4.368</b>			total \$	<b>7.857</b>

Fonte: IMF (2011, p. 32, *passim*)

O Gráfico 1 mostra dados para as NFSP para 2011 ordenadas pela gravidade, e revelando números chocantes para Japão e EUA, números que revelam o processo de exaustão fiscal a que estão sujeitos esses países, agora “destituídos” tanto de política monetária e fiscal, circunstância que está na raiz das turbulências recentes nos mercados financeiros internacionais, sobretudo as que se seguiram ao *downgrade* da dívida de longo prazo dos EUA pela Standard & Poors. A nova crise, ou o novo desdobramento fiscal da crise de 2008, não é nosso assunto aqui exceto pelo fato de que os temas fiscais vieram para o centro das atenções internacionais e dessa forma permitem um olhar em perspectiva para os números brasileiros, que aparecem em certo destaque na tabela. Em 2007 o Brasil exibiu o pior número para o conjunto dos países emergentes, e em 2011 o número continua muito parecido, em torno de 20% do PIB, agora o segundo pior dentre os países emergentes da amostra, apenas atrás do Paquistão. Os números são bastante elevados, mas nada surpreendentes para países com a dívida bruta na faixa de 70% do PIB<sup>10</sup> com prazo médio na casa dos 3 ou 4 anos, como é o nosso caso nos dias de hoje; faz todo sentido pensar, nessas circunstâncias, que rolagens da ordem de 20% do PIB ocorram a cada ano. O número é impressionante, pois em tese, a colocação ou rolagem em mercado de dívida pública dessa ordem cotidianamente não é tarefa trivial. Para países emergentes com mercados de capitais geralmente limitados, rolagens dessa grandeza devem envolver ou grande pacotes de financiamento externo no

<sup>10</sup> Cf. Pellegrini (2011, p. 11).

âmbito de programas com o FMI, ou arranjos institucionais e regulatórios locais singulares, como é o caso da dívida interna brasileira e também do que se passa, embora numa outra escala, no Japão.

O fato é que a Tabela 1 traz uma comparação reveladora: *as NFSPB para o Brasil estão na mesma faixa dos valores para Grécia, Itália, Bélgica, Portugal, Espanha e Irlanda*. O fato de Japão, Estados Unidos, França e Inglaterra também exibirem números semelhantes, e mesmo espetaculares como é o caso do Japão, poderia oferecer alguma alento ao ensejar perguntas sobre a normalidade nesse contexto. Mas, na verdade, tem-se aí um fenômeno já bastante conhecido, a capacidade dos mercados de capitais nacionais e internacionais de absorver altos níveis de déficits e dívidas de países com classificação de risco superior, *track record* perfeito em matéria de cumprimento de obrigações e emissores de moedas internacionais de reserva (ou detentores do que se tem sido chamado de *privilégio exorbitante*), é bastante diferente daquela que se observa para países emergentes<sup>11</sup>. Os níveis médios de endividamento de países avançados devem ficar em torno de 100% do PIB nos próximos anos enquanto que os países emergentes manterão uma média mais próxima de 30% do que de 40% do PIB. Antes da crise, os números eram da ordem de 70% para os países avançados e de 40% para países emergentes<sup>12</sup>.

Portanto, os números elevados para esses países não têm nenhum significado, nem oferecem nenhum alibi para o Brasil. Já os outros países desenvolvidos do “pelotão intermediário” e com números semelhantes ao Brasil, estão passando dificuldades sérias *principalmente decorrentes da rolagem de suas dívidas*. O valor médio para as NFSPB para o grupo conhecido como PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha), para 2011, de acordo com a Tabela 1, e ponderada pelos respectivos PIBs (para 2010) é de 21,5%, levemente superior ao número brasileiro, 19,3%.

A comparação com os PIIGS pode ser levada mais adiante: os déficits nominais e os níveis de endividamento para o grupo são certamente maiores do que se tem no Brasil, e não é verdade que todo o problema dos PIIGS deriva da crise bancária, como a situação das finanças gregas deixa abundantemente claro. Mas o Brasil se destaca pela magnitude da taxa de juros, que faz com que as despesas com juros sejam da ordem de 6% do PIB ou mais, em contraste com o que se observa mesmo nos PIIGS. Outra particularidade brasileira é a absoluta segregação entre dívida externa e interna: na verdade, a dívida externa do setor público é negativa e da ordem de 10% do PIB na posição de abril de 2011, de modo que o problema da dívida foi totalmente *nacionalizado*.

Em resumo, os indicadores da Tabela 1 fornecem uma métrica de nossa situação fiscal, imperfeita e enviesada como de resto todas são, e cujo principal “defeito”, ou virtude, dependendo da ênfase de quem o utiliza, é captar a “baixa qualidade” ou o prazo excessivamente curto da dívida, ou ainda os processos pelos quais rolagens tão grandes ocorrem de forma relativamente tranquila no decorrer do tempo, fato que não pode deixar de chamar a atenção. Com efeito, há

---

<sup>11</sup> Ver, por exemplo, Reinhart & Rogoff (2009, pp. 27-30) e Eichengreen (2010).

<sup>12</sup> IMF (2011, p. 19).

décadas que as autoridades brasileiras se dedicam a *tranquilizar* os investidores internacionais e analistas “novatos” quanto aos riscos de rolagem da dívida pública interna no *overnight* que frequentemente leva esses analistas a imaginar que estamos na iminência de colapso. Em essência, portanto, a rolagem da dívida pública não representa problema graças ao fato de que praticamente toda a dívida é doméstica (as reservas no BC são maiores que a dívida externa pública) e ao fato de que a rolagem há anos tem lugar num ambiente semi-cativo onde o principal comprador é a indústria de fundos, que carrega algo como R\$ 1,0 trilhão em títulos públicos e operações compromissadas em fundos com liquidez diária. Por precário que pareça ao observador estrangeiro, o sistema é robusto, aguentou turbulências no passado, e não vamos ter problemas com rolagens *ao menos enquanto os nossos juros continuarem sendo os maiores do mundo*.

Mas e o custo dessa segurança? O que aconteceria se a taxa SELIC caísse muito significativamente, para um nível “normal”, como se espera que vá ocorrer no futuro?

Teríamos, inevitavelmente, uma migração de recursos para outros ativos, as rolagens ficariam mais difíceis e o Tesouro teria problemas de caixa, especialmente se tiver que amortizar parcelas significativas da dívida que vence. A situação fiscal teria que estar muito melhor para que se pudesse reduzir os juros de forma relevante sem criar problemas sérios com a dívida pública. É fácil concluir que não se pode reduzir a taxa de juros abaixo de certo limite sem prejudicar o mercado semi-cativo no âmbito do qual temos conseguido manter em circulação durante anos a fio uma dívida relativamente grande e portanto, uma política fiscal mais frouxa que o ideal.

Esta é uma forma elegante de explicar a razão pela qual o Brasil é o campeão mundial de juros: é o preço que pagamos para manter nas mãos de brasileiros que aprenderam a desconfiar do governo um volume de títulos que eles talvez não quisessem manter a juros considerados normais e a prazos que não fossem diários. É o preço que pagamos pela desordem na política fiscal que, felizmente, não é tão grande para trazer de volta a hiperinflação, mas não é pequena o suficiente para que tenhamos juros normais.

## II. O redesenho do *overnight*, fundos e crédito direcionado

Ao falar em “a taxa de juros” e, em particular, em “taxa básica”, não devemos perder de vista que abordamos os “termos de troca” entre o presente e o futuro, de tal modo que se trata, no mínimo, de um ponto em uma curva ou de um elemento de um complexo de taxas. Embora a taxa Selic, a nossa “taxa básica de juros”, seja de importância central para a chamada estrutura a termo das taxas de juros e também para o custo do crédito e do capital de forma mais genérica, e aí intermediada pelo *spread* bancário, não se pode falar de uma relação simples ou linear que ligue todos esses conceitos. Com efeito, em condições normais, o modo como a taxa básica afeta a estrutura a termo é um dos temas mais importantes do quesito “canais de transmissão” da política monetária.

No Brasil, todavia, há pouca clareza sobre a estrutura a termo da taxa de juros, pois ocorre um curioso fenômeno por meio do qual as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), títulos indexados pela taxa Selic, produzem o *crowding out* dos demais tipos de títulos do Tesouro, à exceção dos pré-fixados curtos, que não se distinguem delas com muita clareza. A concentração da dívida pública em LFTs, as práticas do Banco Central referentes à mecânica de suas operações de mercado aberto e o pouco interesse, ou dificuldade, do Tesouro em construir curvas longas em vários indexadores têm resultado em dificultar o acesso ao mercado de capitais para os instrumentos de dívida privada de maior duração. Nada mais característico do *crowding out*. Não deve haver dúvida de que as LFTs estabelecem uma competição desleal para os interessados em oferecer instrumentos privados mais longos, uma vez que estes são forçados a pagar prêmios significativos sobre taxas já extremamente elevadas para empréstimos lastreados em títulos públicos – o ativo sem risco do sistema – para prazos de um dia. Se o Tesouro toma emprestado a taxas reais elevadas por um dia, como a empresa privada pode se alavancar para prazos consistentes com projetos de expansão da capacidade produtiva a custos razoáveis? Sem dúvida, trata-se aí de uma variedade extra-forte de *crowding out*, dificilmente encontrada em outros lugares, e da qual se pode escapar apenas mediante o enquadramento nos cânones seletivos do BNDES.

De fato, o prolongamento dessa situação durante anos a fio teve como consequência a moldagem de instituições e mercados de diversas maneiras singulares. Um dos aspectos mais fascinantes e difíceis deste estado de coisas tem a ver com os riscos de intermediação entre os desejos do Tesouro e do público poupador. A instabilidade macroeconômica, os planos econômicos e a experiência de tratamento “descasado” de ativos e passivos no contexto do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) criaram muitas tensões nos bancos intermediários e distribuidores das LFTs e/ou outros títulos com garantia de financiamento no *overnight*. Tendo em vista a conveniência sistêmica de *retirar esses riscos dos balanços dos bancos*, floresceu uma pujante indústria de fundos mútuos apartados dessas instituições, mas ao mesmo tempo

preponderantemente patrocinados por elas, com os objetivos de carregar a dívida pública, fragmentar a tarefa em fundos individuais, *tal qual depósitos à vista remunerados*, pois têm liquidez diária na cota, e retirar o risco de crédito ou de preço do intermediário (banco ou gestor), entregando-o integralmente aos cotistas de tais fundos. O patrimônio desses fundos alcançou pouco mais de R\$ 1,6 trilhão, cerca de 44% do PIB, dos quais parcela preponderante investida em títulos públicos.

É claro, portanto, que se criou *uma dependência mútua entre o Tesouro e a indústria de fundos* e que é exatamente nesse sentido que se diz que há no Brasil um *mercado cativo* para títulos públicos, sobretudo os que alimentam a indústria de fundos. O público, mal acostumado, exige liquidez diária, o regulador assim o sanciona, invocando inclusive a “proteção ao investidor”, os fundos são obrigados a carregar ativos de curtíssimo prazo, LFTs ou operações compromissadas remuneradas pelo *overnight*, pois o seu passivo tem a duração de um dia, e o Tesouro e o Banco Central não têm dificuldade de rolar a dívida pública. Todos são atendidos, mas como esse estado de coisas atrofia-se o mercado de capitais, a solução que passa ao largo de modificações no *status quo* é o envio para o exterior ou para o BNDES das demandas por empréstimos de longo prazo. A ideia de um mercado cativo para os títulos públicos é a exata imagem do *crowding out* tal como praticado no Brasil

Embora as distorções e aspectos patológicos desse estado de coisas não sejam difíceis de vislumbrar, o modo pelo qual se pode migrar para uma outra situação *mais normal* é muito menos claro. A eliminação das LFTs, ou o alongamento voluntário das dívidas federais, a julgar pelas experiências anteriores, *e especialmente se a intenção é de se reduzir as taxas de juros*, traz o problema nada simples de o Tesouro oferecer à indústria de fundos títulos com liquidez diária, ou mais precisamente, para os quais se possa fazer a marcação diária sem maiores distorções decorrentes da pouca negociação. Quando isso ocorreu no período 1996-1997, os papéis pré-fixados que substituíram as LFTs, mais do que nunca tiveram que contar com o *put implícito* do Banco Central, ou seja, funcionavam, em alguma medida, como operações compromissadas com uma espécie de garantia de que seriam remuneradas pelo *overnight* caso tivessem de ser interrompidas. O compromisso não era formal e talvez pudesse se enfraquecer com o tempo e, assim, abrir caminho para o “efeito riqueza” na política monetária, especialmente se o Banco Central (hoje a CVM) *restringisse* a liquidez diária nos fundos mútuos e trabalhasse mais agressivamente com a tributação, penalizando o curto prazo e beneficiando o longo.

As frentes para reflexão são as seguintes:

i) A mecânica do *overnight*

Trata-se da eliminação da cultura de *bailing out* pela reforma dos procedimentos de “zeragem”, possivelmente por meio do tratamento diferenciado das posições *undersold* (escassez de liquidez) e *oversold* (excesso de liquidez) no mercado de reservas bancárias, como feito no período 1995-1997

por intermédio da Taxa Básica do Banco Central (TBC) e da Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN), que são taxas diferenciadas para o Banco Central emprestar e tomar emprestado com lastro em títulos do Tesouro. O objetivo dessa ação é duplo: de um lado, remunerar bem mais modestamente o excesso de liquidez no *overnight* e, de outro, introduzir alguma volatilidade, ou endogenia, na taxa Selic, que perderia, em boa medida, o *status* de “meta” ou taxa “tabelada”. É claro que, nessas condições, os juros mais curtos seriam menores em média, ainda que mais voláteis, tornando-se grandemente influenciados pelo calendário de pagamentos e recebimentos da conta única do Tesouro, das movimentações dos depósitos compulsórios e das compras e vendas de moeda estrangeira. Na ausência de LFTs, cresceriam naturalmente de importância as operações compromissadas e os pré-fixados para prazos específicos em que a autoridade monetária buscaria estabelecer metas de taxas e prazos idealmente superiores a noventa dias, e dessa maneira fixar a “taxa básica” para longe do *overnight*. Vislumbra-se aqui uma espécie de *rotação* (*twist*) da estrutura de taxas, da qual resultaria uma redução do atrativo do *overnight* e, evidentemente, de toda a estrutura que se ergue a partir deste.<sup>13</sup> Na verdade, *deve-se considerar que o desmonte ou a retirada do overnight da posição central em que se encontra hoje, como “âncora” da estrutura a termo da taxas de juros, indexador, benchmark e ponto focal do mundo financeiro, teria para o mercado de capitais um papel análogo ao que a desindexação teve para o processo de estabilização*. A indexação permitia a convivência com a doença e parecia inofensiva e positiva quando vista de um ponto de vista individual, mas tinha uma externalidade negativa, pois servia para reproduzir a inflação impedindo-nos de alcançar a cura. É exatamente isso o que se passa com o *overnight*, de um lado, e com o processo que relaciona as finanças e a dívida pública com o mercado de capitais, do outro. A externalidade negativa produzida pelo *overnight* é o *crowding out*, isto é, a especialização do mercado monetário e de capitais no financiamento (rolagem) da dívida pública, abandonada qualquer outra consideração. Em outros países, os bancos centrais também zeram o mercado de reservas bancárias, algo que pode dar a impressão de que se faz aqui algo normal e que não deve ser mudado<sup>14</sup>. Na verdade, é o nosso passado que confere singularidade a arranjos que podem parecer convencionais, mas que, em razão de nossa herança, funcionam de forma a preservar distorções que precisam ser eliminadas, exatamente como o ocorrido com a indexação.

## ii) A política de dívida pública

A mudança de funcionamento no *overnight* sugerida acima teria como consequência a maior volatilidade no *overnight*, o que levaria a uma mudança no interesse por LFTs. Talvez mesmo um aumento, pois seria um modo de se trabalhar com o *overnight* médio de certo período. Na situação vigente, as LFTs funcionam como *riskless asset*, pois é exatamente em relação à taxa do *overnight*

<sup>13</sup> Essas possibilidades foram discutidas em Franco (2004) e Ferreira e outros (2004).

<sup>14</sup> Conforme se deduz do *survey* de Azevedo (2005).

que se faz a marcação a mercado diária, de modo que, *por construção*, as LFTs *sempre* estão cotadas em seu valor de face. A exceção que se mostrou reveladora foi o ocorrido em meados de 2002, quando as LFTs longas começaram a revelar deságio, em decorrência de risco de crédito e eleições muito polarizadas<sup>15</sup>. Se, todavia, o *overnight* se torna relativamente volátil e percebido, em média, como *menor* que a taxa praticada, digamos, para a operação compromissada e/ou o pré-fixado de noventa dias, a atratividade desse título pré-fixado em relação às LFTs se eleva. Relações de arbitragem tenderão a se estabelecer entre o *overnight* e os prazos focais da política monetária, mas terão certa volatilidade em razão de fatores característicos do mercado monetário (movimentações da conta única, de compulsórios ou de divisas). O sistema não poderá “suavizá-las” totalmente, pois não é capaz de criar reservas, e a autoridade monetária terá um desafio interessante em abster-se, até certo ponto, de usar operações compromissadas curtas como faz hoje. Nesse contexto, o pré-fixado tende a se tornar o *benchmark*, pois passa a ocupar a posição de *riskless asset* até então ocupada pelas LFTs. Assim, imagina-se ser possível substituir LFTs por pré-fixados, escapando da armadilha enfrentada pelo Banco Central em outras ocasiões, qual seja, a obrigatoriedade de pagar prêmios para o mercado migrar das LFTs para títulos pré-fixados. A transição pode ser muito mais barata na forma aqui delineada. Entende-se, ademais, que a extensão dos prazos dos pré-fixados não deve encontrar tanta dificuldade dependendo dos prêmios, aí merecidos, mas talvez não deva ir muito além de um ano ou dois. A consideração relevante passa a ser a prioridade de aumentar significativamente o volume emitido e o prazo médio dos papéis com indexação a índices de preços (IGPM e IPCA) e com indexação cambial. Para estes, espera-se que tenhamos *benchmarks* firmes para cinco anos e dez anos, quem sabe mais, dos quais se espera que floresçam mercados para emissões privadas, bem como para *swaps* desses indexadores nesses prazos, algo que teria enorme importância para as necessidades de *hedge* das empresas.

### iii) Fundos

É impensável que os dois primeiros grupos de medidas sejam implementados, sem que reformas importantes sejam simultaneamente conduzidas na indústria de fundos, o principal “cliente” do Tesouro, quando se trata de dívida pública. “Reforma” é uma palavra a ser usada com cautela nesse terreno mas, diante das mudanças acima descritas na “infraestrutura” da moeda nacional, não é inoportuna. Já se observou que a liquidez diária das cotas, uma herança solidamente estabelecida na época de inflação alta, envia os fundos na direção das LFTs, deixando apenas espaço marginal para o *day trade*, as posições em derivativos, destacadamente nos DIs curtos, e em bolsas de valores com a mais absoluta liquidez diária. Com certa vênias para a falácia da composição, tudo se passa como se todos os fundos pudessem ser liquidados de um dia para o outro. É claro que, nessas

---

<sup>15</sup> Curiosamente, uma das lições mais interessantes da chamada “crise da marcação a mercado” em 2002 se relacionou à dificuldade de aferir qual era o deságio efetivo das LFTs, uma vez que *sempre se trabalhou com o preço na curva*, como se não houvesse a necessidade de criar um mecanismo de mercado, um módulo no sistema Selic para compilar os preços efetivamente praticados nas compras e vendas de LFTs.



condições, torna-se difícil imaginar que essa indústria desempenhe outra função que não a de carregar a dívida pública, preferencialmente em LFTs. A liquidez diária no passivo é um problema, mas não o único, pois mesmo os fundos de pensão, cujo passivo é bastante mais longo, têm um percentual muito elevado de seus ativos em LFTs. Reconhecendo que o problema não se dá apenas pelo lado da demanda, parece inevitável que limitações regulatórias e/ou medidas focadas de natureza tributária tenham de ser implementadas para que a indústria de fundos modifique a sua especialização ou amplie o seu escopo. Da mesma forma como observado acima para a questão da “zeragem” no *overnight*, é possível argumentar que também nesse quesito a liquidez diária nas cotas não é algo incomum. Por exemplo, no mundo bancário norte-americano, existem os *money market funds* cuja motivação é a proibição de pagar juros em depósitos à vista, algo que poderia perfeitamente ser revisto à luz de considerações feitas pelo ângulo da competição bancária. Mas novamente temos diante de nós uma prática que foi abusada, tal qual a indexação. Talvez seja excessivo sugerir a eliminação ou a proibição dos fundos mútuos com liquidez diária, mas é certo que, para começar, fundos com passivos de prazo maior que um dia deveriam ser, quem sabe, incentivados. Possivelmente, os fundos com liquidez diária devam ser “tributados” a fim de empurrar os investidores mais agressivos ou sofisticados para outras famílias de fundos mútuos com liquidez bem mais restrita (no mínimo, trimestral), cujo perfil de aplicações poderia então se afastar do figurino das LFTs. Como experimento, vale imaginar que a regulamentação defina uma *separação* entre classes de fundos, segundo a qual existiriam fundos à semelhança dos *money market funds* americanos, com liquidez diária (ou mesmo admitindo depósitos à vista remunerados), mas com taxas nominais muito pequenas, marginalmente maiores que as cadernetas de poupança, e outra categoria de fundos mútuos de escopo variado, liquidez bem mais restrita, mas que sejam genuinamente veículos de investimento, com mais vezo para o mercado de capitais, menos tributados e menos focados no mero carregamento da dívida pública. Regulamentação e tributação precisam caminhar juntas nessa redefinição. Em tempo: É preciso cuidado para que a reforma na indústria de fundos não resulte em um derrame de recursos nas cadernetas de poupança, cuja importância, como a do SFH, deve ser diminuída, e não revitalizada. Tal como hoje funcionam as cadernetas estabelecem um piso para os juros do sistema em  $TR + 6\%$  *sem imposto*. Com taxas Selic da ordem de 8% as cadernetas começam a vencer os fundos DI, dependendo das taxas de administração. A tarefa de remover este piso, possivelmente liberando os bancos para determinar qual sua taxa de captação, e reformar as exigibilidades, nada tem de simples, e nos leva naturalmente ao assunto do próximo tópico.

#### iv) Crédito direcionado

Resta tratar do modo como os mecanismos regulatórios que adicionam e reforçam o processo de *crowding out*, assunto que se torna mais tenso diante do modismo em torno das chamadas “medidas macroprudenciais” e também no tocante ao papel dos bancos públicos. Não se deve

perder de vista que durante muitos anos os recolhimentos compulsórios e os “direcionamentos” de crédito cabiam dentro do que se designava como “repressão financeira”, termo cunhado por Ronald McKinnon para caracterizar medidas regulatórias destinadas a produzir recursos para o governo, funcionando como formas disfarçadas de tributação. Não é outra coisa o que ocorre com os compulsórios no Brasil, onde os recursos depositados são repassados para sua utilização no financiamento de safra agrícola, e com os “direcionamentos”, notadamente o que atinge os depósitos de poupança, pois obrigam os bancos privados a emprestar a custos subsidiados com isso onerando o custo do crédito no segmento livre. O resultado dessas medidas é semelhante ao produzido por um “imposto sobre o crédito”. Os custos de compulsórios e direcionamentos são repassados aos devedores dos “créditos livres”, e assim ampliam consideravelmente o chamado *spread* bancário, que, como se sabe, é patologicamente elevado no Brasil, exatamente como se passa com as alíquotas de recolhimentos compulsórios e relativas a recursos direcionados. O problema aqui é nitidamente fiscal; não há maiores obstáculos a que cada uma dessas distorções seja reduzida, exceto pelo fato de que as utilizações para os recursos gerados nesses mecanismos tenham de ser reduzidas ou redirecionadas para o orçamento geral da União.

Algo muito semelhante se passa com os mecanismos do poupança forçada como o FGTS e o FAT acima mencionados, que estendem a lógica do *crowding out* para além das fronteiras do sistema financeiro. Ambos os circuitos – do FGTS/CEF e do FAT/BNDES – são caracterizados pelo fato de que o setor privado é obrigado a “poupar” (empresas/trabalhadores via recolhimento ao FGTS em contas individuais do trabalhador, ou via pagamento do PIS para FAT) mas os recursos daí resultantes não possuem natureza previdenciária *strictu sensu*. FGTS e FAT não são fundos de pensão (talvez devessem ser!); sua missão é usar os recursos para a execução de determinadas políticas públicas, e não o de procurar retornos consistentes com metas atuariais, como é o caso de instituições como Previ, Petros, Funcef e outras da espécie. A “poupança forçada” – esta era a linguagem que se usava para estes mecanismos tempos atrás – é uma instância muito clara de disputa entre o setor público e o setor privado, onde este é fragorosamente derrotado. A poupança do setor privado é capturada pelo FGTS e FAT e remunerada à TR + 3% ao ano, portanto representando uma tributação já não disfarçada da poupança privada. Como esses recursos deixam de aparecer no mercado de capitais, pois são direcionados para as políticas públicas, fica claro o reforço que oferecem à dinâmica de *crowding out* que temos vivido nos últimos anos.

### **III. Considerações finais**

São muitas as possibilidades existentes em cada um desses agrupamentos de temas, mas os limites deste texto não comportam uma análise detalhada dos conjuntos de medidas, assim como da

sequência e da transição que poderiam ser implementadas em cada um deles. É absolutamente certo que deve haver coordenação entre as ações desenvolvidas nessas esferas, segundo uma lógica e um plano coerentes que compreendam a criação e o desenvolvimento de uma “curva” ou de uma verdadeira “estrutura a termo” das taxas de juros, de uma nova estratégia para a dívida pública, da qual o alongamento surja naturalmente com a mudança dos instrumentos, e de uma pequena reforma financeira com o intuito de mudar (ou inovar) o arcabouço institucional no terreno da indústria de fundos, segundo um viés favorável ao mercado de capitais. Essas mudanças, cuja viabilidade evidentemente depende de condições fundamentais (leia-se, fiscais) substancialmente melhores que as de hoje, têm se tornado imperativas seja para restituir eficácia à política monetária, seja para reduzir o *crowding out* e, portanto, retirar o país da incômoda posição de campeão mundial de juros, ou mesmo alavancar o mercado de capitais. Em outras palavras, para promover um *crowding in* mediante uma clara e explícita inversão das prioridades em relação aos últimos anos, isto é, para apoiar o mercado de capitais em detrimento do financiamento da dívida pública. É impossível imaginar que isso pudesse ocorrer sem que o Tesouro tivesse de enfrentar dificuldades na rolagem de sua dívida, pois a lógica de mercado cativo estaria se rompendo. Portanto, a redução nos juros e o rompimento dessa lógica apenas poderiam ocorrer de forma tranquila se as NFSPB caíssem significativamente. A taxa de juros no Brasil, ao que tudo indica, é um fenômeno fiscal.

## Referências bibliográficas

- ARIDA, Persio, Edmar BACHA e André Lara RESENDE  
(2005) “Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil”, em Giavazzi, F. et. al., Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003. MIT Press.
- AZEVEDO, Rodrigo  
(2005) “Política monetária e dívida pública: um debate para além do curto prazo”. Brasília: Banco Central do Brasil. Disponível em [http:// www.bcb.gov.br/?APRES2005009](http://www.bcb.gov.br/?APRES2005009).
- BACHA, Edmar  
(2010) “Além da Tríade: Há como reduzir os juros?”  
(1994) “O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro” Revista de Economia Política 14 (1) Março  
(1988) “Moeda, inércia e conflito: reflexões sobre política de estabilização no Brasil” Pesquisa e Planejamento Econômico 18(1) Abril.  
\_\_\_\_\_, Marcio HOLLAND, e GONÇALVES, Fernando  
(2007) “Is Brazil different? Risk, dollarization and interest rates in emerging markets” IMF Working Paper 07/294.
- BLANCHARD, Olivier  
(2000) “Crowding out” em John Eatwell; Murray Milgate e Peter Newman The New Palgrave: A Dictionary of Economics Londres, Palgrave Macmillan Press.
- CARVALHO, Fabia A. de & MINELLA, André  
(2011) “Previsões de Mercado no Brasil: desempenho e determinantes” em Banco Central do Brasil. Dez Anos de Metas para a Inflação - 1999-2009. Brasília: Banco Central do Brasil.
- EICHENGREEN, Barry  
(2010) Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System, Oxford University Press, 2010
- FERREIRA, Carlos Kawall Leal; ROBOTOM Fº, Murilo & DUPITA, Adriana Beltrão  
(2004) “Política monetária e alongamento da dívida pública: uma proposta para discussão”. Texto para Discussão 9/2004. Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, Pontifícia Universidade Católica São Paulo. Disponível em [www.pucsp.br/pos/ecopol](http://www.pucsp.br/pos/ecopol)
- FRANCO, Gustavo H. B.  
(2006) “Notas sobre *crowding out*, juros altos e LFTs” in Edmar L. Bacha & L. Chrysostomo (eds) Mercado de capitais e dívida pública São Paulo, Editora Contracapa & Anbid.  
(2005) “Auge e declínio do inflacionismo no Brasil” em F. Giambiagi *et a.* (eds.) Economia Brasileira contemporânea Rio de Janeiro: Editora Campus.  
(2004) “Como no tempo da hiperinflação”, Revista Veja, 18 de agosto de 2004.  
(2001) “O papel da crise”, O Estado de S. Paulo, 22 de abril de 2001.  
(1995) O Plano real e outros ensaios, Rio de Janeiro, Francisco Alves.
- GONÇALVES, Fernando, Marcio HOLLAND, e Andrei D. SPACOV  
(2007) “Can jurisdictional uncertainty and capital controls explain de high level of interest rates in Brazil? Evidence from panel data” Revista Brasileira de Economia 61(1).
- GUARDIA, Eduardo  
(1992) “Orçamento público e política fiscal: aspectos institucionais e a experiência recente, 1985-1991” Dissertação de Mestrado, Universidade Estadual de Campinas, UNICAMP.

IMF (International Monetary Fund)

(2011) Fiscal Monitor, Shifting gears, tackling challenges on the road of fiscal adjustment, World Economic and Financial Surveys, Washington.

PELLEGRINI, Josué Alfredo

(2011) “Dívida bruta e ativo do setor público: o que a queda da dívida pública não mostra?” Núcleo de Estudos e Pesquisas do Senado, Texto para Discussão 95, junho.

REINHART, Carmen M. & ROGOFF, Kenneth S.

(2009) *This time is different: eight centuries of financial folly* Princeton, Princeton University Press.

SIQUEIRA, Roberto & MOREIRA, Ájax R. B.

(2005) “Valor da opção de investimento (exportação) e volatilidade cambial”. Texto para Discussão 1109, IPEA. Rio de Janeiro, agosto. Disponível em [http://www.ipea.gov.br/pub/td/2005/td\\_1109.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2005/td_1109.pdf)

SOARES, João José Silveira & BARBOSA, Fernando de Holanda

(2006) “Regra de Taylor no Brasil: 1999 – 2005” Encontro Anual da ANPCE, mimeo.