

RENATA LACERDA MOREIRA

DÍVIDA PÚBLICA E TAXA DE JUROS NO BRASIL

Trabalho de conclusão de curso,
como requisito parcial para a
conclusão do curso de Ciências
Econômicas, Setor de Ciências
Sociais Aplicadas da Universidade
Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Fabiano A. S. Dalto

CURITIBA

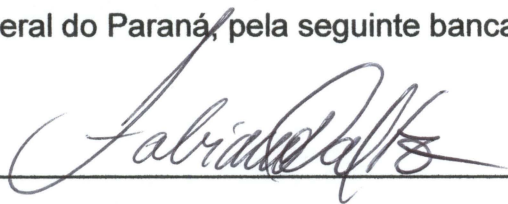
2011

TERMO DE APROVAÇÃO

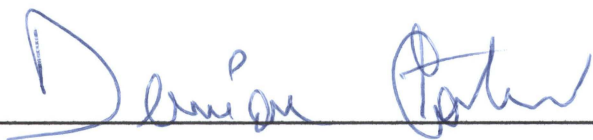
RENATA LACERDA MOREIRA

DÍVIDA PÚBLICA NO GOVERNO LULA

Monografia aprovada como requisito parcial para a conclusão do Curso de Ciências Econômicas, do setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:



Orientador: Prof. Fabiano Abranches Silva Dalto
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná – UFPR



Prof. Demian Castro
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná – UFPR



Prof.^a Dayani Cris de Aquino
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná – UFPR

Curitiba, 21 de dezembro de 2011.

Dedico este trabalho à minha mãe que
nunca deixou de me apoiar.

AGRADECIMENTOS

À Deus, pela vida.

A minha família por sempre acreditar na minha capacidade.

A minha irmã Geovana por todo carinho.

Ao meu namorado Fabricio que me ensinou a nunca desistir.

Ao meu orientador Fabiano Dalto, por toda paciência e pela orientação neste trabalho.

RESUMO

A visão econômica convencional supõe que um país que possui elevada dívida terá, conseqüentemente, uma elevada taxa de juros. Este trabalho pretende verificar a aplicabilidade de tal ideia. Para tanto são analisados empiricamente a relação entre dívida pública e taxa de juros de um conjunto de países. A partir do resultado obtido foi possível concluir que não houve relação direta entre as variáveis de forma que uma elevada dívida levasse, necessariamente, os juros a altos patamares. A partir desses resultados partiu-se pela busca de uma teoria que melhor explicasse a situação brasileira de dívida e juros elevados. A Teoria Keynesiana foi usada para explicar o caso brasileiro, que por sua vez foi analisado no que diz respeito à dívida pública, sua composição e relação com taxa de juros. Foi possível concluir que no Brasil as taxas de juros são elevadas em virtude do volume da dívida ser vinculada a uma taxa de juros pela qual os agentes procuram proteger sua riqueza.

Palavras-chave: dívida pública, taxa de juros, perfil da dívida pública

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES.....	vii
LISTA DE TABELAS.....	viii
1 INTRODUÇÃO.....	1
2. Dívida Pública e Taxa de Juros : Visão Convencional	2
2.1 Modelo IS-LM.....	2
2.2 Monetarismo.....	3
2.3 Dominância Fiscal.....	4
2.4 Contração Fiscal Expansionista.....	5
2.5 O Efeito Impedimento (<i>CROWDING OUT</i>).....	5
3 Análise Empírica.....	8
3.1 Taxas de Juros e Dívida Pública no Mundo.....	8
3.2 Conclusão da Análise Empírica.....	17
4. Dívida Pública e Taxa de Juros por Keynes.....	18
4.1 Taxa de Juros, Incerteza e Preferência pela Liquidez.....	18
4.2 Abordagem da Política Fiscal na Teoria Keynesiana.....	21
4.3 Conclusão	23
5 Economia Brasileira	24
5.1 Taxa de Juros e Dívida Pública no Brasil.....	24
5.2 Análise do Perfil da Dívida Pública Brasileira.....	26
6. Conclusão	32
ANEXOS	36

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

GRÁFICO 1- EFEITOS DE UM AUMENTO DO GASTO PÚBLICO	6
GRÁFICO 2 - COMPARATIVO DÍVIDA PÚBLICA (% PIB) E TAXA DE JUROS DE CURTO PRAZO NO ANO DE 2002	9
GRÁFICO 3- DÍVIDA PÚBLICA E TAXAS DE JUROS NO JAPÃO	10
GRÁFICO 4- DÍVIDA PÚBLICA E TAXAS DE JUROS NOS ESTADOS UNIDOS	10
GRÁFICO 5- RELAÇÃO DLSP (%PIB) E TAXA SELIC (MÊS).....	24
GRÁFICO 6- EVOLUÇÃO NA COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS POR	29
INDEXADOR NO GOVERNO FHC.....	29
GRÁFICO 7- EVOLUÇÃO NA COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS POR	
INDEXADOR NO GOVERNO LULA.....	30

LISTA DE TABELAS

TABELA 1- MÉDIA, MEDIANA, DESVIO-PADRÃO, VARIÂNCIA E ELASTICIDADE	12
TABELA 2- CORRELAÇÃO E COVARIÂNCIA	14
TABELA 3- VALORES DE REFERÊNCIA PARA A CLASSIFICAÇÃO DOS PAÍSES	15
TABELA 4- CLASSIFICAÇÃO DE PAÍSES POR DÍVIDA E TAXA DE JUROS ENTRE 2002 A 2009 (%)	16
TABELA 5- EVOLUÇÃO MÉDIA DA DLSP (% PIB), TAXAS CDI E SELIC (MENSAIS)	25
TABELA 6- TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS E OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO GOVERNO FHC (PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL POR INDEXADOR)	27
TABELA 7- TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS E OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO NO GOVERNO (PARTICIPAÇÃO POR INDEXADOR)	28

1 INTRODUÇÃO

A dívida pública brasileira foi de cerca de 40% do PIB para o mês de dezembro de 2010 (IPEA, 2011). A dívida líquida total do setor público (DLSP) incluindo Banco Central apresentou cerca de 58% de aumento entre os anos de 2003, primeiro ano do governo Lula, a 2010, último ano do governo Lula (IPEA,2011).

A dimensão da dívida aliada às altas taxas de juros praticadas no Brasil é considerada preocupante uma vez que, segundo a visão convencional, aumentos na dívida levam a aumentos na taxa de juros que por sua vez desfavorecem investimentos produtivos freando o crescimento econômico.

Pretende-se compreender os motivos que tornam as taxas de juros brasileiras elevadas, analisando a dinâmica da dívida no período selecionado em função do seu perfil, para tanto serão verificados se os conceitos da visão convencional no que diz respeito à relação direta entre dívida pública e taxas de juros faz jus ao que ocorreu no Brasil entre 2002 a 2010.

Inicialmente será apresentada a visão convencional acerca da relação dívida/PIB, com os principais conceitos como monetarismo, modelo IS-LM, *crowding-out*, dominância fiscal e contração fiscal expansionista. Esta apresentação tem por objetivo preparar o leitor para a análise que será feita a seguir. A análise empírica consiste em uma comparação de dados de dívida pública em relação ao produto e taxa de juros de curto e longo prazos para um conjunto de trinta países selecionados. O objetivo é verificar se nestes países houve relação direta entre dívida pública e taxa de juros, conforme postula a visão convencional.

No próximo capítulo serão abordados conceitos da Teoria Keynesiana, a qual pode melhor explicar as taxas de juros brasileiras. Esta apresentação precede a análise do caso brasileiro que finaliza o trabalho ao tentar esclarecer o porquê das taxas de juros brasileiras além de estudar a evolução e composição da dívida entre 2002 a 2010.

2. DÍVIDA PÚBLICA E TAXA DE JUROS : VISÃO CONVENCIONAL

Nesta seção serão apresentados conceitos convencionalmente aceitos sobre a relação entre dívida pública e taxa de juros. Em suas várias versões, a visão convencional considera que uma variação na proporção dívida pública/ PIB de um determinado país com oferta de dinheiro fixa pode levar, conseqüentemente, a variação da taxa de juros, sendo esta, portanto uma função daquela.

Se, por exemplo, houver um aumento na relação dívida-PIB, haverá em seguida, uma elevação da taxa de juros, sendo esta situação desfavorável à economia, na medida em que, por exemplo, elevadas taxas de juros desestimulam investimentos, fator primordial ao crescimento econômico.

Serão sucintamente apresentados quatro conceitos da visão convencional. O modelo IS-LM demonstra, através da interação gráfica das curvas IS-LM, as conseqüências de uma política fiscal sobre variáveis como taxa de juros e renda. O segundo conceito teórico, cujo autor principal é Milton Friedman, será o monetarismo, uma vertente que deu elevada importância à influência da moeda sobre variáveis reais. Em seguida serão abordadas as ideias da dominância fiscal e contração fiscal expansionista.

A visão convencional é apresentada por ser necessária à compreensão da análise empírica bem como seus resultados, através dos quais será possível verificar, na última parte do trabalho, a aplicabilidade das teorias para explicar o fenômeno brasileiro de elevada dívida pública e elevada taxa de juros.

2.1 MODELO IS-LM

Neste modelo, considerando uma economia aberta, uma expansão fiscal teria o poder de, ao descolar a curva IS para direita (curva que relaciona o mercado de bens e serviços), gerar aumento do produto e elevação das taxas

de juros, caso a curva LM não seja vertical. O contrário também pode ocorrer na medida em que uma contração fiscal desloca a curva IS para a esquerda de forma a reduzir a taxa de juros e o produto, podendo gerar o efeito da “contração fiscal expansionista” que será discutida na próxima subseção.

O que define, neste modelo, o quanto uma política fiscal será capaz de afetar a taxa de juros de uma economia depende do tamanho do multiplicador fiscal, que por sua vez depende do regime cambial – fixo ou flexível – além da mobilidade de capital, que pode ser perfeita, imperfeita ou inexistente. Quando perfeita, a política fiscal somente é eficaz no caso de câmbio fixo. Isso ocorre porque ao elevar as taxas de juros inicialmente, tal política aumenta os meios de pagamento que acabam por reduzir as taxas de juros posteriormente.

Outro fator relevante são as expectativas racionais que ao considerarem que os agentes possuem toda a informação disponível e fazem o melhor uso desta, impõe que políticas fiscais de longo prazo podem fazer efeito mesmo no curto prazo gerando pressões sobre as taxas de juros de acordo com as expectativas formadas pelos agentes. (HEMMING, KELL E MAHAFOUZ, 2002)

2.2 MONETARISMO

Os monetaristas tem como base a teoria quantitativa da moeda, segundo a qual os meios de pagamento se relacionam a renda nominal, de acordo com uma determinada velocidade de circulação da moeda.

Friedman (1956) considera a moeda uma forma de manter riqueza, sendo sua demanda (por moeda) determinada pela Teoria Quantitativa da Moeda. Segundo a TQM, a demanda por moeda é determinada pela riqueza total (restrição orçamentária) e seus preços, além das preferências dos indivíduos. Isto acaba por definir a taxa de juros no monetarismo como uma relação entre o fluxo bruto de renda e o estoque de riqueza. Esta por sua vez pode ser mantida como moeda, títulos, ações, bens físicos ou capital humano. (FRIEDMAN, 1956)

O tamanho da taxa de juros, cuja função é gerar retorno sobre a moeda, depende do nível geral de preços. O monetarismo, portanto considera a taxa de juros como o custo de oportunidade de reter moeda a outro ativo, de forma que os juros tem pouca influência sobre a quantidade de moeda demandada pelo público, que ao demandar moeda depara-se com uma restrição (o montante de sua riqueza). (FRIEDMAN, 1956)

2.3 DOMINÂNCIA FISCAL

A dominância fiscal é uma situação na qual o governo, através da emissão de títulos pelo Tesouro Nacional, financia seus gastos. Esta emissão monetária, chamada senhoriagem, encontra limites na medida em que se o governo usar tais títulos com taxa de juros maiores que a taxa de crescimento da economia, ocorrerá um aumento da proporção dívida/PIB. Isto pode implicar, segundo a visão convencional, em inflação decorrente do aumento da oferta monetária em virtude da emissão de títulos. (LOPREATO, 2006)

Sobre os problemas da dominância fiscal, Lopreato (2006) esclarece que tal processo pode levar a maiores preços. Isto ocorre porque em uma situação de política monetária restritiva - na qual a taxa de juros real é menor que a taxa de crescimento da economia, os agentes se antecipam em relação aos resultados desta, provocando uma alta nos preços, ou seja, elevação da taxa de inflação futura.

Supondo que tais agentes formulem expectativas do tipo racionais, caso não estejam interessados nos títulos da dívida, a taxa de juros terá que aumentar a fim de equilibrar a oferta desses com a demanda, o que geraria inflação e aumento da taxa de juros além de tornar a política fiscal ineficaz em termos de expansão do produto. (SARGENT E WALLACE, 1981 *apud* MELLO, 2010)

2.4 CONTRAÇÃO FISCAL EXPANSIONISTA

Serrano e Braga (2006) distinguem dois aspectos da contração fiscal expansionista, segundo a qual, uma redução na dívida pública poderia levar à queda na taxa de juros e posteriormente ao aumento do produto da economia. Segundo a visão de curto prazo, a queda na taxa de juros poderia aumentar a demanda agregada, ao ampliar a utilização do estoque de capital, enquanto na visão de longo prazo poderia levar ao aumento da capacidade produtiva da economia.

A dificuldade da ocorrência de tal fenômeno consiste no fato de que a contração fiscal deveria ter o poder de reduzir diretamente a taxa de juros de longo prazo além de modificar a estrutura da demanda agregada, porém tais variáveis que a afetam são subjetivas e de difícil observação, como as expectativas. (SERRANO E BRAGA, 2006, p.216)

2.5 O EFEITO IMPEDIMENTO (*CROWDING OUT*)

A visão convencional considera que o aumento dos gastos públicos teria o poder de elevar a taxa de juros ao elevar a demanda por moeda, o que por sua vez reduziria o nível de investimentos e levaria à queda da demanda agregada levando à desaceleração do crescimento econômico como um todo.

A explicação para isto consiste na ideia de que o gasto público desloca a curva IS para a direita de acordo com o multiplicador, de forma que a renda aumenta fazendo a demanda por moeda aumentar. Em virtude deste aumento de demanda por saldos reais, a taxa de juros se elevaria.

De acordo com tal teoria, o maior gasto público afeta a renda e a taxa de juros simultaneamente. Ocorre que um aumento do gasto público pode atenuar o impacto sobre a demanda agregada na medida em que, ao aumentar a taxa

de juros, impede o gasto com investimento privado. Este é o efeito do impedimento, ou *crowding out*.

Entre os fatores que afetam o *crowding out* estão: a inclinação da curva IS, a inclinação da curva LM e o multiplicador. Quando menos inclinadas forem as curvas IS-LM, menos aumentarão as taxas de juros conforme um aumento do gasto público, isto significa que o efeito do impedimento será maior tanto quanto maiores foram os níveis da taxa de juros. (FISCHER, 2009, p.252)

No gráfico abaixo é possível entender o efeito *crowding out*. Inicialmente havia o equilíbrio entre a curva IS e a curva LM, após o aumento dos gastos do governo, ocorre um deslocamento da curva IS para a direita. Este deslocamento leva ao aumento da taxa de juros e da renda. Este aumento da renda poderia ser maior caso a taxa de juros permanecesse no mesmo patamar. Como a taxa de juros apresentou elevação, o aumento da renda foi inferior.

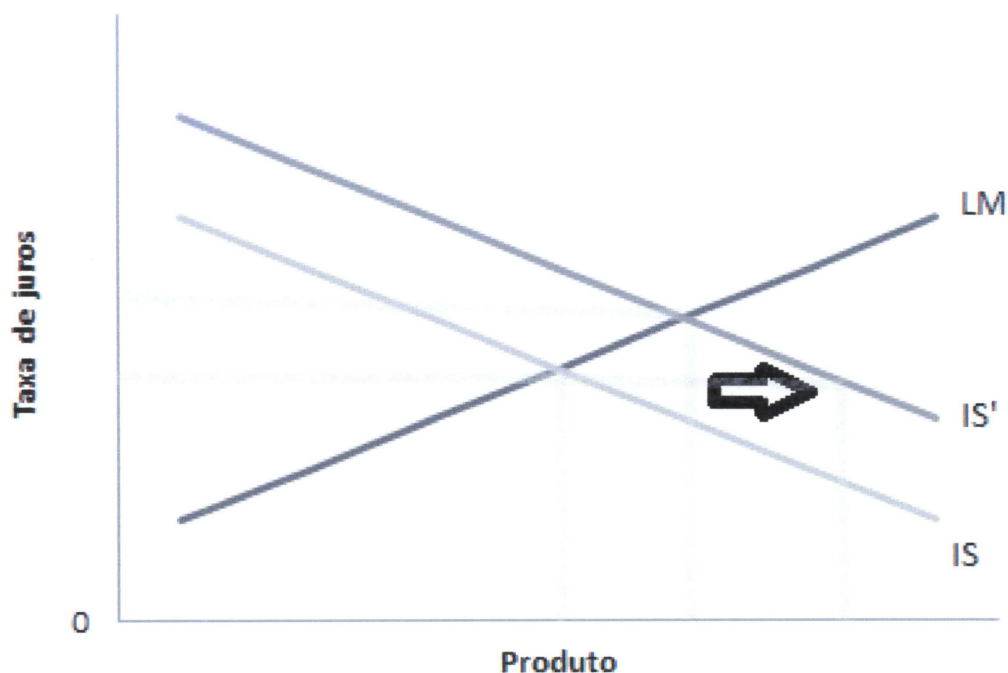


GRÁFICO 1: EFEITOS DE UM AUMENTO DO GASTO PÚBLICO
FONTE: A AUTORA.

O crowding out é, portanto, um fenômeno que, ao se elevar os gastos públicos, leva à redução no investimento privado porque “se necessita de uma maior produtividade marginal do capital, como uma elevação na poupança, ou seja, uma queda no consumo de mesma magnitude, uma vez que o consumo presente ficou relativamente mais caro em relação ao consumo futuro”. (LOPES, 2009, p. 125)

Fischer (2009) explica que nem sempre ocorrerá um aumento das taxas de juros associado ao aumento do gasto público porque a autoridade monetária pode optar por acomodar a expansão fiscal (se a economia não estiver em pleno emprego), ou seja, emitir moeda comprando títulos, o que faria com que as curvas IS-LM se deslocassem para a direita, não havendo alteração na taxa de juros.

A armadilha pela liquidez é outro conceito importante na teoria convencional uma vez que ela mostra a possibilidade de não ocorrer nenhuma mudança na taxa de juros em consequência a um aumento do gasto público, não levando, portanto, à mudança nos níveis de investimento. Tal situação ocorreria se a curva LM fosse horizontal, então “um aumento do gasto público tem seu efeito multiplicador pleno sobre o nível de equilíbrio da renda”. (FISCHER, 2009, p. 253)

Carneiro (2010) afirma que há relação, na maioria dos países membros da OCDE, entre dívida pública e taxa de juros:

Como se pode perceber há uma correlação elevada, na maioria deles, entre o tamanho da dívida pública e a carga de juros expressando uma relação direta entre o tamanho da primeira e o patamar da taxa de juros. (CARNEIRO, 2010, p. 19-20)

A visão convencional considera, portanto, que a taxa de juros nada mais é que o prêmio de risco exigido pelos agentes para manter determinado ativo em sua carteira, título público, por exemplo. Desta forma, à medida que os gastos públicos vão se expandindo, os agentes passam a exigir um maior prêmio de risco diante dos riscos de inadimplência do Estado perante tal dívida, fazendo com que a taxa de juros aumente. (HEMMING, KELL E MAHAFOUZ, 2002)

3 ANÁLISE EMPÍRICA

Nesta parte serão analisados dados de um conjunto de países diversos (membros da OCDE) entre os anos de 2002 a 2009 com o objetivo de verificar se a visão convencional é suficiente para explicar a relação entre dívida pública e taxa de juros.

3.1 TAXAS DE JUROS E DÍVIDA PÚBLICA NO MUNDO

A visão econômica convencional costuma atribuir a elevada taxa de juros brasileira ao tamanho da dívida pública, também considerada elevada. A taxa de juros seria uma consequência da dívida elevada, de forma que, para remunerar os títulos públicos seria necessário ter uma taxa de juros atraente.

A relação dívida pública (em % PIB) e taxa de juros para diversos países no ano de 2002 é apresentada no gráfico 2. Ao contrário do que se poderia pensar a partir da ideia esboçada acima, o que se verifica são vários países com taxa de juros baixa mesmo com uma alta proporção dívida/PIB durante o período. Este é o caso da maioria dos países como Estados Unidos, Reino Unido, Japão, Itália, Grécia, Bélgica, entre outros, conforme o gráfico abaixo:

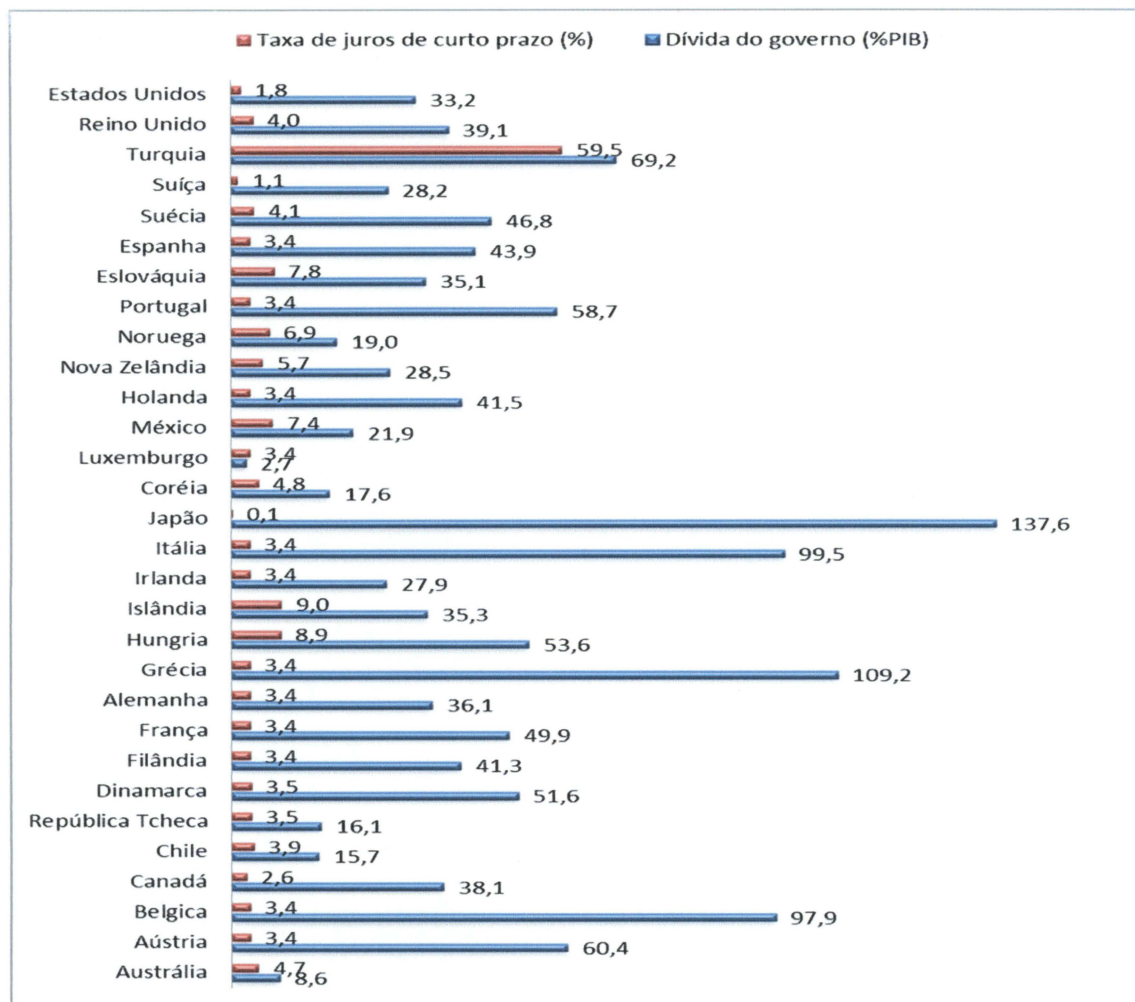


GRÁFICO 2 - COMPARATIVO DÍVIDA PÚBLICA (% PIB) E TAXA DE JUROS DE CURTO PRAZO NO ANO DE 2002

FONTE: OCDE (2011) Elaboração própria

O gráfico 3 e 4 mostram a evolução da dívida pública e das taxas de juros de curto e longo prazo do Japão e dos Estados Unidos entre 2002 a 2009, respectivamente. Tais países foram tomados como exemplo por serem grandes economias e apresentarem valores que destoam do que supõe a visão convencional. No caso japonês verificam-se taxas de juros de longo e curto prazo muito parecidas em valores e em variação, sendo muito baixas – próximas a zero- em relação à dívida que a partir de 2004 superou 150% do Produto Interno Bruto (PIB).

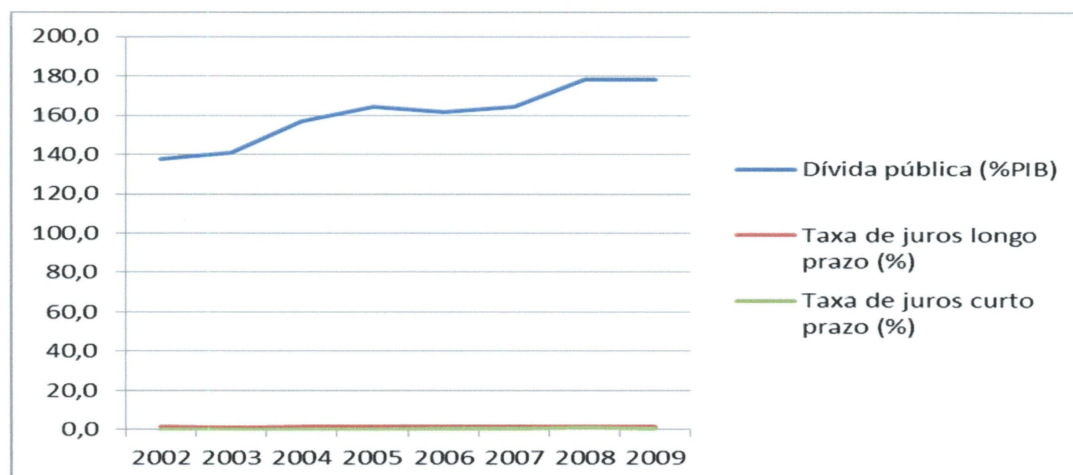


GRÁFICO 3: DÍVIDA PÚBLICA E TAXAS DE JUROS NO JAPÃO

FONTE: OCDE (2011)

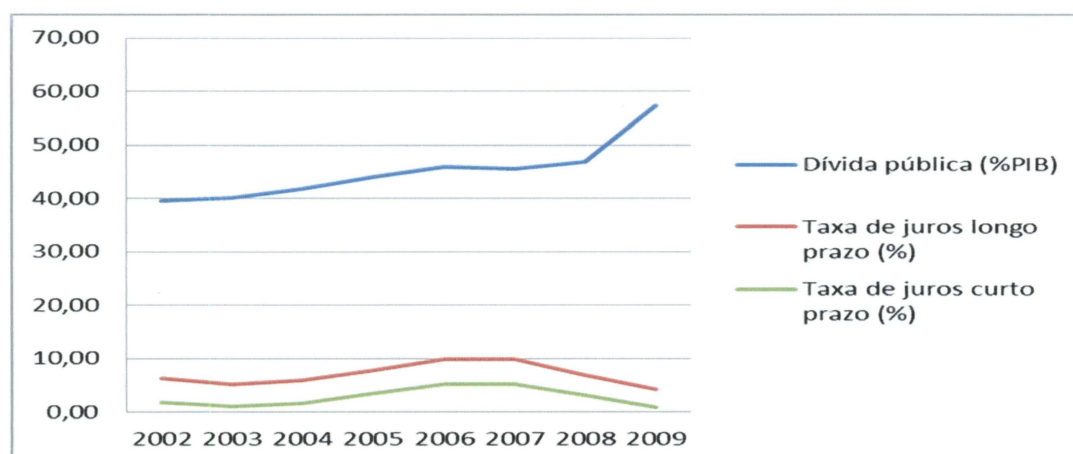


GRÁFICO 4: DÍVIDA PÚBLICA E TAXAS DE JUROS NOS ESTADOS UNIDOS

FONTE: OCDE (2011)

Os Estados Unidos também apresentaram no período selecionado baixas taxas de juros de curto e de longo prazo, enquanto a dívida pública variou cerca de vinte pontos percentuais, passando de 33% para 53% (OCDE, 2011). Apesar do aumento da dívida, as taxas de juros declinaram passando de 5% pouco antes da crise financeira para menos de 1% no auge da crise, (tabela em anexo).

Além dos Estados Unidos e Japão apresentados como exemplo, a maioria dos países selecionados esteve na mesma situação, ou seja, apresentaram taxa de juros relativamente baixa à dívida pública. É o caso da Itália, Grécia, Bélgica, Áustria, e Canadá. Entre os países que destoaram desses resultados estão: Austrália, que apresentou baixa relação dívida/PIB e Turquia que apresentou proporção dívida-PIB e taxa de juros altos simultaneamente (gráfico 2).

Na tabela abaixo são apresentados valores das médias, medianas, desvio-padrão, variância e as elasticidades. Tais valores foram obtidos tendo como base os anos de 2002 e 2009, inicial e final, respectivamente. O cálculo da variação foi obtido através da subtração do valor da variável do ano final e do ano inicial, e nos permite observar que entre este intervalo de tempo houve uma redução do valor da dívida para cerca de 37% dos países, enquanto a maioria apresentou aumento no valor da dívida em proporção ao PIB. É possível verificar também que a média do total de débitos governamentais dos países manteve-se constante com exceção do ano de 2009, fato que pode ser atribuído à crise financeira de proporção global.

TABELA 1: MÉDIA, MEDIANA, DESVIO-PADRÃO, VARIÂNCIA E ELASTICIDADE

Ano	2002			2009			Variação			Elasticidade
	País/ Variável	Dívida pública (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo (%)	Dívida pública (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo (%)	Dívida pública (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	
Austrália		8,58	4,75	5,84	8,15	3,43	5,04	-0,43	-1,31	-0,80
Áustria	60,40	3,35	4,97	64,31	1,24	3,94	3,91	-2,12	-1,03	-0,54
Bélgica	97,95	3,35	4,89	95,29	1,24	3,82	-2,66	-2,12	-1,07	0,79
Canadá	38,09	2,63	5,30	35,71	0,82	3,23	-2,39	-1,81	-2,06	0,76
Chile	15,68	3,93	3,93	6,14	1,75	5,71	-9,54	-2,18	1,79	0,23
República Tcheca	16,06	3,55	4,88	32,48	2,19	4,84	16,42	-1,36	-0,04	-0,08
Dinamarca	51,62	3,48	5,06	37,81	1,81	3,59	-13,82	-1,67	-1,47	0,12
Finlândia	41,28	3,35	4,98	37,60	1,24	3,74	-3,68	-2,12	-1,24	0,57
França	49,94	3,35	4,86	60,79	1,24	3,65	10,86	-2,12	-1,21	-0,19
Alemanha	36,05	3,35	4,78	43,77	1,24	3,22	7,72	-2,12	-1,56	-0,27
Grécia	109,20	3,35	5,12	125,70	1,24	5,17	16,50	-2,12	0,05	-0,13
Hungria	53,57	8,91	7,09	72,68	8,48	9,12	19,11	-0,43	2,04	-0,02
Islândia	35,26	8,97	7,96	87,19	11,28	8,04	51,93	2,31	0,08	0,04
Irlanda	27,91	3,35	4,99	45,95	1,24	5,23	18,04	-2,12	0,25	-0,12
Itália	99,52	3,35	5,03	106,55	1,24	4,31	7,03	-2,12	-0,72	-0,30
Japão	137,61	0,06	1,26	194,00	0,35	1,33	56,39	0,29	0,07	0,01
Coréia	17,57	4,81	6,59	32,56	2,63	5,17	14,98	-2,18	-1,42	-0,15
Luxemburgo	2,68	3,35	4,70	8,56	1,24	4,23	5,88	-2,12	-0,47	-0,36
México	21,90	7,44	8,54	28,24	5,52	5,83	6,34	-1,92	-2,72	-0,30
Holanda	41,46	3,35	4,89	49,87	1,24	3,69	8,42	-2,12	-1,20	-0,25
Nova Zelândia	28,49	5,67	6,53	27,54	3,03	5,46	-0,95	-2,63	-1,07	2,78
Noruega	18,99	6,91	6,38	26,06	2,46	4,00	7,07	-4,44	-2,39	-0,63
Portugal	58,68	3,35	5,01	81,14	1,24	4,21	22,46	-2,12	-0,80	-0,09
Eslováquia	35,06	7,77	6,94	33,60	1,24	4,71	-1,46	-6,54	-2,23	4,49
Espanha	43,94	3,35	4,96	46,14	1,24	3,97	2,19	-2,12	-0,98	-0,96
Suécia	46,78	4,07	5,30	37,84	0,40	3,25	-8,94	-3,67	-2,05	0,41
Suíça	28,18	1,13	3,20	20,71	0,36	2,20	-7,47	-0,77	-1,00	0,10
Turquia	69,24	59,50	64,99	46,28	10,98	11,65	-22,96	-48,53	-53,34	2,11
Reino Unido	39,13	3,99	4,90	75,06	1,20	3,65	35,93	-2,79	-1,25	-0,08
Estados Unidos	33,20	1,76	4,61	53,09	0,94	3,26	19,89	-0,82	-1,35	-0,04
Médias	45,47	5,98	7,28	54,03	2,46	4,64	8,56	-3,53	-2,64	0,36
Medianas	38,61	3,35	5,00	44,86	1,24	4,10	6,69	-2,12	-1,07	-0,06

FONTE: OCDE (2011). Elaboração própria

Em relação às taxas de juros, verifica-se que em apenas 7% do conjunto de países as taxas de juros de curto prazo aumentaram. As taxas de longo prazo apresentaram aumento em 20% dos países entre 2002 a 2009.

A elasticidade apresentada na tabela acima foi obtida a partir da variação da taxa de juros dividida pela variação da dívida em relação ao PIB e serve para medir a sensibilidade de uma variável em relação à outra, no caso, a taxa de juros de curto prazo em relação à dívida do governo. Este cálculo tem a função de mostrar a evolução das duas variáveis ao longo do período. Em relação ao sinal, quando este é negativo, significa que houve uma relação inversa entre taxa de juros e dívida, ou seja, quando um aumentou, o outro reduziu. Quando o sinal da elasticidade é positivo significa que a variação foi no mesmo sentido, então se a taxa subiu a dívida também subiu.

Cerca de 56,7% dos países apresentaram elasticidade taxa de juros da dívida negativa, enquanto 13 países, o que corresponde a 43,3%, apresentou elasticidade positiva. De acordo com a visão convencional a elasticidade deveria ser positiva para todos os países ou pelo menos para a maioria, na medida em que quanto maior a dívida maior a taxa de juros. Tal fato não se verificou nos resultados apresentados na tabela 1. Portanto, não há relação linear entre aumento da taxa de juros devido a aumento da dívida pública.

Em relação à média das elasticidades percebe-se que o valor apesar de positivo, foi muito baixo, mostrando que de fato pouco variaram as taxas de juros em relação às variações da dívida, no geral, para o conjunto dos países entre os anos de 2002 a 2009.

A tabela abaixo apresenta os testes de correlação e covariância, calculados a partir dos dados da tabela 1. Verifica-se que os valores da correlação entre taxa de juros de curto prazo foram semelhantes aos valores da correlação entre taxa de juros de longo prazo e dívida.

TABELA 2: CORRELAÇÃO E COVARIÂNCIA

	2002	2009
Correlação juros curto prazo e dívida	0,07	-0,02
Correlação juros longo prazo e dívida	0,09	-0,13
Covariância juros curto prazo e dívida	22,98	-1,97
Covariância juros longo prazo e dívida	30,54	-10,02

Fonte: Tabela 1. Elaboração própria

Sabe-se que quanto mais próximo de 1, maior a correlação entre duas variáveis. Como os resultados de correlação obtidos foram muito baixos é possível concluir que há baixa relação entre taxas de juros, tanto de curto como de longo prazo, e dívida pública para os países selecionados no intervalo de tempo apresentado. De forma que não é possível afirmar que quanto maior dívida pública do país maiores as taxas de juros.

A partir da obtenção do desvio-padrão geral, foi possível estabelecer um critério de referência para a classificação dos países quanto às dívidas e taxas de juros. Desta forma a média foi somada e subtraída do desvio padrão fornecendo um intervalo.

Para a classificação da dívida dos países foi adotado o limite estabelecido pelo Tratado de Maastricht, assinado em 1992, no qual os países interessados em adotar o euro como moeda deveriam manter a dívida pública em um patamar máximo de 60% do PIB. A escolha de tal parâmetro se mostra realista uma vez que no contexto atual de início de recessão na Europa, foi feito novo acordo entre os países com o objetivo de reduzir o patamar da dívida europeia.

Países que apresentaram média de valor para a dívida pública menor que 60% do PIB foram classificados como tendo dívida baixa, enquanto que dívida superior a 60% foi considerada alta. O critério utilizado para a classificação das taxas de juros de curto prazo foi os valores do desvio-padrão geral desta variável, conforme tabela abaixo:

TABELA 3: VALORES DE REFERÊNCIA PARA A CLASSIFICAÇÃO DOS PAÍSES

	Dívida pública (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo
Baixa	$x < 60$	$x < 0,05$
Média	-----	$0,05 \leq x \leq 8,96$
Alta	$x > 60$	$x > 8,96$

Fonte: Tabela 1. Elaboração própria

O estabelecimento de tal critério para a taxa de juros mostrou-se muito importante na medida em que poderia se incorrer em erros ao classificar tais variáveis apenas pela média. Com o uso do critério, a maioria dos países encontrou-se na classificação de taxa de juros média e dívida baixa. Ainda assim é possível verificar (TABELA 4) a ausência de relação direta entre dívida pública alta e taxa de juros alta.

Com o objetivo de verificar se a visão convencional condiz com a realidade do conjunto dos países, foi feita uma classificação da dívida pública e taxa de juros de curto prazo conforme seus tamanhos. Desta forma a classificação da taxa de juros de curto prazo dividiu-se em três: alta, média e baixa, enquanto a classificação da dívida pública em relação ao PIB foi considerada alta ou baixa.

Esta classificação teve como critério o desvio-padrão das taxa de juros de curto prazo nos intervalos dos anos de 2002 a 2009. A taxa de juros de longo prazo não foi utilizada para a classificação devido a sua semelhança à taxa de juros de curto prazo no que diz respeito às suas variações ao longo do período analisado. Tal classificação é apresentada abaixo:

TABELA 4: CLASSIFICAÇÃO DE PAÍSES POR DÍVIDA E TAXA DE JUROS ENTRE 2002 A 2009 (%)

Dívida pública	Taxa de juros de curto prazo			
		Baixa	Média	Alta
	Alta	3,33	20,00	0,00
Baixa	0,00	70,00	6,67	

Fonte: Tabela 1. Elaboração própria

A partir da tabela acima é possível verificar que nenhum país apresentou dívida pública elevada simultaneamente à taxa de juros elevada. Também não se verificou nenhum país com dívida baixa e taxa de juros baixa ou alta. A maioria dos países, 70%, durante o período analisado, 2002 a 2009, esteve com dívida baixa e taxa de juros média. Este fato deve-se ao uso do critério do desvio-padrão cujo uso estabeleceu um grande intervalo, classificando como médios vários resultados da taxa de juros, enquanto que a dívida nestes países por ser menor que 60% do PIB, é considerada baixa.

Entre os 3,33% dos países que apresentaram dívida pública alta e taxa de juros baixa está o Japão, cuja situação é interessante na medida em contraria o suposto da visão convencional. Outra verificação relevante diz respeito 20% ao países que apresentaram dívida alta e taxa de juros média, são países como Portugal, Bélgica, Itália e Grécia, estes dois últimos encontram-se em crise econômica.

Entre os 6,67% dos países com dívida baixa e taxa de juros alta estão Islândia e Turquia, este último, por exemplo, tinha uma taxa de juros muito elevada em 2002 (tabela 1), de quase 60%, mas foi apresentando redução desta, sendo que em 2009, a taxa de juros de curto prazo foi de 10,98. Portanto, de acordo com a trajetória de sua taxa de juros e dívida faz sentido que esteja classificado desta forma – dívida baixa e taxa alta.

Foram classificados 70% dos países como tendo dívida baixa e taxa de juros média, são eles: Luxemburgo, Austrália, Chile, México, Estados Unidos, República Tcheca, entre outros. De fato, Luxemburgo apresentou taxas baixas de dívida pública em relação ao produto. Em 2002, por exemplo (tabela 1), foi

de apenas 2,7, sendo que a variação em relação a 2009 foi de 5,8, ou seja, ao longo do período houve crescimento da proporção dívida/pib. Austrália e Chile apesar de terem dívida mais elevada foram classificadas da mesma forma por estarem dentro do intervalo definido como critério.

É interessante observar que nenhum país apresentou dívida elevada e taxa de juros elevada o que nos leva a refutar a ideia convencional de que uma elevada dívida afeta diretamente a taxa de juros, aumentando-a. Também não houve nenhum país que apresentou dívida baixa e taxa de juros baixa, o que confirma a ideia de inexistência de correlação direta entre elevação da dívida pública e taxa de juros alta.

3.2 CONCLUSÃO DA ANÁLISE EMPÍRICA

A partir dos resultados expostos é possível concluir que não existe relação direta como supõe a visão convencional, entre alta dívida pública e alta taxa de juros, porque como vimos, a maioria dos países que possuem alto endividamento apresentou baixa taxa de juros para todos os anos no período verificado.

A quantidade de países que tiveram tanto alta taxa de juros quanto alta dívida é baixa. Na maioria dos casos se encontra dívida pública média com taxa de juros média, baixa ou alta. Esse resultado torna necessária a busca por uma teoria mais adequada, capaz de explicar a relação entre dívida pública e juros de forma a considerar situação de baixa taxa de juros aliada à dívida pública em elevação. E que também explique a situação peculiar brasileira, a ser verificada nas próximas seções.

Portanto, partindo da conclusão de que os países que possuem elevada dívida pública em relação ao PIB não possuem necessariamente elevada taxa de juros, como a visão convencional supõe, pretende-se analisar as causas da alta taxa de juros no Brasil e sua relação com a dívida pública, por meio do estudo das funções da dívida e seu perfil.

4. DÍVIDA PÚBLICA E TAXA DE JUROS POR KEYNES

A visão convencional, apresentada na seção 2 não se mostrou suficiente para explicar a relação entre dívida pública e taxa de juros. Para que possamos fazer a análise do caso brasileiro faz-se necessário, portanto o uso de outra base teórica que explique o motivo da taxa de juros brasileira ser elevada.

Nesta seção serão apresentados os principais conceitos keynesianos que nos ajudarão a entender a relação entre dívida pública e taxa de juros e a relação desta com outras variáveis que podem melhor explicá-la.

4.1 TAXA DE JUROS, INCERTEZA E PREFERÊNCIA PELA LIQUIDEZ

Um conceito importante na teoria keynesiana é o princípio da demanda efetiva, pois a partir deste é possível compreender o porquê a taxa de juros não é afetada pela poupança, sendo um fenômeno monetário. Segundo este princípio o total de gastos em uma economia é igual ao total da renda, de forma que a poupança é igual ao nível de investimentos em um determinado período. Desta forma a taxa de juros não é determinada pela decisão de poupar ou investir (KEYNES *apud* MELLO, 2010).

Considerando que o princípio da demanda efetiva estabelece que o total da renda é igual ao valor dos gastos em uma economia, os indivíduos só podem definir o quanto gastar e não o quanto consumir. O investimento não é, portanto, financiado pela poupança, não afetando a taxa de juros, a qual tem outra origem, a ser investigada a seguir.

Os conceitos de preferência pela liquidez e incerteza são os fios condutores da Teoria Keynesiana que melhor explica as razões da taxa de juros sofrerem alterações. A taxa de juros é para Keynes “a recompensa da renúncia à liquidez, é uma medida de relutância dos que possuem dinheiro alienar o seu direito em dispor do mesmo” (KEYNES, 1936, P. 137).

A taxa de juros keynesiana não é simplesmente a taxa que equilibra os mercados financeiros, conforme explica Keynes, mas sim o preço que relaciona

a quantidade de moeda disponível à vontade de se manter riqueza líquida (KEYNES, 1936)

A incerteza, segundo Keynes, é a condição necessária para a existência da preferência pela liquidez pela moeda. É a incerteza dos agentes em relação ao futuro que faz surgir tal preferência. De forma que os agentes prefeririam guardar sua riqueza em forma de moeda a outro ativo, na medida em que este outro ativo possui riscos de perda, o agente só escolherá guardar sua riqueza desta forma se obtiver ganhos, em forma de juros.

Por liquidez podemos entender a facilidade em se transformar um ativo em dinheiro, sendo que a moeda é o ativo mais líquido. Os agentes trocam liquidez por rendimento de forma que só irão abrir mão de ter um ativo mais líquido por outro menos líquido se para isso obtiverem algum ganho financeiro, no caso, os juros.

A preferência pela liquidez decorre de três motivos: transação, precaução e especulação. O motivo transação está relacionado ao uso da moeda para transações correntes, ou seja, os agentes precisam deter moeda para usar em transações de trocas correntes, este motivo subdivide-se em renda e negócios. Enquanto o motivo precaução surge da necessidade de reter moeda para se precaver de eventuais imprevistos. Por fim o motivo especulação objetiva a obtenção de lucros através de informações privilegiadas (KEYNES, 1936).

O custo para se obter o dinheiro quando necessário, tem impacto direto na força destes motivos, ou seja, os indivíduos podem preferir manter mais dinheiro por algum dos três motivos acima apresentados quando maior for a dificuldade de “resgatarem” o ativo:

Se os recursos líquidos só podem ser retirados mediante o sacrifício da compra de um bem lucrativo, esta circunstância aumenta o custo relativo de sua retenção e, portanto, debilita o motivo para guarda certo montante de recursos líquidos. Se os depósitos auferem juros ou se se evitam despesas bancárias conversando o dinheiro, isso diminui o custo e reforça o motivo (KEYNES, 1936, 157)

Keynes explica que a curva de preferência pela liquidez é uma curva regular, na medida em que, ao relacionar taxa de juros e quantidade de moeda,

decrece quando esta aumenta. Isto ocorre por dois motivos, o primeiro é que quando os juros sofrem queda, a preferência pela liquidez pelo motivo transação aumenta. O outro motivo é que os indivíduos poderão preferir conservar mais moeda ao temerem nova queda futura da taxa de juros (KEYNES, 1936).

O volume de moeda necessário para atender aos motivos transação e precaução decorre da atividade geral do sistema econômico na medida em que depende do nível de renda em termos monetários, enquanto a administração do sistema monetário exerce influência sobre o motivo especulação, cujos determinantes são os mais complexos em relação aos outros motivos. (KEYNES, 1936)

Keynes esclarece a importância da distinção entre as variações das taxas de juros que podem ser de dois tipos. O primeiro tipo de variação da taxa de juros deve-se a mudanças na oferta de moeda destinada ao motivo especulação. O segundo tipo relaciona-se a mudanças nas expectativas sobre possíveis ganhos com a especulação. Isto significa que a taxa de juros se ajusta mesmo sem a ocorrência de transações, apenas quando as expectativas afetam as opiniões em conjunto:

(...) no caso mais simples e que todos os indivíduos tem opiniões e interesses semelhantes, uma alteração nas circunstâncias ou nas expectativas não ocasionará qualquer deslocamento de moeda; apenas modificará a taxa de juros no grau necessário para contrabalançar o desejo que, ao nível anterior de juro, cada indivíduo sentia no sentido de desde que todos mudem, no mesmo grau, suas ideias quanto à taxa que os induzam a alterar suas reservas líquidas, não resultará transação alguma (...) (KEYNES, 1936, p. 159).

É a mudança de cenário, para Keynes, a responsável pelas flutuações nas taxas de juros, ou seja, uma alteração nas expectativas dos indivíduos baseados em novas informações ou notícias, por exemplo, que alterem sua vontade de ficar mais ou menos líquido, levará à uma nova posição de equilíbrio da taxa de juros. Portanto “a taxa de juros é um fenômeno basicamente psicológico” (KEYNES, 1936, p. 161)

4.2 ABORDAGEM DA POLÍTICA FISCAL NA TEORIA KEYNESIANA

Em uma economia que não está pleno emprego, os gastos do governo poderiam evitar o início de uma recessão, levando a economia ao nível de pleno emprego, de forma que não existiriam forças endógenas que, sozinhas, levassem a economia ao ponto de equilíbrio no curto prazo.

Como ponto de equilíbrio pode-se entender uma situação em que toda a produção é absorvida pela demanda em determinado nível de renda, emprego e preços. Desta forma, como a economia não consegue atingir a situação ideal, o governo tem a função de controlar a demanda agregada para estabilizar a economia (REZENDE, 2010, p.296). Ocorre que quando há uma queda no nível de renda, em função de queda no investimento, o consumo se reduz fazendo com que os preços caiam e a incerteza aumente. O inverso ocorre quando a renda aumenta, de forma que:

Quando o emprego aumenta, aumenta também, a renda real agregada. A psicologia da comunidade é tal que, quando a renda real agregada aumenta, o consumo de agregado também aumenta, porém não tanto quanto a renda. Em consequência os empresários sofreriam uma perda se o aumento total do emprego se destinasse a satisfazer a maior demanda para consumo imediato. (KEYNES, 2009, p. 39-40)

Tal processo leva à queda no nível de investimentos causando nova queda no nível de renda. Neste sentido o aumento dos gastos públicos poderia estimular a atividade econômica na medida em que financiaria a economia em períodos de recessão. Os gastos de governo seriam então eficientes para estimular a demanda agregada, tendo efeitos positivos sobre o nível de atividade econômica.

Quando o governo gasta mais do que arrecada, está emitindo dívidas geralmente em formas de títulos que rendem juros, então o governo toma emprestado do público como forma de financiar seu déficit:

Acredita-se que déficits permanentes devem ser evitados porque nenhum governo pode operar de uma maneira que gere expectativas de que ele não será capaz de quitar suas dívidas, isto é, a expectativa de que a dívida será apenas 'rolada'. Embora não haja uma relação específica dívida- PIB ou déficit – PIB (...) o governo

pode ser forçado a impor austeridade a sua população a fim de aplacar os mercados internacionais antes de ser levados a vender títulos internacionalmente. (WRAY, 2003, p.94)

Apesar de não ser desejável manter déficits permanentes, estes “são a norma teórica e prática numa economia moderna” (WRAY, 2003, p.94). Portanto, o crescimento econômico precisaria de déficits governamentais para se sustentar, de forma que o “o mínimo que um governo pode praticar continuamente é, do ponto de vista teórico, um orçamento” (WRAY, 2003, p.100).

Partindo do conceito de demanda efetiva, a teoria keynesiana considera a política fiscal adotada por um governo como sendo um instrumento de elevada importância na medida em que ao afetar as variáveis que compõem a demanda agregada como, por exemplo, a propensão marginal a consumir, alterações no gasto público podem afetar de forma positiva o nível da atividade produtiva:

À medida que o incentivo do indivíduo para poupar depender dos futuros rendimentos que espera, ele evidentemente dependerá não só da taxa de juros, como também da política fiscal do governo. (...) Se a política fiscal for usada como um instrumento deliberado para conseguir maior igualdade na distribuição das rendas, seu efeito sobre o aumento da propensão a consumir será, naturalmente, tanto maior. (KEYNES, 1936, p.87)

Portanto, Keynes considera que uma elevação da dívida aumentaria a propensão marginal a consumir de forma que este aumento no consumo levaria a um aumento no nível da demanda agregada. Apesar de o aumento dos gastos públicos indicar um possível aumento dos impostos no futuro, ainda assim os indivíduos tendem a aumentar os gastos no presente, o que por sua vez gera aumento na demanda agregada, aquecendo a economia.

4.3 CONCLUSÃO

De acordo com o exposto acima e ao contrário da visão convencional, a vertente keynesiana pode explicar a alta taxa de juros em um país, no caso o Brasil, como consequência do excesso de preferência pela liquidez. Isto porque a taxa de juros não depende do equilíbrio entre demanda e oferta de fundos emprestáveis, mas tem origem nas transformações dos prazos de poupança a partir da elevada preferência pela liquidez.

5 ECONOMIA BRASILEIRA

Esta parte do trabalho irá analisar dados da economia brasileira com o objetivo de compreender a função da dívida pública brasileira e investigar os motivos pelos quais taxa de juros brasileira é elevada.

5.1 TAXA DE JUROS E DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

Conforme abordado nas seções anteriores, não foi possível identificar relação direta entre crescimento da dívida pública e aumento das taxas de juros para o grupo dos países selecionados. No caso brasileiro também não é possível encontrar tal relação de juros altos como consequência da relação dívida-PIB. O gráfico abaixo ilustra a relação destas variáveis ao longo do período 2002-2009:

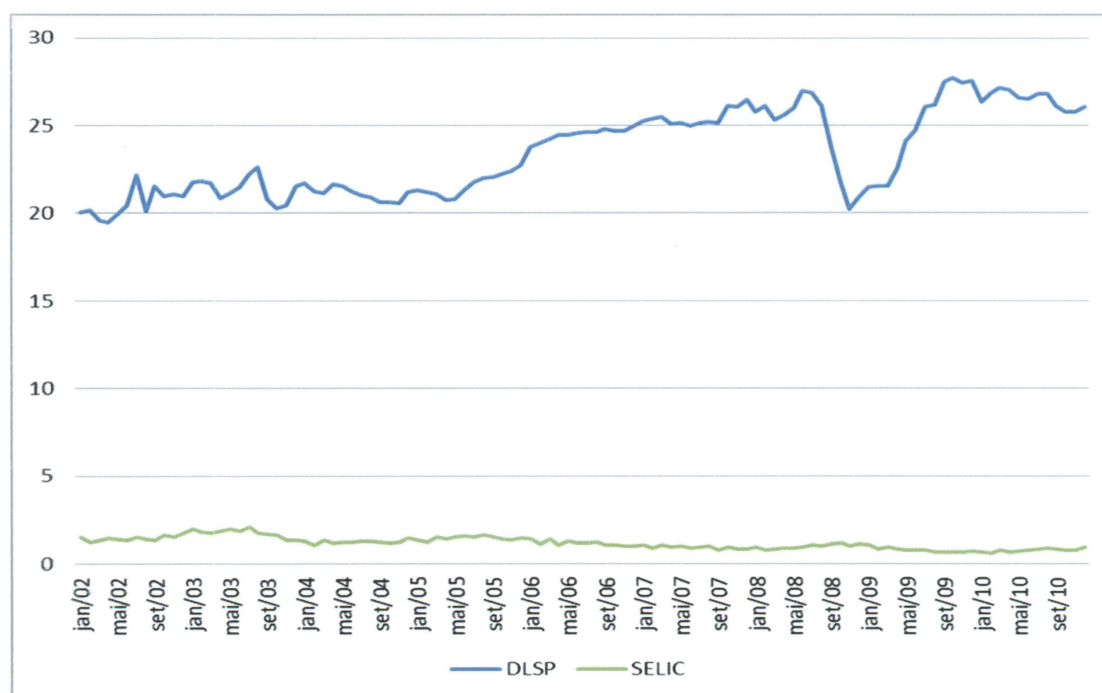


GRÁFICO 5: RELAÇÃO DLSP (%PIB) E TAXA SELIC (MÊS)

Fonte: Banco Central (2011). Elaboração própria

É possível verificar que nos momentos de aumento da DLSP (composta pelo total de crédito de débitos do governo) não necessariamente houve aumento da taxa SELIC. A partir de 2005, por exemplo, a dívida começa a apresentar elevação, porém a taxa de juros mantém-se relativamente estável ou mesmo em queda. No início de 2008 verifica-se queda na proporção DLSP/PIB enquanto a taxa também se manteve estável, enquanto no final de 2009, esta proporção sobe sem que as taxas de juros acompanhem tal comportamento.

Durante o período de crise mundial, houve uma queda na DLSP. Segundo Santos (2010), esta queda deveu-se ao aumento da arrecadação de impostos, a queda na conta de juros, o crescimento do PIB cujo aumento reduz a relação dívida-PIB além da desvalorização da taxa cambial. Após este período, houve uma “forte reversão da tendência de queda” porque o PIB apresentou redução real e a taxa de câmbio se valorizou. (SANTOS, 2010, p. 26-27)

Na tabela abaixo é possível confirmar esta trajetória da DLSP e a taxa de juros SELIC:

TABELA 5: EVOLUÇÃO MÉDIA DA DLSP (% PIB), TAXAS CDI E SELIC (MENSAIS)

	DLSP	CDI	SELIC
2002	20,55	1,47	1,47
2003	21,40	1,76	1,76
2004	21,13	1,26	1,26
2005	21,64	1,46	1,46
2006	24,50	1,17	1,18
2007	25,46	0,94	0,94
2008	24,61	0,98	0,99
2009	24,87	0,79	0,79
2010	26,48	0,78	0,78

Fonte: Banco Central (2011)

Considerando a DLSP do governo, verifica-se uma elevação de 6 pontos percentuais entre 2002 a 2010, enquanto as taxas CDI e SELIC, que caminham juntas, apresentaram, na média, redução de quase metade de seu valor em relação a 2002.

Portanto, o Brasil, durante o período 2002-2010, ao apresentar aumento da DLSP em relação ao PIB, não segue a ideia convencional sobre existência de relação direta entre crescimento da dívida pública e elevação da taxa de juros, assim como o conjunto de países analisados anteriormente. Desta forma, será analisada na próxima subseção, dados referentes a composição da dívida cuja função pode ajudar a entender as taxas de juros brasileiras.

5.2 ANÁLISE DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

Nesta seção serão apresentados os tipos de títulos que compõe a dívida e em seguida será feita uma análise da evolução do perfil da dívida desde o governo FHC até o governo Lula.

A dívida pública federal engloba a dívida interna e externa do governo, de forma que a dívida interna é conhecida por dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) e é composta por títulos públicos. A forma como se compõe a DPMFi pode revelar as escolhas do governo para um determinado período no que tange riscos tanto de mercado como de refinanciamento. (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS; P. 110-111,2009)

O Tesouro Nacional emite títulos através de leilões, entre os principais estão: letras do tesouro nacional (LTN), letras financeiras do tesouro (LFT), nota do tesouro nacional série B (NTN-B), notas do tesouro nacional principal série C (NTN-C) e notas do tesouro nacional série F (NTN-F). (TESOURO, 2011)

As LTN's possuem taxa fixa de rentabilidade determinada no momento da compra, paga no vencimento, enquanto que as LFT's possuem rentabilidade diária e estão atreladas à taxa básica de juros (SELIC). A NTN-B cuja rentabilidade está vinculada à variação do IPCA, tem seus juros pagos no vencimento e semestralmente, enquanto a NTN-C tem rentabilidade vinculada

também a um índice de preços, o IGP-M (Índice geral de preços). Por fim, a NTN-F tem rentabilidade pré- fixada.(ibid)

A tabela abaixo apresenta a composição dos títulos públicos federais por indicador no período do Governo FHC:

TABELA 6: TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS E OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO GOVERNO FHC (PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL POR INDEXADOR)

Ano	Saldo (R\$ milhões)	Over/Selic	Câmbio	Pré- fixado	TR	Índices de preços	Outros	Open market	Total
1994	419662,72	20,42	10,32	39,06	14,38	19,24	1,42	-4,84	100
1995	983422,24	29,91	10,89	43,04	17,64	10,59	4,07	-16,15	100
1996	1817710,78	22,09	7,95	57,70	9,28	2,41	1,07	-0,50	100
1997	2385209,51	20,69	11,77	57,25	8,97	1,50	1,02	-1,19	100
1998	3675332,78	45,89	17,68	27,51	6,19	0,49	0,37	1,88	100
1999	4805690,84	60,00	25,17	7,52	4,23	0,41	0,43	2,24	100
2000	5773581,37	54,46	21,85	13,53	4,72	4,89	0,11	0,43	100
2001	6906138,82	51,01	27,67	10,90	4,22	7,02	0,03	-0,87	100

Fonte: Banco Central (2011). Elaboração própria.

É possível verificar que houve um aumento substancial dos títulos vinculados à Selic. Títulos vinculados ao Câmbio também apresentaram aumento de 1994 a 2001, porém entre 1997 a 1999 houve uma queda brusca cujo motivo está relacionado à crise cambial no período que será apresentada em seguida.

Ao contrário deste período FHC, em que verificou uma queda na procura por títulos vinculados a preços, durante o governo Lula houve um aumento na procura por estes títulos, que em 2010 representou mais de 20% da composição do total de títulos públicos federais, conforme tabela:

TABELA 7: TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS E OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO NO GOVERNO (PARTICIPAÇÃO POR INDEXADOR)

Ano	Saldo (R\$ milhões)	Over/Selic	Câmbio	Pré- fixado	TR	Índices de preços	Outros	Open market	Total
2002	7982450,91	51,47	26,28	7,05	2,08	9,24	0,01	3,87	100
2003	8882407,56	59,57	13,28	5,59	1,77	11,84	0,01	7,96	100
2004	10036864,39	53,94	7,42	14,95	1,75	13,38	0,00	8,56	100
2005	11365556,98	54,18	3,42	22,08	2,33	13,50	0,00	4,49	100
2006	13226358,11	40,61	1,95	28,94	2,00	20,17	0,00	6,33	100
2007	15854134,89	31,90	0,97	32,40	2,03	21,62	0,00	11,09	100
2008	17854870,69	29,40	0,76	27,66	1,55	23,51	0,00	17,13	100
2009	20750753,82	29,13	0,67	23,49	1,08	22,24	0,00	23,39	100
2010	22520170,61	27,70	0,52	27,55	0,83	23,24	0,00	20,16	100

Fonte: Banco Central (2011). Elaboração própria.

De acordo com a tabela acima é possível identificar forte tendência ao aumento da participação no total da dívida dos títulos relacionados ao índice de preços e aos pré-fixados, que fornecem proteção à inflação, enquanto que ocorreu queda nos títulos do câmbio, da TR e da SELIC, ainda que esta possua participação expressiva no total. No gráfico seguinte se visualiza melhor tal evolução da composição por indexadores:

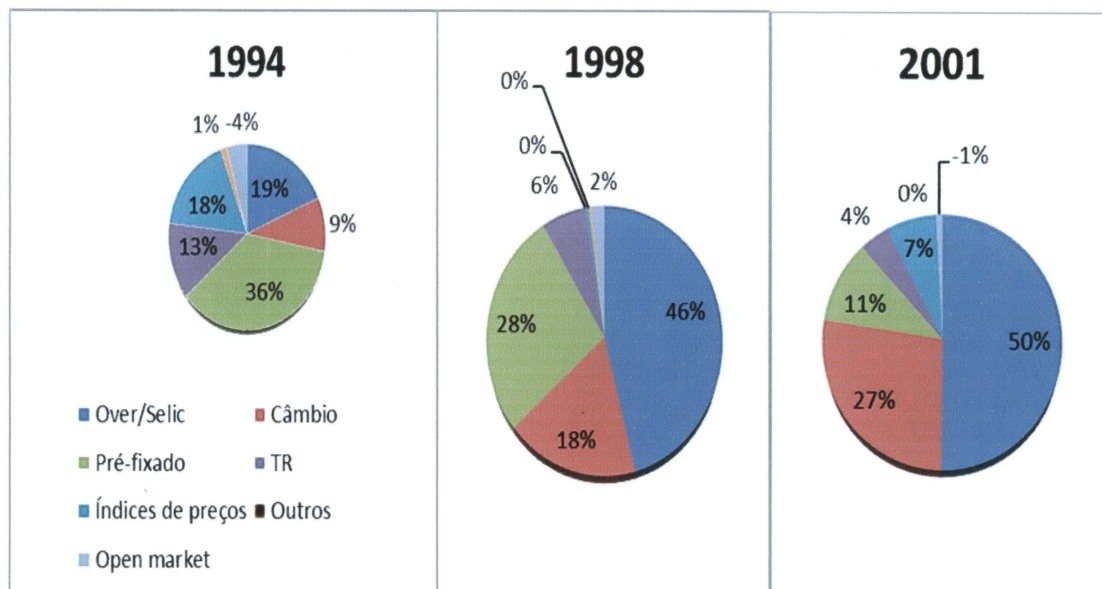


GRÁFICO 6: EVOLUÇÃO NA COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS POR INDEXADOR NO GOVERNO FHC

FONTE: Banco Central (2011). Elaboração própria

É possível notar aumento na quantidade de títulos atrelados à Selic e ao câmbio e a redução dos prefixados no período de 1994 a 2001. Tal alteração na composição dos títulos é explicada pela crise cambial ocorrida no período de 1999, no qual houve uma “transferência” do risco cambial do setor privado para o setor público.

Os títulos cuja rentabilidade estava vinculada ao câmbio acabaram por funcionar como *hedge* da economia, o que permitiu aos agentes econômicos se proteger das alterações cambiais. Este foi o motivo da crise não ter tomado dimensões maiores no período. (GREMAUD, 2007, P.469-490)

O perfil da dívida pública brasileira atual é composto em sua maior parte, por títulos atrelados a SELIC e títulos pré-fixados, os quais tiveram crescimento graças a confiança dos agentes na estabilidade inflacionária. Isto porque esses títulos tendem a perder espaço quando há expectativa de grande inflação futura, o que relaciona-se a noção de incerteza de Keynes.

O fato de dívida estar em grande parte – cerca de 28% em 2011- atrelada a SELIC pode ser desfavorável na medida em que uma elevação desta taxa implica em aumento da dívida devido a sua composição. Santos

(2010) destaca o peso da conta de juros cujo crescimento foi elevado durante a crise, chegando a 5,4% do PIB em 2008.

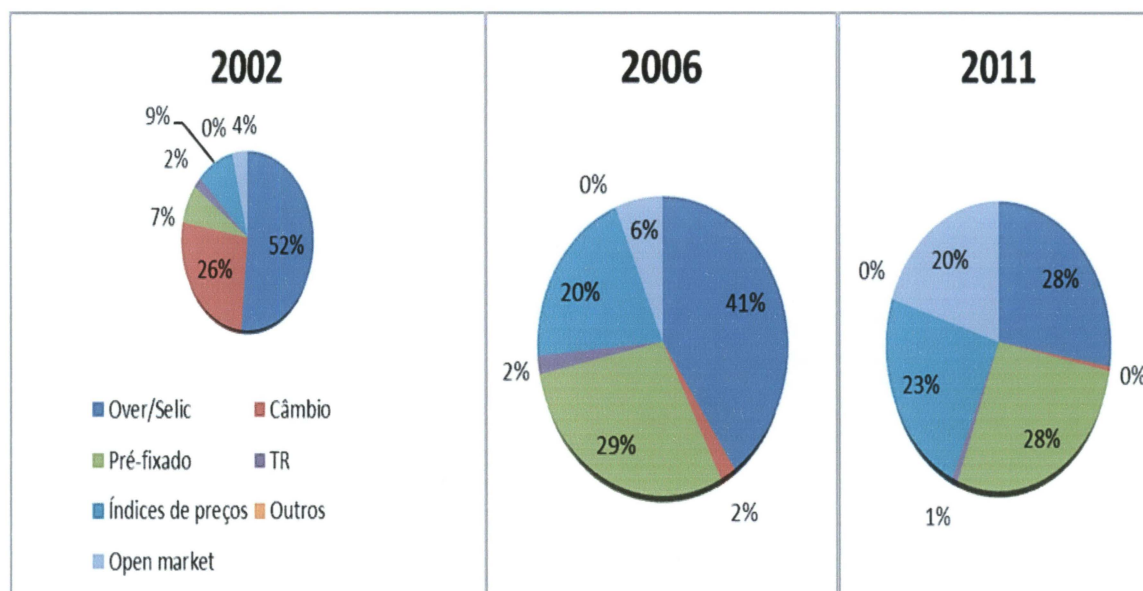


GRÁFICO 7: EVOLUÇÃO NA COMPOSIÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS POR INDEXADOR NO GOVERNO LULA

FONTE: Banco Central (2011). Elaboração própria

Entre 2002 a 2006 houve uma mudança do perfil da dívida pública brasileira, conforme é possível verificar nos gráficos acima, com redução da participação dos títulos indexados ao câmbio, o que faz aumentar a dívida em 1999, quando houve a crise cambial.

Essa mudança de composição faz sentido na medida em que a função dos títulos públicos é servir de *hedge* aos agentes econômicos, ou seja, oferecer uma alternativa mais rentável e desta formar drenar o excesso de liquidez. Foi o ocorrido com a oferta de títulos indexados ao câmbio no período de crise cambial (1999). A venda de títulos tem como propósito:

“(...) garantir a taxa de juros overnight, porque o dispêndio governamental não coberto por tributos (dispêndio deficitário) cria um montante igual de reservas no sistema bancário. A tomada de empréstimos pelo governo exerce-se como uma drenagem de reserva, a dívida federal mantida publicamente pode ser

caracterizada como uma conta de manutenção da taxa de juros(...)"
(WRAY, 2003, p. 117)

Uma vez que a função dos títulos não é financiar a dívida pública, e sim drenar as reservas, e de acordo com o conceito de que as taxas de juros, conforme Keynes (1936), são a recompensa pela liquidez, é possível compreender que as taxas de juros brasileiras não são função do tamanho da dívida pública, mas sim o prêmio pago por "abrir mão" da liquidez em reter moeda a comprar títulos cuja liquidez é menor.

Além disso, também é possível concluir a partir desta análise da evolução do perfil da dívida, que com a redução dos títulos atrelados a taxa cambial, a economia tornou-se menos vulnerável a choques externos, na medida em que uma elevação brusca na moeda estrangeira poderia causar explosão da dívida. Isto é, na interpretação Keynesiana, a dívida pública é função da necessidade de proteção que os agentes precisam obter contra fatores de risco incalculáveis e a taxa de juros meramente expressa a taxa de desconfiança no futuro.

Não é, portanto o volume da dívida pública que afeta a taxa de juros, conforme os dados apresentados, mas o contrário pode ser verdadeiro, ou seja, em virtude da composição da dívida ter grande participação de títulos indexados à SELIC, então um aumento desta pode levar ao aumento da dívida pública, ou seja, a evolução desta depende de sua composição.

De forma geral, deve-se perceber uma correlação entre volume de dívida de certa característica e a taxa de juros cobrada sobre esse tipo de dívida na medida em que os agentes procurarão mais daquela dívida que melhor lhe proteger daquele fator que maior risco apresenta para sua riqueza. Simetricamente, quanto maior o risco que aquele fator representar maior a taxa de juros sobre o título público indexado por ele.

6. CONCLUSÃO

Por meio da análise empírica feita no segundo capítulo foi possível constatar que a visão convencional, por sua vez apresentada em linhas gerais posteriormente, não condiz com a realidade do conjunto dos países usados como exemplo nem à realidade brasileira.

Foi possível verificar que a ideia convencional de que a dívida pública relaciona-se diretamente com a taxa de juros não vai de acordo com a realidade de vários países, não sendo, portanto uma regra. Ao contrário, os keynesianos, ao relacionarem taxa de juros à liquidez, conseguem melhor explicar a situação brasileira. Também segundo a visão convencional, a função da dívida seria financiar os gastos públicos, isto, porém, não ocorre uma vez que o gasto é efetuado antes de se emitirem os títulos, de forma que a função destes é outra.

A partir desta constatação buscou-se compreender, pela ótica keynesiana, as possíveis explicações para a taxa de juros brasileira, para tanto, foi feita uma análise da dívida e da composição dos títulos públicos.

Sendo a função dos títulos públicos drenar o excesso de reservas, reduzindo a liquidez, e oferecer *hedge* aos agentes, entendemos que no caso brasileiro a dívida é elevada porque é composta principalmente por títulos indexados a SELIC, além dos títulos pré fixados.

Desta forma, as taxas de juros são uma recompensa pela renúncia a liquidez que os agentes fazem ao compra-los, ou seja, os agentes demandam no Brasil, um elevado valor para abrir mão da liquidez. E o governo acaba por oferecer uma garantia ao vender tais títulos vinculados à taxa de juros, que tem se mantido estável, o que cria um contexto de segurança na manutenção de tais títulos em carteira.

Portanto, a partir da compreensão da função da dívida e da taxa de juros e como se relacionam, pode ser interessante, devido ao perfil da dívida, reduzir a pressão dos juros sobre a dívida pública brasileira, de forma que a redução da dívida com o objetivo de reduzir os juros, portanto, pode não ser eficiente.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL- BACEN. **Séries históricas**. Disponível em:< <http://www.bcb.gov.br/?SERIETEMP>> Acesso em 30 mar. 2011.

CARNEIRO, R (2010). **O desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidades e riscos**. *Textos avulsos. Observatório da Economia Global. IE/UNICAMP(4)*.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S.; STARTZ, R. **Macroeconomia**. São Paulo> McGraw Hill, 2009.

FRIEDMAN, Milton. **A Teoria Quantitativa da Moeda: reestabelecimento**. In Carneiro, Ricardo. *Clássicos da Economia*. São Paulo: Ática. 1997. p. 234-253.

GREMAUD, A. P.; JÚNIOR, R. T.; VASCONCELLOS M. A. de S. **Economia Brasileira Contemporânea**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

HEMMINGH, R.; KELL, M.; MAHAFOUZ, S. **A Eficácia da Política Fiscal no Estímulo à Atividade Econômica** — Um Exame da Literatura. Estudo da série *Working Papers* do Fundo Monetário Internacional - Dezembro de 2002.

Disponível em:

<http://www.esaf.fazenda.gov.br/esafsite/CCB/program_2005/arquivos/FP/p3-2.pdf> Acesso em 10 nov. 2011

INSTITUTO DE PESQUISA ECONOMICA APLICADA. **Contas Nacionais, dez.2002/dez.2010**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>> Acesso em:30 mar. 2011.

IBGE. **Indicadores Econômicos**. Disponível em : < www.ibge.gov.br> Acesso em: 05 mai. 2011

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2009.

LOPES, L. M.; DE VASCONCELLOS, M.; **Manual de macroeconomia**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2008

LOPREATO, F. L. (2006). **O papel da política fiscal**: um exame da visão convencional. *Texto para discussão. IE/UNICAMP*, 119. fev.

MELLO, G.; CHILIATTO-LEITE, M. V. **Contração fiscal reduz os juros?** Uma crítica keynesiano-marxista. In: IV Encontro Internacional da AKB, 2011, Rio de Janeiro. Anais do IV Encontro Internacional da AKB, 2011.

OCDE. **Organisation for Economic Co-operation and Development**.

Disponível

em: <http://www.oecd.org/document/0,3746,en_2649_201185_46462759_1_1_1_1,00.html>

REZENDE, F. **Finanças públicas**. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

SANTOS, C. H. (2010). **Um panorama Macroeconômico das Finanças Públicas 1995/2009**. In: J. A. Castro, C. H. Santos & J. A. Ribeiro [Orgs], *Tributação e equidade no Brasil: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2008-2009*. Brasília: Ipea

SERRANO, F., & BRAGA, J. (2006). **O mito da contração fiscal expansionista** nos EUA durante o governo Clinton. *Economia e Sociedade*, 15, n.2 (27), 213-239.

SILVA, A.C.; de CARVALHO, L.O.; de MEDEIROS, O.L. (org.) **Dívida Pública: A Experiência Brasileira**. Secretaria do Tesouro Nacional. 2009. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/livro_divida.asp>.

TESOURO NACIONAL. **Glossário.** Disponível em:
http://www.tesouro.fazenda.gov.br/servicos/glossario/glossario_d.asp> Acesso em: 05 maio 2011.

WRAY, L. R. **Trabalho e moeda hoje:** a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Rio de Janeiro: Contraponto, 2003. p.93-116.

WIKIPEDIA. **A enciclopédia livre.** Disponível em:
<http://en.wikipedia.org/wiki/Crowding_out_%28economics%29> Acesso em 12/12/2011.

ANEXOS

Ano	2002			2003			2004			2005		
Pais/ Variável	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)
Austrália	8,6	4,7	5,84	7,5	4,9	5,37	6,7	5,5	5,59	6,3	5,6	5,34
Aústria	60,4	3,4	4,97	60,9	2,4	4,15	62,2	2,1	4,15	62,1	2,2	3,39
Belgica	97,9	3,4	4,89	95,4	2,4	4,15	92,8	2,1	4,06	91,8	2,2	3,37
Canadá	38,1	2,6	5,30	35,9	3,0	4,80	32,1	2,4	4,58	30,2	2,8	4,07
Chile	15,7	3,9	..	13,0	2,8	..	10,7	1,8	..	7,3	3,5	6,05
República Tcheca	16,1	3,5	4,88	19,1	2,3	4,12	21,1	2,4	4,82	23,2	2,0	3,54
Dinamarca	51,6	3,5	5,06	49,6	2,4	4,31	47,0	2,1	4,30	39,3	2,2	3,40
Filândia	41,3	3,4	4,98	43,5	2,4	4,14	41,9	2,1	4,11	38,2	2,2	3,35
França	49,9	3,4	4,86	51,9	2,4	4,13	52,6	2,1	4,10	53,3	2,2	3,41
Alemanha	36,1	3,4	4,78	37,7	2,4	4,07	39,2	2,1	4,04	40,4	2,2	3,35

Ano	2006			2007			2008			2009		
	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)
Pais/ Variável												
Austrália	5,8	6,0	5,59	5,2	6,7	5,99	4,9	7,0	5,82	8,1	3,4	5,04
Austria	60,6	3,1	3,80	58,1	4,3	4,30	59,6	4,6	4,36	64,3	1,2	3,94
Belgica	87,6	3,1	3,81	85,3	4,3	4,33	90,2	4,6	4,40	95,3	1,2	3,82
Canadá	28,0	4,1	4,21	25,1	4,6	4,27	28,6	3,5	3,60	35,7	0,8	3,23
Chile	5,3	4,8	6,13	4,1	5,2	6,09	5,2	7,3	7,00	6,1	1,7	5,71
República Tcheca	24,9	2,3	3,80	25,2	3,1	4,30	27,1	4,0	4,63	32,5	2,2	4,84
Dinamarca	32,7	3,1	3,81	27,8	4,3	4,29	32,4	4,9	4,28	37,8	1,8	3,59
Filândia	35,6	3,1	3,78	31,2	4,3	4,29	29,5	4,6	4,29	37,6	1,2	3,74
França	52,1	3,1	3,80	52,1	4,3	4,30	54,2	4,6	4,23	60,8	1,2	3,65

Ano	2002			2003			2004			2005		
Pais/ Variável	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)
Grécia	109,2	3,4	5,12	105,8	2,4	4,27	108,3	2,1	4,26	110,3	2,2	3,59
Hungria	53,6	8,9	7,09	56,3	8,2	6,77	55,7	11,3	8,29	58,1	7,0	6,60
Islândia	35,3	9,0	7,96	33,3	5,3	6,65	28,2	6,3	7,49	19,4	9,4	7,73
Irlanda	27,9	3,4	4,99	26,9	2,4	4,13	25,4	2,1	4,06	23,6	2,2	3,32
Itália	99,5	3,4	5,03	96,8	2,4	4,30	96,2	2,1	4,26	97,5	2,2	3,56
Japão	137,6	0,1	1,26	140,9	0,0	1,00	156,7	0,0	1,49	164,3	0,0	1,35
Coréia	17,6	4,8	6,59	20,7	4,3	5,05	23,7	3,8	4,73	27,6	3,6	4,95
Luxemburgo	2,7	3,4	4,70	1,7	2,4	3,32	1,4	2,1	2,84	0,8	2,2	2,41
México	21,9	7,4	8,54	22,1	6,5	7,37	20,7	7,1	7,74	20,2	9,3	9,28
Holanda	41,5	3,4	4,89	43,0	2,4	4,12	43,8	2,1	4,10	43,0	2,2	3,37
Nova Zelândia	28,5	5,7	6,53	26,4	5,4	5,87	23,8	6,1	6,07	22,1	7,1	5,88
Noruega	19,0	6,9	6,38	21,3	4,1	5,05	18,4	2,0	4,37	17,2	2,2	3,75
Portugal	58,7	3,4	5,01	60,2	2,4	4,18	63,0	2,1	4,14	68,2	2,2	3,44
Eslováquia	35,1	7,8	6,94	35,1	6,2	4,99	38,4	4,7	5,03	33,1	2,9	3,52
Espanha	43,9	3,4	4,96	40,7	2,4	4,13	39,3	2,1	4,10	36,4	2,2	3,39
Suécia	46,8	4,1	5,30	47,7	3,0	4,64	46,6	2,1	4,42	46,2	1,7	3,38
Suíça	28,2	1,1	3,20	28,3	0,3	2,66	28,1	0,5	2,74	28,1	0,8	2,10
Turquia	69,2	59,5	64,99	62,2	38,5	46,50	56,6	23,8	25,21	51,1	15,9	16,49
Reino Unido	39,1	4,0	4,90	38,7	3,7	4,53	40,0	4,6	4,88	43,4	4,7	4,41
Estados Unidos	33,2	1,8	4,61	34,9	1,2	4,02	36,0	1,6	4,27	36,1	3,5	4,29

Ano	2006			2007			2008			2009		
Pais/ Variável	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)	Dívida do governo (%PIB)	Taxa de juros de curto prazo (%)	Taxa de juros de longo prazo(%)
Grécia	107,5	3,1	4,07	105,8	4,3	4,50	109,6	4,6	4,80	125,7	1,2	5,17
Hungria	61,9	6,9	7,12	61,3	7,6	6,74	68,2	8,9	8,24	72,7	8,5	9,12
Islândia	24,8	12,4	9,33	23,2	14,3	9,85	44,3	15,8	11,07	87,2	11,3	8,04
Irlanda	20,3	3,1	3,79	19,8	4,3	4,33	27,7	4,6	4,55	46,0	1,2	5,23
Itália	96,7	3,1	4,05	95,2	4,3	4,49	98,0	4,6	4,68	106,6	1,2	4,31
Japão	161,4	0,2	1,74	164,2	0,7	1,67	178,0	0,7	1,47	194	0,3	1,33
Coréia	30,1	4,5	5,15	29,7	5,2	5,35	29,0	5,5	5,57	32,6	2,6	5,17
Luxemburgo	1,4	3,1	3,30	1,4	4,3	4,46	8,2	4,6	4,61	8,6	1,2	4,23
México	20,5	7,3	7,51	21,0	7,4	7,60	24,5	7,9	8,09	28,2	5,5	5,83
Holanda	39,2	3,1	3,78	37,8	4,3	4,29	50,1	4,6	4,23	49,9	1,2	3,69
Nova Zelândia	21,6	7,5	5,78	20,4	8,3	6,26	20,6	8,0	6,08	27,5	3,0	5,46
Noruega	12,5	3,1	4,08	11,7	5,0	4,77	13,8	6,2	4,46	26,1	2,5	4,00
Portugal	69,8	3,1	3,91	69,2	4,3	4,42	71,2	4,6	4,52	81,1	1,2	4,21
Eslováquia	29,2	4,3	4,41	28,1	4,3	4,49	26,3	4,2	4,72	33,6	1,2	4,71
Espanha	33,0	3,1	3,78	30,0	4,3	4,31	33,7	4,6	4,36	46,1	1,2	3,97
Suécia	42,3	2,3	3,70	36,4	3,6	4,17	35,5	3,9	3,89	37,8	0,4	3,25
Suíça	25,2	1,6	2,52	23,2	2,6	2,93	22,5	2,5	2,90	20,7	0,4	2,20
Turquia	45,5	17,9	17,93	39,6	18,2	18,25	40,0	18,8	19,16	46,3	11,0	11,65
Reino Unido	43,3	4,8	4,50	42,6	6,0	5,01	61,3	5,5	4,59	75,1	1,2	3,65
Estados Unidos	36,0	5,2	4,79	35,6	5,3	4,63	40,0	3,2	3,67	53,1	0,9	3,26