



ALTERNATIVAS PARA POLÍTICAS DE DÍVIDA, JUROS E CÂMBIO

*Carlos Augusto de Carvalho, Gilton Carneiro dos Santos, Luiz Afonso Simoens da Silva e
Newton Ferreira Marques¹*

INTRODUÇÃO

Este documento é um trabalho coletivo de funcionários aposentados do Banco Central do Brasil (BCB). Seu objetivo é fazer uma crítica do “modelo” de política econômica vigente no Brasil desde, pelo menos, meados dos anos 1990. Proeminência foi dada à política monetária, baseada, a partir do início dos anos 2000, no chamado *tripé macroeconômico* implantado entre os anos de 1999 e 2000 sob o governo de Fernando Henrique Cardoso.

Esse tripé se apóia no controle da inflação (meta inflacionária anual), na flutuação da taxa de câmbio (associada a uma ampla abertura aos fluxos financeiros internacionais) e no equilíbrio das contas públicas (Lei Complementar nº 101, de 04.05.2000, conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal, buscando superávits primários e o controle da relação “Dívida Líquida do Setor Público/PIB”). Essa orientação de política econômica, que ainda vige, seguiu as recomendações da academia norte-americana, no que ficou conhecido como Consenso de Washington (1989), compondo um conjunto de medidas por vezes denominado de “macroeconomia da globalização”.

Como se verá neste texto, esse tripé tornou-se, em grande medida, um instrumento anti-desenvolvimentista, por ter dado ênfase exclusiva aos aspectos inflacionários, que foram razoavelmente contidos, em detrimento do desenvolvimento econômico, mostrando-se incapaz de viabilizar uma saída consistente do estado de semiestagnação em que se encontra o País nos últimos cerca de quarenta anos. Esse cenário destoa, completamente, da trajetória exitosa que vinha sendo seguida desde o final do Séc. XIX, em que o Brasil se tornou um dos países de maior crescimento no mundo.

É mais do que hora de mudar de caminho. Já se passaram vinte e cinco anos de uma questionável preferência absoluta pelo combate à inflação, ainda que ela seja uma variável essencial. É preciso expandir as mentes e implantar medidas de política econômica que favoreçam o retorno do crescimento e a melhoria das condições de vida do povo.

¹ Carlos Augusto de Carvalho é Mestre em Economia (FGV/RJ); Gilton Carneiro dos Santos é Mestre em Economia Aplicada à Administração (FGV/SP); Luiz Afonso Simoens da Silva é Doutor em Economia (Unicamp); e Newton Ferreira Marques é Mestre em Economia (UFPE).

Se o objetivo do eventual leitor for, maniqueistamente, dizer que o caminho é pelo enfrentamento da “questão fiscal”, com manutenção dos privilégios de camadas enriquecidas da população, mas com cortes inevitáveis nos programas sociais, entende-se que não será aqui que ele se identificará. Para nós, as enormes restrições financeiras e orçamentárias dos governos brasileiros se assentam não nos gastos públicos irresponsáveis, mas nos gastos irresponsáveis nas esferas monetária e financeira.

Três são as seções constitutivas deste texto. Elas se reportam a variáveis macroeconômicas fundamentais: taxa de juros, taxa de câmbio e seus impactos na dívida mobiliária federal interna. Nossa pretensão é elencar algumas medidas que aprimorem a condução da política econômica, por meio do “barateamento” da dívida pública.

1. A DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA (DPMFi)

A. Panorama atual

Ao longo de 2024, as questões envolvendo a gestão orçamentária, a reforma tributária e as projeções derivadas da Lei Orçamentária para 2025 dominaram as discussões sobre a saúde das finanças públicas no futuro próximo. Prevaleceu a visão dos economistas neoliberais e seus analistas nas principais casas de análises do mercado financeiro, que concluíram pelo descontrole da evolução da relação percentual DÍVIDA/PIB.

Causa estranheza que tais alegações não apresentem base empírica ou teórica para tais afirmações, nem argumentos qualitativos que as sustentem. O que se repete é que, por ser a situação fiscal insustentável, os operadores de mercado se “defrontam” com uma curva de juros de forma ascendente para prazos mais longos, em consonância com suas ilações. Infelizmente, opiniões contrárias só transitam na mídia alternativa das redes sociais, sem repercussão de relevância.

A partir dessa constatação, o texto se dispõe a elencar argumentos que confrontam tais “verdades”, trazendo aspectos julgados relevantes para o debate. De pronto, questiona-se o destaque dado, repetidamente, para a Dívida Pública **Bruta** do Governo Geral (DBGG), recomendação do FMI, que despreza a natural dedução de um ativo como as Reservas Internacionais, com saldos estáveis em torno de US 330 bilhões. Aportadas em ativos financeiros de emissores hegemônicos, principalmente títulos do Tesouro dos EUA, as reservas se mostraram robustas, mesmo diante das marcações a mercado causadas pelas tortuosas elevações dos juros promovidas pelo Federal Reserve nos últimos anos. A marcação a mercado reflete a variação que ocorre no preço dos ativos financeiros em razão de variação nas taxas de juros. Em outras palavras, ela implica trazer a valor presente a cotação dos títulos de uma carteira de investimentos.

Não bastasse “esquecer” o conceito de Dívida Líquida, com a dedução das Reservas Internacionais, cuja acumulação causou significativa fonte da elevação da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), agridem o bom senso, comparando os saldos do Brasil com os de países de inexpressiva importância nos mercados financeiros internacionais, nos aspectos de volume de recursos neles cursados ou de escasso desenvolvimento de tecnologias e *expertise* de ponta.

Igualmente tosca, é a pouca ênfase nos seguidos anos de robustos superávits da balança comercial, da facilidade em financiar os déficits de transações correntes e da duvidosa inação do Banco Central do Brasil (BCB) diante de uma recente expressiva depreciação do real, com a alegação/confissão de que o instrumento do *Swap* Cambial havia se esgotado. Para *esses* analistas, a “crise” da Dívida Pública está instalada, não importando o crescimento econômico, a redução do desemprego, o aumento da massa salarial, o *boom* sustentável das energias renováveis e do agronegócio. Também não importam o revigoramento dos empréstimos do BNDES, as captações externas do Tesouro Nacional (TN) e do BNDES, a taxas compatíveis com as cursadas no mercado financeiro internacional, o comportado padrão de cotação dos CDS (*Credit Default Swap*) de cinco anos, com 183,53 pontos-base, em 31/12/2022, contra 141,58 pontos-base (quanto menor for, menos risco-país embute), em 31/12/2024, segundo *Investing.com*, a consolidação de alternativas de financiamento para investimento nas concessões públicas e capital de giro através de um Mercado de Capitais, com vigor nunca visto. Tudo isso em paralelo com a consolidação do Planejamento Estratégico de empresas com conteúdo tecnológico de ponta, tais como a Petrobras, Embraer, WEG, Klabin, Suzano e Eldorado, além de expressivo sucesso dos novos investimentos associados à substituição de combustíveis fósseis, lastro de grande relevância para a economia brasileira na transição a um padrão tecnológico mais avançado, via Energias Renováveis.

B. Conceitos e dados

O início se dá com a apresentação de dados estatísticos do TN e do BCB, que se entende poder dar ao leitor uma visão de mais qualidade em relação ao apresentado na mídia, com destaque para o M4 (Meios de Pagamento em definição mais ampla), DPMFi (Dívida Pública Mobiliária Federal Interna em mercado) e suas relações com o PIB.

Em razão de o comportamento da DPMFi influenciar a formação da curva de juros, dados serão agregados sobre sua composição por tipo de título e seus principais detentores. Em seguida, será questionado o modo com que as operações compromissadas são conduzidas pelo BCB. Estas operações representam uma alternativa de investimento em renda fixa que funciona como um tipo de empréstimo com garantia. Nesse cenário, o banco vende um título com o compromisso de recomprá-lo em uma data futura, enquanto o investidor se compromete a revendê-lo ao banco. Para isso, os títulos do TN na carteira do BCB poderiam ser parcialmente resgatados com os Depósitos Voluntários das instituições financeiras no BCB funcionando como o principal instrumento de ajuste da liquidez diária ou de curto prazo. Essa mudança operacional pode melhorar a avaliação de risco sobre a DPMFi, com a consequente redução de seus custos e reduzir o volume de operações compromissadas conduzidas pelo BCB.

Ademais, será dedicada atenção a uma questão não discutida na grande imprensa, que é o uso das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) como instrumento de captação pelo TN e os aspectos contraditórios desse uso.

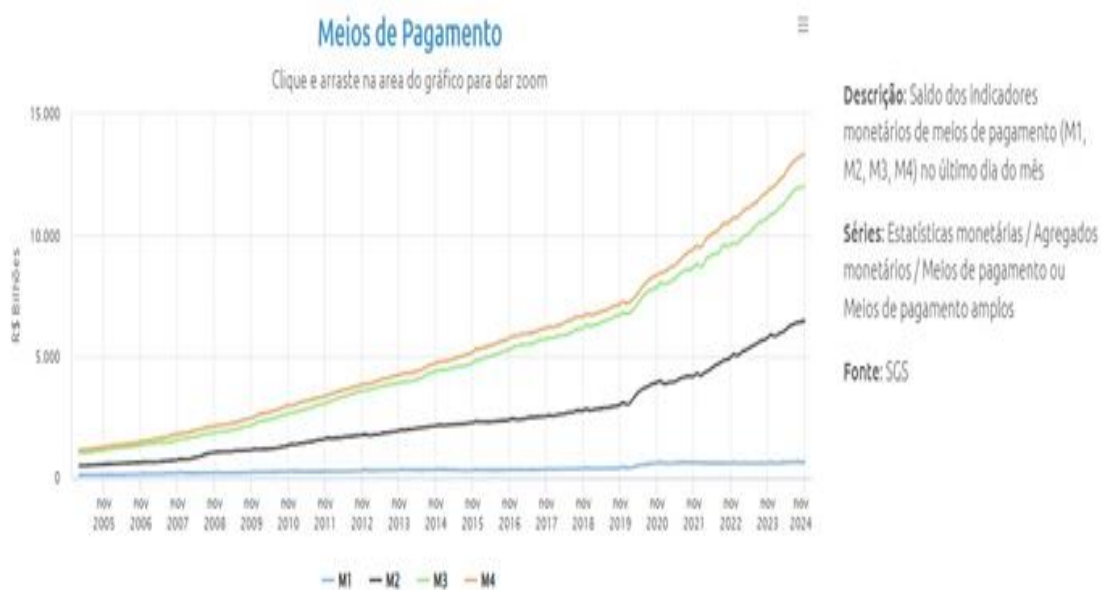
Falar de Dívida Pública é, principalmente, falar de sua trajetória no longo prazo, seus custos e sua relação com o PIB, razão pela qual importa a digressão que se segue.

Numa primeira qualificação, vê-se como foco de análise a **Dívida tomada a mercado** nos leilões regulares promovidos pelo TN, a DPMFi e seu giro no mercado secundário.

Essa parcela da DBGG, saldo de R\$ 9.031,87 bilhões em nov/2024, se distingue das demais e tem como principal característica se formar por meio de participação efetiva de milhares de agentes especializados, que, ao longo de décadas e em diferentes ambientes, conturbados ou não, tem permitido ao BCB, ao TN e aos demais agentes econômicos rentabilizar suas poupanças financeiras ou recursos sobranes, de curto e curtíssimo prazos, em seus fluxos de caixa.

A partir da DPMFi (saldo de R\$ 6.863,34 bilhões em nov.2024), chama-se atenção para seu comportamento crescente, em consonância com a evolução dos meios de pagamento em seu conceito mais amplo, o M4, que segundo dados do Banco Central do Brasil em nov.2024, é composto de:

- M1, papel-moeda em poder do público e depósitos à vista, saldo de R\$ 658 bilhões;
- M2, adiciona ao M1 os depósitos de poupança e os títulos privados emitidos pelas instituições depositárias, saldo de R\$ 6.464 bilhões;
- M3 adiciona ao M2 as quotas de fundos de investimento depositários e as operações compromissadas com títulos públicos e privados, saldo de R\$ 12.016 bilhões;
- M4 adiciona ao M3 os títulos públicos emitidos pelo governo federal, saldo de R\$ 13.400 bilhões.



O gráfico mostra que décadas de desenvolvimento de captação de recursos pelas instituições financeiras e o TN, tendo como lastro títulos privados e públicos, acompanharam o desenvolvimento de um setor financeiro sofisticado, em uma economia de porte expressivo como a brasileira, mesmo tendo de conviver com períodos de elevada inflação e crises cambiais. Matéria em O Globo em 20.02.2025 mostra a crescente captação de recursos privados fora do sistema bancário. Entre jan.2023 e dez.2024, o crédito para empresas, via bancos, reduziu sua participação de 60,58% para 32,60%, enquanto os títulos de dívidas evoluíram de 14,14% para 31,61% (fonte BCB).

Hoje, pode-se destacar, como consequência mais relevante desse robusto mercado de títulos: a manutenção de um padrão monetário preservado, a sustentação de saldos expressivos das reservas internacionais e a ampliação da posição dos títulos públicos federais em mercado, em linha com o crescimento do M4: a relação M4/PIB mais do que dobrou entre dez.2000 e dez.2024, ou de 0,53 para 1,19.

Essa citação busca enfatizar que práticas operacionais clássicas de um Banco Central, ao neutralizar o impacto monetário dos saldos cambiais e superávits/déficits do TN, através da compra/venda, final ou com compromissos de recompra, de títulos públicos pela mesa de operações do BCB, buscaram harmonizar os saldos das reservas bancárias das instituições bancárias com as orientações das políticas de juros e câmbio.

A propósito, o saldo de US\$329,7 bilhões de Reservas Internacionais (R\$ 1.896 bilhões, com dólar em R\$ 5,75) não tem vínculo com a execução orçamentária do TN ao longo do tempo, embora afete a Dívida Pública pelo saldo de receitas e despesas com sua gestão, que se pode chamar de um custo de hedge (**alto**) para os compromissos externos.

Outro aspecto a ser observado diz respeito à parcela da Dívida Pública submetida a taxas de mercado, que se entende ser a DPMFi (total dos títulos públicos federais fora do BCB em poder do público). Essa é a parcela relevante na formação das curvas de juros – estrutura a termo – referência das casas de análises, cujo valor se situa em R\$ 6.967 bilhões (TN-RMD 2024), ou 61,65% do PIB de R\$ 11,7 trilhões de 2024.

Outrossim, chamam atenção os saldos **atípicos e de curta maturidade**, em termos de padrão internacional, das Operações Compromissadas (R\$ 1.479 bilhão em nov.24), que têm suas taxas definidas a partir de decisões do Comitê de Política Monetária (COPOM), com a mesa de operações do BCB apenas “zerando” as posições deficitárias e superavitárias das instituições financeiras ao final do dia, a taxas não punitivas. De acordo com os dados do BCB, o M4 (R\$ 13.400 bilhões), conceito mais amplo de meios de pagamento, abrangia, em 31.12.2024, R\$ 6.747 bilhões da DPMFi em mercado, seja com detentores finais ou operações compromissadas.

C. Composição da DPMFi

A tabela abaixo mostra a recente composição da DPMFi, com destaque para os títulos remunerados a taxas flutuantes, vinculados à taxa Selic, decidida em colegiado de qualidade criticável.

	Dez/23		Out/24		Nov/24	
DPF	6.520,33	100,00%	7.072,93	100,00%	7.204,10	100,00%
Prefixado	1.729,59	26,53%	1.569,56	22,19%	1.594,84	22,14%
Índice de Preços	1.940,48	29,76%	1.931,85	27,31%	1.945,96	27,01%
Taxa Flutuante	2.586,05	39,66%	3.247,27	45,91%	3.323,35	46,13%
Câmbio	264,20	4,05%	324,26	4,58%	339,95	4,72%
DPMFi	6.268,87	100,00%	6.747,71	100,00%	6.863,34	95,27%
Prefixado	1.721,22	27,46%	1.564,56	23,19%	1.589,80	23,16%
Índice de Preços	1.940,48	30,95%	1.931,85	28,63%	1.945,96	28,35%
Taxa Flutuante	2.586,05	41,25%	3.247,27	48,12%	3.323,35	48,42%
Câmbio	21,12	0,34%	4,03	0,06%	4,23	0,06%
DPFfe	251,46	100,00%	325,22	100,00%	340,76	4,73%
Dólar	226,05	89,90%	300,48	92,39%	315,19	92,50%
Euro	5,63	2,24%	6,86	2,11%	6,96	2,04%
Real	8,38	3,33%	5,00	1,54%	5,04	1,48%
Demais	11,40	4,53%	12,89	3,96%	13,57	3,98%

Série histórica da DPF: Anexo 2.4
Série histórica da DPMFi: Anexo 2.5
Série histórica da DPFfe: Anexo 2.6

Fonte: Tesouro Nacional

Aqui, o destaque fica para uma anomalia expressiva, a dominância das LFTs, que vem crescendo a ponto de representar quase 50% dos títulos emitidos pelo TN, em nov.2024. Ao contrário do que é ensinado em qualquer livro de economia e finanças, esse tipo de título viola o princípio fundamental de a taxa de juros resultar em variação contrária no preço dos ativos, com a chamada marcação a mercado produzindo efeito contrário na riqueza dos detentores de ativos financeiros e reais. São títulos que nunca perdem.

Logo, é fácil entender que os rentistas brasileiros se alegrem a cada reunião do COPOM. Também é fácil perceber que o natural efeito contracionista da elevação da taxa SELIC se reflete sobre a parte da dívida em títulos pré-fixados, indexados ao IPCA e ao câmbio.

Aí, sim, junto com as distorções ampliadas na tramitação do Orçamento da União no Congresso Nacional, está a perda de potência da política monetária do Banco Central e não na apregoada incúria fiscal do Governo Central.

Para os críticos ortodoxos, ao invés de enfrentar este tipo de distorção, o governo deveria neutralizar as ações do BNDES para restringir o crédito. Eles também não dão ênfase às Dívidas de Estados e Municípios perdulários, que há mais de 30 anos renegociam dívidas, sendo possível falar de R\$ 756 bilhões segundo a Câmara dos Deputados, em 14/01/2025: “As dívidas estaduais somam atualmente mais de R\$ 765 bilhões. A maior parte, mais de 90%, se refere aos estados de São Paulo (que paga as prestações), Rio de Janeiro, Minas Gerais, e Rio Grande do Sul.” Em condições normais, o fluxo de receitas a serem incorporados ao Orçamento da União, caso essas dívidas fossem honradas, seriam da ordem de R\$ 56 bilhões, ou cerca de um terço do orçamento da Saúde previsto para 2025.

A ênfase dada ao criticável uso das LFTs pelo TN reside no fato que este título não tem uso regular em estratégia de política de endividamento e de operações de mercado aberto por Bancos Centrais em qualquer outro país do mundo. Sua criação, como Letras do Banco Central (LBC), ocorreu no auge do processo inflacionário brasileiro, e como sustentáculo das ações da mesa de operações do DEMAB/BCB, via Operações Compromissadas. Abaixo dados de set.24 do Passivo do BCB (fonte: BCB).

	milhões de reais
PASSIVO EM MOEDA LOCAL	3.931.173
Operações Contratadas a Liquidar	28
Depósitos de Instituições Financeiras*	868.572
Compromissos de Recompra (oper.compromissadas)	1.600.310
Derivativos	1.425
Obrigações com o Governo Federal	1.376.660
Créditos a Pagar	517
Depósitos de Organismos Financeiros Internacionais	60
Provisões	41.400
Outros	42.201
MEIO CIRCULANTE	347.034

*Deps Voluntários compõem o saldo de Deps de Inst. Financeiras

Entre os críticos dessa rotina, André Lara Resende, há anos, questiona o uso desse instrumento, indicando que as operações de ajuste de liquidez diária do Sistema Financeiro sejam feitas por meio de Depósitos Voluntários das Instituições Financeiras no BCB. Vale registrar que tais depósitos, de baixo volume, um Passivo do BCB, são remunerados inadequadamente por taxas próximas à taxa SELIC, e têm risco **zero** de default. De grande repercussão, isso possibilitaria ao BCB implantar a estratégia de operar a curva de juros de longo prazo, como nos principais países desenvolvidos.

Ademais, há que se reestruturar o COPOM. Isso exigiria uma ação coordenada com o TN, além de amplo debate em torno das atuais Metas de Inflação, que para inúmeros especialistas de várias orientações acadêmicas são inadequadas. Estes assuntos voltarão a ser discutidos na próxima seção.

IV. Detentores das DPMFi

Esta parte de nossas reflexões objetiva levar ao público não especializado a relevância de o Brasil ter desenvolvido um mercado de títulos públicos, hoje apenas Federal.

(R\$ Bilhões)

	Dez/23		Out/24		Nov/24	
Previdência	1.441,32	22,99%	1.600,26	23,72%	1.628,32	23,72%
Instituições Financeiras	1.860,10	29,67%	1.929,42	28,59%	1.948,65	28,39%
Fundos de Investimento	1.475,24	23,53%	1.508,61	22,36%	1.518,31	22,12%
Não-residentes	594,18	9,48%	725,28	10,75%	771,93	11,25%
Governo	238,43	3,80%	230,49	3,42%	227,88	3,32%
Seguradoras	251,70	4,02%	273,59	4,05%	277,61	4,04%
Outros	407,89	6,51%	480,06	7,11%	490,64	7,15%
Total	6.268,87	100,00%	6.747,71	100,00%	6.863,34	100,00%

Série Histórica e Notas Explicativas: Anexo 2.7

A tabela mostra como diversos setores da economia encontram nos títulos públicos federais abrigo para seus recursos de curto, médio e longo prazos, que, diferentemente do passado inflacionário, estão dispostos a ter em seus portfólios aplicações com diversas maturidades e graus de risco. A importância dessa afirmação busca registrar que é possível ao BCB praticar uma política centrada na formação da estrutura a termo da taxa de juros, rotina que os bancos centrais do mundo praticam, e não na taxa de curto prazo e apoio quase que exclusivo nas Operações Compromissadas.

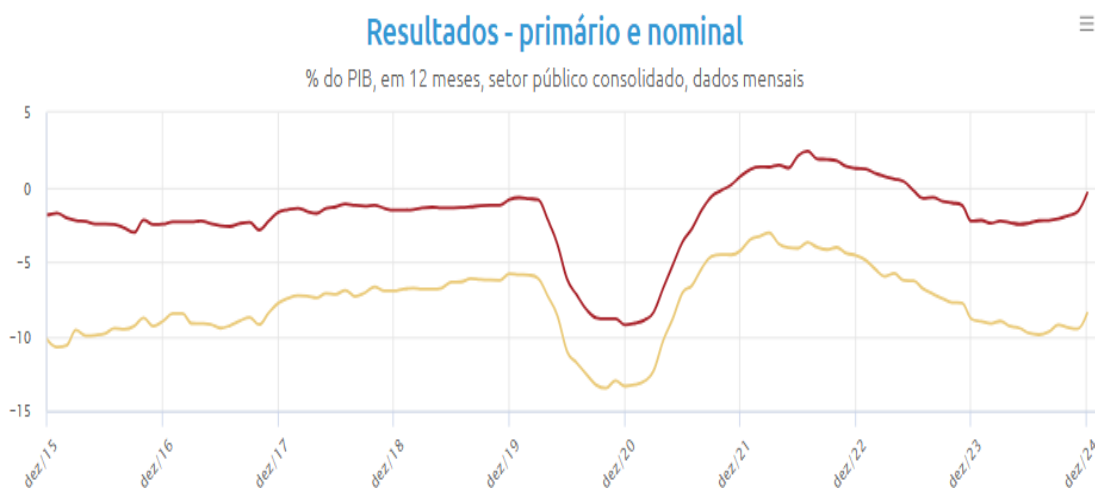
Nos EUA, a postura ativa do FED, com recomendações explícitas ao Comitê Federal de Mercado Aberto, definindo limites para as Operações Compromissadas corroboram (Nota do FED de 29.11.2025), nossa afirmação de que o COPOM tem uma prática operacional muito limitada.

Em consonância com os parágrafos acima, impõe-se reduzir o volume de operações compromissadas, que, como já se disse, não tem contrapartida na poupança financeira dos agentes privados, mas sim em recursos ociosos por curtos períodos em seus fluxos de

caixa, causados pelos naturais descasamentos de pagamentos e recebimentos em uma economia madura como a brasileira.

De novo, destacamos que a posição decrescente dos empréstimos bancários ao setor produtivo se reflete na posição das instituições financeiras entre os principais detentores de títulos públicos com a maior participação na DPMFi. Isso realça a performance das tesourarias dos bancos, com excelentes lucratividades nas décadas recentes.

Por fim, o gráfico mostra a dimensão dos elevados custos derivados de políticas de juros “independentes”, que são “entendidas” como a única forma de gerir a política monetária brasileira.



Resultado Primário – Resultado Nominal

2. A POLÍTICA MONETÁRIA

A. Sobre modelos e controles

Esta seção trata de alguns poucos aspectos históricos, da taxa de juros e do modelo a que está submetido o controle da política monetária brasileira.

Sempre houve controvérsias em relação às causas da inflação e a melhor maneira de combatê-la. A origem das discussões sobre moeda e crédito ocorreram na Inglaterra no século XVIII. Havia, de um lado, os *bullionistas*, defensores da conversibilidade da moeda em ouro, que achavam que a quantidade de moeda determinava o nível de preços. É a chamada Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Já os *antibullionistas* acreditavam no contrário, ou seja, que eram os preços que determinavam a quantidade da moeda.

Ainda que muita água tenha rolado nesse campo, essa oposição ainda se manifesta com força nos partidários neokeynesianos de uma “economia da demanda”, que é dominante, e nos defensores de uma “economia da oferta” ou economia-política, que conta com a força do pensamento pós-keynesiano.

Os bancos centrais (BCs) do século XX procuravam controlar a inflação por meio dos agregados monetários. Para tanto, visavam o controle da liquidez dos bancos, as reservas compulsórias e as taxas de redesconto. Atualmente, segundo André Lara Resende (ALR),

em seu livro *Juros, Moeda e Ortodoxia*, há um relativo consenso sobre a condução da política monetária. Reconhece-se que os instrumentos usados pelos BCs não são os agregados monetários, mas sim a taxa de juros e a adoção de metas para a inflação.

Modelos quantitativistas, tanto keynesianos como monetaristas, são considerados ultrapassados. Os modelos utilizados atualmente são os neokeynesianos, com expectativas racionais, que focam apenas nas taxas de juros como instrumento de controle da inflação. Eles enfrentam sérias complicações analíticas e, além disso, **invertem** a relação entre juros e inflação. Por isso, “a condução da política monetária estaria assim, há décadas, equivocada” (Lara Resende, 2017, p.116).

Ao tratar da determinação da taxa de juros, outros autores (Luque *et al*, Valor, 04.02.25:A12) destacaram dificuldades óbvias dos modelos, que passaram a se apoiar em variáveis como taxa de juros neutra, hiato do produto, taxa natural de desemprego e expectativas racionais. Nenhuma dessas variáveis é efetivamente observável num espaço de tempo relevante. Por exemplo, “a ‘taxa natural de desemprego’ nos EUA, [é] agora muito mais baixa do que era considerado normal 20, 10 ou até 5 anos atrás”.

Em texto também recente, Bresser Pereira (19.12.24) foca as crises financeiras nos países em desenvolvimento, que levam a crises cambiais ou de balanço de pagamentos. Para a teoria ortodoxa, as causas são exógenas, porque não são só falhas do mercado, mas falhas dos políticos, que gastariam além do que seria sensato.

Por isso, a definição de uma taxa de juros "certa" é relevante para os países em desenvolvimento. No Brasil, após o acordo com o FMI em 1991, que envolveu a liberalização financeira, as taxas se tornaram extremamente altas por muitos anos. Essa taxa de juros "certa" deveria ser para o programa Novo Desenvolvimentismo (ND) a taxa média de juros dos países desenvolvidos (usa-se a taxa do FED) mais o risco-país – CDS (relacionado à incerteza do investimento). Sob o prisma do desenvolvimento econômico, a taxa de juros seria aquela que as empresas pagam aos donos do capital (capitalistas rentistas) pelo empréstimo do seu capital para financiar o investimento.

Para a taxa de juros nominal, as expectativas inflacionárias são o principal determinante. Para os juros reais, seria o risco-país. O risco-país do Brasil é baixo desde 1994, com a estabilização dos preços, e ficou menor ainda com o *boom* das *commodities* a partir do ano 2000, que permitiu a liquidação da dívida externa e o acúmulo de reservas.

Para Bresser Pereira, três fatores explicam porque a taxa básica e média de juros no Brasil fica acima da taxa internacional mais o risco-país: primeiro, os rentistas e financistas formam uma coalizão de classes para apoiar essa política; segundo, BCB e TN se tornaram reféns do sistema financeiro na administração (emissão e rolagem) da dívida pública; e, terceiro, as taxas de juros são usadas para atrair capital estrangeiro e aceitam um déficit em conta corrente na suposição errada de que a poupança externa financiará o investimento e o crescimento.

Para que a política monetária fosse eficaz, a moeda deveria ser exógena para que os BCs pudessem definir a quantidade de moeda em circulação. Mas o dinheiro é uma variável endógena, o que significa que ele entra em circulação a partir de contratos de empréstimos entre bancos e agentes produtivos. Um dos economistas que defenderam a endogeneidade da moeda foi Kaldor (pós-keynesiano), para quem não apenas o dinheiro, mas também o consumo, o investimento, a riqueza e a massa salarial se combinam com o aumento do PIB nominal. No Brasil, Ignacio Rangel também defendia a endogeneidade da moeda, em trabalho de 1963.

Há poucos dias, Bresser Pereira lançou novo artigo no Valor (08.02.2025:A10). Ali ele se perguntou por que o BCB precisa partir de um nível real de taxas de juros tão alto (6,25%)? Isso seria uma evidência de que existiria um piso para a taxa real de juros. Desde o Plano Real (1994), esse piso vem abaixando lentamente, mas ainda é muito alto. Explicações possíveis:

(a) o poder político do sistema financeiro. Aqui no Brasil, esse poder é ainda maior porque grande parte dos títulos do Tesouro são indexados. Quando o BC aumenta a taxa, os portadores de títulos **não** perdem. Logo, não existe o conflito entre curto e longo prazo, como acontece em outros países;

(b) o Brasil está acomodado com o déficit em conta corrente de 2% do PIB. Para financiá-lo, usa-se o diferencial dos juros. Mas seria preciso considerar que boa parte desse financiamento tem sido obtido com investimento direto;

(c) dada a longa experiência com a inflação (1980-94), o país aceita taxas muito altas para controlar a inflação; e

(d). Os brasileiros teriam se acostumado com a existência de taxas de juros elevadas. A evidência seria a taxa de poupança, estabelecida na ditadura militar, na correção monetária mais 6% ao ano. Também na lei da usura de 1933, nunca revogada, que define como crime taxas de juros reais acima de 12% ao ano. O Plano Real, na sua implantação, elevou bastante a taxa de juros e ainda utilizou como âncora a taxa cambial.

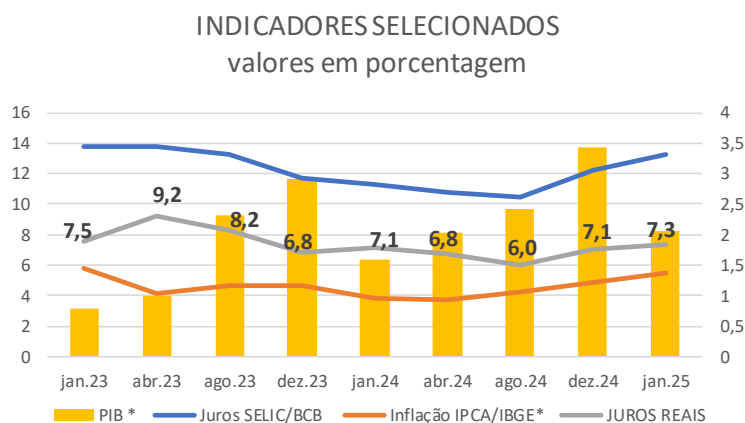
Assim, o alto juro é uma das causas da nossa quase estagnação e onde poucos se beneficiam. Ao trazer a questão para a realidade atual do país, a tabela e o gráfico abaixo mostram o nível da taxa real de juros.

INDICADORES SELECIONADOS

valores em porcentagem

	jan.23	abr.23	ago.23	dez.23	jan.24	abr.24	ago.24	dez.24	jan.25
Juros SELIC/BCB	13,75	13,75	13,25	11,75	11,25	10,75	10,50	12,25	13,25
Inflação IPCA/IBGE*	5,77	4,18	4,61	4,62	3,86	3,73	4,25	4,83	5,50
JUROS REAIS	7,5	9,2	8,2	6,8	7,1	6,8	6,0	7,1	7,3
PIB *	0,8	1,00	2,31	2,92	1,60	2,02	2,43	3,42	2,06

* estimativas do mercado e inflação oficial em dez.23 e dez.24



Apenas para exemplificar os níveis das taxas reais de juros no Brasil, tomem-se alguns indicadores selecionados, tal como discriminados nos relatórios Focus, para trimestres de 2023 e 2024 e para janeiro de 2025. A taxa SELIC é comparada com a expectativa dos

agentes econômicos com relação à inflação (IPCA), resultando nos juros reais. Nos meses de dez.23 e dez.24, foram usados os resultados efetivos do IPCA, não suas expectativas. Note-se a **grande** discrepância entre as expectativas do mercado, com relação ao crescimento do PIB (de 0,8% para 2,92%, entre jan/dez.23; e de 1,60% para 3,49% entre jan/dez.24). As taxas reais de juros variaram na faixa de 6% e 9,2%.

Aqui cabe a crítica do professor José Luis Oreiro (Worldpress, 05.02.2025) da UNB, acerca da elevação da meta da taxa Selic em 100 pontos-base, para 13,25% ao ano, em 04.02.2025. Com essa medida, o aumento da Selic teria chegado a 200 pontos-base nos 45 dias anteriores. Essa decisão foi um despropósito à luz das tendências econômicas que já apontavam para a desaceleração econômica, posteriormente confirmada pelo IBGE para o 4º trimestre de 2024.

Faz sentido esse nível de taxa de juros real? Luque *et al* (Valor, 04.02:A12) afirmam que a duração de altas taxas de juros nos outros países, em função obviamente de alguma grande crise nacional ou internacional, não vão além de 3 a 4 anos. No Brasil, elas perduram assim nos últimos 25 anos e nos levam para as cercanias da entrada em vigor do Tripé Macroeconômico de 1999. Isso tem consequências graves no investimento e no crescimento, “fazendo que a economia ‘aqueça’ a taxas de crescimento baixas, tornando-a vulnerável à inflação”.

B. Propostas de alteração na condução da política monetária

Esta seção propõe alterações que possibilitem uma condução da política monetária no sentido de torná-la mais eficiente e de custos mais baixos para o TN; conseqüentemente, para o país como um todo. Ela retoma, em parte, questões já tratadas na primeira seção.

Operar a curva de juros e não a Taxa de Curto Prazo; atuação do BC na fixação das taxas de juros de longo prazo; em outras palavras, é correto o argumento do BCB de que ele segue um comportamento técnico?

Para enfrentar essa situação atípica com relação a quase todos os países do mundo, o Brasil adota um “modelo dinâmico estocástico de equilíbrio geral”, que tem como hipótese básica a existência de um indivíduo racional e maximizador. Na busca de controlar a taxa de juros, se apoia em variáveis não observáveis como taxa natural de desemprego, hiato do produto e taxa de juros neutra. Por isso, o BCB declara seguir uma *postura técnica*.

Para trazer a inflação para as metas fixadas pelo governo, dois fatos se impõem: as taxas de juros de curto prazo precisam ser muito elevadas, dado o histórico inflacionário do país; além disso, ele não tem a capacidade de reverter esse nível de juros, mesmo que quisesse, porque as taxas de prazos mais longas são determinadas pelo mercado, em função das expectativas de inflação e das necessidades de financiamento do governo. André Lara Resende rebate esses dois pontos no artigo *Os Juros e a Questão Fiscal* (Valor Econômico, seção Eu &, 02.06.23: 9).

Quanto a primeira questão, até o final do século XX, havia um consenso de que para controlar uma taxa de inflação moderada era preciso desaquecer a economia, o que provocaria aumento do desemprego. No jargão econômico, essa relação assimétrica entre inflação e desemprego é conhecida como *Curva de Phillips*. Para alcançar esse objetivo, o instrumento visto como mais efetivo, desde os anos 1990, é o aumento das taxas de juros. As práticas do BCB mostram que ele atua com base nesse tipo de instrumental teórico. Ocorre que nas duas últimas décadas a “inflação ficou menos sensível ao desemprego”, muito em função da perda de poder da classe trabalhadora como resultado da concentração de renda e dos avanços tecnológicos, que vêm dispersando os

trabalhadores, inclusive em *trabalhos no lar*. Enfim, o aumento das taxas de juros visava levar a economia à recessão e ao desemprego, na época em que os trabalhadores eram relativamente mais fortes do que são hoje. Enfraquecidos em suas demandas, os trabalhadores não poderiam mais ser julgados como os principais responsáveis pela renitência dos processos inflacionários. Fica, então, a pergunta: se mudou o caráter da inflação, porque insistir em doses elevadas nas taxas de juros de curto prazo?

A segunda crítica também é fundamental para a busca de uma política monetária alternativa e envolve a *estrutura a termo das taxas de juros*. O funcionamento do mercado de títulos trata da colocação de papéis de dívida pública para vários anos futuros. O Tesouro Nacional trabalha com algumas modalidades de títulos com prazos diferentes: para 2026 ou 2030, por exemplo. As taxas de juros desses papéis são determinadas de acordo com as expectativas do mercado quanto à inflação e às necessidades de recursos do próprio governo.

O ponto aqui é: *por que é o mercado quem decide o nível dessas taxas?* O BCB afirma que ele não tem o poder de fixar tais taxas. Lara Resende cita o Japão, os Estados Unidos, a Índia e os países europeus como sendo capazes de controlar as taxas longas. A essa altura, alguém poderia dizer: *sim, mas o Brasil tem histórico de má gestão fiscal, o que tiraria dele essa capacidade*. Lara Resende menciona importante estudo internacional, acerca da capacidade de países latino-americanos controlarem essas taxas (*Simon Simoski em “A Keynesian Exploration of the Determinants of Government Bond Yields for Brazil, Colombia and Mexico, em trabalho para o Levy Institute do Bard College de New York*).

Sinteticamente, o resultado do estudo é que a taxa de curto prazo, definida pelos respectivos bancos centrais é que é o determinante fundamental das taxas de longo prazo. O coeficiente de correlação calculado entre as taxas curtas e longas gira em torno de 70% (uma variação de 1% na taxa curta promove uma variação de 0,70% na taxa longa). Logo, parece evidente que o Banco Central não é onipotente, mas é o mais importante agente do mercado. Dizer que o BCB não tem poder de influenciar as taxas de juros é apequenar sua própria função de ser.

Adequar as Metas de Inflação à estrutura da economia brasileira; revisar as metas inflacionárias, seja com aumento de intervalos, seja com elevação do centro da meta.

O conceito de metas de inflação foi introduzido pelo BC da Nova Zelândia, em 1990 (Luque *et al*, Valor, 04.02.25:A12). A meta foi fixada em 2%, porque esse nível foi visto como equivalente à estabilidade de preços, ainda que esse não seja um fato científico. Ela foi adotada pelos países avançados. Os mesmos autores entendem que a meta poderia ser fixada em 3,4 ou 5%. “Se o banco central pode controlar a taxa de inflação a um nível de 2%, também pode controlá-la a níveis próximos tais como 3-4-5%”.

Os ganhos de assumir uma taxa de 2% nunca teriam sido provados. Eles citaram que, ao contrário, “um estudo do prêmio Nobel George Akerlof estimou que abaixar metas teria um custo alto em termos de emprego e crescimento (<https://bit.ly/3CBcvhS>)” No Brasil, Bráulio Borges teria chegado às mesmas conclusões (<https://bit.ly/3EzEuyU>).

Enfim, vários economistas de renome, como Josef Stiglitz, Olivier Blanchard e Mohamed El Erian, “têm sugerido que, dadas as mudanças estruturais e geopolíticas com as quais o mundo industrializado se confronta, uma taxa de 3% a 5% seria mais adequada”.

Em novo estudo de Luque *et al* (Valor, 13.02.2025; A14), eles afirmam que as metas de inflação têm sido tratadas com flexibilidade, como é o caso do FED, que manteve inalterada a taxa de juros ainda que a meta não tenha sido atingida. Também o BCE agiu assim. Por conta da “ambiguidade, complexidades e incertezas [...] os bancos centrais em outros países têm conduzido suas políticas monetárias de maneira flexível e pragmática”.

Eles vão além: seja por lei ou por pragmatismo, os BCs indiano e europeu consideram a manutenção do emprego e o crescimento objetivos tão importantes quanto a estabilidade dos preços. O Brasil dá prioridade absoluta ao controle dos preços.

Em matéria do valor econômico, Alex Ribeiro entrevistou Aloísio Araújo, que defendeu que o BCB deve mirar parte de cima da meta de inflação e deve ter flexibilidade no intervalo de tolerância da meta.

A composição do COPOM. Nos EUA, o FED possui em seu colegiado técnicos com qualificação inquestionável, impõe limites para o Comitê Federal de Mercado Aberto e define outras diretrizes, não se limitando a definição da taxa de curto prazo. Aqui, alguns diretores do Banco Central não têm preparo técnico para votar o nível da taxa de juros. Independentemente de sua capacidade técnica para gerir questões em suas áreas de atuação, eles não têm *expertise* para discutir, a cada 40 dias, um assunto de grande importância para a economia, como é a taxa básica de juros. É factível que, ao lado dos diretores de política monetária, política econômica e assuntos internacionais, haja no COPOM membros não só do BC.

A composição do relatório Focus. Nos EUA, Europa e vários outros países, dizem Luque *et al*, a questão da desancoragem das expectativas leva a que apareçam entes especializados, como os “professional forecasters”. Estes agentes seguem vários modelos e suas opiniões são pesadas pela Autoridade Monetária. No Brasil, o relatório Focus se baseia unicamente em projeções de algumas poucas instituições financeiras, com outras dezenas apenas replicando-as. Essas instituições tendem a se mostrar coesas nos seus julgamentos e a dar grande peso apenas as questões como déficit fiscal e dívida pública.

E, para dificultar ainda mais, passou-se a ter, a partir de 2021, um Banco Central (em cujo seio atua o COPOM) operacionalmente independente do Poder Executivo, com a Constituição Federal vedando ao BCB financiar, direta ou indiretamente, o Tesouro Nacional. Isso o desobrigou, em grande medida, de um alinhamento com a política econômica pretendida pelo governo. Aliás, ainda que apenas no plano simbólico da argumentação, vale ressaltar o descabimento de o Banco Central ter assumido a publicação do conhecido Boletim Focus (que expressa as referidas expectativas de mercado), atividade que caberia, quiçá, à Febraban, isoladamente ou com outras entidades do mercado financeiro, mas não a um ente público, investido de autoridade pública. E as expectativas do setor real da economia e do conjunto da sociedade brasileira, onde ficam?

Diversidade de opiniões acerca da taxa de juros a ser adotada. Luque *et al* afirmam que nos EUA é comum a discordância aberta. As diferenças são discutidas na mídia econômica e, com isso, levam o público a perceber a complexidade do processo de determinação da taxa de juros. No Brasil, qualquer divergência é vista como perda de rumo da política monetária. A Unanimidade é Burra, já disse Nelson Rodrigues. Também é antidemocrática, dizemos nós.

Duração de altas taxas de juros. Luque *et al* dizem que nos outros países as taxas de juros altas não vão além de 3 a 4 anos. No Brasil, perduram assim nos últimos 25 anos. Isso tem consequências no investimento e no crescimento, “fazendo que a economia ‘aqueça’ a taxas de crescimento baixas, tornando-a vulnerável à inflação” No G20, o Brasil as taxas de juros reais são de 7 a 8%, enquanto os outros 19 ficaram entre 1 e 2%.

3. A POLÍTICA CAMBIAL

A. Esta seção tem o objetivo de comentar o desempenho recente da taxa de câmbio do Brasil. Ela retoma alguns dos principais aspectos do que foi dito no artigo intitulado “*A Impossível Trindade e a Taxa de Câmbio*”, postado no *site* Reflexões Inquietas, em 05.07.2024. Os comentários ali produzidos se contrapõem ao *frisson* que assolou o mercado desde jul.24, levanta alguns eventos históricos e destaca algumas consequências das políticas econômicas adotadas no Brasil neste século XXI.

Um olhar para a História mostra que a ordem liberal estável de *Bretton Woods* (1944), própria para um capitalismo industrial, foi substituída por uma espécie de “não-ordem” neoliberal instável, iniciada em meados dos anos 1970, que promoveu a estruturação de um capitalismo financeiro voltado aos investimentos de curto prazo e de base financeira. Na prática, as taxas de juros fixas, as taxas de câmbio administradas e o controle dos fluxos de capital de curto prazo foram flexibilizados, senão eliminados.

A consequência imediata foi uma sucessão de crises nos países emergentes da Ásia, Europa e América Latina na segunda metade da década de 90 do século XX. O Brasil viveu um longo período de elevados níveis de inflação e enfrentou mais de uma década de dificuldades no *front* externo, em função da chamada “crise da dívida externa”. Foi, além disso, atingido por uma forte crise cambial no final de 1998 e início de 1999. Por conta disso, as medidas mais relevantes adotadas foram:

- a edição do Plano Real, em 1994, e a implantação do chamado *tripé macroeconômico*, em 1999/2000: o Brasil aderiu ao Consenso de Washington, que defendia câmbio variável, fluxos livres de capital, responsabilidade fiscal e a definição de um regime de metas inflacionárias. Ou seja, ênfase foi posta na abertura externa e nas questões fiscais e monetárias. Resultado: baixo crescimento econômico;
- a acumulação de reservas cambiais/internacionais: o Brasil acumulou, em relativamente poucos anos, cerca de US\$ 330 a 350 bilhões em reservas, porém a um custo enorme. Com efeito, o custo de carregamento dessas reservas, em 2024, foi estimado em R\$ 164,3 bilhões (1,4% do PIB), segundo Gilberto Borça Jr (Valor Econômico, 27.02.25:A18).

A propósito do referido tripé macroeconômico, a prevalência do que se costuma chamar de “Impossível Trindade”, implica entender que só se pode ter controle sobre duas de três variáveis macroeconômicas (câmbio flutuante, liberdade de fluxos de capitais e política monetária autônoma), nunca sobre as três. Ou seja, se um país tem taxa de câmbio flutuante e livre movimento de capitais, como é o caso do tripé brasileiro, ele perde graus de autonomia em termos de política monetária. Nessa linha, se o País quiser manter uma política monetária autônoma, terá que estabelecer algum nível de controle para os capitais internacionais e/ou para a taxa de câmbio, por exemplo.

B. A volatilidade da taxa de câmbio

Poucas análises relevantes e bem informadas são observadas, na imprensa brasileira, acerca do mercado de câmbio, da taxa de câmbio e de outros aspectos relevantes no contexto de uma política cambial.

Exemplificando, tome-se por base, primeiramente, o que disse Vinícius Torres Freire em artigo intitulado “*Lula descontrolado*”, no jornal Folha de São Paulo (03.07.2024:3). Ele lembrou que a cotação do dólar estava em R\$ 4,98, em 12.03.2024, sendo que em 02.07.2024 ela atingiu um recorde ao bater em R\$ 5,70, tendo fechado o dia a R\$ 5,66,

cerca de 14% maior que a cotação de março. Essencialmente, Freire colocou a “culpa” por essa oscilação no Presidente da República, em virtude de sua, digamos, “eloquência” em declarações e críticas diversas, sobretudo, ao mercado financeiro. Aliás, Freire salientou, a certa altura, que agentes do mercado “não gostam, não gostavam e não gostarão de Lula”.

O editorial daquele jornal caminhara na mesma direção sob o título “*Retórica populista de Lula semeia a crise*”, cujo subtítulo foi: “*Frenesi verborrágico do petista alimenta a incerteza econômica e a alta do dólar, criando armadilha para o próximo chefe do BC*”. E o jornal Valor Econômico (03.07.2024: A1), por sua vez, referiu-se a um “dia tenso” e, igualmente, atribuiu a culpa pela oscilação ao presidente Lula, em face de suas falas sobre câmbio e suas críticas ao Presidente do BC.

Note-se que é esse o tipo de “análise” a que estamos expostos há algum tempo na imprensa brasileira, que insiste em destacar o nível dos humores presidenciais. Nem pensar em buscar uma abordagem de conteúdo técnico, que considere o conjunto dos principais números da economia. Alguns poucos analistas, mais serenos, entenderam, naquele momento, que nada explicava o nível muito elevado da cotação do dólar, que seria fruto, isto sim, de um *overshoot* do mercado. Para estes, as coisas se acalmariam.

Bem, nada é gratuito. A despeito de algumas vozes mais consequentes ouvidas aqui e ali, o fato é que *especialistas* reforçam, com frequência, o “diagnóstico” equivocado, senão viesado, de que o enfraquecimento do real é resultado de um crescente desequilíbrio fiscal no País. E desequilíbrio fiscal, concluem de forma simples e direta, se combate com... aumento das taxas de juros!

Márcio Garcia (Valor, 21.08.24:A17), por exemplo, falou da taxa de câmbio e dos derivativos cambiais. Em primeiro lugar, ele observou que o câmbio depreciou em 15,8%, entre jan/jul.2024. No entanto, o volume líquido de dólares que entrou no país, no mesmo período, foi de cerca de US\$ 13 bilhões. Como explicar esse paradoxo de o câmbio ter-se depreciado apesar da forte entrada de recursos externos? Em segundo lugar, ele afirmou que taxa de câmbio no Brasil é formada no mercado futuro de câmbio (não nos mercados à vista, como é a regra internacional) e ressaltou que a posição de estrangeiros (não residentes) em derivativos aumentou em US\$ 20,4 bilhões, enquanto fundos domésticos aumentaram apenas US\$ 6,3 bilhões.

Há controvérsias aqui, segundo José Luiz C. Vieira, para quem Márcio Garcia estaria equivocado, ao menos no plano formal, na afirmação de que a taxa de câmbio seria formada no mercado futuro de câmbio. Apesar disso, ele teria alguma razão no sentido de que as informações sobre taxas de câmbio tendem a chegar “contaminadas” ao BCB.

Mais recentemente, Roberto Troster (Valor,06.03.25:A14), falou acerca da disparada do dólar na virada do ano, dizendo que assustou o fato de que, “em três meses, ele subiu 14,3%”, deixando sequelas. Troster também afirmou, junto com outros bons analistas do próprio mercado, que os fundamentos econômicos não justificavam essa alta, e que entre as causas para tanto estava uma política cambial obsoleta.

Entenda-se por obsoleta, portanto, uma taxa de câmbio flutuante que veio do Consenso de Washington e que entrou por nossas portas quando o Brasil adotou o tripé macroeconômico. De lá para lá, o País alcançou estabilidade relativa de preços às custas de virar uma economia semiestagnada. Muito boa, aliás, sua frase no sentido de que “a missão do Banco Central é manter o poder de compra e a estabilidade da moeda, não é deixar o câmbio flutuar”.

Por isso, faz sentido a proposta de Troster de adoção de uma banda cambial móvel, como uma forma de enfrentar a volatilidade enorme de nossa moeda, que é, de fato, um dos principais problemas que precisam ser equacionados. Por exemplo, entre 12.03.2024, quando o dólar estava cotado em R\$ 4,98, e o ataque especulativo do início do ano de 2025, quando chegou a R\$ 6,27, a desvalorização do real atingiu um máximo de 26%. Daí não ter sido surpresa observar o impacto que esse movimento ocasionou nos preços de vários alimentos. Logo na sequência, avançando pelo mês de fevereiro e princípios de março, com o *tsunami* de medidas do governo Trump, o câmbio começou seu retorno para algo em torno de R\$ 5,70. Em 05.03.2025, esteve em R\$ 5,75, uma queda de cerca de 8,3% com relação ao máximo do período de forte especulação.

Enfim, mudanças bruscas no valor absoluto de uma moeda “machucam” os que dela dependem, notadamente os agentes do comércio mundial, mas as mudanças relativas de preços numa economia, também o fazem, atingindo um espectro muito maior de pessoas.

C. Duas medidas são aqui propostas:

Mudar o regime cambial, de taxas flutuantes para o de bandas cambiais (sujeitas a ajustes diários ou semanais, a critério da autoridade monetária), a que se referiu Roberto Troster em seu artigo aqui citado.

Definir que a taxa de câmbio (PTAX) não mais seja feita por meio de informações dos *dealers*, ainda segundo José Luiz C. Vieira, nem se restrinja ao segmento de operações interbancárias, mas envolva a captação direta de informações, pelo BCB, no âmbito da capilaridade do mercado de câmbio (ou seja, das contratações entre pessoas físicas e jurídicas e as instituições autorizadas a operar em câmbio). Tal como ocorre com a verificação diária da Taxa Selic pelo BCB

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Segundo Borça Jr, a decomposição da **despesa com juros nominais está estimada em R\$ 950,4 bilhões (8,1% de PIB de 2024)**: R\$ 668,8 bilhões (5,7% do PIB) representariam juros reais e correção monetária pagos, R\$ 164,3 bilhões (1,4%) viriam do custo de carregamento das reservas e R\$ 117,3 bilhões (1,0%) de operações de swaps cambiais. Como percentagem do total, juros e correção monetária responderam por 70,4% do total, custo das reservas (17,3%) e swaps cambiais (12,3%). Este é o tamanho do problema a ser enfrentado.

Decomposição da despesa com juros nominais*
participação percentual

	R\$ bilhões	% do PIB	% do tot
juro real	363,7	3,1	38,3
correção monetária	305,1	2,6	32,1
carreg (custo reservas)	164,3	1,4	17,3
swap cambial	117,3	1,0	12,3
total	950,4	8,1	100,0
PIB estimado em 2024	11.733,0		

* fonte: Gilberto Borça Jr.(Valor Econômico, 27.2.25:A18)

Nos últimos cerca de quarenta anos, o Brasil perdeu o rumo do futuro. Em 1985, quando o país se libertou dos laços da ditadura, já não havia mais um caminho econômico claro à frente, ainda que as liberdades democráticas tenham propiciado avanços sociais.

Prisioneiros de uma superinflação, que parecia nunca ter fim, pensadores de elite conseguiram guiar o Brasil para um projeto de estabilização de preços, o Plano Real, depois de vários outros planos malfadados. Isso ocorreu em 1994, trinta anos atrás.

Abriu-se, então, uma época de encantamento, em que o país parecia dizer, “não mexa em mais nada”, “tudo está uma maravilha”. É natural que isso tenha ocorrido, mas a verdade é que se deixou passar oportunidades que não podiam ser perdidas. O Plano Real foi um “portal” entreaberto para que se enfrentasse os desequilíbrios econômicos, particularmente em seu sistema financeiro. O portal não foi utilizado.

Este artigo objetivou fazer sugestões de alterações na esfera das principais variáveis macroeconômicas: dívida pública, juros e câmbio

A primeira seção tratou da questão da composição da dívida pública, assunto que evidencia a interdependência do TN com o BCB. Implicitamente, há uma clara percepção do quanto de esforço inútil foi dispensado à aprovação da independência dos dois órgãos de governo. E de como isso foi pernicioso para o enfrentamento da política econômica.

Deriva daí uma crítica a supostos analistas de mercado, que afirmam estar o Brasil à beira de incontrolável crise fiscal. O que se defende no texto tem muito mais a ver com distúrbios na condução da política monetária, com impactos pesados na dívida pública. Tal é o caso do que ocorre com as LFTs, um título de dívida que deveria ser extinto. A seção também fala da estrutura do COPOM, que precisa ser repensada no sentido de expandir o conhecimento das questões monetárias e financeiras. Finalmente, as características dos detentores da DPMFi, levam a que eles mantenham portfólios diferenciados em termos de motivação e graus de risco. Isso possibilitaria ao governo explorar o lançamento de títulos adequados às partes envolvidas, com reflexos positivos na redução do custo de administração da dívida pública.

Destaca-se não ser pacífica a posição da opinião dominante nas mídias, de que a relação DIVIDA/PIB tenha trajetória explosiva. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) – que inclui Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social e governos estaduais e municipais – atingiu R\$ 8,984 trilhões em 2024. O número equivale a 76,1% do Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil (CNN, 31/01/2025). Em 2022 a relação foi de 74,4%. Ao discordar disso, busca-se amparo no elevado ativo representado pelas Reservas Internacionais, no alto volume das Operações Compromissadas no Passivo do BCB – lastreadas em LTFs e passível de ser substituída parcial ou totalmente por Depósitos voluntários no BCB –, no Colchão de Liquidez do TN – cerca de R\$ 850 bilhões – e nas dívidas de Estados e Municípios de R\$ 765 bilhões.

Em dez.24 a DPMFi alcançou R\$ 6.967 bilhões (Tesouro Nacional) e ela é a referência, em razão de ter sua gestão de prazos e taxas influenciadas pelas condições de mercado. As demais parcelas de DBGG são contratuais e influenciadas por fatores políticos e decisões judiciais.

Na sequência, são apresentados nove tópicos que devem ser analisados e alterados, de modo a dar maior qualidade à política econômica.

I. Um dos destaques é a presença das LFTs com quase 50% de participação no total da DPMFi. Não há conhecimento da participação desses títulos nos passivos de outros países. Eles têm grande participação na perda de potência da Política Monetária, pois a cada elevação da taxa SELIC elevam o patrimônio de quem os detêm em seus portfólios, e não o contrário. É necessário acabar com as LFT, isto é, rever seu uso na administração da Dívida Pública, um título que neutraliza o efeito riqueza, à medida em que não produz quedas no patrimônio de seus detentores, quando ocorre elevação das taxas de juros.

II. Outro ponto relevante é a inadequação do volume de Operações Compromissadas no Passivo Monetário do Bacen, item da DPMFi, diante dos Depósitos Voluntários no BCB, criados para substituí-las, total ou parcialmente. Hoje, tais depósitos ainda têm pouca relevância como instrumento de ajuste da liquidez do Sistema Financeiro. É preciso rever o peso das Operações compromissadas na gestão de curto prazo, articulando-as com os Depósitos Voluntário do Bacen, que necessitam ser ampliados.

Entende-se, portanto, que a substituição das LFTs na canastra de títulos operados pelo TN e a substituição de grande parte das Operações compromissadas pelos Depósitos Voluntários no BCB, seriam medidas capazes de se articularem com o Arcabouço Fiscal no sentido de atenuarem expressivamente o custo da dívida.

A segunda seção trata de questões estruturais e operacionais nos mercados monetários. Na esfera estrutural, entende-se ser imperiosa a reformulação dos colegiados que definem a taxa SELIC (COPOM) e o Relatório Focus. Na esfera operacional mais três alterações:

III. Na composição do COPOM, é possível afirmar que certos diretores do Banco Central não têm preparo técnico para votar o nível da taxa de juros. É factível que, ao lado dos diretores de política monetária, política econômica e assuntos internacionais, haja membros não do BC.

A ausência de especialistas no COPOM agride o bom senso, uma vez que diretores do BCB em áreas específicas de atuação, têm dedicação episódica (a cada quarenta dias) nas reuniões de imensa repercussão. Como registramos, não é assim no FED, valendo aduzir a diferença da referência de inflação para os dois órgãos. Aqui o IPCA e lá o índice Preços ao Consumidor - CPI - que desconsidera itens voláteis como os de alimentos e energia.

IV. Na composição do Relatório Focus, parece útil uma consulta a outras experiências internacionais, como a do FED, onde há um grupo muito maior e mais diversificado de modelos de previsão econômica. O número restrito e dirigido a economistas financeiros, como no Brasil, é inaceitável.

V Operar a curva de juros e não a Taxa de Curto Prazo. Não nos parece verdade a alegação de que o BCB não tem o poder de fixar tais taxas, segundo André Lara Resende.

VI. Adequar as Metas de Inflação à estrutura da economia brasileira: revisá-las seja com aumento de intervalos, seja com elevação do centro da meta.

VII. Acabar com as altas taxas de juros por tempo indefinido. É defensável manter taxas elevadas de juros por 25 anos, quando outros países não vão além de 3 a 4 anos, em momentos de crise?.

Na terceira seção, tratou-se de alguns aspectos da política cambial.

VIII. Abandonar a taxa flutuante de câmbio e adotar uma banda cambial móvel

IX. Mudar a definição da taxa de câmbio com base nos movimentos físicos de moedas e não tanto no funcionamento dos mercados futuros de derivativos.

Finalizando, aqui se entende que a estrutura da política econômica brasileira, o tripé macroeconômico, faz parte de uma macroeconomia da globalização. Hoje, no mundo, essa globalização está em xeque e, com a posse do presidente Trump, o desmonte das estruturas econômicas e políticas internacionais anda a passos acelerados. É tempo, portanto, de o País refletir sobre essas questões e procurar novos caminhos.

As propostas aqui registradas têm como motivação a busca de alternativas para mitigar o inusitado valor dos juros pagos pelo TN com a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) em 2024 (R\$ 668,8 bilhões ou 5,7 % do PIB), em oposição ao repetitivo discurso de que tem que resolver o fiscal, mantendo intocável a gestão desta dívida. É preciso enfrentar os gargalos que levaram a que a dívida pública tenha se autonomizado com relação ao controle do governo e que pratique taxas de juros reais que inviabilizam qualquer tentativa de recuperar o desenvolvimento econômico.

Cumprir registrar, embora não seja o escopo desse trabalho, o enorme valor das desonerações fiscais e a regressividade da tributação como ações que devem preceder as agressivas propostas de redução dos gastos. Há que lembrar, também, de medidas disruptivas implementadas no passado, tais como o fim da Conta Movimento do TN no Banco do Brasil, o fim da movimentação das Reservas Bancárias através dos “Cheques BB”, a partir da implantação do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) e a criação da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), que incorporaram progressos na operacionalização da gestão da DPMFi, mas que hoje claramente demonstram fadiga.

Medidas nas esferas monetária e cambial também são aqui tratadas, na esperança de que sejam discutidas pela sociedade brasileira. O mundo se fragmenta. Não se pode ficar somente olhando para seus escombros, como se não se fizesse parte dele.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Borça Jr, G. - *Decompondo a despesa com juros nominais no Brasil*, Valor Econômico, 27.02.25:A18.
- Bresser Pereira, L.C. *A cultura dos juros altos*. <https://a.terra.é.redonda.com.br/> 19.12.24.
- _____. *Sobre a Existência de um Piso para os Juros no Brasil*, Valor Econômico, 08.02.2025, p. A10.
- _____. *Europa Ocidental à deriva*. Jornal Valor Econômico, 28.06.2024, p.A17.
- Freire, V.T. *Lula descontrolado*. Folha de São Paulo, 03.07.2024, p.3.
- Lara Resende, A.- *Juros, Moeda e Ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas*. 1ª. Edição. São Paulo: Portfolio - Penguin, 2017.
- _____. - *Os Juros e a Questão Fiscal*. Valor Econômico, 02.06.23:9.
- Luque, C; Silber, S; Luna, F.V; Zaghera, R. – *Avaliação da Política Monetária Brasileira*. Valor Econômico, 04.02.2025, p.A12.
- _____. - *A atuação dos Bancos Centrais*, Valor Econômico, 13.02.2025, p. A14.
- Oreiro, J.L. *Considerações sobre a Ata da Última Reunião do COPOM de 04.01.25*, em <https://jlcureiro.worldpress.com.br/>, de 05.02.25.
- Ribeiro, A. *BC deve mirar parte de cima da meta da inflação, defende Aloísio Araújo*. valor.globo.com/brasil/noticia/2025/01/28/
- Troster, R. - *Vai acontecer de novo*, Valor Econômico, 06.03.25:A14.