

O PREÇO DO DINHEIRO: AS (DES)RAZÕES DOS JUROS NO BRASIL ENTRE AS DÉCADAS FINAIS DO SÉCULO XX E INÍCIOS DO XXI

THE PRICE OF MONEY: THE (UN)REASONS FOR INTEREST IN BRAZIL BETWEEN THE FI- NAL DECADES OF THE 20TH CENTURY AND THE EARLY 21TH

Francisco Assis de Queiroz^a

^a Graduado em História (USP) e Ciências Econômicas (PUC-SP), doutor em História Social/História da Ciência (USP); professor de História da Ciência e do Programa de Pós-Graduação em História Econômica (USP). Contatos principais: frantota@uol.com.br; franqueiroz@usp.br

Resumo

Os juros estão presentes na economia e na sociedade desde há milhares de anos. Com o desenvolvimento da chamada sociedade ou economia de mercado, os juros tornam-se uma variável passível de análise teórica por uma área mais autônoma ou especializada de conhecimento – a economia, como aconteceu com outras variáveis de outras áreas do conhecimento e da ciência. Este artigo tem como objetivo analisar o sistema de metas de inflação, bem como suas possíveis aplicações e implicações práticas para política monetária no Brasil. Trata-se, sobretudo, de apresentar e analisar as razões mais recorrentemente aventadas para explicar o fato de o Brasil ter apresentado, por décadas, as mais elevadas taxas de juros do mundo.

Palavras-chave: Juros no Brasil; Metas de Inflação; Política Monetária; Economia Brasileira.

Códigos JEL: E4; E43.

Abstract

Interest rates have been present in the economy and society for thousands of years. With the development of the so-called market economy, interest becomes a variable that can be theoretically analyzed by a more autonomous or specialized area of knowledge - economics, as happened with other variables in other areas of knowledge and science. This article aims to analyze the inflation targeting system, as well as its possible applications and practical implications for monetary policy in Brazil. Above all, it seeks to present and analyze the reasons most frequently given to explain the fact that Brazil has had, for decades, the highest interest rates in the world.

Keywords: Interest Rates in Brazil; Inflation Targets; Monetary Policy; Brazilian Economy.

JEL Codes: E4; E43.

INTRODUÇÃO

A elevada taxa de juros no Brasil tem sido uma das mais comentadas questões econômicas, seja na academia, na mídia e na sociedade nas últimas décadas. Importante variável econômica, diz respeito a decisões de investimento, ao crescimento econômico, implicações sobre o emprego,

distribuição de renda, etc.

A década de 1980 foi marcada, no Brasil, por recessão e inflação crescente, que haviam passado de 55,80% ao ano em 1979, 110% em 1980, para 235% em 1985, período do último governo militar, o do general João Batista Figueiredo (BAER, 2002, p. 489). Com o fim do regime militar e, tendo a emenda por eleições diretas de 1984 sido rejeitada na Câmara dos deputados, o chamado Colégio Eleitoral escolheu os civis Tancredo Neves como presidente da República e José Sarney como vice. Com o agravamento de seu já precário estado de saúde, Tancredo ficou internado por mais de um mês e, vindo a falecer, assumiu o vice José Sarney, cuja medida de maior impacto foi a decretação, em fevereiro de 1986, do Plano de Estabilização Econômica ou Plano Inflação Zero, mais conhecido como Plano Cruzado (nome da nova moeda, que substituiu o cruzeiro), com o objetivo de debelar a inflação e manter o poder aquisitivo da moeda. Para tanto, foi imposto o congelamento de preços, da taxa cambial e dos salários.

Conduzido pelo ministro Dílson Funaro, o plano logo angariou expressivo apoio popular, como o dos vigilantes autodenominados “fiscais do Sarney”. Alguns meses depois o plano mostrava sua ineficácia, deixando, contudo, como significativa conquista política, a vitória nas eleições de 15 de novembro do mesmo ano, da maioria dos governadores do PMDB e a maior bancada do partido para o Congresso Nacional. Da passageira deflação durante alguns meses do Plano Cruzado em 1986 – a taxa de inflação anual foi de 65% –, em 1988 atingiu-se a elevadíssima taxa de 1038%, chegando a 1783% em 1989! (BAER, 2002, pp. 489-490). Com o persistente recrudescimento da inflação, outro plano de estabilização ainda foi lançado até o fim do governo Sarney, o chamado plano Verão, do ministro da Fazenda Maílson da Nóbrega, sem conseguir os resultados almejados.

Em dezembro de 1989, para a sucessão do governo Sarney, foi eleito presidente, com contundente retórica neoliberal, Fernando Collor de Mello. Logo que assumiu em 15 de março de 1990, decretou o Plano Collor I, incluindo um surpreendente confisco da poupança e depósitos bancários privados, além de determinar a privatização de empresas e abertura às importações. Nesse ano a inflação se reduziu um pouco, mas não saiu dos quatro dígitos, chegando a 1476,71%. O combate econômico fracassa e abre caminho à recessão. Outra tentativa de tratamento de choque contra a inflação foi o plano Collor II, apresentado pela mesma ministra da Fazenda, Zélia Cardoso de Mello, no início de 1991, o qual mostrou-se novamente incapaz de reverter as persistentes expectativas inflacionárias, embora tenha tido uma redução para três dígitos, ficando a taxa anual em 480,23%, nível ainda sobremaneira elevado (BAER, 2002, p. 490). Nesse mesmo ano, com sucessivos casos de corrupção vindo à tona, seguindo às investigações do Congresso e manifestações de rua com intensa participação de jovens (“caras pintadas”), Collor de Mello acabou por sofrer o *impeachment* (impedimento) – votado pelo Congresso –, sendo obrigado a deixar a presidência no final daquele ano, além de ter os direitos políticos suspensos por oito anos.

Assumiu então a presidência seu vice, Itamar Franco, que logo se deparou com uma taxa anual de inflação de incríveis 2708,17% em 1993! (BAER, 2002, p. 490). Ocupando o cargo de ministro de Relações Exteriores, o sociólogo Fernando Henrique Cardoso, nome de maior destaque de sua equipe de governo, em maio daquele ano foi convidado para assumir o Ministério da Fazenda, quando reuniu um grupo de economistas, como André Lara Resende, Edmar Bacha, Gustavo Franco e Pêrsio Arida, entre outros, alguns dos quais foram colaboradores do Plano Cruzado e viam agora a oportunidade de elaborar um plano consistente de estabilização numa nova conjuntura política.

Os diversos planos de estabilização da economia brasileira na década 1980 e início da década de 1990 adotaram medidas que foram denominadas de choque heterodoxo, caracterizado este sobretudo pelo congelamento de preços e salários. Deve-se considerar que o contexto em que vão se dar essas medidas é o do momento em que a inflação brasileira atinge a casa dos três dígitos em 1980, chegando ao final da década e início da década de 1990 aos quatro dígitos, redundando no que os economistas chamam de hiperinflação.

1. ANTECEDENTES DO PLANO REAL

A tabela 1, a seguir, mostra essa evolução da inflação entre o início da década de 1980 e 1993, ano anterior à implementação do Plano Real:

Tabela 1 - Inflação brasileira – Variação anual – 1980 a 1993

Ano	Variação Acumulada no Ano (%)
1980	110
1981	95
1982	100
1983	211
1984	224
1985	235
1986	65
1987	416
1988	1038
1989	1783
1990	1476
1991	480
1992	1158
1993	2708

Fonte: *Conjuntura Econômica*, cf. BAER, 2002, p. 489-490.

Na verdade, inflação alta é fenômeno recorrente na economia brasileira, marcada por estudos clássicos, como *A Inflação Brasileira* (1963), de Inácio Rangel,¹ até a teoria da inflação inercial de Francisco Lopes,² Bresser-Pereira e Nakano, Lara Resende e Arida, etc. E os referidos planos partem desse diagnóstico de inflação inercial, ou seja, tendência de todos os preços, em função da forte indexação da economia, serem sempre reajustados pela inflação passada, realimentando a inflação futura. Daí as propostas de choque heterodoxo e congelamento geral de preços.

O Plano Cruzado foi o mais heterodoxo de todos, congelando preços e salários pela média dos últimos seis meses, com abono de 8% para os salários e 16% para o salário mínimo. Adotou política monetária e fiscal passivas. Problemas de concepção e administração, incluindo assincronia nos reajustes de preços, contração dos fluxos internacionais de capital, depois maquiagem de preços e produtos, ágio, o momento eleitoral, etc., acabaram por levar ao retorno da inflação, que também não foi debelada, como vimos, nos planos que se seguiram, apesar da mescla com medidas ortodoxas, como política monetária contracionista e a busca de controle do déficit público nos planos Bresser e Verão ou nos planos Collor, que acabou levando à recessão, mas adotando medidas também, como câmbio flutuante, privatizações e abertura comercial, entre outras.

O Plano Collor (I em 1990, e II em 1992) foi o último dos cinco que fracassaram na tentativa de estabilização da economia brasileira, antes da adoção da moeda indexada, proposta por Pêrsio Arida e Lara Resende adotada depois no Plano Real, como veremos. Além do congelamento de preços e salários, a medida mais drástica do Plano Collor foi o confisco de depósitos e ativos financeiros

1 Para Inácio Rangel a inflação está associada a questões estruturais, como a concentração de renda (o aumento de juros encarece o crédito, mas expande a renda das camadas superiores), as estruturas de mercado (monopólios e oligopólios) e ao problema da inércia (indexação).

2 “A teoria expectacional da tendência inflacionária... enfatiza o papel das antecipações sobre a evolução futura das políticas macroeconômicas. Nossa teoria alternativa enfatiza a natureza inercial da tendência inflacionária: na ausência de choques inflacionários a inflação corrente é determinada pela inflação passada, independentemente do estado das expectativas” (LOPES, 1985, p. 137).

dos correntistas do país. Com a retirada de liquidez da economia, política fiscal restritiva, há uma forte redução da demanda agregada, acabando por levar o país à recessão. É o governo que começa a adotar diretrizes do chamado Consenso de Washington (de 1989), como privatizações, abertura comercial, redução do papel do Estado, entre outras medidas, com a proposta de demissão de centenas de milhares de funcionários públicos. A recessão decorrente das medidas adotadas, o retorno e a persistência da inflação, além da revelação de escândalos e corrupção que o envolviam pessoalmente, acabaram por coroar o fracasso do plano com seu *impeachment* em outubro de 1992. As sucessivas e, não raro, amargas experiências, ao menos legaram algum aprendizado a ser incorporado ao novo esforço de estabilização da economia brasileira, como veremos.

2. O PLANO REAL

O Plano Real foi concebido de maneira a ser implementado de forma gradualista, diferentemente do congelamento de preços, como se deu nos planos anteriores. O Plano constava de três fases: a primeira tinha como objetivo promover um ajuste fiscal que equilibrasse as contas do governo e, assim, reduzir a inflação; esta medida partia da concepção da origem fiscal da inflação. Os dois instrumentos para esse ajuste de que se lançou mão foram o Programa de Ação Imediata (PAI) – em 14 de junho de 1993, visando à redução dos gastos da União, combate à sonegação, controle das dívidas de estados e municípios com a União, maior controle dos bancos estaduais e saneamento dos bancos federais e incremento do programa de privatizações – e o Fundo Social de Emergência (FSE), em 28 de fevereiro de 1994, para financiamento de programas sociais e áreas de saúde, educação, previdência e assistência social. Como destaca Lavínia de Castro, “o fato é que as mudanças introduzidas pelo PAI e pelo FSE não se mostraram suficientes para assegurar o equilíbrio fiscal sequer em 1995” (CASTRO, 2011, p. 145). A inflação cresceu em 1993 e no primeiro semestre de 1994. Além disso, sem desprezar a condição fiscal brasileira, Castro afirma que “o ajuste fiscal proposto pelo Plano Real, em suma, não foi eficaz e sua ausência não impediu a queda da inflação no período” (CASTRO, 2011, p. 146). Mas no começo a inflação apresentou resistência à sua redução, alcançando 33% nos primeiros 12 meses do Plano Real (julho 1994-junho 1995), conforme a variação de preços medida pelo INPC (GIAMBIAGI, 2011, p. 167).³

A segunda fase do Plano Real,

buscava eliminar o componente inercial da inflação. Partiu-se do princípio de que para acabar com a inflação era preciso ‘zerar a memória inflacionária’. Mas, em vez da utilização de congelamento de preços, a desindexação seria feita de forma voluntária, através de uma quase moeda, que reduziria o período de reajustes de preços (CASTRO, 2011, p. 147).

Essa quase moeda foi a chamada Unidade Real de Valor (URV), que foi utilizada de 1º de março a 30 de junho de 1994, período em que “o Banco Central fixou diariamente a paridade entre o cruzeiro real e a URV, tendo por base a perda do poder aquisitivo do cruzeiro real. Em 1º de julho de 1994 foi lançado o Real – e extinta a URV” (CASTRO, 2011, p. 148-149). Como padrão estável de valor e unidade de conta com paridade fixa em relação ao dólar, a URV foi um fator de transição para nova moeda, tendo sido utilizada na conversão de salários e benefícios previdenciários pela média real dos últimos quatro meses, em preços, tarifas e contratos, etc.

Com uma fase de transição e ajuste alguns meses antes, em 1º de julho de 1994 o governo Itamar Franco lançou o Plano Real (nome da nova moeda), estancando a escalada da inflação e reduzindo seus índices de 1093,89% em 1994 para 14,78% em 1995, até o patamar de um dígito, 9,34% em 1996, patamar atingido pela primeira vez desde a década de 1950 (BAER, 2002, pp. 489-490). Essa terceira fase é a da consolidação da reforma monetária com a implementação da nova moeda, o real; com todos os preços “urvizados”, a URV é trocada pelo real: R\$1,00 = 1 URV = U\$1,00 = CR\$2.750,00. Na política monetária são fixados limites máximos de emissão, com metas podendo ser revistas em até 20%. Os juros se mantêm elevados e há uma rápida redução da inflação, valorização cambial (real e nominal), com entrada de recursos externos e abertura comercial, aumento

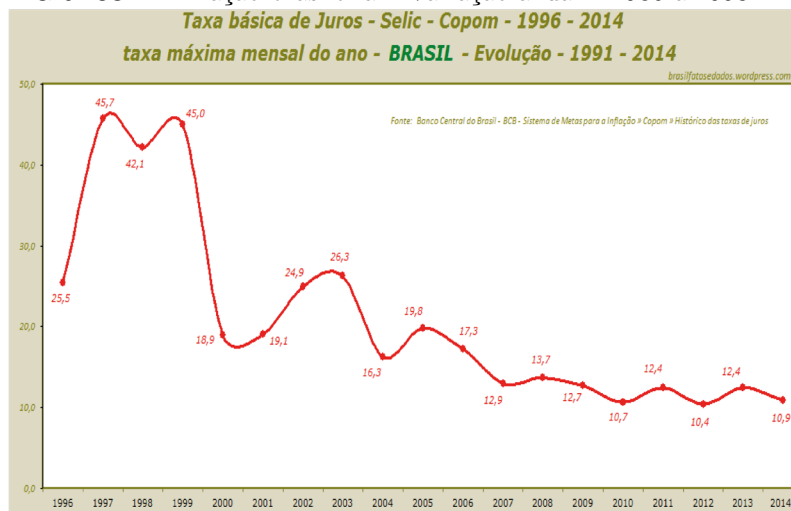
3 “Posteriormente, em 1999, com a adoção do sistema de metas de inflação, o índice mais relevante passou a ser o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Ampliado), que tem uma composição da cesta de consumo mais abrangente” (GIAMBIAGI, 2011, nota 2, p. 194).

de consumo, entre outros aspectos.

Deve-se lembrar que Fernando Henrique Cardoso ocupou o Ministério da Fazenda até março de 1994, quando renunciou para se candidatar às eleições para a Presidência da República. Tendo sido eleito no rastro do Plano Real, seu mandato teve início em 1º de janeiro de 1995.⁴ A fase inicial do Plano Real (1994-1998) coincide, assim, em grande medida, com seu primeiro mandato (1995-1998).

Nesse período (1994-1998) as taxas de juros foram mantidas em níveis elevados, com algumas reduções em períodos posteriores, mas ainda longe dos níveis vigentes nos países desenvolvidos, naqueles de mesmo nível do Brasil e, de forma reveladora, naqueles em condições econômicas mais precárias. A tendência apontada, assim como a permanência de longa data de elevadas taxas de juros no Brasil, em comparação com outros países, podem ser observadas no gráfico 1 e tabela 2 a seguir.

Gráfico 1 - Inflação brasileira – Variação anual – 1980 a 1993



Fonte: *Conjuntura Econômica*, cf. BAER, 2002, p. 489-490.

Tabela 2 - Maiores Taxas de Juros Reais, 2003-2015 (%) (WEISBROT et al, 2017, p. 8)

País	Taxa de Juros
Gâmbia	12,82
Tadjiquistão	12,67
Belize	10,19
Congo, República Democrática	9,11
Brasil	6,35
Gana	3,66
Quênia	3,49
Bahamas	3,08
São Tomé e Príncipe	3,00
Senegal	2,51

Fonte e Notas: Dados para 68 países que têm disponíveis informações para os últimos cinco anos, pelo menos. IMF [FMI] (2016c).

A despeito da continuidade dos juros elevados, “o Plano Real fica na história como uma estratégia complexa e bem-sucedida de desmonte de um sofisticado sistema de indexação, construído ao longo de

4 Adotou, entre outras, medidas para atrair capital estrangeiro, buscando abertura da economia e implementando um intenso programa de privatizações de grandes empresas de diversos setores, como mineração, energia, ferrovias e telecomunicações, entre outros. Tal política continuou com sua reeleição em 1998, tornada possível a partir de controvertidos esforços para aprovar emenda constitucional, em pleno mandato, que garantisse a disputa por mais um mandato. Reeleito, manteve também nos outros quatro anos de governo no comando da equipe econômica o mesmo ministro da Fazenda, Pedro Sampaio Malan.

30 anos, desde 1964. Todavia, o problema da indexação, infelizmente, não desapareceu por completo, permanecendo um desafio para os próximos governos” (CASTRO, 2011, p. 161).

3. CÂMBIO FLUTUANTE, DESVALORIZAÇÃO DO REAL, METAS DE INFLAÇÃO E JUROS

Como temos visto, as décadas de 1980 e 1990 - a despeito do início da redução da inflação a partir de meados desta última -, para a América Latina, têm sido chamadas pelos economistas e historiadores econômicos, de “décadas perdidas”, por seu reduzido crescimento econômico, agravando ou gerando a precarização das condições de vida para amplas camadas de suas populações: “entre 1980 e 1989-1991 o PIB cresceu, em média, a 1,77% ao ano; entre 1989-1991 e 2000 essa taxa alcançou os 2,48% anuais” (BONELI, 2006, p. 403).⁵

É nesse contexto e seguindo a tendência de alguns países desenvolvidos que vinham passando por elevadas taxas de inflação, não obstante já com tendências declinantes, que o Brasil decide adotar o mesmo expediente de política monetária conhecido como “metas inflacionárias”. No início do Plano Real e até 1999 o controle da inflação se dava por sistema de bandas cambiais, uma espécie de âncora no processo de formação de preços, buscando a estabilização dos mesmos. Com o Plano Real, altas taxas de juros tiveram como objetivo também manter a paridade da moeda em relação ao dólar. Com o abandono do regime de bandas cambiais, a flutuação do real e sobretudo o estabelecimento de metas de inflação, as taxas reais de juros no Brasil continuaram deveras elevadas para padrões internacionais (CHERNAVSKY, 2007, p. 18-19). A preocupação do Banco Central passa a ser fundamentalmente o controle inflacionário utilizando, para tanto, a definição periódica da taxa básica de juros da economia.

Por que o Brasil adotou o sistema de metas de inflação?

A adoção do sistema foi fruto de um processo de exclusão de alternativas tais como: a volta ao câmbio fixo ou administrado (que nunca durou muito); a criação de uma caixa de conversão como a da Argentina (um rígido currency board); a introdução de metas monetárias (notoriamente instáveis); ou a simples condução da política monetária sem meta explícita para a inflação (FRAGA NETO, 2011, p. 26).

Como destaca Fraga Neto (2011), ao adotar o sistema de metas para a inflação o país estava seguindo países que tinham implantado este sistema há alguns anos, como Reino Unido, Suécia e Nova Zelândia.

Ainda no caso do Brasil, adotar tal medida parecia o caminho natural, pelo menos no olhar retrospectivo de um de seus proponentes:

Olhando para trás, ficou claro que o problema era quase que de livro texto: a política fiscal era insustentável, assim como era também a taxa de câmbio, dadas, especialmente, as circunstâncias difíceis do momento (crises da Rússia e do Long-Term Capital Management – LTCM). Com o compromisso (e a prática) de austeridade fiscal e a flutuação cambial, só faltava uma nova âncora nominal: o sistema de metas de inflação (FRAGA NETO, 2011, p. 27).

Os primeiros países desenvolvidos a adotarem o regime de metas de inflação foram Nova Zelândia (1990), Canadá (1991), Reino Unido (1992), Finlândia (1993), Suécia (1993), Austrália (1993) e Espanha (1994). Entre os países em desenvolvimento o regime passou a ser adotado por Chile (1991), Israel (1992), Polônia (1998), República Tcheca (1998), Colômbia (1999), México (1999) e Brasil (1999),⁶ entre outros. O regime de metas de inflação no Brasil foi instituído pelo Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999 e pela Resolução nº 2614 de 30 de junho de 1999 do Conselho Monetário Nacional (CMN), depois da adoção do regime de câmbio flutuante em janeiro do mesmo ano, quando o real sofre forte pressão especulativa e uma mega desvalorização. O câmbio, “que antes da desvalorização estava em torno de R\$1,20, escalou rapidamente para mais de R\$2,00 em menos de

5 “De 1930 a 1980, o crescimento foi sustentado e crescente, com taxa média anual de 6,7%” (REIS, BLANCO, MORANDI, MEDINA, ABREU, 2006, p. 512).

6 Arminio Fraga era, então, o presidente do Banco Central.

45 dias” (GIAMBIAGI, 2011, p. 176).⁷

O regime de metas de inflação "propõe uma meta de crescimento para algum índice de preços, que é anunciada no início de determinado período. A meta é estabelecida pelo governo e/ou parlamento e deve ser perseguida pelo banco central cuja política monetária passa a ter um único objetivo: alcançar a meta inflacionária determinada" (CARVALHO, 2007, p. 139; SICSÚ, 2002, p. 23).⁸ As metas no Brasil são propostas pelo Ministro da Fazenda, sendo determinadas e anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que é integrado pelo mesmo Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central. Levando em conta o centro da meta, dado pela variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE, o CMN determina uma banda ou intervalo de tolerância, cuja variação tem sido entre 2% e 2,5% acima ou abaixo do centro da meta, o que dá certa flexibilidade à política monetária. O Comitê de Política Monetária (COPOM), composto pela diretoria do Banco Central, a partir de reuniões periódicas a cada 45 dias, determina a taxa básica de juros, a taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia), considerada apta ao cumprimento das metas inflacionárias estabelecidas.⁹ “Para o ano de 1999, a inflação estabelecida foi de 8% com tolerância de 2% para cima ou para baixo, isto é, foi estabelecida uma meta-intervalo de 6 a 10%. Para o ano 2000, foi fixada uma meta-intervalo de 4 a 8%, e para 2001 foi anunciada uma meta entre 2 e 6%” (SICSÚ, 2002, p. 24). Na tabela 3 pode-se observar essas variações a partir da implementação do sistema de metas para a inflação no início do segundo governo Fernando Henrique, o resultado observado e a taxa de juros real até o final do segundo governo Lula.

Tabela 3 - Inflação - Taxas alvo e observadas da variação janeiro/dezembro do IPCA(%)
(In: GIAMBIAGI, 2011, p. 225):

Ano	Meta original	Resultado	Variação cotação	
		observado	R\$/US\$a	Taxa Selic realb
1999	8,00	8,94	48,0	15,3
2000	6,00	5,97	9,3	10,8
2001	4,00	7,67	18,7	9,0
2002	3,50	12,53	52,3	5,9
2003	3,25[4,00]	9,30	-18,2	12,9
2004	3,75	7,60	- 8,1	8,0
2005	4,50	5,69[5,59]	-11,8	12,6
2006	4,50	3,14	- 8,7	11,6
2007	4,50	4,46	17,2	7,1
2008	4,50	5,90	31,9	6,2
2009	4,50	4,31	25,5	5,4
2010	4,50	5,91	- 4,3	3,6

a Refere-se à cotação no final de dezembro.

b Deflator: IPCA.

Obs.: Para 2004 e 2005, adotou-se uma margem de tolerância de + ou - 2,50% em relação à meta. Para os demais anos, a margem foi de + ou - 2,00%.

Fontes: Banco Central, IBGE.

Uma questão recorrente no período foi a persistência da elevada taxa de juros no Brasil. Quais as razões para tal? "Quatro são os fatores chave que podem fornecer explicação para a alta taxa de

7 “Até então a política monetária vinha sendo conduzida com base no regime monetário de meta cambial, com a taxa de câmbio funcionando como âncora nominal das expectativas dos agentes” (FREITAS, 2010, p.186).

8 O regime de metas de inflação é ainda controverso e não apresenta evidências empíricas de sua eficácia para a redução significativa da inflação. (CHERNAVSKY, 2007, p. 83; SICSÚ, 2002, entre outros).

9 Desde sua criação em 1986, o menor percentual anual da Selic no período foi de 7,25%, que vigorou de outubro de 2012 a abril de 2013.

juros: estabilizar os preços via contenção da demanda interna; garantir o financiamento do déficit em transações correntes; evitar ataques especulativos contra o câmbio; e altos *spreads* cobrados pelos bancos aos empréstimos para o setor privado" (OMAR, 2008, p. 472).¹⁰ A estabilização de preços e a contenção da inflação continuaram sendo um desafio para o país com o correlato esforço de conduzir a taxa de juros a patamares mais próximos daqueles dos países desenvolvidos. E quais os entraves do lado dos preços?

Um dos pontos críticos da persistência de uma taxa de inflação ainda desconfortável no Brasil (em comparação com a inflação prevalecente em outros países) está relacionado ao peso dos preços administrados no cálculo do IPCA, que tem sido de cerca de 30%. Esses preços em geral têm crescido mais do que os preços livres, pressionando o IPCA para cima (CARVALHO, 2007, p. 144).

Em perspectiva algo diferente, Chernavsky também discute quatro abordagens mais frequentes na literatura “para explicar a singularidade das taxas de juro vigentes no Brasil”. Elas se referem a medidas relacionadas: a) à característica inercial da inflação brasileira; b) à incerteza jurisdicional; c) ao resultado fiscal; d) a variações na percepção do risco. Com relação ao primeiro aspecto, conforme estudos apresentados pelo autor, o componente de inércia inflacionária deixou de ser particularmente relevante para a manutenção de elevadas taxas de juros desde sobretudo o plano de estabilização do real e com a adoção do regime de metas de inflação (CHERNAVSKY, 2007, pp. 40-41). Quanto ao segundo aspecto, o autor conclui que “a incerteza jurisdicional, a inconversibilidade 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” (CHERNAVSKY, 2007, p. 45). “O conceito de incerteza jurisdicional parte da constatação de inexistência de um mercado de crédito e de títulos a longo prazo funcionando sob jurisdição brasileira, apesar de tais mercados para credores e devedores brasileiros existirem quando sob jurisdição estrangeira” (Idem, p. 42). O terceiro aspecto, o resultado fiscal, diz respeito à percepção de risco pelos agentes, assim como seu efeito direto sobre a demanda agregada (Idem, p. 45). Conforme o autor, a política fiscal aponta para provável baixa relevância empírica em termos de impacto nas taxas de juro (Idem, p. 46). Nesse aspecto aponta-se com frequência a fragilidade das contas públicas ou endividamento do governo para justificar juros reais mais elevados; tal alegação também não se sustenta empiricamente, embora apareça em comunicados difundidos pelo próprio COPOM (Idem, pp. 55-56). Em relação ao quarto aspecto, a experiência indica a pouca relevância de classificação de risco por agências na explicação da taxa de juros (Idem, p. 60).

André Perfeito destaca e analisa cinco razões para os juros altos, quais sejam (PERFEITO, 2013):

- a) Reduzida Eficácia da Política Monetária (pp. 72-87): a LFT e a memória inflacionária (pp. 73-80); preços administrados e elevada indexação (pp. 80-85); o BNDES e o financiamento de longo prazo (p. 85-87).
- b) Equilíbrios Múltiplos na Taxa de Juros (pp. 87-92): duplo equilíbrio da taxa de juros; um instrumento para múltiplos objetivos.
- c) Convenção Pró-Conservadora na Taxa de Juros [Política Monetária] (pp. 92-94).
- d) Incerteza Jurisdicional (pp. 94-97): ou tendência de não cumprimento dos contratos (o que compromete projetos de longo prazo – a questão das instituições), tese levantada sobretudo por Pêrsio Arida, Edmar Bacha e André Lara-Resende, baseada em estudos de Lamounier e Souza (2002). Para Salles (2006, p. 37) a insegurança jurisdicional não é, na verdade, a causa da elevada

10 As taxas de juros têm sua redução interrompida ou são elevadas também “nas situações em que a economia brasileira passou a sofrer as influências de choques externos, e, conseqüentemente, o Banco Central passou a moldar sua política de juros de acordo com os acontecimentos no cenário externo. Assim, as taxas de juros aumentaram em janeiro de 1995, como resposta à crise do México; novembro de 1997, como resposta à crise da Ásia; outubro de 1998, como resposta à crise da Rússia; fevereiro de 1999, como resposta à crise cambial brasileira; e abril de 2001, como resposta à crise da Argentina, aumentando novamente no final de 2002 como resultado da incerteza política que acompanhou as eleições presidenciais do Brasil” (OMAR, 2008, p. 469).

taxa de juros no Brasil (PERFEITO, 2013, p. 97).¹¹

e) Baixa Poupança Doméstica (97-98). O autor reconhece que existem outras teses além dessas que ele mesmo analisou.

Em palestra realizada em Oxford em 14 de maio de 2017 sobre seu novo livro – então prestes a ser lançado – *Juros, Moeda, Ortodoxia* – e no próprio livro, André Lara Resende apresenta (outras) várias respostas que foram ensaiadas para explicar os elevados juros nominais e reais no Brasil após o Plano Real, entre as quais: a) distorções psicológicas e institucionais ligadas à ideia de que havia uma memória inflacionária e que no Brasil havia ainda resquícios de indexação; b) a de que a política monetária no país é pouco eficiente (porque uma grande proporção do crédito no Brasil é subsidiado e não afetado pela taxa de juros controlada pelo Banco Central, ou seja, a parte de crédito que a taxa de juros afeta é pequena); c) que a maior parte da dívida pública brasileira é composta por títulos de indexação financeira, as chamadas LFT (Letras Financeiras do Tesouro), títulos que tem uma taxa de juros diária baseada na taxa básica do *open market* (menciona que esses títulos foram criados por ele quando estava no BC – na época se chamavam LBC, Letras do Banco Central e não LFT, como são hoje); d) e uma explicação que ele julga que sempre lhe pareceu mais razoável (a explicação macroeconômica), a de que no Brasil a taxa de poupança é muito baixa, tanto a do setor privado quanto a do setor público (a do setor público é o superávit; como o setor público é deficitário, ele despoupa); somadas as poupanças do setor público e privado, no Brasil a poupança é perto de 17%, na China é quase 40% e 25 a 27% em países mais ou menos estabilizados. Como destaca Resende, o Brasil poupa pouco e gasta muito; então, a taxa de juros está sempre induzindo as pessoas a pouparem mais, a adiarem o consumo, o que não conseguem.¹²

Assim, estes são aspectos importantes, mas a questão vai além deles e do problemático equacionamento entre taxa de juros e inflação. Como destaca Freitas,

O formato do regime de metas no Brasil é pouco flexível e tem inegável viés anti crescimento. O BCB tende a reagir de forma exagerada sempre que há uma alta no IPCA, elevando a meta da taxa Selic mesmo quando é notório que as pressões inflacionárias decorrem de elevação de custos. (...). A estabilidade de preços é importante, mas não deve ser objetivo exclusivo da política monetária. (...). Para aqueles que acreditam que o regime de metas é, sim, a melhor prática de política monetária, a experiência internacional mostra que esse regime comporta formatos e execução muito mais flexíveis do que o brasileiro. Igualmente, comporta coordenação com a política cambial, seja mediante a flutuação suja, seja mediante a introdução de controle de capital (FREITAS, 2010, pp. 200-201).

Isso mostra que o regime de metas de inflação é ainda controverso e não apresenta evidências empíricas de sua eficácia para a redução significativa da inflação. (CHERNAVSKY, 2007, p. 83; SICSÚ, 2002). É o que, de certa forma, mostra a tabela 4 a seguir:

Tabela 4 - Série Histórica dos Acumulados no Ano – IPCA [Inflação]

Ano	Varição Acumulada no Ano (%) IPCA
Jul a Dez/94	18,57
1995	22,41
1996	9,56
1997	5,22

11 Em perspectiva crítica a certas concepções neoinstitucionalistas, Ha-Joon Chang afirma que "A segurança dos direitos de propriedade não pode ser encarada como algo bom em si. A história é pródiga em exemplos de preservação desses direitos que resultou nociva para o desenvolvimento econômico, assim como de violações dos direitos de propriedade existentes (com a criação de outros novos) que foram benéficas para o desenvolvimento econômico" (CHANG, 2004, p. 144). E continua: "O que importa para o desenvolvimento econômico não é, portanto, a mera proteção de todos os direitos de propriedade em vigor, independentemente de sua natureza, e sim qual direito de propriedade está sendo protegido e em que condições. Havendo grupos capazes de utilizar melhor certas propriedades do que seus proprietários, é possível que convenha mais à sociedade não proteger o direito de propriedade vigente e criar outro, novo, que transfira o patrimônio àqueles grupos" (CHANG, 2004, p. 145).

12 RESENDE, André Lara, *Juros, Moeda e Ortodoxia*; palestra realizada em Oxford (14/05/2017), in: <https://www.youtube.com/watch?v=vw9uDdpHSzE> –, e RESENDE, 2017, p.111.

1998	1,65
1999	8,94
2000	5,97
2001	7,67
2002	12,53
2003	9,30
2004	7,60
2005	5,69
2006	3,14
2007	4,46
2008	5,90
2009	4,31
2010	5,91
2011	6,50
2012	5,84
2013	5,91
2014	6,41
2015	10,67
2016	6,29
Ano	Varição Acumulada no Ano (%) IPCA
Acumulado no Real	464,97

Fonte: IBGE - Série Histórica dos Acumulados no Ano – IPCA:

http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/ipca-inpc_201705_3.shtm, acesso em 25/06/2017.

A relação entre inflação e taxa de juros é mais complexa do que, em geral, costuma ser apresentada em generalizações teóricas e por executores de política econômica. Como destaca Nakano:

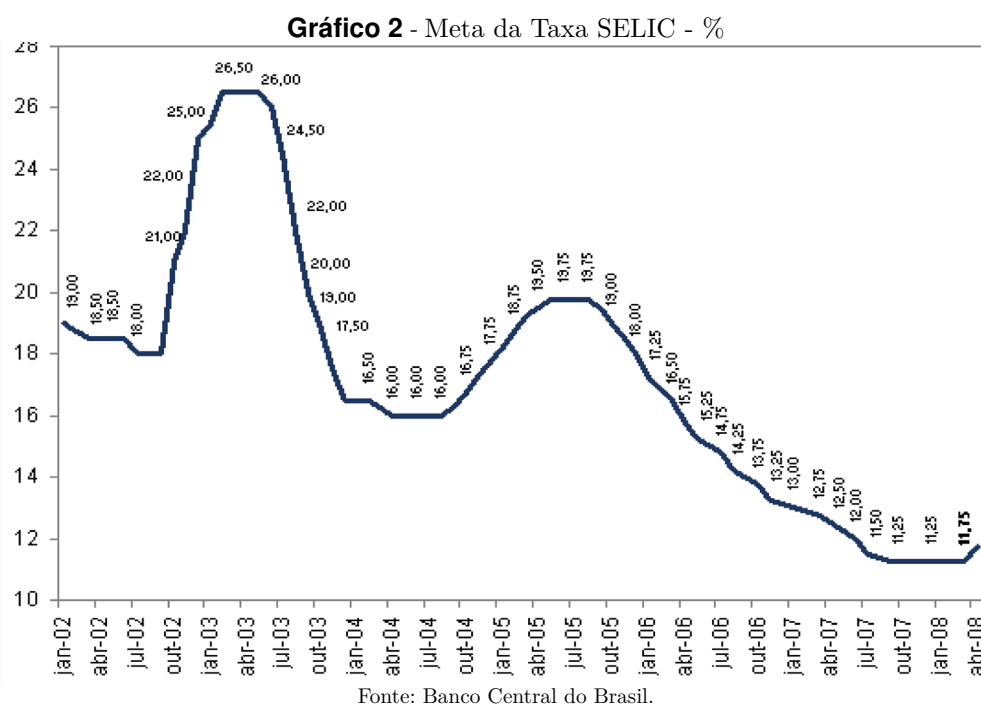
O aparente limite à expansão da atividade econômica, diferentemente dos países desenvolvidos, está na capacidade física instalada de alguns setores, particularmente o de bens intermediários... Mas, logo argumentará o economista do livro-texto: os preços aumentarão e teremos inflação. Isto é uma visão estática. E se ela prevalecer, jamais teremos crescimento. Para que o mercado funcione como um mecanismo de coordenação da atividade econômica, é preciso que os preços relativos aumentem, sinalizando para os empresários investirem em aumento da capacidade. Se, com elevação da taxa de juros e compressão, a demanda dos preços relativos for contida aqui, o mercado deixará de emitir esse sinal e a expansão econômica será impossível. Além disso, a elevação de preços em alguns setores não implica inflação, elevação generalizada de preços, e, muito menos, alta persistente de preços (...). Portanto, existe muito espaço para a redução da taxa de juros. Se isto acontecer, os aumentos de preços relativos dos setores com esgotamento da capacidade instalada levarão os empresários dos mesmos setores a investirem aumentando a sua capacidade produtiva (NAKANO, 2004, p. 11, apud OMAR, 2008, p. 484).

O ano de 2002 foi marcado pela tensão pré-eleitoral do mercado, com a possibilidade de escolha, no Brasil, de um candidato à esquerda do espectro político, o ex-líder sindical Luiz Inácio Lula da Silva, pelo Partido dos Trabalhadores (PT). A questão é como compreender o “medo” da mudança da alternância democrática do poder e o que veio, enfim, a ser o chamado risco-Brasil, que rondou, pelo menos desde abril de 2002 até às véspera da eleição de outubro do mesmo ano, a quase totalidade dos meios de comunicação, políticos e analistas estrangeiros e brasileiros, porta-vozes de agentes financeiros do mercado com medo de que, no processo eleitoral *democrático* em curso no Brasil, pudesse ganhar aquele que supostamente poria em risco a estabilidade e promoveria alguma ruptura do ponto de vista econômico (itálico nosso).

Neste contexto, a Carta ao Povo Brasileiro de junho de 2002 sinalizava com um governo moderado e de manutenção dos principais pilares da política econômica anterior, relativos à continuidade do regime de metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário para pagamento da dívida, seguindo-se em agosto o compromisso de respeitar o acordo com o FMI negociado no final do governo FHC.¹³ Eleito no final de 2002, Lula tomou posse no dia 1º de janeiro do ano seguinte.

O desempenho da economia brasileira a partir de 2003 foi decisivamente influenciado pela evolução da economia internacional e, face à continuidade do regime de metas de inflação, que tinha sido inaugurado em 1999, também da taxa de câmbio e da inflação. Isto é, após o anúncio das novas metas – de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004 – as decisões mensais acerca da taxa básica de juros nas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central sempre foram tomadas em função da tentativa de atingir o alvo proposto, que, de 2005 em diante, seria de 4,5 a.a. (Giambiagi, 2011, p. 211).

Já as metas da taxa Selic são as constantes no seguinte gráfico:



Giambiagi apresenta uma síntese comparativa dos dois períodos dos governos FHC(1995-1998 e 1999-2002) e Lula (2003-2006 e 2007-2010) quanto à taxa Selic real média, mostrando que,

Enquanto que entre 1995-1998 a taxa Selic real média foi de 22% a.a., no período 1999-2002 ela caiu para 10% a.a., subindo para 13% a.a. em 2003 e cedendo para 8% em 2004. A rigor, com a nova alta da Selic depois observada em 2005, a taxa de juros real anual média de 11% a.a. do primeiro Governo Lula (2003-2006) foi ligeiramente superior à do segundo Governo FHC, embora depois tenha diminuído significativamente, para 6% a.a., no segundo Governo (2007-2010) (GIAMBIAGI, 2011, p. 211).

Em contraste e fazendo uma apreciação geral dos anos Lula, Giambiagi afirma que,

(...) além de na década ter havido uma recuperação do crescimento e do investimento, com um impacto muito favorável sobre o emprego, a dívida líquida do setor público diminuiu em 1/3; o país tornou-se credor líquido do exterior, uma vez que a dívida externa líquida tornou-se negativa; e as reservas atingiram quase US\$290 bilhões em 2010. Em compensação, as reformas estruturais limitaram-se a uma reforma da Previdência restrita ao âmbito do funcionalismo e de importância modesta (GIAMBIAGI, 2011, p. 229).

¹³ Entre os principais nomes da equipe econômica do governo Lula estavam o moderado do PT, médico e então prefeito de Ribeirão Preto Antônio Palocci no Ministério da Fazenda (jan. 2003-mar. 2006) e o engenheiro, ex-presidente internacional do BankBoston e eleito deputado federal pelo PSDB Henrique Meirelles na presidência do Banco Central (jan. 2003-jan. 2011).

No governo Dilma Rousseff a controvérsia continuou se estabelecendo sobre a questão dos juros a cada anúncio, pelo Banco Central, sobre a redução, aumento ou manutenção dos mesmos juros. A despeito dos refinamentos da análise econômica desde o século XX, não existem consensos tão abrangentes nessa ou em outras questões. É certo que existem consensos nas ciências, mais fortes em umas - o que não impediu contestações, por exemplo, às teorias quântica e relativística desde o início - e mais frágeis em outras, mas consenso não é unanimidade. E o próprio consenso também é construído historicamente, portanto, mutável. A ciência ou qualquer atividade humana não estão isentas de paixões, injunções políticas, ideológicas, culturais, etc. No nosso caso, as reações a uma mudança na taxa de juros em agosto de 2011 são ilustrativas do referido acima, como sintetizado por Delfim Netto, como segue:

Fomos surpreendidos semana passada [última de agosto de 2011] por dois fatos: 1º) a redução da taxa Selic de 12,50% para 12% ao ano, promovida pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central e 2º) a reação hidrofóbica de analistas do mercado financeiro que se pensam portadores da "verdadeira" ciência monetária. Para estes, o Copom teria violado não só as recomendações da tal "ciência", como teria comprometido, irremediavelmente, a credibilidade do Banco Central. Qual a razão da crítica fumegante? Segundo seus autores, a decisão "foi claramente política" e desrespeitou os cânones da "ciência" que supõem praticar. O Copom teria trocado sua "autonomia operacional" pelas graças do governo... Para alguns, reforçou-se, assim, a necessidade de reconhecer que essa "autonomia" é insuficiente: o BC precisa mesmo, é ser "independente" do poder incumbente que ignora a ciência e é corrupto por definição! (...). Tais críticas têm duas fraquezas: 1º) a tal "ciência monetária" não existe. A política monetária deve ser uma combinação de sólidos conhecimentos da situação conjuntural e de como reagem os agentes econômicos (trabalhadores e empresários) ante as manobras da taxa de juros real. Ela é uma "arte" que comporta visões alternativas diante das incertezas do futuro. Como os efeitos monetários se fazem sentir ao longo do tempo, só este é capaz de dizer "a posteriori" se a perspectiva escolhida foi certa ou errada. (...)... e 2º) a acusação que o "BC rendeu-se ao governo" é irresponsável, injusta e arrogante. Irresponsável, porque colhida furtivamente de "fontes preservadas" e que talvez seja apenas a imaginação conveniente, desmentida, aliás, pela existência de votos divergentes. Injusta, porque pela primeira vez em duas décadas o Banco Central é, efetivamente, um órgão de Estado, com menor influência do setor financeiro privado. E arrogante, porque supõe que nenhuma visão e interpretação da realidade que não seja a sua possa ser adequada. É hora de saudar a "estatização" do BC e a sua decisão (DELFIM NETTO, 2011, p. 3).

Meses depois, conforme nota em jornal, o próprio mercado se retrataria da crítica feita à decisão do Banco Central, justificando o alerta e a análise feita por Delfim anteriormente:

Em agosto do ano passado [2011], quando inverteu o movimento dos juros, interrompendo um processo de alta, o atual comandante do BC, Alexandre Tombini, foi acusado de deixar de lado a autonomia do BC e fazer o jogo da presidente. Hoje, boa parte do mercado avalia que ele estava certo, mas ainda discute se o banco mantém a independência (Folha de S. Paulo, 31 de agosto de 2012, caderno Mercado).

A questão é sobre quais são os objetivos do Banco Central. Outra discussão ainda, é a relativa à independência do BC – independência de política governamental? No Brasil, como vimos, com o sistema de metas a preocupação do Banco Central é, fundamentalmente, o controle inflacionário, utilizando a definição periódica da taxa básica de juros da economia. Na avaliação de Sicsú,

A decisão tomada pelo governo brasileiro foi, no mínimo, precipitada e, talvez, incorreta. Nenhum país, entre aqueles de economia desenvolvida, reduziu a inflação em razão da adoção de metas. Como foi mostrado, não há evidências de que conceder ao banco central a tarefa única de alcançar uma meta de inflação seja benéfico. O Federal Reserve System tem explicitamente dois objetivos, conter a inflação (sem qualquer meta fixada) e buscar o pleno emprego. E ninguém pode negar que os Estados Unidos foi o país que obteve mais sucessos econômicos na década de 1990 (SICSÚ, 2002, p. 30).

Como destaca Chernavsky, no Brasil “o Banco Central pauta (quase que) totalmente suas ações em função das expectativas dos mercados financeiros, definindo o caminho das taxas de juros de acordo ao [sic] que estes mercados esperam” (CHERNAVSKY, 2007, p. 103). Além disso, um Banco Central independente, não necessariamente garante a credibilidade da política monetária,

como defendem os novo-clássicos. Os economistas do *mainstream* (ou ortodoxos) consideram que o objetivo único da política monetária conduzida pelo BC é buscar a estabilidade de preços. Assim, “há uma convergência da vertente ortodoxa para a ideia de que a inflação baixa e estável promove o crescimento e a eficiência da economia” (VAL MUNHOZ, 2006, p. 18).

Quanto ao que deve ser feito, afinal, para reduzir as taxas de juros, Omar (2008) aponta cinco medidas: a) Diminuição da razão dívida pública/PIB: adotando “medidas necessárias para aumentar o PIB, aumentar o superávit primário e estabilizar a taxa de câmbio em nível compatível com as necessidades da política econômica” (p. 483); b) Política monetária expansionista: “... uma política monetária expansionista e responsável pode ser recomendada sem medo de efeitos inflacionários” (p. 484); c) Política fiscal restritiva: reduzindo os gastos do governo para reduzir o déficit operacional ou aumentando o superávit primário, “Apesar de essa política poder alcançar o objetivo de diminuir a taxa de juros, seu preço é alto demais em termos de estagnação econômica e taxa alta de desemprego, além do corte nos gastos sociais, necessários para a sociedade” (p. 484); d) Equacionamento do setor externo brasileiro: “... ocasionado, principalmente, pela remessa de lucros e juros ao exterior. A solução desse problema está sendo tratada de forma a alcançar superávit alto na balança comercial. Isso será saudável para a economia se os superávits forem convertidos em investimentos reais, seja dentro ou fora do país” (p. 485); e) Atacar os *spreads* altos cobrados pelos bancos: “A principal medida a ser tomada nesse sentido é o governo rever a estrutura do mercado bancário através da atuação efetiva do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC)” (p. 486).

Para Resende (2017), em função da crise de 2008, a velha ortodoxia baseada em alguma versão da Teoria Quantitativa da Moeda foi completamente desmoralizada com o *quantitative easing* (QE), aumento gigantesco da base monetária, como fez o Fed, que

(...) aumentou as reservas bancárias de 50 bilhões para 3 trilhões de dólares, ou seja, multiplicou a base monetária por 60, num período inferior a dez anos. A inflação não explodiu: ao contrário, continuou baixa, por incrível que pudesse parecer. O mesmo aconteceu no Japão, na Inglaterra e nas economias da zona do euro. Diante do aumento, de fato extraordinário, da oferta de moeda, a inflação se manteve excepcionalmente baixa e ainda menos volátil (RESENDE, 2017, p. 114).

Conforme Resende, a nova ortodoxia também tem sido questionada. E toma como base o trabalho de John Cochrane (“Michelson-Morley, Occam and Fisher: The Radical Implications of Stable Inflation at Near-Zero Interest Rates”, Hoover Institution, Universidade de Stanford, dez. 2016), destacando que o que aparece de mais revolucionário no trabalho dele é a hipótese neofisheriana (homenagem a Irving Fisher), segundo a qual se a taxa de juros ficar muito tempo alta, ela acaba por provocar expectativa de inflação alta; e se ela ficar muito tempo baixa, acaba por provocar expectativa de inflação baixa. No referido artigo, Cochrane “conclui que o longo período de baixa inflação com taxas nominais de juros próximas de zero sugere que a teoria monetária está errada. Taxas de juros nominais mais altas, no longo prazo, resultam em inflação mais alta” (RESENDE, 2017, p. 117). Este trabalho de Resende tem estimulado acaloradas discussões entre seus pares. Não deixa de ser – e assim tem sido visto – um novo desafio a certa ortodoxia, o que é próprio da busca da ciência e do conhecimento em geral.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A despeito de serem classificadas como décadas perdidas do ponto de vista do crescimento econômico no Brasil e América Latina, as décadas de 1980 e 1990 foram aquelas em que os economistas travaram verdadeiras batalhas intelectuais e empreenderam seus melhores esforços para explicar e debelar as elevadas taxas de inflação no Brasil. Muitas pesquisas foram realizadas e diversos artigos produzidos. Muitos desses esforços se traduziram na implementação de cinco planos de estabilização, alguns de resultados tão rápidos quanto efêmeros, como o Plano Cruzado do governo Sarney (1986), o Plano Bresser (1987), o Plano Verão (1989) e os Planos Collor I (1990) e Collor II (1991), até o plano mais gradativo, mais duradouro e bem-sucedido, o Plano Real (1994), gestado no governo Itamar Franco. De fato, a inflação sofreu forte redução, mas cuja contenção levou os economistas a um outro desafio, o de explicar e lidar com as então persistentes e elevadas taxas de juros, desconfortável aspecto que situava o país entre os primeiros colocados do mundo, como vimos.

A estabilidade econômica, com menores taxas de inflação e taxas de juros mais condizentes com

aquelas dos países desenvolvidos, continuava, portanto, sendo um desafio para a política econômica do Brasil.

O que significava ainda, por exemplo, a taxa básica de juros da economia, a Selic de 6,5% (maio de 2019), quando os juros rotativos do cartão de crédito eram de cerca de 300% e do cheque especial era de 322% ao ano? (*Folha de S. Paulo*, 27/05/2019). Pesquisa do Banco Central mostrou que em 2016 (desde havia 6 anos em que a pesquisa é feita), os juros rotativo do cartão de crédito chegou a quase 500% no Brasil, enquanto na Argentina foi de cerca de 43%, Colômbia e Paraguai em torno de 30% e nos EUA de menos de 14%. O que explica essa enorme disparidade entre as taxas no país e as de outros países? São aventadas como causas a inadimplência dos tomadores de empréstimo (então os bancos devem rever seus modelos de concessão de crédito), mas é muito provável que tenha a ver com a concentração – apenas cinco dos maiores bancos brasileiros são detentores de quase 80% do todos os ativos do sistema financeiro - e baixa concorrência do setor bancário e ainda mais provável com a simples busca de lucros gigantescos pelo setor. Não há nenhuma explicação razoável quando se considera o comportamento das instituições bancárias em países mais próximos da realidade brasileira ou dos desenvolvidos.

A persistente dívida pública do país e a insegurança jurídica são também razões recorrentemente aventadas por diversos economistas para os elevados juros por tanto tempo vigentes no Brasil. Quanto à dívida pública, a crítica volta-se para crescentes gastos do governo para se financiar e implementar programas sociais, etc., gastando sempre mais do que arrecada. Comparando-se esse endividamento e esses gastos com países desenvolvidos ou do mesmo nível de desenvolvimento, são recomendadas contenção de gastos, ajuste fiscal, ou seja, justifica-se sempre cortes, mas não aumento de receitas que possibilitem mais adequado financiamento e investimento para suprir as persistentes carências de parcelas significativas da população.

A questão que permanece é sobre quem paga a conta. Medidas de ajuste, de taxação e aumento de impostos, entre outras medidas chamadas de reformas, seja trabalhista, previdenciária, entre outras, quase sempre penalizam as classes pobres e médias, preservando interesses e, mais que isso, privilégios de setores desde sempre já privilegiados. Quanto a esse aspecto, boa parte dos analistas “esquecem” de referir a experiência internacional dos países mais desenvolvidos que adotam imposto progressivo, maior taxação sobre fortunas e herança, taxação de lucros e dividendos, entre outras medidas. Deve-se pensar na gênese da dívida e no uso da riqueza gerada. Quem se apropria da riqueza gerada no país e como a utiliza? Dizia-se que a elevada taxa de juros era uma jabuticaba, uma excepcionalidade brasileira. Mas nessa discussão não se menciona outra jabuticaba, a mais fundamental, que é a secular e abissal desigualdade dessa mesma sociedade em relação, inclusive, a países do mesmo continente e de formações históricas parecidas.

Quanto à insegurança jurídica, trata-se do histórico não muito abonador ou respeitoso do país no trato das finanças, desde as sucessivas moratórias da dívida desde o século XIX, passando pelo confisco da poupança e outros ativos financeiros no governo Collor no início dos anos 1990. Para a concepção institucionalista, o país não apresenta instituições suficientemente boas e confiáveis, não respeita contratos, o que o torna forte candidato a sofrer punições por parte de potenciais e eventuais investidores. A questão é o que são boas instituições e para quem? Para os porta-vozes do *mainstream*, boas instituições são aquelas que atendem sobretudo aos interesses do chamado mercado, não raro, grandes investidores, aplicadores, defensores do *status quo*; se for o caso, prescindem dos alardeados valores da democracia e da liberdade de expressão, enquanto propugnam pelo Estado mínimo, que evocam de acordo com os seus particulares interesses. Dessa forma, não hesitam em apoiar regimes ditatoriais, como no Chile, Argentina, Brasil, etc. entre as décadas de 1960 e 1990 e outras rupturas democráticas posteriores.

No nosso caso, a pobreza, a desigualdade, a injustiça e a crise se agravam porque os mais ricos não pagam impostos ou pagam proporcionalmente muito menos do que os mais pobres, conforme pesquisa realizada pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) em 2017. Quem ganha até dois salários mínimos paga 53,9% de impostos, enquanto quem ganha acima de 30 salários mínimos paga até 29%. A política tributária é mais uma ferramenta de manutenção de privilégios de minoria que, não raro, faz uso de mecanismos ilícitos de fuga de tributação, como evasão e sonegação fiscal. Por isso, também em recente relatório a ONU considerou o Brasil um “paraíso tributário” para os “super-ricos”, que pagam uma taxa média de apenas 7% de impostos. Igualmente grave é o fato de que, de acordo com o Sindicato Nacional dos Procuradores da Fazenda (Sinprofaz), apenas em 2014

o Brasil teve cerca de R\$500 bilhões de prejuízo em sonegação fiscal.

As variáveis discutidas acima talvez indiquem que algumas das razões mais recorrentemente apontadas para as elevadas taxas de juros no Brasil – baixa poupança, insegurança jurídica, dívida pública, entre outras – tocavam apenas na superfície do problema. Pois se os juros são uma jabuticaba ou uma excepcionalidade local em relação à maioria dos países, outra jabuticaba ou excepcionalidade é o fato de o país figurar como um dos mais desiguais do mundo. E uma jabuticaba não explica a outra, ou seja, não era a taxa de juros o maior problema do país, como frequentemente se destacava e se discutia em jornais, rádios, TV e internet e não é ela que explica porque o Brasil está também entre os primeiros do mundo em termos de desigualdade e concentração de renda.

Uma visão mais restrita do papel do Banco Central diferencia sua atuação em relação ao papel de outros bancos centrais do mundo. A diretriz básica da política monetária do Banco Central do Brasil é definir a taxa básica de juros, considerando o relatório sobre a inflação. Já o Congresso norte-americano estabeleceu como objetivos para a política monetária do Federal Reserve a busca por “emprego máximo, preços estáveis e taxas de juros de longo prazo moderadas”, enquanto o Banco Central da Argentina tem como objetivos “promover a estabilidade monetária, a estabilidade financeira, o emprego e o desenvolvimento econômico com equidade social”.

A taxa de juros é uma variável relevante, mas não explica muito se isolada da complexidade da realidade, cuja compreensão exige uma abordagem sistêmica, que trate das conexões entre as diversas variáveis e suas implicações mútuas. As teorias, dissertações e teses para explicar as então elevadas taxas de juros no Brasil e o desafio para conduzi-las o mais próximo possível daquelas de patamares internacionais lembram os esforços da aventura do conhecimento aventados em “Da Análise”, do grande poeta brasileiro Mário Quintana:

Eis um problema! E cada sábio nele aplica
As suas lentes abismais.
Mas quem com isso ganha é o problema, que fica
Sempre com um x a mais... (QUINTANA, 2005, p. 216).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAER, Werner. *A Economia Brasileira*. Trad. de Edite Sciulli – 2ª ed. rev. e atual. - São Paulo: Nobel, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *História do BC*. <http://www.bcb.gov.br/?HISTORIABC>. Acesso em 04/12/2013.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Plano Real: Do Sucesso ao Impasse; *Economia Aplicada*, V. 3, N. Especial, 1999, pp. 79-93.

BLOCH, Marc. *Apologia da História, ou, O Ofício de Historiador*. Trad. de André Telles; Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 2001.

BONELI, Regis. Nível de Atividade e Mudança Estrutural. In: *IBGE – Estatísticas do Século XX*; Rio de Janeiro, 2006.

BRASSEUL, Jacques. *História Econômica do Mundo: Das Origens aos Subprimes*. Trad. de Hélder Viçoso; Lisboa: Edições Texto & Grafia, 2011.

CABRAL, Carlos Eduardo F. *A Moeda: Marx e Keynes*; São Paulo: PUC-SP, dissertação de mestrado, 2009.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de [et al.]. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CASTRO, Lavínia Barros de. Privatização, Abertura e Desindexação: A Primeira Metade dos Anos

- 90 (1990-1994). In: GIAMBIAGI, Fábio et al (ogs.). *Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2ª. ed., 2011, pp. 131-164.
- CHANG, Ha-Joon. *Chutando a Escada: A Estratégia do Desenvolvimento em Perspectiva Histórica*. Trad. de Luiz Antônio Oliveira de Araújo; São Paulo: Editora UNESP, 2004.
- CHERNAVSKY, Emilio. *Sobre a Construção da Política Econômica: Uma Discussão dos Determinantes da Taxa Real de Juros no Brasil*. São Paulo: FEA/USP, dissertação de mestrado, 2007.
- COSTA, Fernando Nogueira da. *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*. São Paulo: Makron Books, 1999.
- DELFIM NETTO, Antonio. As amarras. *Folha de S. Paulo*, 16 de maio de 2012, p. 3.
- _____. Duplo espanto. *Folha de S. Paulo*, 07 de setembro de 2011, p. 3.
- FRAGA NETO, Armínio. Dez Anos de Metas para a Inflação. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Dez Anos de Metas para a Inflação no Brasil, 1999-2009*, Brasília, 2011.
- FREITAS, Maria Cristina Penido de. Banco Central e Política Macroeconômica: o Regime de Metas de Inflação. In: MARCOLINO, Luiz Cláudio e CARNEIRO, Ricardo (orgs.). *Sistema Financeiro e Desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à Crise Financeira*. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda., 2010, pp. 177-207.
- FRIEDMAN, Milton. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, Vol. 58, Nº 1, March 1968, pp. 1-17.
- GIAMBIAGI, Fábio et al (ogs.). *Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2ª. ed., 2011.
- GIAMBIAGI, Fábio. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, Fábio et al (ogs.). *Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2ª. ed., 2011, pp. 165-195.
- _____. Rompendo com a Ruptura: O Governo Lula (2003-2010). In: GIAMBIAGI, Fábio et al (ogs.). *Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2ª. ed., 2011, pp. 197-237.
- GIANNETTI, Eduardo. *O Valor do Amanhã: Ensaio sobre a Natureza dos Juros*; São Paulo: Companhia das Letras, 2007.
- HOMER, Sidney and SYLLA, Richard. *A History of Interest Rates*. New Jersey: Rutgers University Press, Fourth edition, 2005.
- KEYNES, John Maynard. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Trad. de Mário R. da Cruz; revisão técnica de Cláudio Roberto Contador; São Paulo: Atlas, 2007.
- LACERDA, Antonio Correa et al. *Economia Brasileira*. São Paulo: Saraiva, 4ª ed. rev. e atual., 2010.
- LANDES, David S. *Prometeu Desacorrentado: Transformação Tecnológica e Desenvolvimento Industrial na Europa Ocidental, desde 1750 até a Nossa Época*. Trad. de Vera Ribeiro; Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1994.
- _____. *A Riqueza e a Pobreza das Nações: Por que Algumas são tão Ricas e Outras são tão Pobres*; tradução de Álvaro Cabral; Rio de Janeiro: Campus, 1998.

- LOPES, Francisco Lafaiete. Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas. *Revista de Economia Política*, Vol. 5, nº 2, abril-junho/1985.
- MARSHALL, Alfred. *Princípios de Economia: Tratado Introdutório*. Vol. I. Introd. de Ottolmy Strauch. Trad. revista de Rômulo Almeida e Ottolmy Strauch; São Paulo: Editora Nova Cultural/Círculo do Livro, 1996 (Col. Os Economistas).
- MUNHOZ, Dercio Garcia. Inflação Brasileira – Os Ensinaamentos desde a Crise dos Anos 30. *Economia Contemporânea*, Nº 1, Jan. - Jun. de 1997.
- OMAR, Jabr H. D. Taxa de Juros: Comportamento, Determinação e Implicações para a Economia Brasileira; *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, pp. 463-490, set./dez. 2008.
- PERFEITO, André Guilherme Pereira. *Hipótese Sobre a Elevada Taxa de Juros Brasileira: Uma Abordagem Pós-Keynesiana*; São Paulo: PUC-SP, dissertação de mestrado, 2013.
- QUINTANA, Mario. *Poesia Completa*. Organização: Tania Franco Carvalhal; Rio de Janeiro: Nova Aguilar, 2005.
- REIS, Eustáquio, BLANCO, Fernando, MORANDI, Lucilene, MEDINA, Mérida e ABREU, Marcelo de Paiva. Século XX nas Contas Nacionais. In: *IBGE – Estatísticas do Século XX*; Rio de Janeiro, 2006.
- RESENDE, André Lara. *Juros, Moeda e Ortodoxia: Teorias Monetárias e Controvérsias Políticas*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2017.
- RITTER, Lawrence S. and SILBER, William L. *Money*. New York: Basic Books, Inc., Publishers, Third and revised edition, 1977.
- SICSÚ, João. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias; *Revista de Economia Política*, vol. 22, nº 1 (85), janeiro-março/2002, pp. 23-33.
- SILVA, Fabiana de Lima. *O Sistema de Metas de Inflação e a Crítica Pós-Keynesiana: Uma Aplicação para o Brasil*. São Paulo: FEA/PUC-SP, dissertação de mestrado, 2009.
- SINGLETON, John. *Central Banking in the Twentieth Century*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2011.
- VAL MUNHOZ, Vanessa da Costa Val. *Determinação dos Juros e Metas de Inflação no Brasil: Uma Crítica Através da Abordagem Pós-Keynesiana*; Minas Gerais: Universidade Federal de Uberlândia, 2006.
- WEATHERFORD, Jack McIver. *A História do Dinheiro*. Trad. de June Camargo; São Paulo: Negócio Editora, 2000.
- WEISBROT, Mark, JOHNSTON, Jake, CARRILLO, Julia Villarruel e MELLO, Víto. A Enorme Taxa de Juros do Brasil: Será que os Brasileiros Conseguem Suportá-la? *Center for Economic and Policy Research*, Washington, DC, EUA, Abril de 2017. Disponível em: <file:///C:/Users/Francisco/Documents/MONOGRAFIA%20E%20ECONOMIA%20MONETÁRIA/Taxa%20de%20Juros%20-%20Estatísticas.pdf>. Acesso em 19/06/2017.