

Taxa Natural e Convenções:
Uma Discussão dos Determinantes da Taxa Real de Juros no Brasil

Emilio Chernavsky*

Resumo

A partir do reconhecimento da singularidade das taxas reais de juro praticadas no Brasil desde 1993, inicialmente este trabalho procede à análise crítica e sistemática das explicações que têm sido mais comumente sugeridas pela abordagem teórica ortodoxa para a situação e conclui que, de modo geral, tais explicações, apoiadas no conceito central de taxa natural de juros, são insuficientes para justificar os patamares extremamente elevados que têm se verificado.

Num segundo momento, analisa-se a política monetária seguida no Brasil, buscando identificar em suas características eventuais fatores que justifiquem as excepcionais taxas reais de juro vigentes. Sugere-se que tais taxas no sistema de metas de inflação em geral, e no caso do Brasil em particular, não resultam do equilíbrio alcançado por uma série de variáveis econômicas fundamentais, mas são explicadas a partir das convenções específicas adotadas pelo conjunto de agentes relevantes acerca das taxas necessárias para que suas expectativas de inflação permaneçam próximas às metas.

Palavras-chave: taxa real de juros, taxa natural de juros, metas de inflação, convenções.

Abstract

Acknowledging the singularity of the Brazilian real interest rates since 1993, this paper initially proceed to a critical and systematic analysis of the explanations that have been most commonly suggested by the orthodox theoretical approach for the situation and concludes that, in general, such explanations, based on the central concept of natural interest rate, are insufficient to justify the exceptionally high levels in place.

Secondly, the monetary policy followed in Brazil is analyzed, trying to identify among its features the reasons that could justify the high rates. It is suggested that the interest rates in the inflation target system in general, and particularly in the Brazilian case, are not the equilibrium result of a set of fundamental economic variables, but are explained by the specific conventions adopted by the set of relevant agents about the rates required for their inflation expectations remain close to the target.

Keywords: real interest rate, natural interest rate, inflation target, conventions.

ÁREA 5: Economia Monetária e Finanças Internacionais

SUB-ÁREA 5.1: Economia Monetária e Financeira

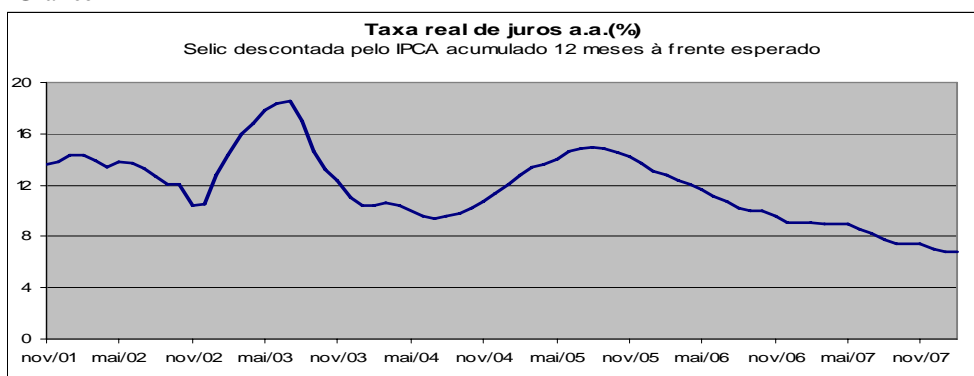
Artigo submetido a Sessão Ordinária

* Doutorando em Economia pelo IPE-USP.

I. INTRODUÇÃO

Quatorze anos após o lançamento do Plano Real em 1994, a meta para a taxa Selic fixada na reunião de março de 2008 do Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil é de 11,25% ao ano, ao passo que a inflação (medida pelo IPCA) esperada para os próximos doze meses, coletada pela Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores junto a analistas do mercado financeiro, é de 4,28%. Se definirmos a taxa básica real de juros (ou apenas “taxa real”) como sendo igual à taxa Selic anual descontada das expectativas de inflação para os próximos doze meses, concluímos que a taxa real de juros vigente no Brasil no início de 2008 é de 6,97% ao ano. Longe de ser uma exceção, a vigência de tais, e normalmente mais elevados patamares para as taxas reais de juro tem sido constante nos últimos anos, como pode ser visto no gráfico a seguir:

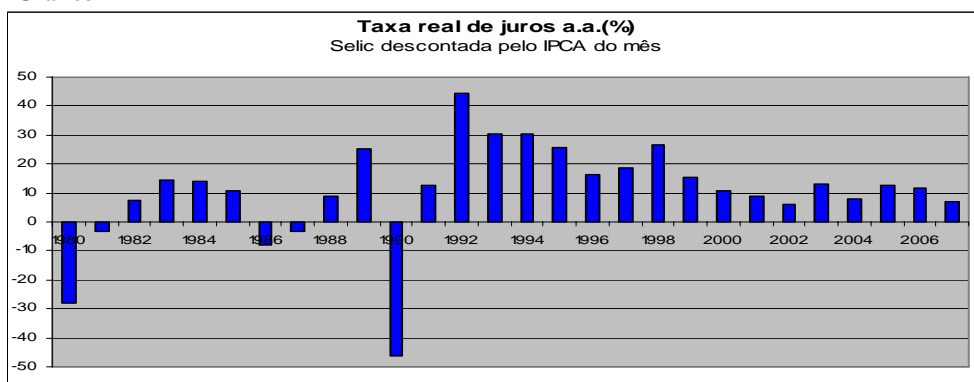
Gráfico 1



fonte: BCB-GERIN

Entretanto, a manutenção continuada de elevadas taxas reais de juro durante períodos prolongados, longe de ser característica do modo normal de funcionamento da economia brasileira ao longo da história, constitui um fenômeno peculiar, iniciado pouco antes da implementação do Plano Real¹:

Gráfico2

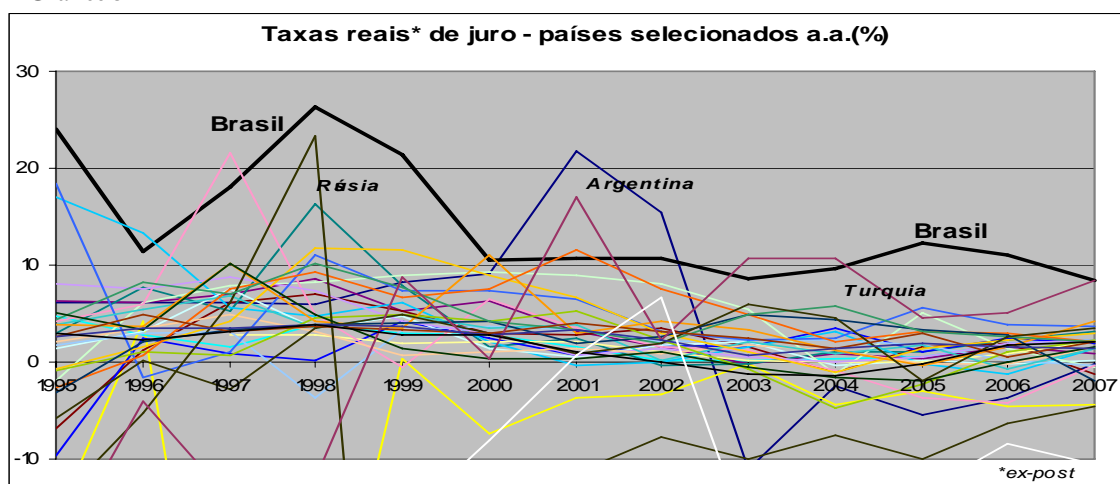


fonte: IBGE e BCB-DEPEC

¹ Para períodos anteriores a novembro de 2001 (quando o Bacen iniciou a coleta das expectativas de inflação), somente é possível calcular a taxa real de juros *ex-post*, descontando da taxa Selic anual a inflação verificada (ao invés da esperada) nos 12 meses seguintes. Com exceção dos períodos nos quais ocorre uma rápida aceleração inflacionária e os desvios das expectativas em relação à inflação medida tendem a aumentar, as taxas calculadas das duas formas são normalmente próximas.

Vemos no gráfico que, enquanto no intervalo entre os anos de 1980 e 1992 ocorre uma volatilidade considerável na taxa real de juros seguindo a grande variação nas taxas de inflação no período, com a sucessão de picos positivos e negativos, a partir de 1991 a taxa real nunca volta a assumir valores negativos e passa a flutuar em torno a 30% ao ano entre 1993 e 1998, e 10% a partir de 1999, níveis particularmente elevados mesmo quando comparados às taxas historicamente praticadas em um país que conviveu na maior parte de sua história com uma crônica instabilidade financeira e monetária. Tais taxas se mostram também excepcionalmente elevadas quando comparadas às taxas praticadas internacionalmente, tanto em países desenvolvidos quanto em desenvolvimento, os quais incluem uma grande variedade de características institucionais e econômicas, em muitos casos menos favoráveis que as brasileiras segundo avaliações comuns. Com isso, as taxas reais brasileiras têm se situado continuamente entre as mais elevadas do mundo – sendo frequentemente as mais altas – conforme podemos constatar na comparação a seguir²:

Gráfico 3



fonte: IFS-FMI

Ao analisar o gráfico, nota-se que o que singulariza a situação brasileira não é apenas, de fato, a ocorrência de taxas reais de juro muito elevadas, uma vez que estas se verificaram também em outros países, como a Rússia em 1998 e a Argentina em 2001 - países que foram os epicentros de importantes crises financeiras internacionais. O que caracteriza a especificidade do caso brasileiro é a constatação de que a manutenção de tais taxas em patamares elevados para padrões internacionais se verificou *de forma contínua e ao longo de todo o período observado*.

Considerando a singularidade desta situação e a importância fundamental que as taxas reais de juro possuem para o modo de funcionamento da economia, a identificação das razões que levaram à sua emergência e especialmente à sua manutenção por um longo período que se estende até a atualidade se coloca como tarefa particularmente relevante no campo da investigação econômica no Brasil.

² Que inclui: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Peru, Venezuela, Bulgária, Croácia, Rep.Tcheca, Polônia, Rússia, Turquia, Zona do Euro, Reino Unido, Senegal, África do Sul, Togo, Tunísia, Marrocos, Costa do Marfim, Egito, China, Índia, Indonésia, Coreia, Malásia, Paquistão, Filipinas, Tailândia, EUA, Canadá e México.

Apesar disso, foi somente nos últimos anos, com a continuidade de taxas reais elevadas ao longo de mais de uma década, que a literatura econômica ortodoxa convencional começou a se debruçar de maneira mais sistemática sobre o assunto (Miranda e Muinhos, 2003) procurando encontrar explicações para a situação. Até então, as justificativas utilizadas de forma mais freqüente para explicar a ocorrência de taxas elevadas apoiavam-se fundamentalmente na suposta necessidade da manutenção de tais níveis para alcançar o sucesso na implementação e sustentação do programa de estabilização monetária em um ambiente de recorrentes crises financeiras internacionais. Entretanto, nos últimos anos, com a persistência das taxas elevadas apesar da manutenção dos níveis de inflação em patamares próximos à meta estabelecida e das características mais favoráveis apresentadas pelo cenário externo, a insuficiência daquelas explicações começou a se tornar mais explícita. Com isso, uma quantidade crescente – embora ainda limitada – de estudos nesse sentido tem aparecido na literatura.

Como contribuição ao esforço em elucidar as razões da singularidade do caso brasileiro acima caracterizada, este trabalho se propõe a discutir na próxima seção as explicações mais comumente colocadas para a situação pela abordagem econômica ortodoxa, as quais são apoiadas decisivamente no conceito de taxa natural de juros, procurando verificar sua adequação a partir da revisão da literatura teórica e empírica a respeito. O foco na ortodoxia é proposital e não se justifica apenas por ser este o paradigma dominante na análise econômica no ambiente acadêmico, tanto nacional quanto internacional, mas, e de importância central para os objetivos deste trabalho, pelo fato de que os formuladores e executores da política econômica no Brasil nos últimos anos, especialmente a política monetária, têm extensamente aderido a seus preceitos, fazendo com que a análise ortodoxa possua impactos diretos e decisivos sobre a realidade e se coloque, portanto, como parte integrante da própria explicação do fenômeno. Posteriormente, na terceira seção, o trabalho discutirá o funcionamento da política monetária adotada no Brasil nos últimos 15 anos, procurando identificar em suas características constitutivas e em seu modo de operação os mecanismos que têm conduzido à manutenção dos níveis assumidos pelas taxas reais de juro. Finalmente, na quarta e última seção colocam-se as conclusões do trabalho.

II. EM TORNO À TAXA NATURAL: A VISÃO ORTODOXA

1. A Taxa Natural

A discussão teórica ortodoxa de um modo geral assim como as explicações comumente avançadas a partir desse paradigma para o caso brasileiro em particular geralmente apóia-se no conceito central de taxa natural de juros (Wicksell, 1936), definida originalmente como sendo a taxa que iguala poupança e investimento, como equivalente à produtividade marginal do capital, ou como a taxa compatível com a estabilidade de preços.

Definida em qualquer destas formas, a taxa natural é geralmente vista como fluando de forma lenta em função de mudanças estruturais ocorridas na economia e que condicionam o crescimento do produto potencial. Tais mudanças se referem principalmente ao progresso técnico - que afeta diretamente a produtividade marginal do capital -, ao crescimento populacional, e à preferência intertemporal das famílias entre consumo hoje e poupança amanhã.

Além desses outros fatores, cuja alteração também normalmente ocorre de forma gradual, são freqüentemente citados como podendo influenciar a taxa natural de juros: a política fiscal e seu impacto sobre a poupança agregada, a estrutura dos mercados financeiros e sua capacidade em facilitar a alocação ótima de recursos e garantir as menores taxas de equilíbrio, e considerações relacionadas ao risco - sendo este percebido como maior, a taxa natural também seria mais elevada.

Determinada assim por esse conjunto de fatores, variável em função do período e do país enfocado, a taxa natural representa na visão wickselliana a taxa real de juros à qual a economia convergiria no longo prazo conforme as demais variáveis econômicas - principalmente preços e produto - caminhassem ao equilíbrio.

Definições mais modernas na literatura de modelos de equilíbrio geral Novo-Keynesianos (Woodford, 2003) tratam a taxa natural como a taxa real que prevaleceria numa economia fictícia na qual os ajustes nominais são completos, ou, de forma equivalente, como a taxa real de equilíbrio consistente com preços estáveis e hiato do produto nulo, num modelo dinâmico com preços flexíveis e expectativas racionais. Diferentemente do que ocorre na formulação de Wicksell, a taxa natural Novo-Keynesiana não é uma taxa para a qual a economia convergiria apenas no longo prazo, mas trata-se de uma taxa compatível com o equilíbrio de curto prazo, verificado período a período e em todos os períodos.

Nestes modelos, que têm se tornado influentes nos círculos de formuladores de política monetária de um número crescente de países, a taxa natural de juros e seu conceito derivado de hiato dos juros reais - o *interest gap* -, definido como a diferença entre a taxa real de juros *ex-ante* de curto prazo e a taxa natural, assumem importância central como indicadores para a definição de política dado

seu papel chave como mecanismo de transmissão das flutuações no produto e na taxa de inflação (Amato, 2005). Tais flutuações resultam da existência segundo esta abordagem de fricções e rigidez nominal de preços que levam a ajustes incompletos e desequilíbrios temporários. Como forma de evitar ou reduzir tais flutuações, a manipulação das taxas nominais de juro justifica-se como principal – quando não o único – instrumento efetivo ao alcance do Banco Central, uma vez que, se os preços reagem a alterações na taxa nominal apenas de forma lenta e parcial, o Bacen torna-se capaz de manipular também as taxas reais. Com essa ação, seria possível fazer a taxa real discrepar da taxa natural permitindo assim o aparecimento de um *interest gap* que, por sua vez, ao dar origem a diferenças entre a demanda agregada e o produto potencial, criaria um hiato do produto não-nulo que conduziria a variações nos preços com sentido contrário aos desequilíbrios originais. Desta perspectiva justifica-se, portanto, a atuação do Bacen que diante de uma situação indesejada de desequilíbrio atua sobre as taxas nominais de juros buscando estabilizar o produto e os preços.

Finalmente, na concepção mais extrema, que considera uma economia hipotética com ajustes nominais completos e expectativas racionais como a normalmente utilizada em modelos Novo-Clássicos mais ortodoxos, a taxa real de juros é sempre equivalente à taxa natural, definida período a período, e a economia encontra-se em equilíbrio permanente. Nesta situação não é possível o aparecimento de um *interest gap* e não há espaço para a atuação do Bacen, já que este não teria a capacidade – nem necessidade – de afetar as taxas reais.

Nas três visões discutidas a taxa natural de juros desempenha um papel fundamental na explicação teórica do nível verificado pelas taxas reais, seja funcionando como taxa em direção à qual aquelas convergiriam no longo prazo, como taxa em torno da qual flutuariam no curto prazo, ou mesmo como equivalente contínuo da própria taxa real. Assim, países e períodos específicos nos quais a taxa natural fosse particularmente elevada apresentariam taxas reais também elevadas, e o Brasil constituiria um exemplo dessa relação.

Efetivamente, o conceito de taxa natural tem sido amplamente utilizado para justificar as ações dos bancos centrais de modo geral e encontra-se na base de praticamente todas as explicações ortodoxas para a manutenção das elevadas taxas reais vigentes no Brasil, as quais corresponderiam a uma taxa natural também especialmente elevada quando comparada às taxas válidas em outros países. Com isso, justificam-se não somente os patamares excepcionais assumidos pelas taxas, mas também a manutenção desses níveis por longos períodos, uma vez que alterações na taxa natural somente ocorrem lentamente demandando considerável esforço de reforma estrutural na economia do país.

Entretanto, e apesar de sua conveniência e ampla aceitação pela ortodoxia, dado que não representa uma variável diretamente observável, o conceito de taxa natural apresenta importantes limitações quanto à sua utilização prática. Efetivamente, diante da incerteza quanto a uma definição operacional única, da dificuldade e imprecisão em sua estimação, e de sua sujeição a importantes

erros de medição (Laubach e Williams, 2003), mesmo alguns daqueles que reconhecem a utilidade do conceito como forma de pensar a política monetária colocam ressalvas importantes em relação à sua adequação na formulação e execução das políticas (Blinder, 1998; Quaresma et al, 2005).

Diante deste tipo de questionamento e considerando a importância fundamental que o conceito de taxa natural assume dentro da teoria monetária ortodoxa, a verificação de sua validade empírica assim como sua adequação para explicar a situação brasileira em particular se coloca como questão especialmente relevante. Entretanto, poucos são os trabalhos acadêmicos que têm procurado fazer essa verificação escasseando, portanto, os estudos empíricos que possam sustentar a validade da taxa natural. A forma mais direta de realizar essa verificação consistiria, partindo da identificação de possíveis maneiras de calcular essa taxa, na comparação dos valores obtidos para o Brasil com as taxas encontradas para outros países, constatando ou refutando sua eventual singularidade. Um dos poucos estudos que efetivamente empreendem esta tarefa é o trabalho empírico de Muinhos e Nakane (2006), que procura justamente estimar de forma direta a taxa natural através de uma série de métodos distintos frequentemente sugeridos – como a taxa de crescimento do produto potencial, a taxa de equilíbrio que elimina o hiato do produto, ou como o produto marginal do capital. Após realizar os testes para um conjunto de países, o trabalho acaba por rejeitar globalmente a hipótese de que as diferenças encontradas nas taxas estimadas seriam capazes de justificar os diferenciais verificados para as taxas reais de juro entre os países, e particularmente o caso singular do Brasil.

Mesmo não encontrando evidências capazes de corroborar diretamente a validade empírica do conceito, entretanto, é ainda possível procurar explicações para os níveis das taxas reais de juro apoiando-se de forma indireta no paradigma representado pela taxa natural. Mantendo a idéia de que são variações nesta taxas as que explicariam as notáveis diferenças verificadas nas taxas reais de juro, vários trabalhos têm se focado sobre alguns fatores que, apesar de não serem captados em estimações diretas da taxa natural tais como as efetuadas no trabalho de Muinhos e Nakane, influenciariam de forma decisiva essa taxa, determinando assim também a evolução das taxas reais de cada país. Veremos a seguir duas abordagens que destacam conjuntos distintos de fatores e que tem aparecido de forma mais freqüente na literatura para explicar a singularidade das taxas reais vigentes no Brasil.

2. Resultado Fiscal e Juros

A primeira e mais tradicional abordagem trata da influência do estado das contas do Governo sobre a taxa natural, impacto que se daria fundamentalmente por meio de dois mecanismos distintos, embora relacionados: através de seu efeito direto sobre a demanda agregada, e através de seu efeito sobre a percepção de risco por parte dos agentes.

i. Resultado Fiscal, Demanda Agregada e Juros

Numa situação de plena utilização da capacidade produtiva, o aumento do déficit público implica na diminuição dos gastos privados com investimento, consumo - aumentando com isso a poupança das famílias de forma a elevar os fundos disponíveis para empréstimo - ou ambos. O novo equilíbrio normalmente requeria a elevação das taxas de juros, estabelecendo uma relação positiva entre estas taxas e o gasto público. Dada a importância relativa, normalmente considerável, deste gasto sobre a composição da demanda agregada, o impacto de alterações no seu patamar sobre as taxas de juro poderia inclusive ser relevante.

Apesar da possibilidade teórica, tal situação em que a demanda teria alcançado níveis próximos ao limite imposto pela capacidade da oferta, onde qualquer expansão nos gastos públicos implicaria um deslocamento dos gastos privados através do aumento da taxa real de juros, teria se restringido desde a estabilização monetária no Brasil a poucos episódios e de curta duração, o que aponta para a provável baixa relevância empírica deste caminho pelo qual a política fiscal afeta as taxas de juro; tal constatação não tem impedido, entretanto, que a pressão dos gastos públicos sobre a demanda agregada seja frequentemente evocada para explicar a manutenção de elevadas taxas reais de juro.

ii. Resultado Fiscal, Risco e Juros

No entanto, a maioria dos fatores que mais freqüente e extensamente têm sido apontados como afetando a relação entre as variáveis fiscais e as taxas reais de juro se referem aos efeitos daquelas sobre a percepção de risco por parte dos participantes do mercado de títulos de dívida, assumindo a existência por sua vez de uma relação importante entre o nível de risco e taxas de juro. Assim, dependendo da situação daquelas variáveis fiscais, o risco percebido seria mais ou menos elevado, e maior ou menor seria o prêmio que deveria em consequência ser pago, afetando desta forma a taxa real de juros exigida para o carregamento dos títulos de dívida. Neste encadeamento entre as variáveis fiscais e as taxas de juros vigentes existem dois elos claramente definidos, com o primeiro relacionando as variáveis fiscais à percepção de risco, e o segundo ligando estas às taxas de juro.

Resultado fiscal e risco

A relação entre a posição fiscal e a percepção de risco pode ser analisada dividindo-se o risco em três tipos principais: possibilidade de *default* da dívida pública, desvalorização cambial não esperada, e aceleração inflacionária não esperada. Embora apenas o primeiro tipo seja afetado de forma direta pela posição fiscal, os riscos de câmbio e de inflação também seriam impactados, embora apenas indiretamente. Nesta concepção, enquanto a situação fiscal apontar a persistência de déficits ou mesmo superávits primários que não forem suficientemente elevados de forma a permitir a redução ou pelo menos a estabilização do tamanho da dívida, o nível dos três tipos de risco acima

assinalados permaneceria elevado e maiores prêmios continuariam a ser exigidos, resultando nas altas taxas de juros verificadas.

A validade empírica da relação entre as variáveis fiscais e a percepção de risco é verificada no trabalho de Leichsering (2004), o qual encontra que para os anos que seguiram a desvalorização cambial em 1999, o risco-país do Brasil medido pelo índice EMBI⁺ efetivamente teve como determinantes principais as variáveis fiscais, especialmente as relações dívida/PIB e dívida externa/dívida total, além do nível das próprias taxas nominais internas de juro. Resultados distintos são, entretanto, encontrados por Yuki (2004) em estudo que inclui outro conjunto de variáveis e compara os dados obtidos para vários países. Este trabalho encontra que, ao lado dos fatores relacionados a variáveis macroeconômicas fundamentais (relações resultado primário/PIB e conta corrente/PIB), variáveis *dummy* indicando se o país passou desde 1980 por algum episódio de inadimplência de sua dívida e se o país se localiza na América do Sul não somente apresentam, em varias configurações testadas, coeficientes sempre altamente significativos, como também valores comparáveis aos das variáveis mais convencionais. Assim, diminui-se o peso normalmente atribuído à situação fiscal na definição do nível de risco, introduzindo-se outras variáveis – reputação e localização – como sendo fundamentais nessa determinação. Dúvidas quanto à existência de uma relação inequívoca e direta entre as variáveis relativas à situação fiscal e a percepção de risco também surgem na análise de Canuto e Santos (2003) que, embora confirme a importância desse tipo de variáveis, introduz vários fatores macroeconômicos não diretamente relacionados à instância fiscal (renda *per capita*, desenvolvimento do setor financeiro, grau de abertura comercial e financeira) como sendo especialmente relevantes na explicação da classificação de risco outorgada ao país pelas agências internacionais de avaliação. Além disso, o trabalho aponta para a redução da importância de qualquer conjunto de fatores, inclusive os fiscais, quando analisados isoladamente.

Os resultados contraditórios encontrados nos diferentes estudos analisados em relação à importância das variáveis fiscais na explicação da percepção de risco certamente colocam dúvidas quanto à sua validade empírica geral e recomendam precaução ao utilizar a relação na análise.

Risco e taxas de juro

Após discutir a influência das variáveis fiscais sobre os níveis de risco, é conveniente verificar a importância desse risco na determinação das taxas de juros. Efetivamente, a relação direta entre o nível de risco e as taxas de juros também pode ser teórica e empiricamente questionada.

Uma crítica teórica importante no âmbito da ortodoxia pode ser encontrada na literatura relativa à dominância fiscal, a qual aponta a possibilidade de que o sentido de causalidade da relação entre risco e juros possa ser o inverso ao que é normalmente considerado. A dominância fiscal (Favero e

Giavazzi, 2004; Carneiro e Wu, 2005) refere-se à possibilidade de que a política monetária perca sua efetividade numa situação de elevado endividamento do Governo. Neste caso, a elevação da taxa de juros, quando levada a cabo sem um aumento correspondente no superávit primário, levaria à expansão da dívida pública tornando a posição fiscal do Governo mais frágil, o que por sua vez conduziria ao aumento da percepção de risco de *default* por parte dos investidores e assim dos *spreads* exigidos, e com isso a novos aumentos nos juros, realimentando assim um círculo vicioso. Esta dinâmica estabeleceria uma relação direta entre a elevação da taxa de juros e o nível de risco, mas no sentido contrário ao proposto pela teoria convencional. Quando isto se verifica, a política monetária perde sua eficiência e a política fiscal condiciona os resultados da política antiinflacionária (Blanchard, 2004). Apesar de teoricamente plausível, entretanto, as evidências em relação à validade empírica desta possibilidade para o caso do Brasil não são robustas, encontrando-se indícios da ocorrência de dominância fiscal apenas para o período entre 2002 e o início de 2004 (Zoli, 2005) ou mesmo menos, entre fins de 2002 e o início de 2003, durante o período pré-eleitoral e de transição ao novo governo (Nishijima, 2005).

Por outro lado, estudos como o de Chernavsky (2007) não encontram evidências empíricas robustas que permitam aceitar a afirmação de que fatores associados às considerações de risco, sejam eles medidos indiretamente através de variáveis relacionadas à situação fiscal e à solvabilidade externa do país ou por meio de variáveis que procuram captar diretamente a percepção de risco - índice EMBI e classificações das agências -, sejam os principais determinantes das elevadas taxas reais de juro praticadas no Brasil. Este tipo de conclusão é reforçado pela constatação de que a volatilidade do prêmio de risco é muitas vezes superior à volatilidade das taxas de juro, o que torna difícil a associação direta entre as duas variáveis.

Assim, da mesma forma que no caso da relação entre as variáveis fiscais e a percepção de risco, a relação entre este risco e a taxa de juros não deve ser vista como univocamente determinada, e sua utilização na análise deve, portanto, ser feita com cuidado.

A despeito das dúvidas acima colocadas, os movimentos no prêmio de risco continuam a ser sistematicamente utilizados como elemento determinante na explicação dos níveis vigentes da taxa real de juros (Favero e Giavazzi, 2002; Loureiro e Barbosa, 2003; Garcia, 2002). Sem negar a possível importância da percepção de risco na determinação dessa taxa, considerando que as evidências disponíveis até o momento não permitem confirmar sua relevância empírica - o que eventualmente se deve à própria volatilidade da percepção de risco, que dificulta o estabelecimento de relações minimamente estáveis e capturáveis através dos procedimentos normais de estimação - é importante ter em mente que as conclusões obtidas a partir de modelos cujos resultados sejam particularmente sensíveis à maneira em que as considerações de risco foram incluídas devem ser adotadas de forma especialmente cautelosa.

Resultado fiscal e juros

O fato de que as relações entre a situação fiscal e a percepção de risco e entre este risco e as taxas de juro estejam sujeitas a uma variedade importante de críticas, tanto teóricas mas especialmente quanto à sua validade empírica, não tem impedido que as taxas de juro excepcionalmente elevadas no Brasil continuem a ser naturalmente explicadas pela maior parte dos analistas com base na validade dessas relações; assim, os juros altos decorreriam diretamente de uma percepção de risco também especialmente elevada, cuja origem estaria basicamente na suposta fragilidade das contas públicas, responsável também pelo efeito sobre as taxas de juros decorrente da pressão direta dos gastos do Governo sobre a demanda agregada, como acima discutido. Esta concepção também aparece regularmente nos comunicados do COPOM, cujas decisões são responsáveis diretas pela definição da taxa de juro que vigora no país, desde a primeira ata de reunião disponível para acesso público na Internet, em que relaciona explicitamente o nível da taxa de juros à situação fiscal (COPOM/Bacen, 1998), até, nove anos mais tarde, com uma diretoria diferente e sob um novo governo, a ata da reunião de janeiro de 2007, que novamente condiciona a queda dos juros reais ainda excepcionalmente elevados à queda na percepção de risco (COPOM/Bacen, 2007) a qual, embora ainda elevada para padrões internacionais, encontrava-se nos menores patamares já observados desde que medições mais sistemáticas começaram a ser feitas. Assim, esta explicação para o nível verificado nas taxas de juros continua sendo provavelmente a mais difundida, marcando o debate econômico em torno à questão a despeito das fragilidades aqui apontadas.

3. Incerteza Jurisdicional e Juros

A segunda abordagem utilizada para explicar os níveis das taxas reais como sendo determinados por fatores associados à taxa natural de juros, a qual tem ganhado certa notoriedade nos últimos anos e que analisaremos nesta subseção, identifica em variáveis relativas ao conceito de incerteza jurisdicional a raiz das elevadas taxas vigentes no Brasil (Arida et al, 2004). Este conceito parte da constatação de que inexistente um mercado de crédito e títulos de longo prazo funcionando sob jurisdição brasileira apesar da existência de tais mercados para credores e devedores brasileiros sob jurisdição estrangeira; a incerteza jurisdicional – incerteza quanto à estabilidade e segurança das decisões do poder público afetando a execução dos contratos sob a jurisdição brasileira – seria, portanto, a razão da inexistência daqueles mercados. A restrição de crédito para brasileiros no Brasil no longo prazo resultaria por sua vez na elevação da taxa natural, e com isso das taxas reais de juro. Por outro lado, os efeitos particularmente deletérios da incerteza institucional sobre a taxa real de juros resultariam do fato de que tal incerteza estaria associada no caso particular do Brasil à relativa inconvertibilidade da moeda, que implicaria na criação de um desnecessário prêmio de risco

relacionado à conversão, elevando com isto as taxas. Isto ocorreria porque a possibilidade de introdução de controles cambiais por via administrativa traria consigo a possibilidade de o Bacen suspender ou contingenciar pagamentos ao exterior, criando o risco de *default* para estes pagamentos, tanto públicos quanto privados. Nesta situação, o prêmio de risco exigido em operações *offshore* elevar-se-ia. Sendo válida a paridade descoberta da taxa de juros, o aumento no risco nas transações com o exterior levaria ao aumento nas taxas de juro internas.

Finalmente, um último ponto importante se refere ao fato de que, na visão dos autores, a intervenção do Governo procurando solucionar as supostas falhas de mercado responsáveis pela inexistência de mercados de crédito teria agravado os efeitos da incerteza jurisdicional, o que se traduziria na elevação da taxa natural de juros, levando ao aumento das taxas reais. De forma contrária, reformas institucionais que diminuíssem a incerteza jurisdicional ou a inconvertibilidade da moeda levariam a uma diminuição dessa taxa.

A hipótese de que um baixo nível de convertibilidade implicaria no aumento do prêmio de risco é contestada por Oreiro et al (2003), cujos resultados rejeitam a hipótese de existência de uma relação direta entre mudanças durante a década de 1990 nos controles administrativos relacionados à convertibilidade da moeda nacional e a variação do risco-país e das taxas reais de juro domésticas, e não encontram evidências da existência de uma relação de longo prazo entre o prêmio de risco e o nível dos controles de entrada e saída de capitais, rejeitando globalmente a relevância empírica da inconvertibilidade como explicação das elevadas taxas reais de juro. Por outro lado, buscando comprovar por meio de um estudo empírico a validade da hipótese da incerteza jurisdicional, Gonçalves et al (2005) estimam uma equação em que a taxa real de juros de curto prazo é função de variáveis explicativas formadas pela interação de distintas combinações de medidas de incerteza jurisdicional com índices de convertibilidade da moeda. A estimação utiliza medidas variadas de qualidade institucional e duas bases distintas de países, e introduz a inflação e a relação dívida/PIB como variáveis de controle convencionais. O resultado global dos testes rejeita a significância dos coeficientes das variáveis relacionadas à incerteza jurisdicional, encontrando vários casos em que os sinais são mesmo contrários ao esperado. Quando os controles são adicionados, não só o ajuste das regressões é significativamente melhorado, como os coeficientes destes controles são significativos, o que mostra, se algo, que estas variáveis são sensivelmente mais capazes de explicar as diferenças entre as taxas de juros dos países da amostra do que as medidas de incerteza jurisdicional.

Assim, podemos dizer que em geral os resultados obtidos pelos estudos empíricos disponíveis rejeitam globalmente a hipótese apresentada mostrando que, ao contrário do que pretendem os autores, a incerteza jurisdicional, a inconvertibilidade da moeda e a interação entre ambas não são capazes de explicar satisfatoriamente as diferenças verificadas entre as taxas reais de juro de curto prazo vigentes em diferentes países.

4. Sobre a insuficiência da visão ortodoxa

Nas subseções anteriores procurou-se analisar a maneira pela qual a abordagem tradicional ortodoxa procura explicar o nível assumido pelas taxas reais de juro, e particularmente a situação singular do Brasil. A explicação normalmente colocada, apoiada na associação entre a taxa real e a taxa natural de juros, enfrenta como vimos importantes críticas, especialmente quanto à sua validade empírica. Efetivamente, os resultados obtidos a partir da análise das flutuações e das comparações dos patamares praticados em diferentes países para os valores assumidos por diversas estimações da taxa natural e por variáveis que determinariam seus movimentos apontam a insuficiência e mesmo a inadequação dessa explicação. Considerando a importância na economia das taxas reais de juro, suas implicações sobre o ritmo de crescimento econômico e sobre a distribuição de renda, e dada sua relevância prática imediata - uma vez que não se discute aqui uma situação hipotética, mas uma realidade que tem se mantido com todas suas implicações ao longo de um período particularmente extenso para os padrões brasileiros de política econômica - resulta no mínimo surpreendente - ou sintomático - que a teoria econômica ortodoxa não tenha sido ainda capaz de fornecer justificativas empiricamente comprovadas para a vigência de uma situação tão peculiar no Brasil.

III. POLÍTICA MONETÁRIA E TAXA DE JUROS

Diante da insuficiência da explicação geralmente dada para a singularidade do nível da taxa real de juros vigente no Brasil apontada na seção anterior, a abordagem ortodoxa oferece basicamente duas respostas distintas, normalmente complementares. Por um lado, aponta-se que a incapacidade da taxa natural de juros em explicar os níveis verificados pelas taxas reais resultaria das situações de desequilíbrio ocorridas no curto prazo; a longo prazo, entretanto, a taxa real de juros corresponderia taxa natural. Por outro lado, os resultados negativos atribuem-se também às limitações na execução dos testes e à falta de dados que inviabilizariam a correta estimação e utilização da taxa natural.

Em ambas as respostas, apesar dos importantes questionamentos colocados continua-se sustentando o papel fundamental da taxa natural de juros na explicação das taxas reais. Ao rejeitar essa posição, esta parte do trabalho avança numa direção distinta, buscando nas características da política monetária seguida no país os elementos próprios à sua operação que possam se mostrar relevantes na explicação da situação. Tal procura apóia-se no fato de que a taxa básica real de juros depende diretamente da maneira pela qual a política monetária é conduzida, uma vez que o instrumento por excelência utilizado na execução da política praticada no Brasil desde o período anterior à implementação do Plano Real e mais explicitamente após a adoção do regime de metas de inflação,

com o objetivo fundamental e constantemente evocado de manter a taxa de inflação sob controle e em níveis reduzidos, consiste justamente no ajuste da taxa nominal de juros de curto prazo através da fixação por parte do Bacen de uma meta para a taxa de remuneração sobre suas reservas, meta que determina, em conjunto com as expectativas de inflação, a taxa real de juros. Ao investigar a política monetária espera-se identificar, sem recorrer à frágil justificativa baseada na suposta singularidade da taxa natural brasileira, os fatores específicos que levam à adoção de taxas reais excepcionalmente elevadas. Procuraremos a seguir verificar essa possibilidade.

1. O Plano Real e o sistema de bandas cambiais

Nos primeiros anos após o lançamento do Plano Real e a quebra da maioria dos mecanismos de indexação automática presentes na economia brasileira, até a desvalorização da moeda ocorrida em fevereiro de 1999, o controle da inflação no país se assentava basicamente no estabelecimento de um sistema de bandas cambiais que se deslocavam apenas de forma lenta e gradual e funcionavam como âncora nominal no processo de formação de preços, estabilizando sua evolução. A manutenção de um sistema de *crawling peg* como este associado a um processo de abertura comercial e liberalização financeira requer que os eventuais desequilíbrios no balanço de pagamentos, ao não poderem ser ajustados através da flutuação cambial, devam ser resolvidos com a entrada ou saída de capitais, os quais normalmente respondem diretamente a variações nas taxas de juros e considerações de risco. Numa situação como aquela vigente no Brasil durante o período, em que, por um lado verificava-se a persistência de elevados déficits primários que alimentavam a crescente dívida pública provocando dúvidas quanto à capacidade do governo em sustentá-la e, pelo outro, sucediam-se os déficits elevados e crescentes na balança comercial e em transações correntes alimentados pelo câmbio sobrevalorizado desde o lançamento da nova moeda, além de freqüentes crises de credibilidade e liquidez internacionais, a manutenção de altíssimas taxas reais de juros buscando alcançar saldos positivos na conta capital com o objetivo de sustentar a paridade da moeda em relação ao dólar estadunidense dentro da banda definida era geralmente vista - uma vez aceita a conveniência do regime cambial em vigor - como natural e necessária. Ou seja, esperar-se-ia efetivamente que, numa situação em que a elevada necessidade de financiamento externo da economia se associava a uma percepção de risco também elevada, a taxa de juros necessária para a sustentação de um regime de bandas cambiais como o brasileiro fosse particularmente elevada.

Entretanto, a resposta à questão acerca de *quão elevadas* efetivamente as taxas reais deveriam ser, o que dentro dessa concepção exigiria a estimação de modelos mais completos que identificassem a taxa de juros de equilíbrio para cada taxa de câmbio desejada, praticamente não se colocou, sendo com isso escassos os trabalhos acadêmicos no período, pelo menos no campo da ortodoxia, que

discutem e questionam os níveis praticados. Contudo, após o abandono do regime de bandas cambiais e a flutuação do Real e, principalmente, a partir da implementação do regime de metas de inflação em junho de 1999 - em que apesar da sustentação da paridade da moeda não mais estar no centro do programa de controle inflacionário as taxas reais de juro vigentes no Brasil continuaram sumamente elevadas - as reflexões sobre os motivos que justificariam a manutenção destas taxas começaram a ganhar maior espaço no debate acadêmico.

2. O sistema de Metas de Inflação

Em junho de 1999 o Brasil passou a fazer parte do crescente grupo de países que adotou o sistema de metas de inflação (Bogdansky et al, 2000), e a política monetária no país passou a ser conduzida segundo novas regras. Esse sistema constitui um “*policy framework*, cuja maior vantagem é a maior transparência e coerência da política, e na qual ações de política monetária bastante flexíveis, mesmo ‘discrecionárias’, podem ser acomodadas”. (Bernanke e Mishkin, 1997, pp.2) Suas principais características, adotadas com ênfases e combinações algo distintas em função do país analisado, podem ser agrupadas nos seguintes pontos (Arestis et al, 2006):

- Um alvo numérico explícito em relação a uma meta de inflação, que pode ser um ponto ou uma banda mais ou menos larga, para um ou, normalmente, vários anos, é publicamente anunciado.
- Reconhece-se que o objetivo principal da política monetária é o controle dos preços, com a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável. Sendo este objetivo alcançado, ele pode vir acompanhado pela estabilização do produto como objetivo secundário.
- A política monetária é o principal elemento da política macroeconômica, e seu principal instrumento, quando não o único, é o controle das taxas de juro nominais de curto prazo.
- A política monetária não deve ser operada por políticos mas por tecnocratas, mais eficientes e menos tentados a usar a política de forma a obter ganhos de curto prazo à custa dos objetivos de prazo mais longo. Para tanto, o Bacen deve preferivelmente desfrutar de um *status* independente.
- A operação do regime deve se pautada pela abertura e transparência (Mendonça, 2005), através de freqüentes e abrangentes publicações e comunicados com a imprensa, e pela *accountability*, a capacidade que o Bacen deve ter de defender e justificar suas ações e os resultados obtidos. Tal política tenderia a reduzir a incerteza dos agentes sobre as preferências e aumentar a compreensão e previsibilidade das ações do Bacen.
- A construção e manutenção da credibilidade é um ponto chave (e mais trabalhoso em países com histórico de alta inflação) que condiciona em boa medida o sucesso do regime em função de seus efeitos sobre a efetividade da política e os custos da estabilização.

- Numa economia aberta, as considerações relativas à taxa de câmbio podem ser fundamentais, podendo sugerir a adoção, especialmente em economias emergentes, de metas cambiais.

Estes pontos se enquadram no que vem sendo caracterizado (Piza e Dias, 2006; Le Heron, 2003) como um novo consenso macroeconômico ao seio do qual se daria uma reaproximação, após um período de relativo afastamento, entre o trabalho acadêmico e a execução prática da política econômica, favorecendo com isso a interação entre ambos. Tal consenso é composto por um núcleo central de idéias cujos princípios têm sido amplamente aceitos tanto em círculos acadêmicos quanto entre banqueiros centrais e formuladores da política monetária em geral, e normalmente inclui um modelo macroeconômico estrutural de tipo Novo-Keynesiano dentro do qual o sistema de metas se insere naturalmente e que, apesar de poder ser construído de diversas maneiras, com diferentes níveis de complexidade ao envolver mais ou menos equações ou variáveis, além de incorporar em sua dinâmica de forma mais ou menos explícita os fundamentos microeconômicos, parte sempre, basicamente, de um sistema dinâmico estocástico simples contendo três equações e três variáveis, inflação, produto e taxa de juros. A primeira equação representa uma curva IS relacionando as variações no nível do produto a mudanças na taxa real de juros, enquanto a segunda consiste fundamentalmente de uma curva de Phillips aumentada pelas expectativas, relacionando o comportamento dos preços, e assim da inflação, a variações na capacidade produtiva e nas expectativas. Finalmente, a terceira equação consiste na função de reação do Bacen, que relaciona as variações na taxa nominal de juros de curto prazo às flutuações na taxa de inflação (e eventualmente a outros fatores, como o hiato do produto e também, por exemplo, a taxa de câmbio). Em equilíbrio, a inflação é igual à meta estabelecida, o produto igual ao produto potencial, e a taxa real de juros é dada pela taxa natural. Entretanto, no curto prazo podem verificar-se flutuações nos níveis do produto e dos preços (ou expectativas) e a política monetária pode ser utilizada com sucesso para alcançar sua estabilização.

De um modo geral, o funcionamento do modelo e especialmente o papel assumido no sistema pela taxa real de juros podem ser em grande medida compreendidos através do exame da terceira das equações acima, a função de reação do Bacen, que representa de forma direta e simplificada a operação da política monetária. Esta função assume uma grande variedade de especificações, embora a grande maioria delas siga o modelo original de Taylor (1993) no que se refere à sua forma linear que, basicamente, estabelece a relação entre a variável dependente, a taxa nominal de juros, a duas variáveis explicativas, a taxa de inflação e o hiato do produto, além de um termo relativo ao intercepto e outro representando a inércia da política monetária. Funções deste tipo são normalmente referidas na literatura como regra de Taylor, mesmo não apresentando exatamente a especificação original, e variam em função:

- da escolha de como considerar as variáveis, tanto as explicativas como a dependente: em níveis, diferenças, ou como desvios em relação a valores definidos (meta de inflação, produto potencial);
- da utilização das variáveis explicativas com seus valores contemporâneos ou em defasagens;
- da inclusão de outras variáveis-objetivo na própria função, como por exemplo, a taxa de câmbio;
- da introdução do termo de suavização, tornando o ajustamento gradual;
- do conceito de inflação a ser usado, se inflação passada (*backward looking*) ou expectativas de inflação futura (*forward looking*), ou a uma composição de ambos;
- da estabilidade dos parâmetros e do intercepto, constantes ou variáveis no tempo.

Apesar de simples, a função de reação apresenta (Freitas e Muinhos, 2001), dependendo dos parâmetros utilizados, resultados tão satisfatórios em termos de variância da inflação e do hiato do produto quanto funções bem mais sofisticadas derivadas diretamente da otimização de uma função perda do Banco Central, o que tem contribuído para popularizar sua utilização na análise da política monetária. Assim, nos últimos anos tem-se empreendido considerável esforço no âmbito acadêmico discutindo e procurando estimar a partir dos dados empíricos *ex-post* a função de reação que teria sido ou estaria sendo utilizada pelo Bacen no Brasil. Encontrando-se esta função, identificar-se-iam os determinantes dos ajustes nas taxas de juro que conduziriam aos patamares que têm sido praticados. A confrontação dos resultados de vários trabalhos nesse sentido (Minella et al, 2003; Policano e Bueno, 2006; Holland, 2005; Teles e Brundo, 2006; *inter alia*) nos mostra que dentre as variáveis normalmente consideradas como relevantes, o principal determinante das alterações promovidas pelo Bacen na taxa de juros no caso do Brasil é o desvio das expectativas de inflação em relação à meta, sendo que o impacto de variações no hiato do produto e no câmbio são pequenos e quase sempre não significativos, e seu eventual efeito sobre as taxas reais de juro somente se daria por meio de sua possível influência sobre o estado das expectativas de inflação. Considerando que a meta é fixada para cada ano, as variações verificadas no curto prazo nas taxas de juro nominal e, portanto, também na taxa real (se os juros nominais variarem mais do que proporcionalmente em relação às expectativas de inflação, como em geral ocorre), seriam essencialmente determinadas por mudanças nas expectativas de inflação.

Conclui-se a partir desta análise que as *flutuações* da taxa real de juros são determinadas no âmbito do modelo pelos movimentos verificados nas expectativas de inflação, que causam desvios em relação às metas fixadas e conduzem à manipulação dos juros por parte do Bacen. O *nível* dessas taxas, entretanto, em torno do qual as flutuações de curto prazo ocorrem, continua a ser determinado pela taxa natural de juros, em direção à qual a taxa real se dirigiria com a ação da política monetária em busca do equilíbrio.

3. Metas de inflação, convenções e taxa de juros

O exame do modelo e, particularmente, do funcionamento da função de reação, com a constatação do papel preponderante assumido pelas expectativas não são, como vimos, capazes de explicar porque, no caso específico do Brasil, a busca de metas de inflação que não são particularmente ambiciosas numa perspectiva internacional tem exigido a manutenção por um período prolongado de taxas de juro nominais e reais excepcionalmente elevadas.

No quadro da operação da política, praticamente o único, mas freqüentemente evocado, argumento utilizado para justificar a manutenção de taxas reais de juro especialmente elevadas refere-se à dificuldade em obter a credibilidade dos agentes em relação às metas e ao compromisso do próprio Bacen com a sustentação do regime; nesse sentido, a manutenção de uma política monetária ‘dura’ sinalizaria aos agentes esse firme compromisso e contribuiria na construção da credibilidade do sistema, o que normalmente se daria ao longo de um processo demorado. Isto posto, num contexto de credibilidade historicamente baixa em relação às políticas governamentais como seria o brasileiro, as expectativas de inflação somente poderiam ser mantidas sob controle, próximas às metas definidas, por meio da manutenção das elevadas taxas de juro que têm sido verificadas. Entretanto, além de teoricamente sujeita à objeção relacionada ao problema da dominância fiscal já comentado, a relação unívoca entre a rigidez na política monetária e a credibilidade do sistema de metas implícita nesta concepção repousa sob evidências empíricas frágeis, existindo trabalhos que inclusive encontram resultados contrários ao esperado (Cerisola e Gelos, 2005; Mendonça, 2004; Minella et al, 2003). De fato, a própria noção necessariamente vaga da credibilidade, assim como a dificuldade natural em aferi-la diretamente, torna os esforços empreendidos para relacioná-la a variáveis objetivas tais como a taxa de juros normalmente espinhosos. Por outro lado, e como ponto fundamental neste trabalho, mesmo se aceitarmos que essa relação direta seja válida, tanto os trabalhos teóricos sobre o sistema de metas (Bernanke et al, 1998) quanto os trabalhos empíricos analisados não fornecem pistas acerca de quão restritivas essas políticas deveriam efetivamente ser e por quanto tempo deveriam ser sustentadas para que os resultados sobre a credibilidade se materializassem, mantendo a indefinição acerca do nível que as taxas de juros deveriam assumir.

A análise feita até aqui explicita o papel na operação do sistema dos desvios das expectativas de inflação em relação à meta na explicação das flutuações das taxas de juro no curto prazo, assim como mantém a posição central da taxa natural na justificação dos patamares em torno dos quais essas flutuações ocorrem. Se, entretanto, diante dos questionamentos colocados na seção anterior quanto à validade do próprio conceito, rejeitarmos a adequação da taxa natural ou, mesmo se eventualmente a aceitarmos, mas mantivermos as importantes restrições práticas relativas à sua medição, teremos que, assim como ocorreu no caso do sistema de bandas cambiais, a lógica descrita

não fornece indicativos satisfatórios acerca de *quão elevadas* as taxas de juros deveriam ser, neste caso não mais para sustentar uma determinada taxa de câmbio, mas para que as expectativas de inflação convirjam em direção às metas estabelecidas.

Ou seja, com exceção da taxa natural, cuja validade é aqui contestada, e considerando as incertezas acima apontadas em relação ao impacto das taxas de juro sobre a credibilidade do regime, o sistema de metas de inflação não coloca balizas claras ao nível das taxas de juros praticadas: estas *devem ser suficientemente elevadas e persistir o tempo que for necessário* para que, dado certo grau de credibilidade das políticas, as expectativas convirjam em direção às metas fixadas.

Não há, portanto, no modo de funcionamento do regime, nenhum elemento que indique qual deve ser a taxa real de juros necessária para que o conjunto dos agentes cujas expectativas são aferidas pelo Bacen ao determinar a operação da política estabilize ou reduza suas expectativas de inflação.

Com isso, a princípio *qualquer taxa de juros* poderia executar o papel de estabilizar as expectativas e, enquanto continuasse a ser vista como adequada pelos agentes, poderia perdurar indefinidamente. Isto significa que, e diferentemente do que é esperado pela ortodoxia, a taxa real de juros vigente em um dado momento não corresponde necessariamente a algum valor de equilíbrio compatível com os valores assumidos por um conjunto de variáveis econômicas, ou seja, não se trata de uma taxa de equilíbrio, quaisquer que fossem os fundamentos da economia considerados.

O fato de não representar uma taxa de equilíbrio no sentido tradicional não significa, entretanto, que não exista um processo específico através do qual ela seja definida. Efetivamente, a taxa escolhida deve ser obrigatoriamente o resultado de uma convenção pela qual os participantes do mercado em questão a elegeram e reconhecem como a taxa válida. A cada momento, a taxa convencionada é a taxa que os agentes consideram necessária para não elevar as expectativas de inflação. A fixação por parte do Bacen de uma taxa distinta daquela não possui efeitos ou estes são indesejados. Numa situação em que as expectativas de inflação se encontram acima da meta, uma elevação das taxas de juro a um nível abaixo da taxa convencionada seria vista pelos agentes como insuficiente e incapaz de reverter as expectativas, que continuariam elevadas fazendo com que o aumento realizado não alcançasse seu objetivo. É importante ressaltar que para que este resultado se verifique não é necessário que a taxa fixada pelo Bacen esteja de alguma forma “equivocada” do ponto de vista dos fundamentos econômicos, mas apenas que ela seja distinta da taxa convencionada.

Neste tipo de situação podemos dizer que a definição da taxa de juros segue uma lógica puramente convencional (Orléan, 1999), que é aquela na qual se fundamenta o comportamento daqueles agentes que não procuram identificar o valor intrinsecamente “correto” de uma variável (neste caso, a taxa de juros), nem tampouco prever o valor que outros agentes possam considerar como sendo o correto, mas que procuram encontrar o valor que todos os agentes consideram como sendo a opinião majoritária do grupo e que terminará por impor-se na realidade; ou seja, os agentes não se

comportam neste caso de acordo a suas próprias opiniões ou às de outros agentes agindo com base a crenças pessoais – as quais podem ser inclusive construídas sobre os fundamentos mais sólidos possíveis – mas em função das opiniões do conjunto dos agentes resultante da busca empreendida por todos e cada um deles para encontrar aquela opinião majoritária. Neste contexto, não existe nenhuma determinação inequívoca *ex-ante* do valor que uma variável em particular deva assumir, sendo que tal valor resultará da própria interação entre os agentes, ao longo da qual são produzidas internamente as referências – não necessariamente compatíveis com algum conjunto de fundamentos econômicos – que determinam o comportamento desses próprios agentes. O processo pelo qual são criadas as convenções que sustentam esse comportamento assume, portanto, um caráter claramente auto-referencial.

Com isso, tal processo pode assim desembocar numa multiplicidade de resultados em função do estado assumido por um conjunto amplo de fatores – que não serão objeto deste trabalho –, com graus variados de importância, e relacionados à estrutura de poder e ao modo específico de funcionamento dos mercados financeiros, que interferem decisivamente em sua dinâmica interna sem necessariamente apoiar-se de forma clara em algum fundamento econômico convencional. Entretanto, o resultado alcançado deve efetivamente parecer pelo menos inicialmente como legítimo aos olhos da maioria dos participantes, o que requer que a convenção esteja assentada sobre uma base econômica minimamente convincente, embora tal nível mínimo possa ser interpretado de forma bastante ampla. Mas uma vez estabelecida a convenção, ao tomar as decisões os agentes não precisam mais se esforçar por descobrir as escolhas dos demais de forma a com eles se coordenar, bastando para isso se voltar para a convenção. Assim, cada agente passa apenas a se preocupar unicamente com a convenção. Dessa forma, esta acaba adquirindo um *status* muito similar àquele atribuído aos fundamentos econômicos na lógica da ação fundamentalista como a que é considerada pela ortodoxia, e seu caráter convencional é inclusive esquecido. O 'fundamento' da taxa de juros *exigida* pelos agentes passa a ser a própria convenção. Isto explicaria a manutenção por parte do Bacen de taxas reais de juro excepcionalmente elevadas a despeito do limitado suporte teórico e empírico para justificá-las.

Esta lógica não é exclusiva do regime de metas de inflação – embora seja dele característica -, mas surge em todas as situações, como a verificada para o caso do Brasil, em que o Bacen determina (quase que) totalmente suas ações em função das expectativas dos mercados financeiros, definindo o caminho das taxas de juros de acordo ao que estes mercados esperam. Sem deixar de concordar que a reação dos mercados, pelo seu papel determinante como mecanismo de transmissão da política monetária, deve ser cuidadosamente considerada na definição desta política, é necessário apontar que, considerando o caráter especialmente sobre-reativo dos mercados financeiros, sua propensão a bolhas especulativas e caprichos (Shiller, 2000), e sua tendência a crises financeiras

(Kindleberger, 1996), além do comportamento extremamente focado em considerações de curto prazo, ao conduzir a política monetária buscando ‘seguir os mercados’ (Blinder, 1998), o Bacen se torna particularmente vulnerável às exigências cuja origem se encontra em convenções geradas num ambiente que, se por um lado se encontra sujeito ao impacto dos fenômenos desestabilizadores acima, peculiares à lógica dos mercados financeiros, pelo outro possui interesses próprios bem definidos, não necessariamente compatíveis com os interesses e objetivos de setores mais amplos da sociedade, supostamente representados no Governo. A política monetária assim conduzida acaba alcançando resultados medíocres no que se refere à relação entre as taxas de juro requeridas para manter a inflação dentro de uma determinada meta, o que parece caracterizar a situação no Brasil. De fato, a manutenção de taxas reais de juros excepcionalmente elevadas, alcançando patamares de inflação apenas razoáveis, por um prolongado período de tempo e sem outra justificativa aparente que não nas necessidades da própria dinâmica interna do regime, sugere que uma explicação mais adequada para o fenômeno deva ser buscada no processo pelo qual as convenções relevantes são geradas segundo a lógica desses mercados.

IV. CONCLUSÃO

Buscou-se com este trabalho contribuir ao debate relativo à manutenção no Brasil ao longo de um período prolongado e sem a perspectiva de mudança significativa no futuro próximo, de taxas reais de juro excepcionalmente elevadas quando comparadas às taxas historicamente praticadas no país e às taxas internacionais vigentes. Esta questão é hoje um dos problemas econômicos mais debatidos tanto no ambiente acadêmico quanto em setores mais amplos da sociedade, o que é compreensível considerando suas implicações extremamente importantes sobre a economia do país, especialmente através de seus efeitos diretos sobre as decisões de investimento e, portanto, sobre o crescimento econômico, e dos impactos consideráveis sobre a estrutura da distribuição da renda nacional.

Paradoxalmente, apesar da difusão do debate em torno do assunto e de sua grande relevância, até o momento poucos são os trabalhos acadêmicos, especialmente a partir da abordagem ortodoxa – que baseia a formulação e execução da política monetária no país –, que consideram deliberadamente a situação em seu caráter excepcional que requer uma explicação específica, e a partir disso procuram abordar o assunto discutindo e verificando a validade das explicações normalmente sugeridas.

Como forma de preencher parte deste vazio relativo, este trabalho procurou inicialmente discutir, fundamentalmente a partir da revisão de um conjunto de trabalhos teóricos e empíricos recentes que tratam o caso particular do Brasil, alguns pontos centrais da abordagem ortodoxa sobre o assunto,

apoiada decisivamente no conceito de taxa natural de juros, de forma a verificar sua capacidade em explicar satisfatoriamente a singularidade da situação brasileira.

Após discutir esta abordagem e apontar os problemas do conceito fundamental de taxa natural especialmente no que se refere à sua validade empírica, concluiu-se que ela resulta insuficiente para explicar a manutenção durante um período prolongado de patamares excepcionalmente elevados em torno dos quais as taxas reais de juro flutuam.

Posteriormente, levou-se a cabo uma discussão da política monetária seguida nos últimos anos no Brasil, particularmente o sistema de metas de inflação que tem norteado essa política na maior parte do período, buscando identificar em características específicas de seu funcionamento os eventuais fatores que justifiquem as elevadas taxas de juros praticadas, uma vez que estas são diretamente determinadas como parte da operação da política. Concluiu-se da análise que não existem elementos teóricos e empíricos suficientes para acreditar, como normalmente faz a abordagem ortodoxa, que a operação do sistema de metas de inflação de modo geral, e do caso do Brasil em particular, conduza necessariamente a que as taxas de juro assumam algum valor específico de equilíbrio resultante da interação de um conjunto de variáveis econômicas fundamentais. Enquanto um equilíbrio desse tipo não é implicado pela operação do regime, sua lógica definitivamente exige que as taxas reais de juro praticadas sejam compatíveis com as convenções estabelecidas para cada momento entre os agentes relevantes (particularmente o Bacen e os participantes dos mercados financeiros) acerca dos níveis que aquelas taxas devem assumir para que as expectativas de inflação desses próprios agentes permaneçam próximas às metas estabelecidas e o regime alcance o sucesso no controle da inflação. Estas convenções não refletem necessariamente e a todo momento o resultado de alguma análise econômica “fundamental” a partir da qual se extrai um determinado valor de equilíbrio para a taxa real de juros, mas são determinadas por uma multiplicidade de fatores que incluem as relações internas de poder e os interesses, além de aspectos específicos do modo de funcionamento dos mercados financeiros, tais como seu caráter sobre-reativo e focado em considerações de curto prazo, sua propensão a bolhas especulativas e caprichos e sua tendência a crises financeiras, fatores que normalmente escapam à análise ortodoxa, tornando-a inadequada. Uma explicação mais apropriada para a singularidade do caso brasileiro deve ser buscada, portanto, nas características do processo pelo qual as convenções relevantes têm sido geradas segundo a lógica desses mercados.

REFERÊNCIAS

- AMATO, J. *The role of the Natural Rate of Interest in Monetary Policy*. CESifo Economic Studies, vol.51, p.729-755, abril 2005.
- ARESTIS, P.; de PAULA, L.F.; FERRARI FILHO, F. *Inflation Targeting in Emerging Countries: the Case of Brazil*. XXIV Encontro Nacional de Economia. Salvador, 2006.
- ARIDA, P., BACHA, E.L., LARA-RESENDE, A. *Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the case of Brazil*. Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, Rio de Janeiro, 2004.
- BACEN. **Séries temporais**. Economia e finanças, Banco Central do Brasil. <http://www.bcb.gov.br>.
- BERNANKE, B.; MISHKIN, F.S. *Inflation Targeting: a new framework for monetary policy?* NBER Working Papers nº5893, National Bureau of Economic Research, janeiro 1997.
- BERNANKE, B.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F.S.; POSEN, A.S. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press, 1999.
- BLANCHARD, O. *Fiscal Dominance and Inflation Targeting: lessons from Brazil*. NBER Working Papers nº10389, National Bureau of Economic Research, março 2004.
- BLINDER, A. **Central Banking in Theory and Practice**. Cambridge, MIT Press, 1998.
- BOGDANSKY, J.; TOMBINI, A.A.; WERLANG, S.R.da C. *Implementing Inflation Targeting in Brazil*. Working Paper Series nº1, Banco Central do Brasil. Brasília, julho 2000.
- CANUTO, O; SANTOS, P.F.P. **Risco-Sobreano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes**. Temas de Economia Internacional 01, Ministério da Fazenda, Secretaria de Assuntos Internacionais, Brasília, outubro 2003.
- CARNEIRO, D.D.; WU, T.Y.H. **Dominância fiscal e desgaste do instrumento único de política monetária no Brasil**. Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, Rio de Janeiro, Texto para Discussão nº7, maio 2005.
- CERISOLA, M.; GELOS, R.G. *What Drives Inflation Expectations in Brazil? An Empirical Analysis*. IMF Working Paper 05/109, International Monetary Fund, junho 2005.
- CHERNAVSKY, E. **Sobre a construção da política econômica: uma discussão dos determinantes da taxa real de juros no Brasil**. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, FEA, São Paulo, 2007.
- COPOM/BACEN. **Atas de Reunião**. Vários números 1998-2007. Banco Central do Brasil.
- FAVERO, C.A.; GIAVAZZI, F. *Why are Brazil's Interest Rates so High?* IGIER, Università Bocconi, Milão, 2002.

_____. *Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil*. NBER Working Papers n°10390, National Bureau of Economic Research, março 2004.

Fundo Monetário Internacional - FMI. *International Financial Statistics - IFS*. <http://www.imf.org>.

FREITAS, P.S.de; MUINHOS, M.K. *A Simple Model for Inflation Targeting in Brazil*. Working Paper Series n°18, Banco Central do Brasil. Brasília, abril 2001.

GARCIA, M. *Brazil in the 21st Century: How to Escape the High Real Interest Trap?* PUC-Rio, Texto para Discussão, n°466, Rio de Janeiro, 2002.

GONÇALVES, F.M.; HOLLAND, M.; SPACOV, A.D. *Can Jurisdictional Uncertainty and Capital Controls Explain the High Level Real Interest Rates in Brazil? Evidence from Panel Data*. XXIII Encontro Nacional de Economia. Natal, 2005.

HOLLAND, M. *Monetary and Exchange Rate Policy in Brazil after Inflation Targeting*. XXIII Encontro Nacional de Economia. Natal, 2005.

IBGE. *Sistema IBGE de Recuperação Automática – SIDRA*. <http://www.ibge.gov.br>.

KINDLEBERGER, C. *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.

LAUBACH, T.; WILLIAMS, J.C. *Measuring the Natural Rate of Interest*. The Review of Economics and Statistics, MIT Press, vol.85(4), p.1063-1070, novembro 2003.

LE HERON, E. *A New Consensus on Monetary Policy?* Revista de Economia Política, v.23, n°4, p.3-27, out-dez 2003.

LEICHSENRING, D. R. *Endogeneidade e Mecanismos de Transmissão entre a Taxa de Juros Doméstica e o Risco Soberano: uma Revisita aos Determinantes do Risco-Brasil*. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, FEA, São Paulo, 2004.

LOUREIRO, A.S.; BARBOSA, F.H. *Public Debt and Risk Premium of Public Securities in Brazil*. Notas Técnicas, Banco Central do Brasil, novembro 2003.

MENDONÇA, H.F. *Mensurando a credibilidade do regime de metas inflacionárias no Brasil*. Revista de Economia Política, v.24, n°3, p.344-350, jul-set 2004.

_____. *Metas para inflação e variáveis macroeconômicas: uma Avaliação Empírica*. Anpec, XXIII Encontro Nacional de Economia. Natal, 2005.

MINELLA, A.; de FREITAS, P.S.; GOLDFAJN, I; MUINHOS, M.K. *Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility*. Working Paper Series n°77, Banco Central do Brasil. Brasília, julho 2003.

MIRANDA, P.C.de; MUINHOS, M.K. **A taxa de juros de equilíbrio: uma Abordagem Múltipla.** Working Paper Series nº66, Banco Central do Brasil. Brasília, fevereiro 2003.

MUINHOS, M.K.; NAKANE, M.I. *Comparing Equilibrium Real Interest Rates: Different Approaches to Measure Brazilian Rates.* Working Paper Series nº101, Banco Central do Brasil. Brasília, março 2006.

NISHIJIMA, S. *Government Debt and Inflation Targeting in Brazil.* RIEB Discussion Paper Series nº167, Research Institute for Economics and Business Administration, Kobe University, janeiro 2005.

OREIRO, J.L.; DE PAULA, L.F.; DA SILVA, G.J.C. **Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha.** Revista de Economia Política, v.24, nº2, p.223-237, abr-jun 2004.

ORLÉAN, A. *Le pouvoir de la finance.* Paris, Editions Odile Jacob, 1999

PIZA, E.C.; DIAS, J. **Novo consenso macroeconômico e política monetária no Brasil: uma Avaliação Empírica.** Anpec, XXIV Encontro Nacional de Economia. Salvador, 2006.

POLICANO, R.M.; BUENO, R.D.L.S. **A Sensibilidade da política monetária no Brasil: 1995-2005.** Anpec, XXIV Encontro Nacional de Economia. Salvador, 2006.

QUARESMA, J.C.; GNAN, E.; RITZBERGER-GRUNWALD, D. *The Natural Rate of Interest – Concepts and Appraisal for the Euro Area.* Oesterreichische Nationalbank, Monetary Policy & The Economy, Q4/05, dezembro 2005.

SHILLER, R. **Exuberância Irracional.** São Paulo: Makron Books, 2000.

TAYLOR, J. *Discretion versus Policy Rules in Practice.* Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1993.

TELES, V.K.; BRUNDO, M. **Medidas de política monetária e a função de reação do Banco Central do Brasil.** Anpec, XXIV Encontro Nacional de Economia. Salvador, 2006.

WICKSELL, K. *Interest and Prices.* Londres, Macmillan, 1936.

WOODFORD, M. *Interest and Prices.* Princeton University Press, 2003.

YUKI, E.T. **Uma análise em painel dos determinantes do risco país com um modelo de reputação internacional.** Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, FEA, São Paulo, 2004.

ZOLI, E. *How does fiscal policy affect monetary policy in emerging markets countries?* BIS Working Papers nº174, Bank for International Settlements, abril 2005.