

Um motivo adicional para os elevados juros reais no Brasil

Rubens Penha Cysne

Professor da Escola Brasileira de Economia e Finanças (FGV EPGE)

Os motivos para uma determinada variável endógena (como juros reais) de uma economia apresentar valores usualmente dissonantes daqueles que se observam em outras economias podem ser associados a: 1. gostos e tecnologia; 2. instituições e 3. políticas.

Nesse tipo de partição, políticas fiscais expansionistas como explicação de juros elevados, por exemplo, se encaixam no último item. Judiciário ineficaz ou concentração bancária, por outro lado, podem ser visualizados do ponto das instituições vigentes. Elevado desconto do futuro (impaciência) estaria atrelado a gostos e tecnologia.

Explicações que unem variáveis usualmente trabalhadas como endógenas a outras variáveis na mesma categoria (também endógenas) devem ceder lugar a características antecedentes da economia. Ou a parâmetros de maior controlabilidade.

Por exemplo, o argumento de que os juros no Brasil são altos porque a poupança é baixa poderia regredir a gostos (impaciência),



instituições (falta de competição na provisão de recursos ao poupador) ou políticas (taxação na intermediação financeira).

Após esse tipo de parametrização, se o objetivo, além de positivo, for também normativo, precede-se à identificação de variáveis controláveis pelo governo que possam levar ao objetivo desejado (no caso, menores juros).

O objetivo deste artigo é destacar uma variável classificável na rubrica “gostos e tecnologia”, que pode implicar, quando do endividamento público, em maior consumo agregado e maior valor de equilíbrio da taxa de juros. A variável é o grau de altruísmo entre grupos ou gerações.

A conjectura subjacente à proposição é que o Brasil, apresentando maior dissociação social do que a média dos demais países de interesse, se diferenciaria dos mesmos no que diz respeito à solidariedade intertemporal (ou transversal) entre diferentes grupos ou dinastias.

Se válida a conjectura, o que evidentemente requer comprovação

empírica, estabelece-se uma explicação adicional para os elevados juros reais no Brasil ainda que, queremos crer, provavelmente de baixa monta relativa no que diz respeito à questão quantitativa.

Do ponto de vista intertemporal, o argumento é bem desenvolvido na teoria. Exemplos nesse sentido se dão em Blanchard (1985), Buitier (1989) e Weil (1989). A extensão de ordem transversal, em uma economia com diferentes agrupamentos, é também possível conceitualmente.

Tomemos uma economia com pleno grau de solidariedade entre grupos e gerações, onde valha a ideia de consumidor representativo e equivalência ricardiana. Nesta, se o governo troca taxaço (aqui, sempre não geradora de distorções de preços) hoje por taxaço amanhã, elevando seu endividamento, o perfil de consumo privado não se altera. O consumidor representativo não é sujeito a restrições de crédito, desconta a dívida à mesma taxa que o governo e a sua restrição orçamentária intertemporal permanece constante.

Imaginemos agora um cenário mais realista, que conjecturamos ser mais usual no Brasil do que em outros países. Nesse, as dinastias (de tamanho constante, para simplificar), otimizando seu consumo hoje, não internalizam os impostos a serem pagos no futuro por aqueles que estão ainda por nascer.

Nesse caso, a dinastia tenderá a descontar o futuro a uma taxa superior àquela usada pelo governo, rompendo a equivalência ricardiana. Imagine, nesse contexto, que o governo eleva a dívida, taxando menos hoje e mais no futuro. Nesse

O endividamento público acaba desta forma por levar a uma elevação do consumo e a uma elevação da taxa de juros

caso sobem, relativamente ao caso anterior (com equivalência ricardiana), quando isso não ocorria, o consumo privado, a demanda agregada e a taxa de juros.

Um pouco mais formalmente, imaginemos para uma população inicial suficientemente grande uma taxa n de nascimento e m de morte. O crescimento populacional (aqui, igual ao aumento do número de dinastias não conectadas por altruísmo recíproco) ocorre à taxa $n-m$.

Suponha, para simplificar, que a taxa de juros inicial seja constante e igual a r .¹ E que a probabilidade de um indivíduo ter uma vida superior a t unidades de tempo seja dada por $P(T \geq t) = \exp(-mt)$. T é o tempo de vida.

Para o governo, reduzir em um real a taxaço hoje mantendo constante sua restrição orçamentária significa ter que aumentá-la em termos *per capita*, de forma a manter constante sua restrição intertemporal, de $\exp((r-(n-m))t)$ na data t . Esse é o valor que cada dinastia

terá que pagar a mais de imposto na data t .

Por hipótese, uma dinastia tomada em separado não internaliza os impostos a serem pagos pelas demais, que estão ainda nascendo. Ela desconta o futuro à taxa $r-(n-m)+n = r+m$.

Segue daí que o valor atual do aumento de taxaço do governo a se dar na data t é igual a $\exp(-(r-(n-m))t) \exp(-r+m)t = \exp(-nt)$. Ou seja, para o indivíduo, o governo postergar a taxaço e elevar a dívida interna em R\$ 1 no momento zero implica a percepção de um aumento da riqueza disponível (em poder aquisitivo do instante inicial) de $1 - \exp(-nt) > 0$.

O endividamento público acaba desta forma por levar a uma elevação do consumo e a uma elevação da taxa de juros.² Isso não ocorreria na presença de altruísmo entre dinastias. Cabe avaliar o ponto empiricamente, comparando o Brasil com outros países. ▼

¹O argumento se desenvolve da mesma forma para taxas de juros variáveis no tempo.

²Pode-se mostrar que a elevação da taxa de juros será tão maior quanto maior a taxa de nascimentos.

Referências bibliográficas

Blanchard, O. Debt, deficits and finite horizons. *The Journal of Political Economy*, v. 93 -2, 1985.

Buitier, W. H. "Death, population growth and debt neutrality". *Economic Journal*, 98, 279-293, jun. 1989.

Weil, P. Overlapping families of infinitely-lived agents. *Journal of Public Economics*, 38, 1989.

Este artigo manifesta as opiniões do autor, não representando necessariamente as opiniões da FGV.