

Prática de Elevadas Taxas de Juros na Economia Brasileira

Practice of High Interest Rates in the Brazilian Economy

Fernando Nogueira da Costa¹

Professor-Titular
Instituto de Economia
Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP
Cidade Universitária “Zeferino Vaz”
13083-970 – Campinas – SP - Brasil

<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>

<http://lattes.cnpq.br/6773853439066878>

E-mail: fercos@eco.unicamp.br

Resumo:

O objetivo deste Texto para Discussão é responder à indagação da razão pela qual a taxa de juros é alta na economia brasileira. Além de uma Introdução, possui três partes. A primeira apresenta as justificativas teóricas e analíticas para prática de alto juro. Na segunda, levanta-se a hipótese de que a economia não convergirá para um equilíbrio unicamente com a adoção do juro real extremamente elevado. Finalmente, conclui com a hipótese da inoperância do juro para abaixar a inflação inercial independentemente do fato dela estar no patamar de um dígito.

Palavras-chave: Moeda e Taxa de Juros – Política monetária – Banco Central – Oferta e Demanda de Moeda e Crédito

Abstract:

The purpose of this Discussion Paper is to answer the question of why the interest rate is high in the Brazilian economy. In addition to an introduction, it has three parts. The first examines the theoretical and analytical justification for the practice of high interest. In the second, it raises the hypothesis that the economy does not converge to an equilibrium only with the adoption of extremely high real interest. Finally, we conclude with the hypothesis of interest ineffectiveness to lower inertial inflation regardless of whether it be at the level of one digit.

Keywords: *Money and Interest Rates - Monetary Policy - Central Banking - The Supply of Money and Credit*

Classificação JEL / JEL Classification: E4 - E5

¹ Agradeço comentários dos colegas Bruno Conti, Cláudio Dedecca, Giuliano Contento, Francisco Lopreato. Evidentemente, eles não são “cúmplices” de minhas hipóteses porventura falseáveis.

1. Introdução

Um colega adepto de outra corrente de pensamento econômico dirigiu-me perguntas aparentemente simples: *por que a taxa real básica de juros no Brasil é tão elevada? Por que, apesar da taxa nominal básica de juros ser tão elevada, a taxa da inflação permanece muito elevada?* De imediato, em vez de dizer clichês a respeito, respondi-lhe que não se pode tratar com simples palavras uma questão complexa. É necessário estudar reflexões teóricas e evidências empíricas para tentar dar uma resposta mais consistente.

No *nível mais elevado de abstração*, estão as teorias puras que revelam a consistência no uso dos instrumentos de política econômica. No *nível intermediário*, o analista deve reincorporar todos os conflitos de interesse antes abstraídos para detectar os fenômenos econômicos puros. Neste âmbito dos conflitos sociais e políticos entre interesses antagonônicos, via eleições democráticas, que se estabelece a definição do regime macroeconômico. Escolhe-se, então, para determinado mandato, qual será a característica estrutural do planejamento do desenvolvimento em longo prazo, condicionante do manejo dos diversos instrumentos das políticas públicas.

No *nível mais baixo de abstração*, quando (e onde) há a necessidade de se contextualizar, ou seja, datar e localizar os eventos, que se capta os imperativos de dada conjuntura na prática da arte de tomadas de decisões práticas. A partir daqueles pré-requisitos teóricos, é neste plano mais concreto que se demonstra a arte, a sensibilidade ou a habilidade no uso dos quatro instrumentos principais de política econômica em curto prazo: políticas monetária (de juro e crédito), fiscal, cambial e de controle da mobilidade do capital.

Minha hipótese é que um dos motivos pelos quais *a taxa real básica de juros no Brasil é tão elevada é por causa da dependência de trajetória do resultado não operacional ou renda do capital*. Sua adoção em longo prazo, dado o arcabouço mental/teórico da Autoridade Monetária, levou a uma mudança comportamental dos agentes econômicos. Ao contrário do diagnóstico do monetarista Milton Friedman – uma economia inflacionaria é viciada em política keynesiana de “dinheiro farto e barato” – na economia brasileira o vício é em “dinheiro farto mas caro”, isto é, em juro alto. Todos os investidores brasileiros, seja PF, seja PJ, viciaram-se nessa droga inebriante que produz *o efeito-riqueza*: a agradável sensação de enriquecimento sem fazer força.

Os agentes econômicos teriam, então, se viciado em operar com juros elevados, tornando-se dependentes dessa droga, cuja desintoxicação é penosa, mas o tratamento, seja gradualista, seja de choque, é imprescindível para se levar uma vida normal. Porém, isso não ocorrerá enquanto seu abastecimento for providenciado pelo *pool* COPOM-Mercado. A imposição legal de um “duplo-mandato” ao Banco Central do Brasil – controlar a taxa de inflação e regular a taxa de desemprego e a taxa de câmbio – talvez seja a maneira institucional de evitar o conflito de interesses de seus diretores e estabelecer uma moderação na política de fixação do juro básico, tal como ocorre nos demais Bancos Centrais.

Dividirei esse Texto para Discussão, além desta breve Introdução, em duas partes: uma referente à Teoria de Juro, outra analisando a Prática da Política de Juro na

economia brasileira. Cabe resgatar, de início, como se inspiram, teoricamente, os executores da política de juro. Depois, esboçar o debate focalizado sobre essa prática.

2. Fundamentos Teóricos para a Execução da Política de Juro

Executar a política monetária é uma Tarefa de Sísifo! Sísifo foi condenado a, por toda a eternidade, rolar uma grande pedra de mármore com suas mãos até o cume de uma montanha, sendo que toda vez que ele estava quase alcançando o topo, a pedra rolava novamente montanha abaixo até o ponto de partida por meio de uma força irresistível, invalidando completamente o duro esforço despendido.

Por esse motivo, essa expressão “trabalho de Sísifo” é empregada para denotar qualquer tarefa que envolva esforços longos, repetitivos e inevitavelmente fadados ao fracasso. A política monetária segue um infinito ciclo de esforços em elevar a taxa de juros, que nunca chegam a um final, pois a taxa de inflação não rola abaixo para um “equilíbrio estável”. As Autoridades Monetárias também são totalmente desprovidas de quaisquer opções de desistência ou recusa em fazê-lo.

Por que a política monetária se repete? Talvez seja porque a Autoridade Monetária imagina ser um “leiloeiro walrasiano”. Através de um artifício analítico, o francês Marie-Esprit Léon Walras (1834-1910) utilizou-se da ideia de “contratos provisórios”, que só seriam cumpridos caso atendessem ao requisito de compatibilidade global. Havendo sobra ou carência de algum bem ou serviço, aos preços vigentes, os contratos seriam considerados não válidos, e os preços se modificariam segundo a Lei da Oferta e da Procura. Novos contratos seriam propostos até que se estabelecessem os requisitos de compatibilidade global.

A esse mecanismo de contratos virtuais sucessivos na determinação de preços de equilíbrio, Walras deu o nome de “*tâtonnement*”, expressão que pode ser traduzida simplesmente por “*tateio*”, ou seja, o ato de deduzir ou perceber por intuição, indagar, sondar para descobrir, pesquisar com cautela, ensaiar, fazer a experiência de tentar-e-errar. Enfim, através de permanente tateio, o Banco Central cumpre sua Tarefa de Sísifo, buscando o realinhamento dinâmico entre os preços básicos JKCW (Juro-Capital-Câmbio-Salário) de maneira a criar expectativa favorável ao investimento e à exportação, mantendo o controle inflacionário. *Sobe, sobe continuamente a taxa de juros, mas a taxa de inflação teima em não descer...*

O modelo de troca pura multilateral expõe o mecanismo básico de formação de preços em mercados competitivos, abstraindo-se de questões econômicas mundanas. Os diversos agentes econômicos comparecem ao mercado como possuidores de estoques previamente determinados de mercadorias. Procurarão, tomando preços como parâmetros de suas decisões sobre quanto comprar e vender, atuar segundo conveniências individuais expressas na forma de derivar o máximo possível de satisfação ou “utilidade” permitida por seus orçamentos. Nessa idealização, preços são apenas razões de troca entre cada mercadoria e o “*numéraire*”, unidade de conta sob forma de uma mercadoria escolhida, em hipótese teórica, pelos próprios agentes.

Caindo desse alto nível de abstração diretamente no mundo real, sem reincorporação de outras áreas do conhecimento que foram antes abstraídas, o “*numéraire*” torna-se a moeda oficial regulada pelo Banco Central via taxa de juros. Pior, Vilfredo Pareto (1840-1923) dedicou-se a utilizar esse elegante instrumental analítico do equilíbrio

geral walrasiano para fundamentar sua defesa da não intervenção do Estado em questões distributivas. O Modelo de Equilíbrio Geral, pilar do neoclassicismo, ficou então indissolúvelmente associado à doutrina do “*laissez faire, laissez passer, le monde va de lui même*” [“Deixe fazer, deixe passar, o mundo vai por si mesmo.”]. Só que o mundo nunca alcança um equilíbrio geral...

Nesse mundo real, é válido recorrer à *noção de “quase equilíbrio”* para se descrever o fato de um sistema se encontrar em *estado próximo ao do equilíbrio idealizado*? Isto é mera apelação para um recurso retórico que evita dizer que o estado real da economia é de *desequilíbrio*, pois há assimetria, contraposição e fúria nos diversos conflitos de interesses entre agentes heterogêneos em suas forças econômicas.

Anunciar a ordem espontânea produzida pelo livre-mercado só convence que acredita em fábulas. *A Fábula das Abelhas ou Vícios Privados, Benefícios Públicos* de autoria de Bernard Mandeville (1670-1733) foi a inspiração para Adam Smith (1723-1790). A ideia de “ordem espontânea” aparece na história de uma colmeia que prosperava mesmo com os “vícios”, ou seja, os comportamentos egoístas das abelhas. Quando estas se tornaram virtuosas, não agindo mais em interesse próprio, mas sim com altruísmo pelo bem comum a todas, a colmeia desandou!

Qual seria, mais precisamente, a natureza do mecanismo — uma “mão invisível de O Mercado” ou uma “mão visível de O Estado” — responsável pela transformação do vício das partes no benefício do todo?

2.1. Abordagem de Wicksell a respeito do Processo Cumulativo Inflacionário

Em um sistema bancário desenvolvido de uma Economia Contemporânea – e não em uma hipotética “Economia de Feira-de-Aldeia Medieval”, que funciona à base da troca ou apenas com pagamentos a vista –, os distúrbios “reais”, responsáveis por flutuações na renda, conduzem a variações na demanda por moeda. Estas são passivamente suportadas por variações na oferta de crédito por parte dos bancos, se estes não vão de encontro à barreira de suas capacidades de empréstimos, estabelecidas por suas reservas. No caso de uma realista “Economia de Endividamento Bancário”, onde o mecanismo equilibrador endógeno por forças de livre-mercado não atua, a Autoridade Monetária manipula a taxa de juros com o intuito de estabilizar o nível de preços.

Essa abordagem, inspirada em Johan Gustaf Knut Wicksell (1851-1926), distingue-se da monetarista de Milton Friedman (1912-2006), pois não são as variações ativas na base monetária controlada pelo Banco Central que são a fonte de distúrbio. Wicksell enfoca variações no fluxo de crédito intermediado pelos bancos, mais do que variações no estoque da moeda central. Apresentou os fundamentos teóricos para a prática de um Regime de Meta de Inflação, estabelecida através da ação discricionária da Autoridade Monetária sobre a taxa de juros básica, anunciada periodicamente.

A interpretação de seus discípulos da Escola de Estocolmo é que Wicksell, apesar dele conceber seu Processo Cumulativo como um elo entre a Teoria Quantitativa e o mundo real, foi de que ele forneceu as bases para uma abordagem fundamentalmente distinta. Considerou que a Teoria Quantitativa da Moeda não possuía o atributo da generalidade, devido à sua inaplicabilidade a um sistema de crédito contemporâneo,

com oferta de moeda creditícia endógena. Portanto, a reabilitação que Wicksell fez da Teoria Quantitativa da Moeda foi, na realidade, sua destruição.

Os principais avanços do Processo Cumulativo, formulado por Wicksell, são:

1. contrapõe as noções de demanda monetária agregada por bens e de oferta agregada de bens, para análise do nível geral de preços;
2. analisa o sistema fora de equilíbrio, criticando a Teoria Quantitativa da Moeda pela análise e comparação somente de estados de equilíbrio, deixando de fora o processo dinâmico;
3. leva em conta o sistema bancário desenvolvido e o mecanismo indireto de transmissão monetária via taxa de juros.

O Processo Cumulativo descreve um sistema onde os movimentos no conjunto dos preços monetários não forçam necessariamente uma operação em direção ao equilíbrio. Wicksell considerou a natureza desse Equilíbrio Monetário – *indiferente* – como fundamentalmente distinto do Equilíbrio dos Preços Relativos, cuja tendência ao equilíbrio *estável* é inerente. Uma vez perturbado, o Equilíbrio Monetário poderia ser restaurado, supõe, por meio de uma taxa de equilíbrio especial, a chamada Taxa de Juros Normal sobre empréstimos. Sob a mais realística premissa de um Sistema Misto de Pagamento (a vista e a crédito), as variações nos preços monetários, como ligações entre o mercado monetário e o mercado de bens e serviços, a Autoridade Monetária tenta estabelecer essa taxa em *processo experimental com tentativas e erros*.

Um ciclo monetário seria causado pela discrepância entre a Taxa de Juros de Mercado e a Taxa de Juros Natural. Para eliminar essa causa de instabilidade no nível geral dos preços, as duas taxas teriam de se igualar. Entretanto, a taxa natural de juros não é fixa. Flutua conjuntamente com todas as causas reais de flutuações econômicas. Uma coincidência das duas taxas (a de mercado e a natural) é, portanto, pouco provável.

Wicksell coloca a responsabilidade desse ajustamento recaindo sobre os bancos – “suas obrigações para com a sociedade são muito mais importantes do que suas obrigações privadas”. No entanto, não há como os bancos conhecer a Taxa Natural antes de fixarem suas próprias taxas de juros. Isto é impraticável, dado que “a Taxa de Juros Natural é hipotética, correspondendo àquela que equilibraria o sistema”. Na realidade, o nível corrente de preço dos bens, isto é, a taxa de inflação, fornece um indicador válido para concordância ou discordância das duas taxas.

O procedimento deve ser simplesmente o seguinte: enquanto os preços permanecerem inalterados, a taxa de juros bancários deve permanecer no mesmo nível. Se os preços subirem, a taxa de juros deve ser elevada; se os preços caírem, a taxa de juros deve ser diminuída. A taxa de juros deve, assim, ser mantida neste novo nível até que outro movimento de preços exija nova mudança em um sentido ou em outro. Simples, não?

Na opinião de Wicksell, a causa principal da instabilidade nos preços está na incapacidade dos bancos, por si só, seguirem essa regra (a não ser que esgotem as reservas emprestáveis), pois uma queda nas taxas de juros de empréstimos pode diminuir suas margens de lucro mais do que aumentar o nível de seus negócios. Nesse caso, supõe uma inelasticidade da demanda ao preço do crédito. *Mas isso não é contraditório justamente com o que ele diz que detona o Processo Cumulativo?*

2.2. Sobre Equilíbrio Monetário

O *Equilíbrio Monetário*, livro de Gunnar Myrdal publicado em sueco, em 1931, e em inglês, em 1939, foi tentativa de reconstrução crítica da noção de “taxa de juros normal”, elaborada originalmente por Knut Wicksell. Esse conceito deveria cumprir três diferentes condições para se atingir o Equilíbrio Monetário:

1. igualar à “taxa natural (ou real)”;
2. equalizar investimento e poupança;
3. preservar o nível geral dos preços estável.

Em seus desenvolvimentos da análise de Wicksell, os economistas da Escola de Estocolmo criticaram a consistência desta tríplice condição, conduzindo à reformulação ou mesmo ao abandono da noção de “taxa normal”.

Myrdal faz a distinção entre métodos *prospectivos* e *retrospectivos* de cálculo de valores econômicos, tais como investimento, renda e poupança, deduzida por diferença com o consumo. Há dois métodos alternativos de definir estas quantidades:

1. quantidades definidas em termos de *ação planejada*, no início do período em questão, são referidas como *ex ante* – são *resultados esperados*;
2. quantidades definidas em termos de *medidas realizadas*, ao fim do período em questão, são referidas como *ex post* – são *categorias passadas*.

A priori, a decisão *ex ante* de investimento refere-se ao investimento planejado para período vindouro, incentivado por renda *ex ante* ou lucro esperado. A posteriori, o investimento, a renda e a poupança *ex post* já foram realizados, durante período passado. Assim, tornaram-se registros estatísticos. No caso da poupança, ela é um resíduo contábil entre o fluxo de renda e o de consumo nesse período considerado.

No cálculo *ex ante*, a questão não se refere aos resultados realizados, mas sim às expectativas, cálculos e planos dirigidos ao processo dinâmico futuro. Na contabilidade *ex post*, verifica-se a correspondência (ou não) entre o investimento esperado e o valor do investimento bruto realizado. E se deduz a correspondente poupança contábil.

O problema a ser resolvido na Teoria Monetário-Financeira, para Myrdal, era: *como a tendência à ruptura da equação investimento-poupança se estabelece no balanço ex post?* A Doutrina da Poupança Forçada supõe que a oferta de crédito quebra o equilíbrio *ex ante* necessário entre o investimento e a poupança para se manter estável o nível geral dos preços. Se esta poupança for superada, devido à disponibilidade de *funding*, isto é, composição passiva para financiar o investimento, a demanda agregada ultrapassa a oferta agregada, provocando elevação no nível geral de preços, o que corrói os salários reais, diminuindo o consumo de maneira a “forçar a poupança” que se equilibra com o investimento realizado. Ao fim e ao cabo, quebrado o equilíbrio inicial, chega-se a um novo Equilíbrio Monetário de maneira perversa, ou seja, via mecanismo inflacionário.

O processo técnico da produção requer tempo. Durante este tempo, mudanças ocorrem sem que sejam antecipadas com absoluta certeza. Resultam em ganhos e perdas que não são nem elementos de renda, nem tampouco valores de capital. São

variações de preços que buscam um novo equilíbrio entre preços relativos, uma compatibilidade distributiva e/ou uma auto-organização.

O Equilíbrio Monetário, de acordo com o citado segundo critério de Wicksell, considerado válido por Myrdal, é entendido como a igualdade entre o investimento *ex ante* e a “disposição de capital livre”, ou seja, a soma da poupança com as variações do valor do ativo de capital antecipadas. Para caracterizar esse Equilíbrio Monetário, é necessário, então, o fluxo de investimento, estimulado pelas taxas de rentabilidade esperada, que é a reação dos empresários ao lucro previsto, ser casualmente compatível com o fluxo de poupança esperado. Este será, justamente, a parcela dessa renda que não foi destinada ao consumo imediato. A poupança *ex post* possui caráter nominal, ou seja, de mero resíduo contábil não objeto direto de decisões com essa intenção.

Myrdal procura caracterizar a condicionalidade do Equilíbrio Monetário ao acaso, mostrando inclusive a possibilidade de divergência *ex ante* e resolução *ex post* entre o investimento e a poupança. A alteração das expectativas ou da taxa de juros gera uma discrepância entre essas magnitudes agregadas.

A independência entre as decisões de investir no mercado de bens e serviços e de investir no mercado financeiro é plenamente possível em uma Economia de Endividamento. Os recursos financeiros suplementares demandados pelos investidores, que vão além de seu autofinanciamento (lucros retidos ou “poupança” da empresa não-financeira), são supridos pelo sistema bancário, através de sua capacidade de criação de crédito *ex nihilo*, sem que, necessariamente, haja elevação da taxa de juros de mercado.

Equilíbrio Monetário, portanto, ocorreria apenas na rara circunstância em que as instituições financeiras estariam apenas fazendo intermediação entre poupança e investimento – sem ter consciência disso. Só nessa hipótese de exata “canalização”, constatada *ex-post*, a oferta de moeda deixaria de ser endógena, isto é, criada pelas forças do mercado, e inexistiriam o excesso de demanda agregada e o conseqüente Processo Cumulativo inflacionário.

Ex post, a cada período contábil, a poupança e o investimento efetivamente realizados por definição são iguais. Essa igualdade é obtida através de ganhos e perdas não esperados pelos agentes econômicos. A renda real *ex post* e a sua “parcela poupada” pelos diversos agentes não é determinada em nível microeconômico, mas sim macroeconômico. Nesse esquema teórico, é a poupança que, contabilmente, ajusta-se ao nível de investimento realizado. Pode ocorrer frustração *ex post* de demandas e ofertas formuladas com base em antecipações não mutuamente consistentes, devido à descentralização, descoordenação e desinformações dos agentes econômicos.

A reformulação do conceito de Equilíbrio Monetário através do método *ex ante / ex post* por parte de Myrdal qualifica a teoria de Wicksell. A análise do mercado de crédito e de capitais permite estabelecer a possibilidade de discrepância *ex ante* entre a poupança e o investimento e sua resolução *ex post* de maneira inflacionária.

2.3. Estabilizando o Sistema de Preços Relativos

A moeda creditícia é *não-neutra*. Ela pode ser *passiva*, quando sanciona as alterações do sistema econômico providas de mudanças de expectativas. Nesse sentido, a moeda creditícia, simplesmente, acomoda as decisões econômicas (de produzir, de investir, de consumir, de formar estoques, de fixar preços, etc.) tomadas no chamado setor real. No entanto, se o sistema bancário aumentar o volume de crédito através da diminuição da taxa de juros de mercado, ou vice-versa, as alocações reais serão afetadas.

A terceira condição, para o Equilíbrio Monetário, no sistema de Wicksell, está relacionada com as condições do mercado de bens. A Taxa de Juros Normal é aquela taxa de mercado capaz de estabilizar o nível geral dos preços dos bens e serviços. No entanto, Myrdal mostrou que as condições desse equilíbrio, em si, só permitem a estabilização do nível dos preços absolutos sob a condição de que esse movimento seja perfeitamente uniforme para diferentes preços, ou seja, *sem alteração do sistema de preços relativos*.

Em sua investigação da terceira condição de Wicksell – *preservar o nível geral dos preços estável* –, Myrdal conclui que o Equilíbrio Monetário é determinado pelas duas primeiras condições mais fundamentais, ficando essa terceira condição em segundo plano. A variação uniforme em todos os preços monetários não afetaria nenhum investimento nem perturbaria o equilíbrio no mercado de capitais, desde que os agregados nominais variassem na mesma proporção. Mas as variações nos componentes do nível geral dos preços não são uniformes. Na realidade, alguns preços monetários, como valores de capital, são *altamente flexíveis*, enquanto outros, especialmente salários, são *muito rígidos*. Estes últimos colocariam restrição sobre o sistema de preços relativos se acomodar em determinada média geral dos preços.

O Índice Geral de Preços avalia a evolução mensal da média ponderada dos preços dos bens e serviços de uma cesta básica de consumo, reavaliada em prazos largos através de Pesquisas de Orçamentos Familiares. Se os *preços flexíveis* se dispersam e alguns *preços rígidos* se mantêm, dedutivamente, essa média ponderada se eleva, pois não há possibilidade de movimentos compensatórios de altas e baixas.

Concluindo que a terceira condição é privada de significado, para a determinação do Equilíbrio Monetário, Myrdal salienta, no entanto, que *ela tem a função prática de ser usada como indicador para política monetária*, objetivando restaurar eventual distúrbio. Isto não significa estabilização do nível geral dos preços, mas sim *mitigação do ciclo de negócios*, trazida pela adaptação dos preços flexíveis aos mais rígidos. Poderia ser alcançado pela estabilização do índice daqueles preços que são, em si, rígidos. Na prática, implica em manter estabilidade nominal de salários, enquanto se elevam os valores dos ativos do capital precificados por câmbio e juro. Assim, a concentração da riqueza no capital em desfavor do trabalho se eleva: *o equilíbrio monetário aumenta o desequilíbrio social*, pois impõe a aceitação da queda do poder aquisitivo real dos salários enquanto há elevação da capitalização pelo juro real.

Segundo a ortodoxia, os juros servem para inibir o consumo privado e estimular a poupança, na ausência de poupança pública suficiente para financiar os necessários investimentos. De acordo com o raciocínio wickselliano, a dinâmica da taxa de juros

real de equilíbrio é de suma relevância para a condução da política monetária. É através dos desvios entre a taxa de juros *efetiva*, que é afetada pelas decisões do Banco Central, e a *hipotética* taxa de juro de equilíbrio em longo prazo, que a autoridade monetária estimula ou contrai a demanda agregada com o intuito de manter a inflação na meta. Embora a teoria de Wicksell pareça ser muito formal, ela não exclui a possibilidade de reparos e adaptações em correspondência com os fatos observados. Por isso que é tão frutífera como referência para a política de juro.

3. Hipóteses Justificativas das Elevadas Taxas de Juros na Economia Brasileira

O Brasil aparece nos primeiros lugares dos rankings internacionais, seja em taxa de juros nominal, seja em taxa de juros real, há pelo menos vinte anos, desde o fim do regime de alta inflação. Quanto à taxa de juros nominal, a média da Selic do período 1995-2002 (26,6%) é bem superior às dos períodos 2003-2010 (14,8%) e 2011-2014 (9,9%). Distinguindo por mandatos governamentais, percebe-se um progressivo declínio: 1995-98: 33,6% aa; 1999-2002: 19,7% aa; 2003-06: 16,3% aa; 2007-10: 11,0% aa.

Entre meados de 2011 e 2013, houve um “laboratório” para os economistas brasileiros experimentarem um período de menor “banda de juros”. Entre 2000 e 2002, a taxa de juros real tinha estado entre 12% e 24% aa; entre 2003 e 2006, ficou entre 8% e 14% aa; em 2007 e 2008, oscilou entre 6% e 10% aa; entre 2009 e 2011, flutuou entre 4% a 8%. Recentemente, a taxa de juro real anual esperada para os próximos 12 meses (swap pré-DI versus expectativa da inflação) variou de 2% a 6% aa. Mesmo com essa tendência gradual de queda dos limites de flutuação, o País não saiu dos primeiros lugares dos rankings internacionais!

No debate entre os economistas a respeito da razão desse “fenômeno do país tropical” surgiram as seguintes hipóteses explicativas construídas em um nível intermediário de abstração ou no nível mais concreto de causas imediatas.

Hipótese 1: *a taxa real básica de juros no Brasil é tão elevada por causa da dívida pública.*

Durante a “Cruzada da Dilma” contra os altos juros, os gastos com os encargos financeiros do endividamento público caíram de 2011 para 2012, em valores correntes, de R\$ 236,7 bilhões para R\$ 206,8 bilhões. Mas, no ano seguinte, com a retomada da escalada dos juros esses encargos voltaram a se elevar para R\$ 248,9 bilhões (5,14% do PIB) e, em 2014, alcançaram R\$ 311,4 bilhões (6,07% do PIB). Essa correlação entre política de juro e gasto com a dívida pública despertou a imaginação criativa de alguns colegas para inverter a relação causa-efeito.

Um neoliberal foi logo denunciando “a nova matriz macroeconômica” como ilusória, pois a “taxa de juros implícita” não caiu no período, pelo contrário, ela se elevou com a atuação anticíclica dos bancos públicos, capitalizados pelo Tesouro Nacional. Essa *taxa de juros implícita* seria o resultado da diferença entre os juros pagos sobre os passivos do setor público (cuja *proxy* é a Selic) e os juros recebidos pelos ativos (remuneração das reservas cambiais e dos créditos do BNDES ao setor privado), que são bem mais baixos.

Outros colegas novos-desenvolvimentistas partiram para o ataque à essa suposta causa primária, invertendo a realidade de causalidade do diagnóstico que correlacionava juros altos a encargos elevados. A receita seria, antes, buscar a queda da relação dívida/PIB, seja via superávit primário para resgatar títulos de dívida pública, seja via crescimento do PIB com incentivos aos investimentos, apesar dos apertos na política fiscal e monetária. Atacando o efeito, supostamente, resolveria a causa, já que se possibilitaria a redução da taxa básica de juros, devido à melhoria do poder de barganha da STN face aos carregadores da dívida pública nos leilões primários. Eles focam esses leilões como determinantes do juro alto em vez de responsabilizar os leilões secundários (*open-market*), realizados pelo Banco Central para colocar a Selic-mercado no nível da Selic-meta.

Os fiscalistas propuseram o gradual alongamento do prazo médio da dívida pública, reduzindo então o risco de refinanciamento. Com a consequente redução da SELIC se criaria um círculo virtuoso, dada a menor necessidade de emissão de novos títulos curtos, gerando novas ampliações no prazo da dívida pública federal.

Pronunciaram-se ainda os acadêmicos mais voluntaristas que propuseram uma radical mudança da composição da dívida pública com eliminação das LFTs. Esta atitude restauraria o “efeito (perda de) riqueza”, isto é, a perda de capital com o aumento dos juros e consequente “marcação-a-mercado” dos títulos prefixados. Supostamente, isso reduziria a pressão para elevar a taxa de juros básica. Entusiasmados com a eutanásia dos rentistas, destacaram ainda outra vantagem da eliminação das LFTs: tornar a curva a termo da taxa de juros “normal” no Brasil, uma vez que aplicações pós-fixadas tornavam tal curva invertida, pois o custo com SELIC em curto prazo era maior do que com TJLP. Esta prefixação da dívida pública traria ainda o efeito colateral de favorecer o desenvolvimento do mercado de títulos privados de longo prazo como os debêntures pós-fixados (% de CDI).

Esses diagnósticos e receitas heterodoxos ameaçaram sim uma “eutanásia de rentistas-trabalhadores” de fundos de investimentos de renda fixa, fundos de pensão e FGTS. Alongar e mudar composição da dívida pública em favor de títulos prefixados é *contraditória em si mesma*, uma vez que, historicamente, as LTNs apresentam um prazo médio bastante inferior ao prazo médio de outros títulos, como as LFTs e as NTN-Fs. Eliminar LFTs implica em aumentar o risco sistêmico no momento de reversão da política monetária de tendência de baixa para a de alta nos juros e/ou elevar o custo para o Tesouro compensar esse risco de perda de valor de mercado dos títulos prefixados no caso de ocorrer essa reversão. Ao fim e ao cabo, essa política acabaria saindo cara, pois provocaria excesso de liquidez e aumento de operações compromissadas para enxuga-la.

Hipótese 2: *a taxa real básica de juros no Brasil é tão elevada por causa do histórico de alta e volátil taxa de inflação.*

Dada a memória inflacionária, por causa do trauma social de convivência em regime de alta inflação durante três décadas (1964-1994), não é de surpreender que haja uma forte correlação entre inflação alta e taxas de juros altas. A taxa de juros sempre foi elevada em nome de controle da demanda agregada para puxar a inflação para baixo. A estratégia monetarista não servia para o combate à inflação inercial, muito menos para a acelerada, resultante das tentativas e erros com choques de estabilização via realinhamentos seguidos de congelamentos de preços.

Após o Plano Real, em 1994, com a queda da taxa de inflação, elevou-se a taxa de juros a níveis muito altos todas vezes que houve qualquer leve ameaça de retomada do processo inflacionário. Somente com a queda da volatilidade das taxas de inflação, entre 2005 e 2014, pois elas ficaram abaixo do limite superior da meta, “as expectativas inflacionárias foram domadas”, configurando uma tendência declinante nas taxas de juros reais.

Outros fatores podem estar associados com altas taxas de juros reais, pois a política monetária tem que as elevar, por exemplo, devido à inércia inflacionária causada pela indexação de “preços-administrados” da economia, inclusive os de serviços de utilidade pública que foram privatizados. Isso criou uma rigidez na taxa de inflação brasileira face às elevações na taxa de juros Selic, requerendo uma enorme redução da demanda agregada para que a inflação em “preços livres” seja reduzida de forma compensatória. Daí surge o fenômeno de estagflação ou de um oscilante crescimento “*stop-and-go*”.

Juntava-se a esse fenômeno outro que afetava o mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil. Durante o regime de alta inflação, havia uma relativamente baixa relação crédito-PIB em comparação com outras economias emergentes, devido ao crédito indexado que provocava risco de fragilidade financeira para o tomador. Isso reduzia o impacto do canal do crédito face a um aumento da taxa de juros. Entretanto, essa relação na economia brasileira deixou de ser inferior à dos demais países emergentes e a taxa de juros não caiu do topo do ranking internacional...

Hipótese 3: *a taxa real básica de juros no Brasil é tão elevada por causa da esterilização do impacto monetário da ampliação das reservas cambiais em situação de escassez de poupança.*

Se o Banco Central intervém para evitar a apreciação excessiva da moeda, a necessidade de esterilizar os recursos monetários emitidos para a compra de reservas internacionais restabelece a pressão sobre a Necessidade de Financiamento do Setor Público. Segundo os defensores dessa hipótese, o financiamento externo aliviaria a restrição de poupança interna para o financiamento público se a moeda pudesse flutuar livremente e não houvesse intervenção esterilizadora para evitar a sua apreciação.

O acúmulo de reservas cambiais por parte do Banco Central teria impedido, então, que a moeda nacional fosse ainda mais apreciada, o que ampliaria o recurso à “poupança externa” (déficit no balanço de transações correntes) e abriria espaço para a redução da taxa de juros. Evidentemente, a competição com produtos importados mais baratos frearia a inflação brasileira à custa da queda da produção nacional e da elevação do desemprego no País, estratégia de difícil viabilidade política.

Em curto prazo, haveria apenas uma alternativa para elevar a “poupança doméstica”, de acordo com a ortodoxia: *reduzir a despesa pública*, ou melhor, reduzir as Necessidades de Financiamento do Setor Público (governo central, estaduais e municipais) até produzir um superávit capaz de cobrir o investimento governamental. Vale lembrar o desabafo do então presidente José Sarney diante de seus assessores econômicos: *“Para sugerir controlar a inflação por meio do corte dos gastos públicos, eu não preciso de economistas brilhantes...”*

Pela Teoria Neoclássica dos Fundos de Empréstimos, juros é a compensação pela “espera” (abstenção do consumo) ao deixar de gastar dinheiro no presente. Esta renúncia de parte do consumo presente (poupança) ocorre para se adquirir condições de aumentar o consumo futuro (investimento). Então, a taxa de juros é determinada pela poupança (oferta de fundos) e pelo investimento (demanda de fundos).

De acordo com essa sabedoria convencional, a poupança e o investimento agregados se equilibram por meio da taxa de juros. Os economistas neoclássicos tratam a taxa de juros como um fenômeno real já que a oferta de poupança é motivada, individualmente, pela *parcimônia* ou um desejo de consumo futuro. Já a demanda de capital é função da *ganância*, já que ela, por exemplo, incentiva a adoção de inovação tecnológica para aumentar a produtividade.

Segundo a Doutrina da Poupança Forçada, se o governo estimula o crédito dos bancos públicos, para uma atuação anticíclica, o que ele, de fato, provoca é o desequilíbrio entre investimento e poupança, portanto, uma demanda agregada superior à oferta agregada, cujo impacto é inflacionário. A corrosão do poder aquisitivo de todas as rendas, inclusive o salário real, resulta em futura queda do consumo. Ao fim e ao cabo, forçosamente, isso elevaria a poupança necessária ao investimento.

A interpretação ortodoxa de um déficit na conta corrente é que ele ocorre porque a Nação está gastando (absorvendo) mais do que gerando produtos ou renda. Portanto, está desacumulando ativos líquidos internacionais e tornando-se devedora líquida do resto do mundo. Para essa Abordagem do Balanço de Pagamentos por Absorção, o excesso de gastos (ou “insuficiência de poupança”), correspondente a esse déficit externo, dependeria então de escolhas privadas e/ou governamentais.

Na realidade, variáveis exógenas, tais como os preços básicos (taxa de juros e taxa de câmbio) fixados de maneira discricionária, explicam mais o déficit público (“despoupança do governo”) e o déficit na conta corrente (“poupança externa”) do que qualquer abordagem pelo excesso de gastos não-financeiros internos, privados ou públicos. Na economia brasileira, de 1999 a 2011, a paridade entre taxa de juros interna e externa, confrontando uma expectativa de apreciação da moeda nacional com o influxo de dólares, dados os termos de troca favoráveis, foram os fatores que elevaram o *cupom cambial*.

Com a explosão da “bolha de *commodities*”, no último trimestre de 2011, os termos de troca inverteram-se para tendência de queda. A relação entre os preços dos produtos exportados e os preços dos produtos importados indica o poder aquisitivo internacional de um país. Desde então, caiu o poder relativo de compra externa. Os ortodoxos classificam esse fenômeno incontrolável, já que é dependente de decisões de demanda externa, como “aumento voluntário do uso da poupança externa”!

Empiricamente, não se verifica nenhuma relação positiva entre os níveis de poupança bruta (tanto interna, quanto externa), resíduo contábil constatado *ex-post*, e a taxa de juros no Brasil. Tanto que observa-se, desde 2003, uma tendência de queda desta taxa, seja nominal, seja real, enquanto a taxa de crescimento econômico sofreu o *stop-and-go* e a taxa de poupança, embora tenha elevado um pouco de 2010 para 2011 (de 19,2% para 19,4% do PIB), caiu desde então, anualmente, até 15,8% do PIB em 2014.

Hipótese 4: *a taxa real básica de juros no Brasil é tão elevada por causa da fragilidade das instituições políticas e econômicas brasileiras.*

Nesse caso, o problema apontado como principal é aquele que mais incomoda o analista, levando-o a pensar que “ele é a causa de todos os males”.

Segura-Ubiergo (2012: 8) lembra-se da *incerteza jurisdicional*. Esse é um termo vagamente definido que se refere à fraqueza dos direitos de propriedade e das instituições responsáveis por garantir o cumprimento dos contratos. O termo foi criado por Pésio Arida, Edmar Bacha e André Lara-Resende, em 2004, incomodados com o fenômeno de certos juízes quererem fazer “justiça social por decisões judiciais”. Eles o descrevem como uma espécie de viés anti-credor, o risco de mudança no valor dos contratos, antes ou no momento de sua execução, e o risco de interpretação desfavorável do contrato em seu julgamento pela justiça.

O problema dessa hipótese é que muitos outros países emergentes não têm instituições de defesa do direito de propriedade e de garantia de cumprimento de contratos melhores que as do Brasil e, mesmo assim, têm taxas de juros muito mais baixas. Ademais, evidências empíricas não dão sustentação a essa hipótese, inclusive porque a taxa de juros caiu a partir do segundo semestre de 2003 sem alteração das “cabeças dos juízes”.

Outra fragilidade institucional apontada por Segura-Ubiergo é “a falta de completa independência do Banco Central”. Esse argumento é citado por muitos economistas com viés de admiração por instituições estrangeiras. Tentam transformar seu desejo de mimetismo em realidade. É um argumento difícil de se testar, empiricamente, sem cair em correlação espúria – tipo “países com Banco Central independente, mas também com baixa inflação por causa das finanças públicas controladas e do bom ambiente de negócios, têm taxa de juros baixa”. Ou então recorre-se à arbitrariedade ao definir algum número cabalístico, uma vez que não é fácil quantificar e testar qual deve ser o nível crítico de independência do Banco Central.

Hipótese 5: *a taxa real básica de juros no Brasil é tão elevada por causa da overdose necessária para sobrepor-se ao sistema de crédito brasileiro.*

A taxa de juros básica Selic não atinge as principais linhas de empréstimo, seja às pessoas jurídicas, por exemplo, pelo BNDES e demais créditos direcionados, seja às pessoas físicas, como no caso do crédito imobiliário e do consignado. Mesmo em crédito com recursos livres, mais que o juro, para os consumidores brasileiros importa “se a prestação cabe no bolso”, ou seja, o prazo do financiamento.

Assim, esses consumidores – e os legisladores – teriam dificuldade em aceitar, por exemplo, três mudanças necessárias para baixar os juros dos cartões de crédito:

1. fim do “crédito parcelado sem juros” (sic), pois “tempo é dinheiro”, logo, os juros estão embutidos em “preços inflados a vista” e/ou no crédito rotativo;
2. fim do “período de graça” (até 40 dias sem pagar juros correspondentes à compra a prazo), quando o custo de oportunidade também é precificado;
3. revogação da proibição do Código de Defesa do Consumidor de fazer diferenciação de preços em “com cartão” e “sem cartão”, ou seja, a vista e a prazo.

Inconscientemente, talvez devido à fé conformista, os devedores aceitam que “os justos pagam pelos pecadores”, em espécie de “aval solidário”, sem que tenham consciência disso. A avaliação de risco bancário observa que 40% dos clientes da carteira de crédito rotativo não pagam a dívida nos cartões de crédito após 90 dias de atraso. Como se espera que de cada 100 clientes tomadores desse crédito 40 ficarão inadimplentes, o preço dessa inadimplência é acrescido ao preço do produto para que os demais 60 clientes suportem os “recursos de terceiros” alocados para o produto.

Para os que responsabilizam a segmentação do mercado de crédito pelo juro alto, o problema está nos empréstimos à infraestrutura, à habitação e à agricultura, realizados com taxa de juros abaixo das taxas de mercado, respectivamente, pelo BNDES, Caixa e Banco do Brasil. Acusam esta prática de “puxar para cima” a taxa de juros real de equilíbrio no mercado de crédito livre. No caso de bancos privados, supõem espécie de “subsídio cruzado”, ou seja, as taxas do crédito livre são altas para compensar as taxas baixas do crédito direcionado. No caso de bancos públicos, acham que, se eles oferecem crédito direcionado com taxas subsidiadas, fomentando a demanda agregada, a taxa de juros controlada pelo Banco Central, para efeito de política monetária, precisará ficar ainda mais alta, para conter a demanda por crédito com base em recursos livres em um nível consistente com a meta de inflação. Em outras palavras, *esta é a hipótese de que a taxa de juros (básica) é alta porque existem (outras) taxas de juros baixas!*

Hipótese 6: *a taxa real básica de juros no Brasil é tão elevada por causa da necessidade de regular a expectativa dos investidores quanto à taxa de câmbio.*

O *cupom cambial* é a expectativa de depreciação da moeda nacional, provocada pela saída líquida de capital. É uma perda cambial previamente antecipada.

Não são somente os fluxos de entrada e saída de capital, muitas vezes por fatores alheios a aspectos domésticos, tais como as mudanças nos ciclos de liquidez internacional, que modificam a taxa de câmbio. São vários os fatores determinantes da taxa de câmbio, mas pode-se estabelecer uma certa hierarquia, no tempo, entre eles:

1. as taxas de juros constituem o principal fator em curto prazo;
2. a conta das transações correntes age igualmente em curto e médio prazo;
3. a paridade dos poderes de compra atua somente em longo prazo.

A mobilidade de capitais, provocada por fluxos financeiros, em curto prazo, é maior do que a determinada por fluxos comerciais de bens e serviços. Isto porque os administradores de portfólio reagem imediatamente a diferenciais de juros entre os países. Os fluxos de trocas comerciais adaptam-se mais lentamente às flutuações das taxas de câmbio. A flutuação cambial, em longo prazo, após alinhamentos dos juros e ajustes comerciais, reflete a diferença entre as taxas de inflação. Ganhar nichos de mercado, na economia mundial, fazer os contratos de exportação ou de importação, executar o ciclo de produção, efetuar os embarques das mercadorias, etc., tudo isso leva mais tempo do que “cliques” no mouse dos operadores de mesas de câmbio dos bancos...

A fórmula da paridade não-coberta das taxas de juros (sem cobertura do risco cambial no mercado de futuros) é: $i - (i^* + \hat{e}) = 0$ ou $\hat{e} = i - i^*$. O asterisco expressa “estrangeiro”: i^* é o juro externo. O acento circunflexo (^) sobre uma variável

significa que ela é uma expectativa. Assim, $\hat{\epsilon}$ expressa o percentual da variação antecipada da taxa de câmbio: $\hat{\epsilon} = (e_t - e_0) / e_0$. Quando $i > i^* \Rightarrow (i - i^*) > 0$, os investidores estrangeiros antecipam, se o movimento de capitais for massificado, uma apreciação da moeda nacional ($\hat{\epsilon} < 0$), na hora da entrada, e uma depreciação ($\hat{\epsilon} > 0$), quando houver o repatriamento do capital. A reconversão cambial pode anular a vantagem das aplicações em juro interno no mercado nacional.

O exemplo numérico abaixo ilustra como bancos aplicam em *cupom cambial*, obtendo um retorno muito maior do que a taxa com a qual se financiam no exterior, no chamado “*carry trade*”. A Tabela 1, baseada na hipótese de repatriamento em cada ano dos fluxos líquidos entre ingresso e retorno acumulados anualmente, apresenta a limitação da série com as cotações do dólar e os juros estarem no fim de período – e não em média anual. O grau de elevação da taxa de juros interna (i) em relação à taxa de juros internacional (i^*), que representa o custo de oportunidade para o capital, provoca *influxo ou refluxo de capitais*. A última coluna apresenta a rentabilidade, em dólares, caso houvesse o retorno de todo o capital acumulado até então na cotação de cada fim de ano. Espelha a dúvida referente a quando se deve retornar o capital.

Tabela 1

Impactos de Juro e Depreciação da Moeda Nacional sobre Fluxos Anuais de Ingresso e Retorno de Investimentos Estrangeiros em Carteira considerando o Cupom Cambial = $(i - i^*) - \hat{\epsilon}$

Ano	Carteira Fluxo de Ingresso (US\$ Milhões) (a)	Carteira Fluxo de Retorno (US\$ Milhões) (b)	Carteira (Ingresso - Retorno) Saldo (US\$ Milhões) (c = a - b)	Fluxos Líquidos Acumulados (d = somatória de c)	Dólar Livre Venda (R\$/US\$) Fim de Período (e)	Fluxos Acumulados de K* (líq.) R\$ (f = dxe)	Taxa de Juro Federal Funds - Fim de Período (g)	Taxa de Juro Over/Selic - Fim de Período (h)	Juro Interno - Juro Externo $[i = (h - q) / 100]$	Aplicação R\$ MM (i = fxi)	Hipótese de Saída no ano em US\$ MM (l = k - d)	Ganho de Capital em US\$ MM (l = k - d)	Rentabilidade de no ano em % $[m = (l/c) \times 100]$
2001	9.347,60	10.076,42	-728,81	-728,81	2,32	-1.691,13	1,00	17,32	1,173	-1983,70	-854,89	-126,08	17,30
2002	7.565,01	7.901,06	-336,05	-1.064,86	3,53	-3.762,47	1,00	19,17	1,182	-4446,23	-1258,38	-193,52	18,17
2003	11.019,70	8.599,17	2.420,53	1.355,67	2,89	3.916,80	0,94	23,35	1,224	4794,48	1659,45	303,78	22,41
2004	20.218,69	19.948,72	269,97	1.625,64	2,65	4.315,10	2,25	16,25	1,140	4919,05	1853,17	227,53	14,00
2005	36.038,57	35.331,87	706,70	2.332,34	2,34	5.459,31	4,00	19,05	1,150	6280,92	2683,35	351,01	15,05
2006	59.845,02	49.643,79	10.201,23	12.533,57	2,14	26.796,77	5,38	15,08	1,097	29396,54	13749,55	1215,98	9,70
2007	154.642,63	120.765,04	33.877,59	46.411,16	1,77	82.208,09	3,00	11,88	1,089	89504,78	50530,56	4119,40	8,88
2008	218.687,29	219.232,90	-545,62	45.865,54	2,34	107.187,77	0,25	12,48	1,122	120298,28	51475,52	5609,98	12,23
2009	142.533,52	115.406,90	27.126,62	72.992,16	1,74	127.093,95	0,01	9,93	1,099	139704,73	80234,74	7242,58	9,92
2010	128.768,65	94.154,29	34.614,35	107.606,51	1,67	179.293,97	0,10	9,73	1,096	196556,44	117966,90	10360,39	9,63
2011	106.206,38	115.329,57	-9.123,19	98.483,32	1,84	181.209,31	0,04	11,80	1,118	202519,52	110064,96	11581,64	11,76
2012	192.724,10	172.977,67	19.746,43	118.229,75	2,08	245.917,88	0,03	8,50	1,085	266747,12	128243,81	10014,06	8,47
2013	314.214,19	279.636,11	34.578,08	152.807,83	2,34	357.570,32	0,04	8,20	1,082	386748,06	165276,95	12469,12	8,16
2014	397.605,80	350.880,68	46.725,12	199.532,95	2,64	526.766,99	0,03	11,00	1,110	584553,33	221421,71	21888,76	10,97
2015*	123.129,52	90.409,84	32.719,68	232.252,63	3,22	747.853,47	0,13	13,60	1,135	848589,33	263537,06	31284,43	13,47

Fonte: CVM e BCB (elaboração do autor FNC) *Dados de janeiro-maio K*: Capital Estrangeiro Rentabilidade Média/Ano 12,67

A interpretação econômica desses números sugere que, em 2001 e 2002 (final do governo FHC), houve fuga de capital estrangeiro em carteira, expressa pelo déficit no saldo líquido entre ingressos e retornos. A moeda nacional depreciou-se em 2002 até o maior nível dessa série temporal de 2001 a maio de 2015. Elevando-se a taxa de juros interna, até meados de 2003, houve entrada líquida de capital estrangeiro, a taxa de câmbio foi caindo, isto é, a moeda nacional apreciando-se, até o sobressalto no último trimestre de 2008. Neste ano houve repatriamento de capital por parte dos investidores estrangeiros mesmo com a elevação da taxa de juros over-Selic. A partir desse ano, a taxa de juros norte-americana do *Federal Funds* foi praticamente zerada.

O capital externo, caso se retirasse em 2008, realizando logo o lucro, teria obtido uma rentabilidade superior aos dois anos anteriores e aos dois anos posteriores. Com a nova elevação do juro interno, no primeiro semestre do governo Dilma, em 2011, teria elevado também a rentabilidade anual do capital que tivesse sido retirado. Após a queda da taxa de juros (“Cruzada da Dilma”), entre 2011 e 2012, neste ano diminui relativamente a entrada líquida de capital, e a taxa de câmbio vai se elevando, ou seja, a moeda nacional deprecia-se. Em função da taxa de depreciação ($\hat{\epsilon}$), não compensada pela elevação da taxa de juros, há a perda da rentabilidade para o investidor estrangeiro nos anos de 2012 e 2013. Dada essa insatisfação, manifesta-se a

condenação da “Nova Matriz Macroeconômica”. A pressão midiática de O Mercado resulta no retorno ao “Velho Normal” da elevação contínua da taxa de juros básica (Over-Selic) – e a reversão à média da rentabilidade do “capital-motel” (entra-e-sai), hipoteticamente, de 12,67% aa!

4. Hipótese do Não-Equilíbrio (ou da Complexidade)

Prosseguindo na busca de respostas à pergunta aparentemente simples – *por que a taxa real básica de juros no Brasil é tão elevada?* –, apresento agora a minha hipótese. Substituo-a, inicialmente, por outra questão: há possibilidade real de realinhamento dos preços relativos básicos TJKCW (Tributo-Juro-Capital-Câmbio-Salário) como um processo contínuo, dinâmico e complexo, que jamais atinge um idealizado “equilíbrio geral estável” com perene estabilização inflacionária, mas prossegue sim como eterna responsabilidade dos *policy-makers*?

Minha hipótese é que um dos motivos pelos quais *a taxa real básica de juros no Brasil é tão elevada é por causa da dependência de trajetória do resultado não operacional ou renda do capital*. Sua adoção em longo prazo, dado o arcabouço mental da Autoridade Monetária, levou a uma mudança comportamental dos agentes econômicos. Ao contrário do diagnóstico do monetarista Milton Friedman – uma economia inflacionária é viciada em política keynesiana de “dinheiro farto e barato” – na economia brasileira o vício é em “dinheiro farto mas caro”, isto é, em juro alto. Todos os investidores brasileiros, seja PF, seja PJ, viciaram-se nessa droga inebriante que produz *o efeito-riqueza*: a agradável sensação de enriquecimento sem fazer força.

Os agentes econômicos teriam, então, se viciado em operar com juros elevados, tornando-se dependentes dessa droga, cuja desintoxicação é penosa, mas imprescindível para se levar uma vida normal. Porém, isso não ocorrerá enquanto seu abastecimento for providenciado pelo *pool* COPOM-Mercado.

O setor produtivo, estrategicamente, opera com elevados recursos líquidos em caixa para autofinanciamento. A receita financeira de curto prazo pode ter contribuído para a viabilidade de muitos negócios. No entanto, exigia das empresas não apenas a *gestão do caixa*, mas também a *gestão estratégica* para se prevenirem, no caso de perderem essa fonte de receita não operacional, como de fato ocorreu entre 2012-13.

No debate entre economistas renomados sobre o poder de fixação da taxa de juros por parte do Banco Central do Brasil, André Lara-Resende (Valor, 16/06/2011) provoca os economistas heterodoxos. “Há os que atribuem a culpa exclusivamente à política monetária do Banco Central, que teria sido – e continuaria – excessiva e equivocadamente restritiva. Segundo estes, os juros altos têm explicação simples: *são resultado do equívoco do Banco Central*. Um equívoco que resistiu às mudanças de governo e da composição de sua diretoria, mas apenas um longo e insistente equívoco”. Não se alteraram nem o “mapa mental” de seus diretores nem seus interesses individuais, pois eles se beneficiam do aumento da renda de seu capital.

Seria a Hipótese do Duplo Equilíbrio, segundo a ironia de Lara-Resende: “existiria determinada taxa de juros, mais baixa do que a efetivamente praticada pelo Banco Central, que teria igualmente sido capaz de manter a inflação dentro das metas. O equilíbrio dos últimos anos, desde o Plano Real, seria ‘equilíbrio perverso’, onde alta taxa de juros eleva o custo da dívida pública, agrava o desequilíbrio fiscal, que por

sua vez eleva o risco dos títulos públicos e a taxa de juros de equilíbrio. Tudo mais constante, teria sido possível manter a inflação dentro das metas com certa taxa de juros mais baixa e menor risco percebido da dívida pública”.

Para esse analista, “a Tese do Duplo Equilíbrio é possibilidade teórica, mas não há, nem certeza da existência prática de segundo equilíbrio com taxas de juros mais baixas, nem garantia de que, na hipótese de efetivamente existir um melhor equilíbrio, dado que estamos no ‘mau equilíbrio’, fosse possível atingi-lo pela mera redução, brusca ou gradual, da taxa de juros.” Fixação da taxa de juros básica é um contínuo processo experimental de tentativa-e-erro – ou sucesso...

Lara-Resende equivoca-se por imaginar que “equilíbrios” seriam possíveis em uma economia de mercado historicamente atrasada e globalizada, ou seja, sujeita à volatilidade das cotações das *commodities* e a periódicos choques inflacionários de alterações de preços relativos, seja por quebras de oferta, seja por mudanças cambiais. Ou mesmo por realinhamento discricionário de preços relativos básicos como é a tentativa do momento. É possível obter um “reequilíbrio estável” entre TJKCW, isto é, Tarifas-Juros-Capital-Câmbio-Salário sem elevação da taxa de inflação? Mas como, se esses preços básicos nem estavam em equilíbrio estável, embora “perverso”, nem jamais alcançarão outro equilíbrio, dessa feita “estático e saudável”?

Na verdade, há argumentos teóricos e evidências empíricas suficientes para demonstrar que as relações macroeconômicas apontadas pelos economistas renomados (de acordo com uma série de artigos publicados pelo jornal *Valor* em junho de 2011) – e lembradas nas citadas hipóteses a respeito das possíveis causas dos juros elevados na economia brasileira – não existem, pelo menos com os sentidos de determinação apontados, isto é, como condicionantes da taxa de juros básica. Porém, resta ainda a pergunta-chave a ser respondida. Afinal, a restrição à queda da taxa de juros é fruto apenas do conservadorismo ortodoxo dos diretores do Banco Central do Brasil? Ou é provocado pela falta de vontade pessoal de “confrontar O Mercado”? Ou, inconscientemente, é efeito de seus próprios interesses de “rentistas”?

Provavelmente, as respostas às duas primeiras questões seriam positivas – ou “parte da verdade”. Mas, para responder à última pergunta, é necessário analisar quem são os “rentistas” de fato relevantes na economia brasileira. Será que os próprios membros da casta dos sábios tecnocratas não se encontram entre eles? Eles não teriam de assumir um “conflito de interesses” ao se fixar a taxa de juros?

Levanto também outra hipótese para refletir a respeito. Será que a funcionalidade do arranjo financeiro encontrado na economia brasileira não foi eficaz, e assim foi mantida, para o País tirar seu atraso histórico no desenvolvimento socioeconômico? Afinal, mesmo com altíssima taxa de juros real, no mercado de dinheiro em curto prazo, houve financiamento subsidiado do desenvolvimento – e o Brasil entrou no RIC, constituindo o BRIC! Ao mesmo tempo, tal arranjo serviu para o enriquecimento pessoal de membros das castas dos guerreiros, comerciantes e sábios!

Como se chegou a tal arranjo funcional, embora desigual e instável? A política monetária de juro alto propiciou altos rendimentos das carteiras de ativos dos grandes fundos parafiscais, compostas predominantemente por títulos de dívida pública, que compensavam o juro abaixo do mercado no crédito direcionado. Os ganhos na carteira de títulos compensariam, pelo menos em parte, as perdas na carteira de empréstimos.

Os recursos de origem (e destino, em última instância) trabalhista foram fundamentais para financiar o Capitalismo de Estado Neocorporativista no Brasil (COSTA; 2012).

O FGTS é *funding* para Caixa fomentar o desenvolvimento urbano. O FAT (PIS-PASEP) é *funding* para BNDES financiar a infraestrutura logística. Os três fundos de desenvolvimento regionais, isto é, o Fundo de Desenvolvimento do Nordeste (FDNE), o Fundo de Desenvolvimento da Amazônia (FDA) e o Fundo de Desenvolvimento do Centro-Oeste (FDCO), são, respectivamente, *funding* para Banco do Nordeste do Brasil, o BASA e o Banco do Brasil. Este financia o desenvolvimento agrícola.

Semelhantemente, as EFPC (Entidades Fechadas de Previdência Complementar) capitalizam seu portfólio com altos juros para obterem condições financeiras de se associarem a empreendimentos prioritários para o desenvolvimento nacional. Mesmo os FIFs (fundos de investimentos), que cumprem a tarefa de carregamento dos títulos de dívida pública e privada, assim como as carteiras próprias de bancos privados, que incluem o carregamento de seus próprios debêntures, propiciam *funding*, por exemplo, para *leasing* ou financiamento de veículos.

Em outras palavras, minha hipótese é que o Capitalismo de Estado Neocorporativo Brasileiro coloca o Tesouro Nacional no centro das tomadas de decisões financeiras direcionadas. Ele cuida da centralização fiscal e da concentração de capital necessárias para o “salto de etapas” na emergência da economia brasileira. Arrecada tributos dos contribuintes e se endivida junto aos investidores para capitalização dos bancos públicos. Obtém recursos através de endividamento público para executar, como prestador em última instância, a política financeira desenvolvimentista.

Enfim, o Tesouro Nacional oferece aos investidores a segurança do risco soberano, liquidez e rendimento real, para captar em longo prazo, tanto no mercado financeiro doméstico, quanto no internacional, via títulos de dívida pública. Depois, faz a realocação de recursos em prazos adequados às prioridades nacionais. Ele supre a ausência de um forte mercado de capitais.

A realidade econômica brasileira é mais complexa do que se supõe. É possível ser tratada em simples termos de “equilíbrios”, obtidos por ação discricionária da Autoridade Monetária? No próximo tópico, criticarei essa noção de equilíbrio, mostrando que não há “centro de gravidade” para o qual as forças de mercado convergiriam em caso histórico de agudo desbalanceamento dessas forças e incompatibilidade de seus planos.

5. Hipótese da Inoperância do Juro no Combate à Inflação Inercial

Examinando agora a segunda questão: *por que, apesar da taxa nominal básica de juros ser tão elevada, a taxa da inflação permanece muito elevada?*

Poderia ser a minha resposta *quase uma tautologia*: “ora, a taxa de juros é tão elevada porque a taxa de inflação ainda é elevada e a diretoria do Banco Central do Brasil insiste em derrubá-la com este único instrumento”. Em outras palavras, a questão-chave seria *por que a taxa de inflação ainda é alta – e não por que a taxa de juro é alta*. Esta seria consequência daquela – e não causa a queda dela! Todos os diagnósticos – e as terapias decorrentes de pensar o contrário – estariam equivocados!

A experiência brasileira de estabilização inflacionária em uma taxa inercial mais baixa demonstra que ter Banco Central independente para praticar política de juros não é nem condição necessária nem suficiente. Para esse objetivo, há sim a necessidade de adotar política macroeconômica abrangente e coordenada, envolvendo política de controle de capital, política fiscal, política cambial, política de juros e política de rendas, em condições internacionais propícias ao acúmulo de reservas internacionais e à sobrevalorização da taxa de câmbio ou apreciação da moeda nacional. Além dessas políticas econômicas em curto prazo, há que cortar o custo extra do Brasil com reformas institucionais para combate à burocracia e estabelecimento de bom ambiente de negócios, favorável a investimentos em infraestrutura e logística, cuja maturação ocorre em longo prazo.

Porém, alcançado o historicamente baixo patamar da taxa de inflação inercial – no último decênio (2005-2014) abaixo do teto (6,5% aa) do regime de meta –, será que a política de juros, via controle indireto da demanda agregada, não tem eficácia apenas para *impedir sua elevação*, mas não para *provocar sua queda*?

Conforme o *Relatório da Inflação* do BCB, referente ao primeiro trimestre de 2015, a inflação medida pelo IPCA em 2014 (6,41%) foi superior aos 5,91% observados em 2013. Considerando-se os dois grandes grupos de preços que compõem o IPCA, a *inflação de preços livres* encerrou o ano em 6,72% (7,29% em 2013), e a *inflação dos preços administrados* em 5,32% (1,54% em 2013).

Considerando variações trimestrais, a *inflação de preços administrados*, que havia sido negativa no primeiro e terceiro trimestres de 2013 (devido à redução nas tarifas de energia elétrica e às revogações de reajustes de tarifas de ônibus urbano, respectivamente), iniciou em 2014 um processo de realinhamento em relação à *inflação de preços livres*. Entre 2010 e 2014, a média do aumento do IPCA foi de 5,97%, os preços livres cresceram 6,60% e os administrados 3,90%. A estimativa para 2015 é o IPCA elevar-se em 9,34%, pois com o choque tarifário no início do ano inverteu-se a liderança de preços: os *preços livres* devem crescer 6,78%, e os *administrados*, 15,20%. Em 2016, ainda segundo o Banco Central, estima-se o IPCA caindo para 5,70%, resultante, respectivamente, de *preços livres* em 5,61% e *administrados* em 5,91%.

Considerando os seis componentes da inflação, a maior contribuição individual para a variação absoluta do IPCA em 2014 adveio dos *preços livres* (3,14 p.p. – pontos percentuais), seguida pela contribuição dos *preços administrados* (1,04 p.p.) e do *choque de oferta* (0,87 p.p.). Em termos relativos, esses três itens responderam por 49,0%, 16,2% e 13,6% da inflação total em 2014. Por sua vez, a *inércia*, as *expectativas* e o *repassé cambial* contribuíram com 0,70 p.p., 0,69 p.p. e -0,03 p.p.; ou seja, com 10,9%, 10,8% e -0,5% da variação total do IPCA, respectivamente.

Com relação aos *choques de oferta*, foi observado um forte efeito inflacionário em 2012, decorrente de significativa elevação de preços agrícolas em consequência de problemas climáticos que afetaram tanto regiões produtoras no exterior como no Brasil. Em 2013, o efeito menor, mas ainda positivo, manifestou-se na alta dos preços dos alimentos *in natura* observada no início do ano. Em 2014, fatores climáticos novamente afetaram os preços de alimentos, tanto no mercado doméstico como no internacional, ao longo do primeiro semestre.

No período considerado de 2012 a 2014, pode-se observar o efeito crescente da *inércia* da inflação do ano anterior. As *expectativas* também apresentaram contribuição crescente no período analisado. Em 2012 e em 2013, observa-se contribuição positiva da *desvalorização cambial* para a inflação. Mas, em 2014, apesar de se observar um aumento de 11,8% na taxa de câmbio do quarto trimestre em relação ao quarto trimestre do ano anterior, houve uma pequena contribuição negativa para a inflação, devido à dinâmica da taxa de câmbio ao longo do ano (tendência de queda até o terceiro trimestre) e à defasagem do repasse cambial para os preços ao consumidor.

Tipicamente, a variação cambial afeta a inflação por meio dos preços de produtos importados. Contudo, mudanças na taxa de câmbio também impactam os preços ao consumidor por meio de um canal adicional: a depreciação cambial que leva a preços mais altos dos produtos importados irá, por sua vez, aumentar a demanda pelos produtos domésticos que competem com os bens importados. À medida em que a demanda aumenta, haverá também pressões de alta sobre os preços domésticos e sobre salários. Todavia, essa pressão de demanda é reduzida em contexto de menor crescimento econômico resultante de maior taxa de juros e menor demanda agregada.

Alguns economistas acham que “a expansão do custo não é causa de inflação”, porque sem um aumento do poder aquisitivo e da demanda, o aumento do custo levaria ao desemprego e à recessão, e não à inflação. Em outras palavras, sem a oferta de moeda sancionar, não há aumento contínuo de preços, devido ao risco de perda de mercado. Mas com a criação endógena (isto é, pelas forças do mercado) de moeda, a responsabilidade pela inflação, fomentada pela pressão dos sindicatos e empresas sobre os preços relativos, é apontada por esses autores pela falta do “freio” monetário.

Outros autores, entretanto, acham que “o excesso de demanda global não é causa da inflação”, porque os preços e os salários não aumentam por pressão do mercado, mas são “aumentados” por decisões administrativas formais e explícitas. Porém, resta a pergunta: há economia de mercado em que todos os preços e salários sejam administrados na base do cálculo de custo e mantidos nos níveis predeterminados, mesmo perante o excesso de demanda, caracterizado pela ocorrência de pedidos não atendidos? O “acionamento capitalista” não se dá via preços, enquanto o “socialista” ocorre via quantidade, isto é, filas?

Sendo assim, o Banco Central limita-se a regular a demanda agregada via mecanismo de transmissão monetária indireta, isto é, através do canal dos juros. No caso brasileiro, em vez de se fazer um *controle monetário geral* (e recessivo), há um *controle seletivo*, pois os bancos públicos concedem crédito direcionado aos setores prioritários com taxa de juros subsidiada, isto é, fixada bem abaixo da taxa de mercado com recursos livres. Com essa política de crédito, há expansão da oferta agregada, em longo prazo, diminuindo a pressão inflacionária da demanda.

A experiência brasileira de combate ao regime de alta inflação colocou menos ênfase nas *causas primárias* e mais na *inércia inflacionária*. Esta é provocada por comportamento racional (e geral) em defesa da recuperação do pico prévio de renda real, pelas demandas salariais se transformarem de questões econômicas em questões políticas e sociais, e pelo poder de mercado oligopolista de fixação de preços.

Desde então, a terapêutica antiinflacionária, qualquer que seja a causa primária, tem consistido em tentar neutralizar, via controle da demanda agregada, a ação dos mecanismos de reajustes, espontâneos ou não, de preços, salários, câmbio, taxas de empréstimos, etc. Porém, nesse ajuste recessivo, tipo *stop-and-go*, ocorrendo quedas das margens de lucro, também cai a taxa de investimento e aumenta o desemprego.

Há independência dos *mark-ups* das empresas oligopolistas em relação às variações da demanda. Nesse caso, as decisões de preços não seriam uma função exclusiva de custos, mas também levariam em conta:

1. a informação disponível sobre apreçamentos dos fornecedores e concorrentes;
2. o nível de incerteza sobre a taxa de inflação futura;
3. as considerações de *risco de renda* (perda de clientes) e de *risco de capital* (custo de oportunidade na formação de estoques e do preço – a vista e a prazo).

A taxa de juros básica acaba atuando como referência do custo de oportunidade para a formação do juro mercantil na venda a prazo. Elevando-a, elevam-se os preços a prazo.

Se estas variáveis experimentam mudanças significativas, as decisões de preço se dão através da variação em curtos prazos dos *mark-ups*, incluindo, além da *margem de lucro*, uma *margem de segurança* que busca antecipar a inflação futura para a reposição de estoques de insumos. Entretanto, o poder de decisão não é distribuído de forma igualitária. Como os poderes de mercado, os comportamentos e as expectativas são heterogêneos e divergentes, a resultante é a incerteza derivada da complexidade econômica.

É verdade que a redução da demanda agregada provocará só liquidação de estoques e queda dos preços? Esse nivelamento por baixo, com objetivo de “alcançar a paz dos cemitérios”, não se restringe a essa meta. Uma recessão provoca também a desqualificação da mão de obra que fica desempregada e a deterioração dos equipamentos das empresas de tal forma que a economia estará mais frágil do que antes para conseguir uma retomada de maneira autônoma...

6. Conclusão

Mantenho minha hipótese até que ela não seja falseada. Um dos motivos pelos quais a *taxa real básica de juros no Brasil é tão elevada é por causa da dependência de trajetória do resultado não operacional ou renda do capital*. Sua adoção em longo prazo, dado o arcabouço mental/teórico da Autoridade Monetária, levou a uma mudança comportamental dos agentes econômicos.

Os agentes econômicos teriam, então, se viciado em operar com juros elevados, tornando-se dependentes dessa droga, cuja desintoxicação é penosa, mas o tratamento, seja gradualista, seja de choque, é imprescindível para se levar uma vida normal. Porém, isso não ocorrerá enquanto seu abastecimento for providenciado pelo *pool* COPOM-Mercado. A imposição de um “duplo-mandato” ao Banco Central do Brasil – controlar a taxa de inflação e regular a taxa de desemprego e a taxa de câmbio – talvez seja a maneira institucional de estabelecer moderação na política de fixação do juro básico, tal como fazem os demais Bancos Centrais.

Bibliografia

ARIDA, P., BACHA, E, and LARA-RESENDE, A., (2004) "*High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty*" in: *Inflation Targeting and Debt: the Case of Brazil*, MIT Press 2005

ARIDA, P., BACHA, E., e LARA-RESENDE, A. *Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil*. Rio de Janeiro; IEPE/CdG, 1-25, 2004.

BACHA, E. Além da Tríade: Como Reduzir os Juros? Eds: Bacha, E. e De Bolle, M. *Novos Dilemas da Política Econômica - Ensaio em Homenagem a Dionísio Dias Carneiro*. Rio de Janeiro, LTC, 335p, 2011.

BACHA, E., HOLLAND, M. e GONÇALVES, F. A Panel-Data Analysis of Interest Rates and Dollarization in Brazil. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro; 63, n.4, 341-360, 2009.

BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. *Sucesso econômico criou novos problemas*. Valor, 17/06/2011.

BARROS, Octavio de. *Equilíbrio Macro: Em Busca da Perplexidade Perdida*. Valor, 29/06/2011.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. *Finança Global e a Miséria da Macroeconomia*. Valor, 22/06/2011.

BLANCHARD, O. (2003). "*Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil*" in *Inflation Targeting and Debt: The Brazilian Case*", MIT Press 2005.

BLANCHARD, O. et all. (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF Position Note, 12 de Fevereiro de 2010. www.imf.org.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos (2009). *Globalização e Competição*. Rio de Janeiro; Elsevier.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. *A inflação e o Crescimento*. Valor, 20/06/2011.

COSTA, Fernando Nogueira da. Método Dinâmico da Escola de Estocolmo. *Revista de Economia Política*. São Paulo; Vol. 30; n. 4 (120); pp. 625-644; out-dez 2010.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Câmbio, Juros e Inflação: Tateio*. Observatório da Economia Global. Campinas; CECON-IE-UNICAMP; Textos Avulsos, número 8, setembro de 2011, 38 páginas.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Capitalismo de Estado Neocorporativista*. Campinas; TDIE-UNICAMP 221; julho de 2012.

DELFIN NETTO, Antonio. *A Taxa de Juro Natural e a Amazônia*. Valor, 21/06/2011.

- FIOCCA, Demian. *Como reduzir os juros*. Valor, 14/07/2011.
- FRAGA, A, e LARA RESENDE, A. (1985). Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro. *Revista Brasileira de Economia*.
- GOLDFAJN, I. e BICALHO, A. A Longa Travessia para a Normalidade: Os Juros Reais no Brasil. Eds: Bacha, E. e De Bolle, M. *Novos Dilemas da Política Econômica - Ensaios em Homenagem a Dionísio Dias Carneiro*. Rio de Janeiro, LTC, 335p, 2011.
- GOLDFAJN, Ilan. Há razões para duvidar de que a dívida publica é sustentável? *Nota Técnica do Banco Central do Brasil*. Brasília; número 25, Julho 2002.
- GONÇALVES, F; HOLLAND, M. e SPACOV, A. (2006) "Can jurisdictional uncertainty and capital controls explain the high level of real interest rates in Brazil? Evidence from panel data". *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro; vol 61; n. 1, jan/mar 2007.
- HOLLAND, Márcio. *A Política Econômica e a Divina Coincidência*. Valor, 28/06/2011.
- LARA-RESENDE, André. (2009). Em plena crise: uma tentativa de recomposição analítica. *Estudos Avançados* 65. Universidade de São Paulo.
- LARA-RESENDE, André. *Juros: equívoco ou jabuticaba?* Valor, 16/06/2011.
- LOPES, Francisco. *Sobre Risco Cambial, Besouros e Borboletas*. Valor, 15/06/11.
- NAKANO, Yoshiaki. *Para aprimorar o sistema de metas*. Valor, 16/03/2011.
- OREIRO, José Luis & PAULA, Luiz Fernando de. *A escolha de Sofia?* Valor, 24/06/2011.
- PESSOA, Samuel & NAKANE, Márcio. *A Estabilização Incompleta*. Valor, 14/07/11.
- SEGURA-UBIERGO, Alex. *O Enigma das Altas Taxas de Juros no Brasil*. Resumo do IMF Working Paper "The Puzzle of Brazil's High Interest Rates" (IMF 12/62; february 2012).
- SENNA, José Júlio. *Política Monetária: Ideias, Experiências e Evolução*. Rio de Janeiro; Editora Fundação Getúlio Vargas; 2010.
- SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua Natureza e suas Causas*. São Paulo, Nova Cultural, 1983 (original de 1776).
- WALRAS, Marie-Esprit Léon. *Compêndio dos Elementos de Economia Política Pura*. São Paulo, Nova Cultural, 1983 (original de 1874).
- WICKSELL, Johan Gustaf Knut. *Lições de Economia Política*. São Paulo, Nova Cultural, 1986 (original de 1911).