

Era FHC: as três amarras dos juros

Petterson Molina Vale ¹

Resumo

Este trabalho analisa a política monetária do governo Fernando Henrique Cardoso, argumentando que a economia ficou presa à elevada carga de juros de forma semelhante à que a indexou à inflação por quase trinta anos antes do Plano Real. Defende, em particular, a hipótese de que três mecanismos se somaram para determinar esse fenômeno: a remuneração da caderneta de poupança (estabelecida por lei), que determina o piso da taxa básica de juros; o sistema de gestão da dívida pública, que elimina o risco do credor e se concentra em papéis pós-fixados de curto prazo; e o modelo macroeconômico baseado em metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário, com abertura financeira e crescimento via poupança externa. Conclui-se que a alta carga de juros foi funcional para o (instável) equilíbrio externo de uma economia que optou por se abrir abruptamente às finanças globalizadas e à competição comercial, e que apesar de terem interpretações mais ou menos convincentes, nenhuma das correntes ideológicas nacionais foi capaz de fornecer uma solução teórica que fosse suficiente para desamarrar a economia dos juros altos durante o governo FHC.

Palavras-chave: Juros; Moeda; Selic; Financeirização.

Abstract

This paper studies the monetary policy of Fernando Henrique Cardoso's (FHC) government, and argues that the economy remained tied to high interests in a similar fashion to that which indexed it to inflation for nearly three decades before the Real Plan. It sustains the hypothesis that three mechanisms added up to determine the phenomenon: the yields on the savings account (guaranteed by law), which constitute the floor to the basic interest rate; the public debt administration system, that eliminates creditor risk and concentrates on papers with floating interest rates; and the macroeconomic model based on inflation targeting, fluctuating exchange rate and primary superavit, with finance opening and growth via foreign savings. It then concludes that the elevated interest rates were functional to the (unstable) external equilibrium of an economy that chose to abruptly open itself to globalized finance and to commercial competition, and that despite having more or less convincing interpretations, none

(1) Aluno de doutorado na *London School of Economics and Political Science*, Inglaterra, concluiu o Mestrado em Desenvolvimento Econômico na Unicamp em julho de 2010. Agradece ao CNPq e à Capes pelo auxílio financeiro, a dois pareceristas anônimos pelos comentários, e ao Prof. Luiz Caseiro Lopreato pelo excelente curso de Economia Brasileira que ministrou em 2008 no IE/Unicamp, quando este artigo foi gestado, e por comentários em uma versão anterior do trabalho. E-mail: p.m.vale@lse.ac.uk.

of the national ideological perspectives was able to offer a theoretical solution with sufficient power to untie the economy from high interests during the FHC administration.

Key words: Interest; Money; Selic; Financialization.

JEL N16.

Introdução

Por que os juros no Brasil são tão altos?

Hipótese 1: a baixa taxa de poupança e descontrole fiscal: *crowding-out*.

Hipótese 2: a financeirização da economia e regime de metas de inflação: perda de controle sobre juros e câmbio; efeito retroalimentador da elevada carga de juros.

Hipótese 3: (i) a regra de remuneração da caderneta de poupança; (ii) a gestão operacional da dívida em que o Estado assume todo o risco; (iii) o modelo macroeconômico.

A pergunta fundamental da macroeconomia brasileira pós-Real será discutida neste artigo, com foco no período do governo Fernando Henrique Cardoso. A discussão será guiada pelas hipóteses apresentadas acima, que refletem a maneira como diferentes correntes de economistas avaliam a questão. Em seguida, se argumentará que foram três as amarras que prenderam a economia à elevada carga de juros durante os oito anos do governo FHC, como na hipótese 3.

A principal contribuição deste artigo é a tese de que são insuficientes as explicações que focalizam apenas uma ou duas das amarras apresentadas na hipótese 3, o que implica em que, para uma queda efetiva dos juros, deverá ser construída uma solução global. Este tema tem recebido um espantoso baixo nível de atenção dos economistas acadêmicos brasileiros, talvez porque se acredite que alguma das duas primeiras hipóteses seja suficiente para explicar o fenômeno – o que, como se defenderá, não é o caso –, ou porque, pelo contrário, o tema pareça excessivamente amplo e ideológico para admitir qualquer solução simples.

No período analisado por este estudo, a taxa básica de juros brasileira atingiu, em termos reais, o mínimo de 9,61% (2001) e o máximo de 30,69%

(1995) – excluído o ano de 2002, em que a inflação saltou para 13% (IPCA) e trouxe os juros reais para 6,15% (ver Tabela 1, no Anexo). São níveis de três a trinta vezes mais elevados do que os de países desenvolvidos. Por exemplo, na Austrália a taxa nominal de juros variou de 4,25% a 7,50% entre 1994 e 2002.

A inflação foi vencida no Brasil quando pelo menos dois condicionantes foram atendidos: consenso da necessidade de dizimá-la e algum acordo teórico em relação aos caminhos a não serem seguidos (houve também condicionantes externos). Depois de uma série de fracassos por parte de ortodoxos e de heterodoxos (Cruzado, Cruzadinho, Cruzado II, Bresser, Verão, feijão com arroz, Collor 1 e Collor 2), os economistas responsáveis pelo Plano Real haviam aprendido que ajuste fiscal isolado não era a solução; que congelamento de preços não se sustentava; que o aumento da renda real decorrente do fim da inflação geraria uma perigosa explosão de demanda; entre outras lições. Já em relação aos juros, não houve durante a gestão FHC consenso quanto à imperiosidade de diminuí-los nem acordo quanto a uma solução viável. Teria sido muito difícil escapar das três amarras.

O fato é que o remédio para a inflação também pôs o país numa armadilha de juros. Inicialmente, era difícil evitar uma âncora cambial, pois economia não se desindexaria da inflação enquanto houvesse a possibilidade de desvalorização do Real. E o câmbio fixo não se sustentaria sem um grande atrativo para o ingresso de capitais externos, pois a crise da dívida e o período de alta inflação haviam feito com que os ativos brasileiros fossem avaliados como de elevado risco.

Assim, não parecia haver alternativa à elevadíssima dose de juros – a Selic de julho de 1994 foi de 122%, e de agosto a dezembro girou em torno dos 58,3%. O problema é que o câmbio valorizado leva, cedo ou tarde, a déficits em conta corrente, que no limite geram crises de balanço de pagamentos e produzem uma verdadeira armadilha cambial. Ao mesmo tempo, o déficit público cresce como uma bola de neve. A reação inevitável é a fuga de capitais, desvalorização cambial, e novamente política monetária contracionista, devido às pressões inflacionárias. Frustram-se tanto os que almejam equilíbrio fiscal quanto os que vislumbram uma taxa de juros viável para o investimento produtivo. Ganham os que possuem bons mecanismos de proteção.

De fato, não houve espaço nesse modelo para a queda da taxa básica de juros. O tema central deste trabalho é a razão para isso e as possibilidades de modificação desse quadro. Basicamente a explicação convencional sustenta que os problemas são (i) a baixa taxa de poupança e (ii) o déficit primário crescente, como na hipótese 1; enquanto a perspectiva alternativa enfatiza (i) a abertura financeira e (ii) o custo crescente de rolagem da dívida, como na hipótese 2. Por trás desse debate estão projetos distintos para o país e grupos sociais com interesses conflitantes. Mas, como se verá, ambos foram incapazes de construir um consenso quanto aos problemas decorrentes de um aparato ultrapassado de gestão da dívida pública, viciado em altas taxas de juros, e de um sistema financeiro incapaz de gerar financiamento de longo prazo de forma autônoma.

A seguir, o texto apresenta os três mecanismos que mantiveram a economia amarrada aos juros altos. O primeiro é a operacionalização da gestão da dívida pública, que herdou do tempo da inflação a premissa de que o governo deve assumir todo o risco, garantindo rentabilidade máxima aos credores. O segundo é a remuneração da caderneta de poupança, que representa um piso para a taxa Selic, pois é uma aplicação alternativa de risco praticamente nulo e remuneração fixa. E o terceiro é o próprio modelo macroeconômico, que foi alterado em 1999, mas não mudou o vício pelos juros altos. Antes disso, no entanto, procuram-se descartar as hipóteses convencionais como explicações suficientes do fenômeno.

1 Hipóteses correntes

1.1 Hipótese 1: a visão convencional

No projeto de desenvolvimento liberal, a agenda do desenvolvimento se confundia com a da estabilização. A fórmula para o progresso, então, era a soma de estabilidade de preços, com mandato único do Banco Central; abertura econômica, com câmbio flexível; livre entrada e saída de capitais e crescimento via poupança externa; e reestruturação produtiva por meio de políticas horizontais que promovam o crescimento da competitividade. Em suma, a versão prática da teoria do novo consenso macroeconômico, que vigorou no Brasil a partir de janeiro de 1999.

Nesse modelo tudo passou a ser endógeno. O Banco Central deve apenas definir um centro e um intervalo para a meta de inflação, e o modelo

faz todo o resto. Determinada a taxa de juros de equilíbrio, e na ausência de política fiscal (devido ao *crowding-out*), o mercado de bens e serviços produz um equilíbrio condizente com a situação do mercado monetário e com a própria capacidade de oferta da economia (produto potencial). A taxa de desemprego também é endógena, e fica no seu nível natural, aquele que não acelera a inflação (NAIRU).

A questão fiscal e a poupança

Para essa perspectiva, não há dúvidas no diagnóstico dos juros: o problema é fiscal. A elevada taxa de juros certamente atua como alimentador do crescimento da dívida pública, mas a origem do problema é o déficit do governo. Para o período analisado por este estudo, Giambiagi (2007) apresenta dados que corroboram essa hipótese. A despesa média real com juros da dívida como proporção do PIB foi de 5% entre 1985 e 1990, 3,7% entre 1991 e 1995, 4,7% entre 1996 e 2000 e 5% entre 2000 e 2006. Ou seja, não houve um grande aumento no período pós-Real em relação aos dez anos anteriores.

Os dados anuais, estimados por Schwartzman (2008), mostram que o custo real da dívida variou entre 3% em 1997 e 6,5% em 1999. Mesmo em termos nominais, a despesa média da dívida variou entre 5,1% em 1997 e 8,5% em 2002. Já os gastos primários cresceram constantemente de um patamar de 13,7% do PIB em 1991 para 21,4% em 2002, ou seja, 8,7 pontos percentuais. (Giambiagi, 2007, p. 42). Enquanto isso, a carga tributária variou dez pontos percentuais, de 22% em 1991 a 32% em 2002 (Schwartzman, 2008). É difícil, portanto, refutar o argumento de que a dívida e a carga tributária cresceram principalmente devido aos gastos primários (e não aos juros).

De qualquer maneira, é falsa a idéia de que numa economia estável a queda dos juros é limitada apenas pela situação fiscal. O patamar dos juros durante a gestão FHC não pode ser atribuído unicamente ao montante dívida (e, conseqüentemente, ao déficit primário), pois países com relação dívida / PIB muito maior do que a brasileira apresentam taxas de juros muito inferiores – Itália (dívida / PIB em 2001 = 104%), Grécia (100%), Israel (89%), Uruguai (58%), Argentina (54%) e Brasil (53,8%) (IMF, 2002).

O problema de fundo seria, para Giannetti (2005), a elevada preferência pelo consumo presente da sociedade brasileira. Segundo ele, há um hiato permanente entre a taxa de poupança interna e as necessidades de investimento, de modo que a saída para manter um equilíbrio instável entre crise no balanço de pagamentos e inflação seria recorrer a altíssimas taxas de juros para desincentivar violentamente o consumo e incentivar a poupança. Disso decorreria a necessidade de uma remuneração relativamente alta para a caderneta de poupança (que representou, ao mesmo tempo, um piso para a taxa Selic). Com poupança muito inferior à de países asiáticos e mesmo europeus, e sem a possibilidade de absorver poupança externa como fazem os Estados Unidos, seria impossível para o Brasil financiar o próprio desenvolvimento. Não haveria espaço para políticas “voluntaristas” enquanto a sociedade não aumentasse a substituição de consumo por poupança. Tampouco havendo lugar para o inflacionismo, restaria apenas o marasmo.

*

Ambos os argumentos, do descontrole fiscal e da baixa taxa de poupança, são válidos. Podem até ser entendidos como questões de fundo, lições de casa a serem implementadas para que qualquer solução seja viável no médio prazo. A perspectiva alternativa também apresenta questões de fundo válidas, como se verá a seguir. Mas faltam em ambos os conjuntos de explicações dos mecanismos operacionais que amarraram, na prática, a economia aos juros altos. O desatamento desses nós é pré-condição para qualquer estratégia de baixa dos juros, no curto prazo.

1.2 Hipótese 2: a visão alternativa

Se no primeiro governo de FHC os juros foram altos para sustentar um modelo de câmbio fixo, no segundo governo estiveram ligados ao chamado tripé macroeconômico (câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário). Mas apenas o novo consenso não explica os juros, pois muitos outros países o adotaram e não tiveram taxa de juros parecida à do Brasil. O problema complementar é o risco-país, que faz com que uma política monetária expansionista seja rapidamente contrabalanceada por saída de capitais, levando à desvalorização cambial, a pressões inflacionárias e à retomada da alta dos juros, em decorrência da política de metas inflacionárias. Além disso, a ausência de barreiras ao fluxo de capitais de curto prazo – em decorrência da política de crescimento com poupança

externa, que gera déficits em conta corrente, exigindo financiamento via conta capital – faz com que as variações de liquidez do resto do mundo sejam imediatamente absorvidas pela economia nacional.

Para os economistas heterodoxos, a análise deve partir do movimento de globalização financeira que se intensificou nas últimas décadas. Eventos que contribuíram para isso foram a criação dos euromercados no fim dos anos 1960, as crises do petróleo e correspondente desequilíbrio nos balanços de pagamentos de diversos países, o subsequente fluxo de petrodólares, a elevação dos juros estadunidenses em 1979, a desregulamentação promovida pelos governos Thatcher e Reagan, os déficits gêmeos dos Estados Unidos, e as políticas decorrentes do Consenso de Washington, particularmente a abertura das contas capital de diversos países e a política de crescimento com poupança externa.

Financeirização e metas de inflação: perda de controle sobre juros e câmbio

O Brasil construiu, durante os anos 1990, uma estrutura econômica que acompanha os ciclos de expansão e retração da liquidez internacional sem gerar crescimento estável. Carneiro (2007) mostra que isso se deve a um padrão de integração financeira em que se privilegia a absorção de poupança externa. Distinguindo a integração benigna, em que o indicador soma dos ativos e passivos externos em relação ao saldo em transações correntes não é muito superior a 1, da maligna, que além de apresentar esse indicador superior a 2,5 o tem altamente volátil, ele mostra que a diferença fundamental entre os países asiáticos em desenvolvimento e os latino-americanos é que aqueles, desde 1997, apresentam saldo positivo em conta corrente. O segundo indicador importante é de solvência, dado pelo passivo externo líquido em relação às exportações, geralmente inferior a 1 nos asiáticos em desenvolvimento e superior a 3 no Brasil e Argentina.

Enquanto os sistemas financeiros domésticos e internacionais foram segmentados por controles de capital, os déficits de balanço de pagamentos tinham a ver, basicamente, com desequilíbrios da conta corrente. A restauração do equilíbrio passava, conseqüentemente, por políticas monetária e fiscal restritivas. Na atualidade, quando os capitais apresentam-se tão internacionalmente móveis, a estabilização do balanço de pagamentos envolve, fundamentalmente, a estabilização da conta de capital. Isso requer restaurar a confiança do investidor. E

restaurar a confiança do investidor significa restaurar a confiança na estabilidade do sistema financeiro doméstico (Eichengreen, 1999, p. 20 apud Silva, 2005, p. 42).

Esteve no esforço de “ajuste monetário do balanço de pagamentos” a raiz da desestruturação fiscal e financeira do Estado, que refinanciou as dívidas em moeda estrangeira dos setores público e privado com base em endividamento interno de curto prazo. A restauração da confiança na estabilidade do sistema financeiro doméstico se deu mediante a adoção de políticas macroeconômicas que priorizam o crescimento com poupança externa, aceitando-se déficits em conta corrente de até 2% do PIB, e política fiscal retoricamente dura, baseada em superávit primário em vez de déficit público (que na prática não elimina o desequilíbrio fiscal). Dentro desse modelo não é possível escapar da estagnação, pois a armadilha dos juros (vista acima) faz com que uma política monetária expansionista tenha um efeito de auto-cancelamento (Bresser-Pereira, 2007).

Tavares e Belluzzo (2002) lembram que o Brasil e outros países latino-americanos foram primeiro submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, e na sequência capturados pelo processo de globalização financeira da década de 1990. Por isso, executaram programas de estabilização que visavam a garantir uma oferta de ativos atraentes que pudessem ser encampados pelo movimento geral de concentração e centralização do capital em escala mundial. Como as moedas recém formadas eram (e são) na prática inconvertíveis (Belluzzo; Carneiro, 2008), esses ativos precisavam embutir elevados prêmios de risco (*spreads*), na forma de juros reais, em suas taxas de retorno. Surgiu daí a situação em que a desinflação foi acompanhada por uma queda muito mais lenta das taxas nominais de juros. E devido à instabilidade intrínseca dos preços-chaves da economia (juros em câmbio) num arranjo desse tipo, continuou sendo funcional o mecanismo de gestão da dívida que isenta o credor do risco de crédito (mais detalhes adiante).

O Brasil optou, a partir do governo FHC, por absorver o excesso de liquidez que se gerava mundo afora e que se concentrava nas principais praças financeiras norte-americanas, européias e asiáticas. Em parte pela obstinação de reverter o quadro de semiautarquia em que se encontrava o país nos anos 1980, e em parte pelas idéias equivocadas de *maus samaritanos*, venceu a crença de que a receita para a riqueza é imitar o que os países

desenvolvidos fazem hoje, e não aquilo que fizeram quando se tornaram ricos (Chang, 2009).

*

O efeito retroalimentador da carga de juros, como visto no item anterior, é uma espécie de mito a ofuscar o real problema do desequilíbrio fiscal. Já o tema da financeirização é certamente uma importante causa de fundo. O processo de desenvolvimento resulta da interação entre decisões internas e acontecimentos externos, e mesmo sendo a expansão das finanças mundiais um fenômeno fora do controle dos tomadores de decisão internos, as suas repercussões internas podem certamente ser dirimidas por meio de políticas razoáveis. E nesse sentido, como se argumentará adiante, o modelo macroeconômico, que foi uma das três peças chave da amarra aos juros, deve ser entendido não somente como a soma das políticas monetária e fiscal, mas também como a forma como as autoridades geriram a abertura do país ao fluxo de capitais.

2 As três amarras da economia aos juros

Amarra 1: o piso da taxa Selic

Inicialmente, é fundamental que se esclareça o elo existente entre a remuneração da poupança, a rolagem da dívida do setor público e a taxa básica de juros da economia. A poupança oferece, por lei, um retorno nominal de 6% mais Taxa Referencial (TR), o que dá, em termos reais, pouco menos de 6% ao ano, pois a TR fica sempre abaixo da inflação. Além disso, não incidia sobre essa remuneração (até janeiro de 2010) o imposto de renda.

Os poupadores só aplicarão seus recursos em títulos da dívida remunerados pela Selic se a remuneração líquida desta for superior à da poupança, admitindo riscos semelhantes em ambas as aplicações. Nesse caso, a solvência financeira do governo Federal fica sujeita à seguinte condição²:

$$(1) \quad \begin{aligned} \text{Remuneração líquida dos títulos do governo} &\geq \text{Remuneração líquida da poupança} \\ \text{Selic} - \text{IPCA} - \text{IR} &\geq 6\% \text{ por milhar} + \text{TR} - \text{IPCA} \\ \text{Selic} &\geq 6\% \text{ por milhar} + \text{IR} + \text{TR} \end{aligned}$$

(2) O IPCA está sendo usado como medida da inflação e IR é o imposto de renda que incide sobre a remuneração da Selic.

Como a TR variou entre 2,1% e 31,6% entre 1995 e 2002 (ver Tabela 1, no Anexo), a condição (1) indica que não teria sido possível nesse período uma taxa Selic inferior a 10%. Para que a taxa Selic pudesse ter sido de um dígito, teriam de ter caído a remuneração da poupança e / ou o imposto de renda sobre aplicações financeiras (a TR não pode cair de forma discricionária, pois é apenas um índice), caso contrário a solvência da dívida pública Federal ficaria comprometida. Em outras palavras, para que os poupadores continuassem comprando títulos da dívida pública Federal, a taxa Selic não poderia ser de um dígito com a remuneração da poupança em 6% e o Imposto de Renda corrente.

O piso determinado pela condição (1) constitui a primeira e mais concreta das três amarras. É por isso que Giambiagi (2007) defende que se opere uma diminuição de 0,1 ponto percentual da remuneração mensal da caderneta de poupança (atualmente de 0,5%) a cada ano, durante três anos. Assim, no primeiro ano cairia para 0,4%, no segundo para 0,3%, e finalmente para 0,2%, terminando em uma remuneração anual de 2,4%. Além disso, ele defende que a alíquota do Imposto de Renda na fonte para aplicações inferiores a seis meses caia de 22,5% para 10%, o que permitiria uma queda da taxa Selic.

Um ajuste desse tipo não foi necessário durante o governo FHC, pois a Selic ficou bem acima do seu patamar mínimo. Mas foi exatamente a remuneração da poupança que preocupou o governo Lula em 2009, quando o cenário externo se tornou favorável a uma queda da Selic abaixo do seu piso. Infelizmente, acabaram adotando-se medidas paliativas que apenas postergaram a solução definitiva do problema.

A diminuição da remuneração da poupança é um passo complicadíssimo para a política econômica nacional, pois trata-se de descolar o sistema financeiro da garantia de uma remuneração relativamente elevada e isenta de riscos. Toda a estrutura está ancorada na remuneração da poupança – fundos de pensão, sistema bancário, taxas de lucro das empresas, bolsa de valores, poupanças de milhões de pessoas –, de forma que uma modificação nesse parâmetro teria consequências importantes não só internamente, mas também externamente, dado o caráter de receptor da liquidez global que tem o Brasil. O desafio político e operacional é proporcional ao de desindexação da economia à inflação que enfrentou o Plano Real.

Amarra 2: a gestão da dívida pública

A estrutura financeira do Brasil nunca conseguiu migrar da condição de dar suporte à viabilidade da dívida pública e ao financiamento de curto prazo do consumo para a de financiadora de investimentos de longo prazo. Nesse sentido, ao invés de uma taxa de juros que ficasse abaixo da expectativa de remuneração do capital, e com isso permitisse ao empresário realizar inversões produtivas, foi funcional à economia uma taxa que incorporasse elevado prêmio para que investidores externos e poupadores internos sustentassem a dívida pública. Uma taxa que eliminasse o risco do sistema financeiro de emprestar ao governo.

Houve dois períodos de rápido crescimento econômico no pós-guerra, um caracterizado por mobilização de recursos por vias inflacionárias (1954/55 a 1961), e outro pela forte expansão no volume de recursos financeiros sem origem inflacionária (1968 a 1973). Durante o primeiro período, os incentivos à poupança privada praticamente não existiram, pois as taxas de juros nominais tinham o limite legal de 12% ao ano e a inflação anualizada nunca ficou abaixo de 13% (Silva, 1979). “(...) os depósitos a prazo fixo que representam 14,8% do total de haveres financeiros em 1950 sequer alcançaram a cifra de 5% em 1960; a dívida federal (em títulos) que representa 10,5% do total de haveres financeiros não alcança sequer 2% do total em 1960” (ibidem: 5-6). Ou seja, o Plano de Metas não se financiou mediante a formação de poupança *ex-ante*, e sim pela sua extração *ex-post* via inflação.

Já o período do milagre econômico se caracterizou por uma nova estrutura financeira, derivada das reformas empreendidas pelo governo Castelo Branco durante o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG). Foram criados o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil e a figura institucional dos bancos de investimento, na área monetária; o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), o Banco Nacional de Habitação e a correção monetária para aluguéis, na área habitacional; as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs) na área do mercado de capitais; entre muitas outras modificações no arcabouço institucional brasileiro. Mais tarde, o governo Costa e Silva aprofundou as reformas, particularmente no sistema financeiro, onde criou a caderneta de poupança, com remuneração anual de 6% mais correção monetária, e o sistema PIS (Programa de Integração Social) – Pasep (Patrimônio do Servidor Público), que gera poupança compulsória a ser aplicada pelo BNDES.

Ficou claro para os governos militares que não seria possível dar continuidade à industrialização por meio de financiamento inflacionário. Daí a urgência da construção de um sistema financeiro. Disso não decorre, entretanto, que as reformas dos anos 1960 criaram na economia brasileira mecanismos de financiamento de longo prazo por parte do setor privado. Na verdade, a existência de um sistema financeiro não levou à mudança do antigo padrão de financiamento da economia, em que o grande capital privado não assume riscos de longo prazo e fica a cargo do Estado a articulação com o capital externo e com o capital nacional para financiar o desenvolvimento econômico (Goldenstein, 1994). Apesar da tentativa de criação de bancos de investimento, o sistema financeiro brasileiro terminou por viabilizar apenas as condições de financiamento do setor público e o alargamento do crédito ao consumo. Pois “(...) à medida que era chancelado o padrão industrial anterior [de estruturas de mercado e distribuição da propriedade do capital], reproduziam-se formas de financiamento que, no limite, prescindiam de um mercado de capitais doméstico” (Cruz, 1994, p. 73).

Quadro 1

Selic, *overnight* e operações de mercado aberto

O mecanismo que permite ao Banco Central determinar a taxa básica de juros da economia é a venda de maior ou menor quantidade de títulos em operações de mercado aberto (*open market*). Se o Conselho Monetário Nacional (Copom) determina que as taxas de juros devem aumentar em meio ponto percentual, por exemplo, devido a pressões inflacionárias, o Banco Central irá vender, por meio do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), uma quantidade de títulos que faça com que o mercado aceite uma taxa *overnight* mais elevada.

A taxa *overnight* remunera os títulos pós-fixados da dívida que são vendidos diariamente no mercado aberto. A taxa Selic anualizada é uma média das taxas *overnight* ponderada pelo volume negociado a cada dia. O Selic é o mecanismo por meio do qual o Banco Central do Brasil gerencia e viabiliza o financiamento da dívida do setor público. Formalmente estabelecido em 1979, com vistas a viabilizar a troca física de papéis da dívida e eliminar o cheque como mecanismo de liquidação de títulos públicos (devido ao risco), o sistema possui as seguintes funções: depositário central dos títulos da dívida pública Federal interna emitidos pelo Tesouro Nacional e Banco Central; banco de dados onde se registram as negociações no mercado secundário; promotor das liquidações; e promotor de leilões de títulos. A sua criação foi uma importante etapa do processo de estruturação de um sistema financeiro capaz de amparar o desenvolvimento da estrutura produtiva nacional.

Os dois principais títulos emitidos pelo Tesouro são as LTNs (Letras do Tesouro Nacional), com juros pré-fixados, e as LFTs (Letras Financeiras do Tesouro), com juros pós-fixados pela Selic. Os prazos de vencimento são, em geral, muito curtos, de 180 ou 360 dias.

Essa realidade foi bastante funcional à economia brasileira nos anos 1980, quando o governo esteve na iminência da insolvência e precisou garantir, por meio da troca dos títulos da dívida em posse das instituições financeiras, a adequação diária da remuneração dos credores à nova taxa do *overnight*. Ou seja, operava-se com emissão de dívida pós-fixada, pois num cenário de inflação crescente e imprevisível, nenhum poupador se atreveria a financiar o governo se não tivesse a garantia de isenção do risco:

A confiança de que o estoque de riqueza líquida não sofreria perdas colocou o *overnight* como refúgio seguro das aplicações e eliminou de vez a distinção entre moeda e poupança financeira, consolidando a *cultura* de elevados ganhos e baixos riscos e os interesses dos agentes envolvidos (Lopreato, 2008, p. 6).

Mesmo num cenário em que o mercado aceitasse compor as suas carteiras com títulos pré-fixados de maior maturidade, devido a uma eventual expectativa de queda da taxa Selic, a trajetória descendente dos juros não se sustentaria por uma melhor composição da dívida pública, pois ao menor sinal de turbulência no mercado ou de mudança da orientação do Copom, os credores substituiriam os títulos de longo prazo por papéis de curta maturação com remuneração pós-fixada. Essa troca imprime alto custo para o governo e termina por forçar a elevação das taxas de juros, pois deteriora a composição da dívida. Ao mesmo tempo, a tendência de queda da taxa Selic tem pequeno efeito sobre a dívida, pois os títulos pós-fixados são rapidamente substituídos por papéis pré-fixados. Não é possível, nesse quadro, construir um diferencial positivo entre as taxas de curto e de médio / longo prazos (estrutura a termo dos juros).

Existe, assim, uma verdadeira inércia sobre a taxa de juros elevada, e isso deriva diretamente do compromisso informal assumido pelo Banco Central de que os credores não terão perdas com o carregamento da dívida pública, de modo que a troca de papéis se tornou prática comum na gestão da dívida pública (ibidem). Como o estrangulamento do setor público não foi resolvido durante o governo FHC, mas só piorou, e a restrição externa continuou a preocupar, a lógica do mercado de títulos públicos permaneceu intocada, e atuou como instrumento operacional para a literal amarra da economia brasileira aos juros altos.

Em relação a isso, autores como Edmar Bacha, Pérsio Arida e Lara Resende entendem que a incerteza jurisdicional e a perenidade do

desequilíbrio fiscal fazem com que os títulos pós-fixados de curto prazo continuem sendo funcionais à economia brasileira, pois contribuem para a mitigação do risco e operam a favor da estabilidade. O alongamento da dívida só poderia acontecer como consequência natural da melhora dos fundamentos econômicos. Gustavo Franco, por outro lado, se alinha ao entendimento de que o alongamento deve vir pela mudança normativa da gestão da dívida, e não por uma adaptação natural (*ibidem*).

Amarra 3: o modelo macroeconômico

O tradicional modelo IS / LM dividia a economia em mercado de bens e mercado de moeda. Neste último o estoque de moeda era a variável de política monetária, a demanda por moeda dependia da renda e a taxa de juros era endógena. A cada decisão da autoridade monetária de variar a quantidade de moeda disponível se seguia um processo de *clearance* no mercado, por meio da maior ou menor demanda por títulos do governo. No modelo básico, o equilíbrio era automático, apesar de ser possível produzir maior sofisticação e incluir defasagens.

Já no mercado de bens e serviços os gastos e investimentos do governo eram possíveis objetos de política econômica (fiscal), e havia sempre equilíbrio entre a demanda e a oferta agregada. Uma política fiscal expansionista podia aumentar a demanda, e na ausência de aumento concomitante da oferta de moeda, isso aumentaria o produto e os juros por meio do deslocamento para a esquerda da curva IS. O que levava ao efeito *crowding-out*, em que os juros mais altos diminuía os investimentos privados na mesma proporção do aumento inicial da demanda, gerando um efeito líquido nulo; e produziam uma valorização cambial via ingresso de capitais estrangeiros, conseqüentemente déficit em conta corrente e novamente contrabalanceamento do efeito inicial de aumento da demanda.

Esse modelo vigorou enquanto o monetarismo foi a principal doutrina das autoridades monetárias, e enquanto podia haver algum controle sobre o estoque de moeda. Hoje já não faz sentido a premissa de moeda exógena, pois a moeda bancária aumentou em proporções antes impensáveis. Os bancos privados criam moeda, e o Banco Central controla apenas a taxa básica de juros da economia. A curva LM se tornou uma reta horizontal (Romer, 2000). E a política monetária passou a ser um “pseudo” instrumento de política econômica, pois a sua manipulação não é discricionária, e sim

atrelada a um sistema de metas de inflação gerido por um banco central preferencialmente “independente”. Mais precisamente, uma formulação conhecida como regra de Taylor determina exatamente quanto deve aumentar ou diminuir a taxa básica de juros para que a inflação anual se mantenha na meta.

O projeto liberal visa a construir um ambiente em que os *incentivos* adequados *induzam* os indivíduos a comportamentos que maximizem o bem-estar geral. O que deveria se dar, segundo a experiência dos países avançados, por meio do rápido crescimento da produtividade da economia. Nesse sentido, perde relevância a macroeconomia, que é para a economia neoclássica e suas derivações (novo consenso macroeconômico) um sistema fechado e autônomo, em que as variáveis se ajustam endogenamente aos condicionantes microeconômicos. Ganham lugar as políticas de caráter microeconômico: flexibilização do mercado de trabalho, simplificação do sistema tributário, eficiência da máquina pública e menos burocracias na gestão contábil das empresas são algumas das prioridades. Estabilidade e previsibilidade passam a ser objetivos fundamentais, pois deles decorreriam das externalidades positivas características de uma economia competitiva.

O plano de estabilização econômica do governo Itamar Franco foi liderado pelo então Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, e desenhado por uma equipe de economistas majoritariamente da PUC / RJ que se notabiliza pelo alinhamento, em maior ou menor grau, a políticas econômicas de caráter liberal e ortodoxo. Em particular, se destacaram Gustavo Franco, Pedro Malan, Edmar Bacha, Winston Fritsch, André Lara Resende e Pêrsio Arida, figuras cujas posições já faziam parte do debate econômico nacional havia algum tempo (com a possível exceção de Franco, que havia concluído o doutorado em Harvard apenas em 1986)³.

A primeira etapa desse projeto foi lançada em 13 de junho de 1993, quando o Programa de Ação Imediata (PAI) criou instrumentos para o enfrentamento do problema do desequilíbrio orçamentário, entre eles o Fundo Social de Emergência (FSE), que retoricamente serviria para equacionar o financiamento dos programas sociais, mas que, na prática, foi essencial para aumentar a liberdade de manipulação dos gastos públicos no interior do orçamento. Essas ações assumiram o caráter de “âncora fiscal”, procurando

(3) Os três parágrafos que seguem se baseiam em Filgueiras (2007).

garantir que o governo se ateriasse aos seus meios para que se reverteressem as expectativas inflacionárias e aumentasse a credibilidade da nova moeda.

Em primeiro de março de 1994 passou a vigor a segunda etapa do plano, a Unidade Referencial de Valor (URV). Esse foi talvez o instrumento mais criativo de uma estratégia que precisava lidar com fenômeno que já se arrastava por décadas na economia brasileira. Herança conceitual da proposta “Larida” (Lara Resende e Pêrsio Arida) de moeda indexada (Arida; Resende, 1986), a URV foi, ao mesmo tempo, um índice de inflação, um superindexador voluntário do Cruzeiro Real, uma pré-âncora cambial, uma unidade de conta, e um alinhador de preços relativos. Atuou, portanto, como solução a diversos problemas que haviam comprometido os planos anteriores de estabilização. A nova moeda entrou em circulação em primeiro de julho de 1994, junto com uma âncora cambial que não garantia a conversibilidade – que deveria se manter apenas enquanto não se apagasse a memória inflacionária – e com uma série de reformas do Estado.

No cenário externo, a elevada liquidez do início da década de 1990 se manteve até 1994, quando a crise do México a restringiu por alguns meses, e foi retomada logo em seguida até o desmonte dos tigres asiáticos, em meados de 1997.

Como mostra a Tabela 1 (no Anexo), os juros altos foram o fio condutor de todo o processo. Enquanto a economia foi desindexada com sucesso da inflação, que caiu do nível de quatro dígitos na primeira metade de 1994 para o de um dígito em praticamente todo o período pós-Plano Real, os juros reais só excepcionalmente baixaram a um dígito. Em linhas gerais, a âncora cambial do primeiro governo FHC só teve sustentabilidade porque a liquidez internacional se recompôs rapidamente após a crise do México. Caso contrário, nem mesmo juros nominais de mais de 60% na segunda metade de 1994 teriam evitado uma crise de balanço de pagamentos.

Mesmo assim, o período se caracterizou por profunda indecisão em relação a quando desvalorizar a moeda. “Em tese, é correta a afirmação de que a utilização da âncora cambial deveria ser temporária e que a estabilização definitiva deveria repousar em uma situação fiscal sólida do ponto de vista intertemporal”, pois “esta combinação de câmbio e juros (...) vem causando a disrupção de cadeias produtivas em vários setores da indústria, (...)” e “a perda de elos nestas cadeias significa a redução do valor

agregado para um mesmo valor bruto de produção (...)” (Belluzzo; Coutinho, 1996, p. 142-143). Na verdade, o câmbio valorizado não visava apenas a apagar a memória inflacionária, mas principalmente à execução da estratégia de crescimento com poupança externa, que se tornou popular entre economistas ortodoxos de todo o mundo durante a década de 1990 (Bresser-Pereira, 2007).

O problema do déficit do balanço de pagamentos se avolumava, pois o seu financiamento com novo endividamento externo e com Investimento Direto Estrangeiro (IDE) aumentava o passivo externo e implicava em crescente remessa de juros, lucros e dividendos. Mesmo assim, a resistência da equipe econômica do Banco Central em eliminar as bandas cambiais só foi vencida quando a situação da conta corrente já havia se agravado de maneira alarmante, e quando Gustavo Franco renunciou à presidência da instituição, dando lugar a Armínio Fraga. Assim, em resposta a um quadro claramente insustentável, o segundo governo FHC inaugurou a nova fase da política econômica liberal, baseada no tripé composto por câmbio flutuante, superávit primário e metas de inflação. Viabilizado, como sempre, por elevadas doses de juros.

Com as reformas de 1999, o Brasil se adequava aos instrumentos de política econômica mais vanguardistas do *mainstream* da época, o novo consenso macroeconômico (Arestis, 2007; Blinder; Solow; Taylor, 1997). Os mecanismos de gestão da economia atribuíam um novo papel ao Banco Central, que agora deveria se ater às bandas inflacionárias em vez das cambiais. Além disso, seriam determinadas metas explícitas de controle dos gastos públicos (superávit primário). Para alguns analistas, esse era o arranjo ideal, e mais do que isso, infalível:

[O] país passou a ter condições de enfrentar cada um desses problemas: se a inflação preocupa, o BC atua através do instrumento da taxa de juros; se há uma crise do BP, o câmbio se ajusta e melhora a conta corrente; e se a dívida pública cresce, há que se ‘calibrar’ o superávit primário (Giambiagi, 2005, p. 189).

Infelizmente, no entanto, a alta carga de juros não foi eliminada. Parte da explicação está no cenário externo, que se deteriorou com as crises da Ásia e da Rússia, e em 2002, quando a elevada chance de eleição de Lula para a presidência da República fez com que aumentasse a percepção de risco em relação aos ativos brasileiros. Mas mesmo na ausência dos complicadores

externos, é pouco provável que tivesse se verificado uma queda acentuada da taxa básica de juros. No primeiro governo FHC devido à necessária manutenção da âncora cambial, e na segunda gestão porque o modelo macroeconômico do novo consenso não apresenta soluções para as armadilhas dos juros e do câmbio. Em ambos os casos, a gestão da dívida pública brasileira terminou por sancionar os juros altos que decorreram de um e de outro quadro.

Conclusão

A economia brasileira ficou durante quase trinta anos indexada à inflação por meio de mecanismos formais criados durante o PAEG. Aquilo que inicialmente havia sido funcional à eficiência econômica se tornou, mais tarde, o principal empecilho ao desenvolvimento. Foram necessárias diversas tentativas de cura para que, em 1993, a equipe econômica conseguisse reunir os elementos que livrariam o país do câncer da instabilidade monetária.

Os mecanismos que prenderam a economia aos juros altos durante o governo FHC foram essencialmente três: a remuneração da caderneta de poupança, que atua como piso para a taxa básica de juros da economia em momentos de política monetária expansionista; o sistema de gestão da dívida pública, sustentado pelas LFTs, que para eximir os credores do risco de emprestar ao governo mantém o expediente de rolar a dívida diariamente e de trocar papéis pré-fixados por pós-fixados ou vice-versa, de acordo com a conveniência dos detentores de títulos; e o arranjo macroeconômico baseado no mandato único para o Banco Central (estabilidade de preços), abertura comercial e financeira, câmbio flutuante e ajuste fiscal via superávit primário. A soma desses três condicionantes fez com que a economia ficasse literalmente presa aos juros altos durante todo o governo FHC.

Os dois primeiros mecanismos foram herdados do período de alta inflação, enquanto o último foi implantado em 1999, em linha com o “novo consenso macroeconômico”. Cada um deles é explicado de forma particular pelas duas correntes ideológicas que polarizam a política brasileira desde o início do Século 20. Com explicações mais ou menos convincentes, e soluções mais ou menos radicais, o fato é que nenhuma conseguiu, durante os oito anos do governo FHC, construir um consenso mínimo ao redor de solução viável para libertar a economia da amarra dos juros. As consequências foram uma taxa de investimento que girou em torno dos 16%

ou 17%, a drenagem de entre 5% e 6% do PIB para pagamento dos encargos da dívida, e crescimento econômico do tipo “vôo da galinha”.

Assim como a inflação fora funcional para a estratégia de desenvolvimento que precisava extrair poupança da sociedade de maneira forçada, a amarra à elevada taxa de juros garantiu o equilíbrio (ainda que instável) das contas externas do país num contexto de abertura financeira e de políticas microeconômicas voltadas para o aumento da eficiência. Mas os *maus Samaritanos* exageraram na dose de abertura e expuseram a economia brasileira às finanças e à competição comercial com velocidade excessivamente alta. Com uma moeda que é e permanecerá inconvertível, foi natural que após cada ciclo de elevação do consumo se seguisse um período de retração em que a fragilidade do balanço de pagamentos obrigava o Banco Central a oferecer prêmios elevadíssimos aos credores domésticos e internacionais.

Em síntese, a opção do governo FHC por não *controlar* câmbio e juros, em linha com um modelo macroeconômico em que não existem variáveis de política, fez com que o país caísse na armadilha dos juros altos e mantivesse em funcionamento mecanismos que acabaram por dar ulterior sustentação à armadilha. Sem a existência de qualquer indício de acordo teórico em torno de uma solução viável para a queda das taxas de juros, nem de consenso em torno da sua necessidade, o país viveu oito anos de indexação à elevada taxa de juros.

Referências bibliográficas

ARESTIS, Philip. What is the new consensus in macroeconomics? In: ARESTIS, Philip (Ed.). *Is there a new consensus in macroeconomics?* Basingstoke, Reino Unido: Palgrave MacMillan, 2007. 231p.

ARIDA, Pêrsio; RESENDE, André Lara. Inflação inercial e reforma monetária: Brasil. In: ARIDA, Pêrsio (Org.). *Inflação zero: Brasil, Argentina e Israel*. São Paulo: Paz e Terra, 1986. 96p.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; COUTINHO, Luciano G. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, p. 129-154, 1996.

_____; CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. El mito de la convertibilidad. In: COUTINHO, Luciano et. al. (Coord.). *Economía brasileña contemporánea*. Madrid, Espanha: Fundación Cultural Hispano-brasileña e Marcial Pons, 2008. 307p.

- BLINDER, Alan S. Is there a core of practical macroeconomics that we should all believe? *American Economic Review*, v. 87, n. 2, p. 240-243, 1997.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Macroeconomia da estagnação – crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994*. São Paulo: Editora 34, 2007. 325p.
- CARNEIRO, Ricardo. *Globalização e integração periférica*. Campinas: Instituto de Economia, Unicamp, 2007. (Texto para Discussão, n. 126).
- CHANG, Ha-Joon (2009) Maus Samaritanos: o mito do livre comércio e a história secreta do capitalismo. Rio de Janeiro: Elsevier, 288p.
- CRUZ, Paulo Davidoff. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do após-guerra. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, p. 65-80, 1994.
- EICHENGREEN, Barry. Toward a new international financial architecture. Washington, DC: Institute for International Economics, 1999. 216p apud SILVA, Luiz Afonso. Inserção externa dos países emergentes e organismos financeiros internacionais. *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, n. 6, p. 40-53, 2005.
- FILGUEIRAS, Luiz. *História do Plano Real*. 3. ed. São Paulo: Boitempo, 2007. 294p.
- GIAMBIAGI, Fabio. *Brasil, raízes do atraso: paternalismo x produtividade*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. 253p.
- _____. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, Fábio et al. (Org.). *Economia brasileira contemporânea*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 424p.
- GIANNETTI, Eduardo. *O valor do amanhã*. São Paulo: Companhia das Letras, 2005. 208p.
- GOLDENSTEIN, Lígia. *Repensando a dependência*. São Paulo: Paz e Terra, 1994. 173p.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. World economic outlook: a survey by the staff of the International Monetary Fund. Washington, DC: The Fund, 2002. 238p.
- LOPREATO, Luiz Caseiro. *Problemas da gestão da dívida pública brasileira*. Campinas: Instituto de Economia, Unicamp, 2008. (Texto para Discussão, n. 139).
- ROMER, David. *Keynesian macroeconomics without the LM curve*. 2000. (NBER Working Paper, n. 7461).
- SCHWARTZMAN, Alexandre. Carga tributária, gasto primário e juro real: o que dizem os números. 2008. Disponível em:

<http://maovisivel.blogspot.com/2008/12/carga-tributaria-gasto-primario-e-juro.html>.

Acesso em: 5 abr. 2009.

SILVA, Adroaldo Moura da. *Intermediação financeira no Brasil: origem, estrutura e problemas*. São Paulo: Fipe/USP, 1979. Mimeografado.

SOLOW, Robert M. Is there a core of usable macroeconomics we should all believe in? *American Economic Review*, v. 87, n. 2, p. 230-232, 1997.

TAVARES, Maria da Conceição; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Desenvolvimento no Brasil – relembrando um velho tema. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo; MUSSI, Carlos (Org.). *Políticas para a retomada do crescimento – reflexões de economistas brasileiros*. Brasília: Ipea/Cepal, 2002. 207p.

TAYLOR, John. A core of practical macroeconomics. *American Economic Review*, v. 87, n. 2, p. 233-235, 1997.

Anexo

Tabela 1

Juros nominais (Selic), inflação (IPCA), Taxa Referencial (TR), juros reais, remuneração real da Selic, remuneração real da poupança e câmbio – médias anuais de 1990 a 2002

	Juros nominais (Selic)	Inflação (IPCA)	TR	Juros reais	Remuneração real da Selic ¹	Remuneração real da poupança ²	Câmbio
1990	—	22.870,83%	—	—	—	—	—
1991	—	592,47%	—	—	—	—	—
1992	—	1.142,19%	—	—	—	—	—
1993	—	2.625,26%	—	—	—	—	—
1994 (Jan-Jun)	—	7.389,32%	—	—	—	—	—
1994 (Jul-Dez)	68,91%	44,06%	19,32%	24,85%	11,07%	-18,74%	0,87
1995	53,38%	22,69%	31,62%	30,69%	20,02%	14,93%	0,92
1996	27,46%	9,72%	9,55%	17,74%	12,25%	5,84%	1,01
1997	25,02%	5,30%	9,78%	19,72%	14,71%	10,48%	1,08
1998	28,99%	1,74%	7,79%	27,25%	21,45%	12,05%	1,16
1999	25,85%	9,03%	5,72%	16,83%	11,66%	2,69%	1,81
2000	17,44%	6,15%	2,09%	11,30%	7,81%	1,94%	1,83
2001	17,34%	7,73%	2,28%	9,61%	6,14%	0,55%	2,35
2002	19,19%	13,04%	2,80%	6,15%	2,31%	-4,24%	2,92

(1) Taxa Selic anualizada menos imposto de renda menos inflação anualizada (IPCA). Considerou-se a incidência de uma alíquota de imposto de renda de 20%, igual àquela que é cobrada para aplicações com duração de seis meses a um ano. (2) seis por cento mais TR menos inflação anualizada (IPCA).

Fonte: Ipeadata e Banco Central do Brasil.