

# 1 Introdução

Desde a década de setenta até o meio dos anos noventa, a longa persistência inflacionária destacou-se como característica da economia brasileira bem como os inúmeros planos econômicos que fracassaram na estabilização do nível de preços. Mas, apesar do sucesso inicial de muitos deles, sempre havia a volta da espiral inflacionária, acompanhada diversas vezes por recessões. A combinação dos diversos planos econômicos, marcados por sucessivas mudanças da moeda nacional, com a realidade inflacionária contribuiu para a desorganização da economia, que pode ser ilustrada, por exemplo, pela proliferação de indexadores.

Assim, o processo de reorganização da economia brasileira dependeu em muito do combate à inflação e da unificação de alguns indexadores. Estes foram alguns dos principais pontos abordados durante a implementação do Plano Real, em julho de 1994. Neste contexto, a etapa de construção de um indexador único, que antecesse a nova moeda mostrou-se imprescindível ao sucesso do plano econômico.

Uma vez feito o lançamento do Real, ou seja, tendo sido alcançada a estabilidade do nível de preços, provocou-se um efeito riqueza expansionista sobre a economia. Paralelamente, houve um descontrole fiscal que perdurou ao longo dos primeiros quatro anos do Plano Real, significando, também, pressões expansionistas. A fim de compensar estes efeitos, adotou-se uma política monetária bastante restritiva, isto é, praticou-se taxa de juros elevadas.

Complementando as diretrizes da política econômica, adotou-se um regime de câmbio flutuante que foi substituído, no início de 1995 pelo regime de Crawling Peg. Neste cenário, medidas de controles de entrada de capitais foram criadas para conter apreciações excessivas do Real decorrentes de fluxos

especulativos derivados da abundância de liquidez internacional disponível no mundo, em particular para economias emergentes.

Assim, nossa análise busca explicar o comportamento dos juros brasileiros, a taxa Selic, no período do Real em que havia controle cambial. Desde o início dos anos 90 os juros brasileiros já eram elevados, mas havia ainda a persistência da inflação. Então, para trazer a inflação para níveis de apenas um dígito, após o choque inicial do Plano Real, os juros brasileiros foram mantidos em níveis bastante altos. A média da taxa de juros real ex post, no período de janeiro de 1995 a dezembro de 1998, foi de 21.75%, sendo valores muito superiores, por exemplo, à média de cerca de 5% dos juros reais americanos, referência de juros internacionais.

Esta taxa elevada é normalmente atribuída à necessidade de se manter o câmbio controlado. Na realidade, exceto nos períodos de crise cambial, os juros foram elevados além do que era necessário para assegurar o controle cambial. Prova disto foi a existência de controles de entrada de capitais (Garcia e Valpassos 2000). Ou seja, com o juro praticado pelo Banco Central (BC) para manter a inflação cadente, a taxa de câmbio seria ainda mais apreciada do que de fato foi não fossem as intervenções do BC comprando reservas e os controles de entrada de capitais. Os períodos de crise cambial, que exigiram diversas “dobradas” dos juros, porém, tenderam a chamar mais atenção. Talvez por isso a lógica determinante dos juros durante as crises agudas (elevar o juro para o patamar necessário para evitar a desvalorização) seja comum e erradamente estendida para todo o período.

Dito de forma mais explícita, a regra de fixação dos juros durante o período de câmbio controlado (1995-1998) foi dual. Nos períodos de crise de financiamento externo, o juro era colocado no nível necessário para evitar fugas maciças de capitais. Quando a crise passava e o financiamento externo deixava de representar uma restrição, o juro era reduzido até o nível necessário para manter a inflação cadente. Como essa taxa era maior do que a necessária para atrair capitais externos de curto prazo, havia um excesso de entrada de capital que pressionava o câmbio para baixo (apreciação). Para evitar a apreciação cambial, o BC intervinha

comprando reservas cambiais ao mesmo tempo em que tentava dificultar a entrada dos capitais de curto prazo através de controles de entrada de capital.

Esta motivação está presente em Salgado, Garcia e Medeiros (2005). Os autores utilizam a variação acumulada das reservas internacionais para identificar períodos de crise na economia brasileira. Em seguida, estimam funções de reação distintas para os períodos de turbulência internacional e períodos de tranquilidade. É uma evidência empírica de não-linearidade no processo de fixação de juros empreendido pelo Banco Central.

Nosso objetivo é estender o estudo sobre a dinâmica dos juros. Partimos de uma motivação teórica onde justificamos a dinâmica não-linear a partir de dois modelos: no primeiro há um exercício de estática comparativa em que a interpretação obtida é muito compatível com os dados brasileiros; já no segundo, explicitamos uma possível dinâmica econômica cujos canais de transmissão resultariam em uma função de reação não-linear dependente de prêmios de risco passados. Além disso, fazemos uma análise do gerenciamento da dívida pública a fim de considerar a restrição que era imposta sobre a política monetária pelos déficits fiscais contínuos, e suas implicações sobre o aumento da dívida pública.

Com base nestes resultados, fazemos uma avaliação empírica da função de reação. Diferentemente de Salgado, Garcia e Medeiros (2005) que controla a mudança de regimes (crise e não crise) através de uma variável observável, a variação das reservas, aqui tratamos os regimes como sendo uma variável latente. Empregamos uma técnica de estimação, Markov-Switching (Hamilton 1994), em que os parâmetros dependem do estado da natureza vigente, e estimamos a probabilidade de ocorrência de cada estado nos diferentes instantes de tempo conjuntamente com os parâmetros.

Nosso exercício enquadra-se na tradição de Taylor (2000), que traz argumentos para justificar que a regra de política monetária deva consistir de um plano de ação para o Banco Central que contemple a coordenação dos diversos instrumentos de política monetária. Mas que tal coordenação deve ser flexível para adaptar-se aos diferentes estados da natureza possíveis.

Nossos resultados corroboram a evidência da não-linearidade, mostrando que nos períodos em que há alta probabilidade associada a crises de financiamento os prêmios de risco são as variáveis relevantes na determinação dos juros. E, quando o cenário internacional está mais ameno, ou seja, os investidores estão menos avessos a risco, os prêmios de risco perdem relevância, passando os juros a responder à inflação e ao aquecimento da economia.

O trabalho está organizado em cinco capítulos, além deste. O capítulo 2 faz um breve resumo histórico da implementação do Plano Real, destacando os motivos que levaram ao Crawling Peg e explicando sua importância à época. O capítulo 3 discute argumentos teóricos em prol da existência de uma não-linearidade na função de reação. O capítulo 4 analisa a questão fiscal no Brasil, explorando os impactos da demanda crescente por financiamento em função do déficit fiscal. O capítulo 5 reproduz os resultados empíricos obtidos por Salgado, Garcia e Medeiros (2005) passando, em seguida, para a implementação do modelo de Markov-Switching, que apresentou bons resultados na distinção dos estados da natureza, e estimou parâmetros, para cada um dos estados analisados, de acordo com a intuição econômica. Finalmente, o capítulo 5 conclui.