

# **METAS PARA A INFLAÇÃO, INTERVENÇÕES ESTERELIZADAS E SUSTENTABILIDADE FISCAL**

**Aluno: Bruno C. Balassiano**  
**Orientador: Márcio G. P. Garcia**

## **Introdução**

Apesar de os piores momentos da crise financeira mundial já terem passado, a recuperação das grandes economias européias e americana tem se dado de forma mais lenta do que se esperaria. O crescimento econômico mundial tem sido de fato alavancado pela China, cuja imensa demanda por commodities elevou o nível de preços deste tipo de mercadoria a patamares altíssimos.

Em meio a esse cenário, a economia brasileira tem se deparado com alguns problemas de superaquecimento econômico. As políticas econômicas expansivas que vigoravam no auge da crise e obtiveram sucesso em mitigar seus efeitos recessivos, mas que não foram revertidas com o fim da crise, aliadas ao forte desempenho da economia brasileira em geral, corroboram taxas de inflação altas e crescentes.

Além disso, as altas taxas de juros pagas pelos títulos da dívida soberana brasileira e as boas perspectivas para o desempenho econômico brasileiro nos próximos anos tornaram o Brasil um grande destino para o volumoso excedente de liquidez presente nos mercados financeiros internacionais. Esses fluxos de entrada de divisas no Brasil têm pressionado para baixo a taxa de câmbio, o que significa um Real cada vez mais valorizado. Isso torna os produtos brasileiros menos competitivos no mercado internacional e diminui o custo de bens importados, prejudicando a indústria nacional.

Em meio a esse cenário econômico, as autoridades brasileiras têm adotado uma série de medidas visando conter, ao mesmo tempo, a apreciação da taxa de câmbio e o desvio da meta de inflação.

## **Objetivo**

Auxiliar na obtenção de dados e elaboração de gráficos fundamentais à análise econômica da conjuntura macroeconômica brasileira com ênfase em política monetária.

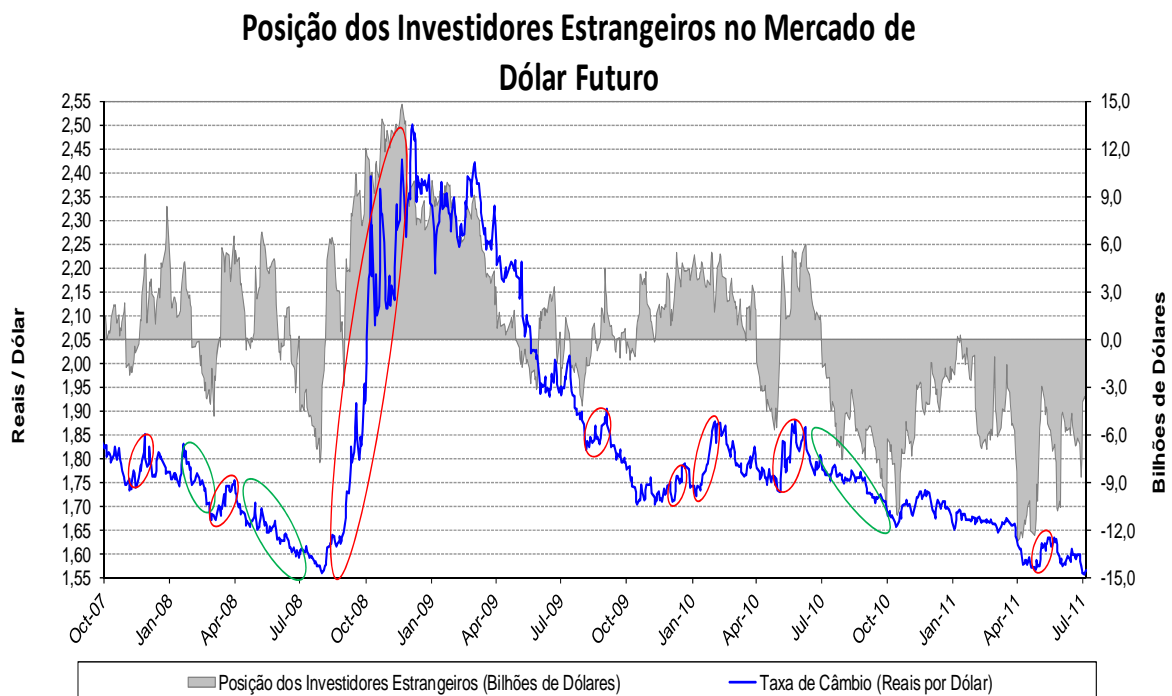
## **Intervenções esterilizadas**

A abundância de liquidez existente no mercado financeiro internacional, aliado às perspectivas de bom desempenho econômico de algumas economias emergentes tem gerado um fluxo intenso de capital para as mesmas. No caso do Brasil, além do investimento direto, existem muitos investidores interessados em ganhos de arbitragem, comprando títulos da dívida pública brasileira, que pagam alguns dos juros mais altos do mundo. Esse fluxo de entrada de divisas tem causado uma forte pressão de apreciação do real.

O gráfico seguinte mostra a taxa de câmbio USDBRL esperada e realizada. Fica evidente a forte pressão por apreciação do real. Este é um dos gráficos cuja elaboração e atualização estava a cargo de mim.

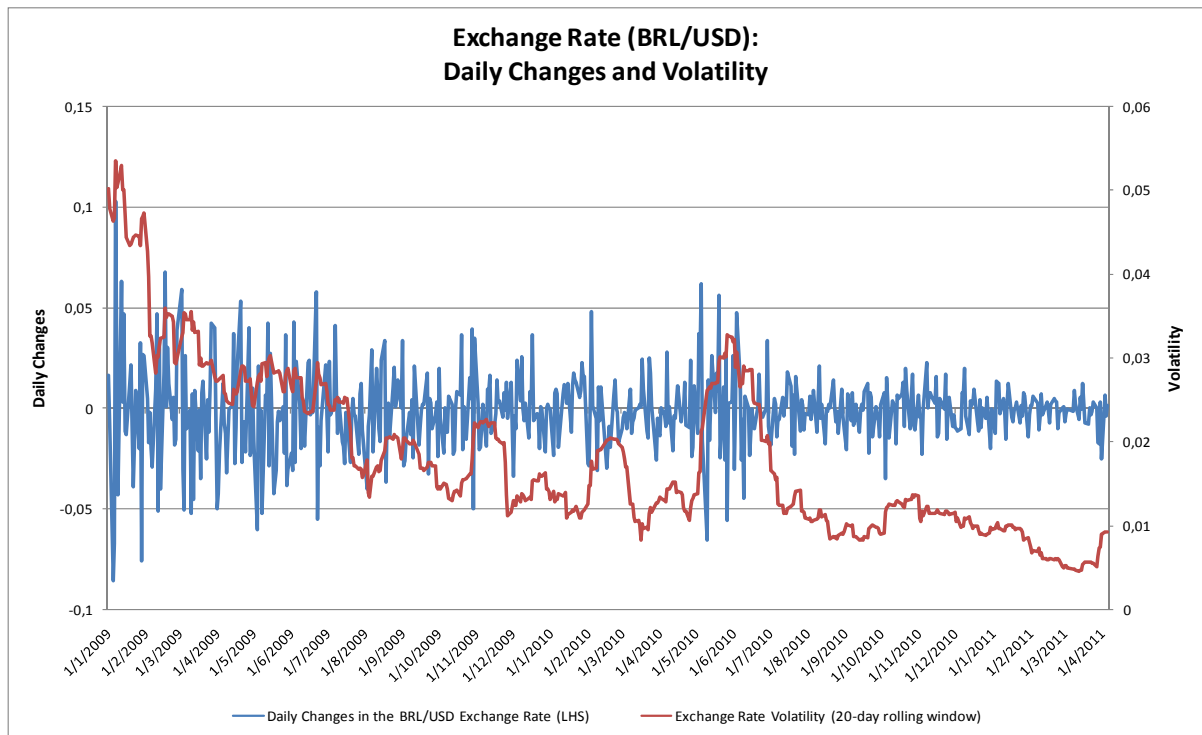


Já o próximo gráfico mostra, em azul, a taxa de câmbio realizada e, em cinza, a posição dos investidores no mercado futuro de dólar. Vemos que existe uma acentuada mudança na posição dos investidores (o que significa uma grande entrada de dólares no Brasil) ao mesmo tempo que em que se dá a apreciação do real.



Algumas dessas economias, a fim de impedir a apreciação nominal de suas moedas em decorrência da grande entrada de divisas, têm recorrido a intervenções no mercado de câmbio. Essas intervenções são chamadas de intervenções esterilizadas, pois a compra de câmbio, e conseqüente expansão da base monetária, é compensada pela venda de títulos públicos em operações de mercado aberto. Seguindo uma política monetária de metas para a taxa básica de

juros, o Banco Central vende títulos (contrai a base monetária) até que seja restaurada a taxa de juros inicial.



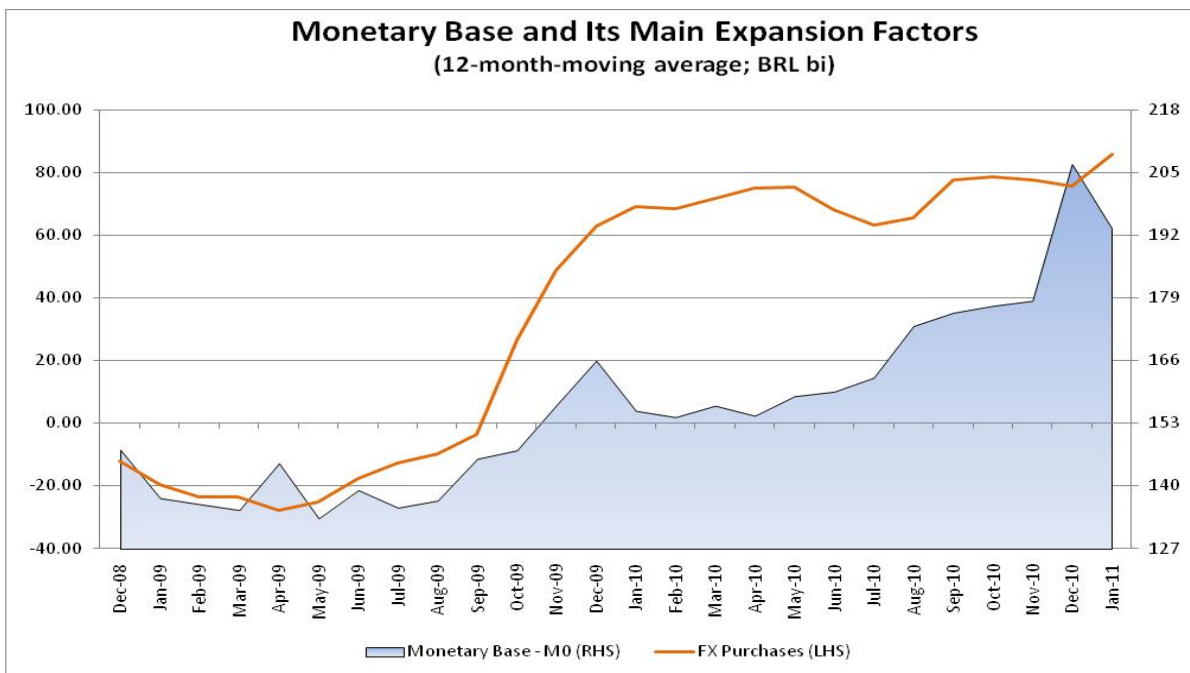
O gráfico acima mostra a taxa de câmbio diária USDBRL (real-dólar) e, em vermelho, a volatilidade da taxa de câmbio. Ambas as séries deixam claro que, a partir do último trimestre de 2009, há uma diminuição acentuada na volatilidade do real frente ao dólar americano. Isso significa que o Banco Central vem intervindo cada vez mais no mercado de câmbio a fim de evitar a apreciação do real.

A efetividade dessas compras esterilizadas de câmbio na manutenção de uma taxa de câmbio favorável é discutível e o custo dessas operações é muito alto, sendo, portanto, um assunto controverso entre economistas. Porém, é de comum acordo que elas são neutras no que se refere à oferta de moeda. Ou seja, não alteram, teoricamente, a base monetária.

Um dos focos de nossa pesquisa é mostrar, através de evidências empíricas e teóricas que a adoção dessa prática da maneira como vem sendo feita – onde a taxa de juros e não a base monetária é restaurada – pode ter efeito expansivo sobre a demanda interna da economia.

O próximo gráfico mostra a evolução da base monetária brasileira nos, aproximadamente, dois últimos anos e da quantidade de divisas compradas pelo Banco Central do Brasil (intensidade com que vêm sendo feitas intervenções no mercado de câmbio).

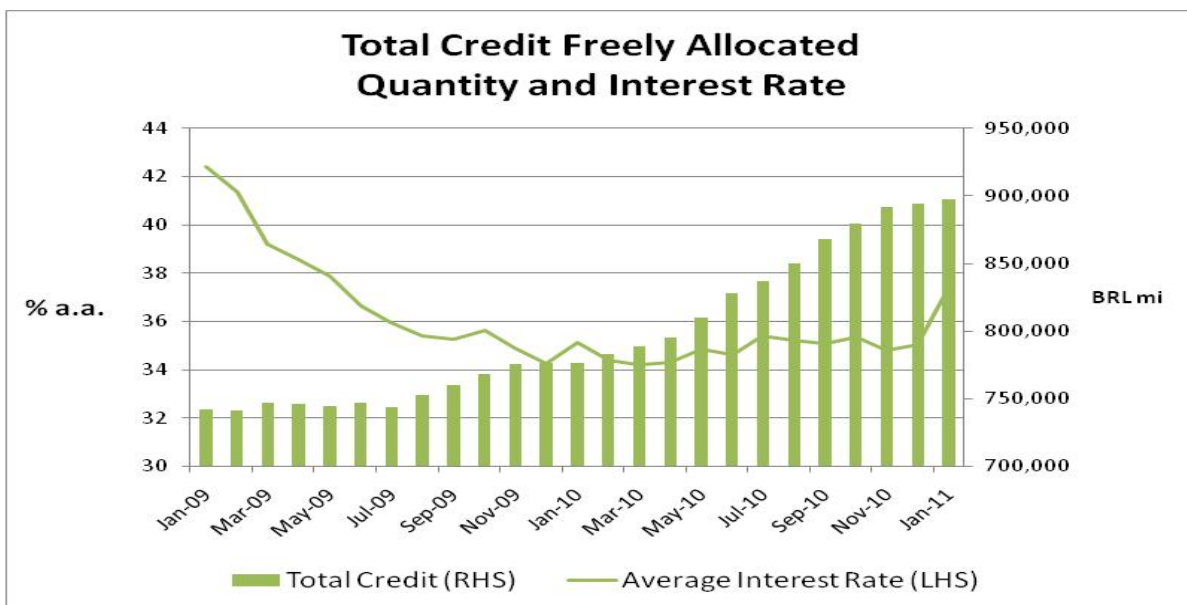
Percebe-se claramente que há um aumento na compra de dólares pelo BC que coincide, aproximadamente, com o período em que se acentua a apreciação do real. Ao mesmo tempo em que as intervenções esterilizadas passam a ser realizadas com grande frequência, a base monetária está se expandindo. Não se pode estabelecer uma relação de causalidade entre os dois, porém o gráfico serve de evidência de que a nossa hipótese é plausível.



Fonte: BCB

Percebe-se claramente que há um aumento na compra de dólares pelo BC que coincide, aproximadamente, com o período em que se acentua a apreciação do real. Ao mesmo tempo em que as intervenções esterilizadas passam a ser realizadas com grande frequência, a base monetária está se expandindo. Não se pode estabelecer uma relação de causalidade entre os dois, porém o gráfico serve de evidência de que a nossa hipótese é plausível.

O gráfico abaixo mostra o comportamento da média dos juros no Brasil (custo de se obter crédito) e do total de crédito no mercado a partir de 2009. Ele também não comprova a hipótese de que intervenções esterilizadas possam ser expansivas, mas também serve como evidência de que a hipótese é plausível.



Nos últimos meses de 2009 e ao longo de 2010, quando os piores efeitos da crise, no Brasil, já haviam passado, verifica-se uma grande expansão do crédito. Porém, a partir do fim

de 2009, os juros deixam de cair, permanecendo relativamente estáveis. Como existe uma forte relação entre a taxa básica de juros (Selic) e o custo de se obter crédito, vemos que, sob um regime de metas para taxa de juros, utilizado pelo Banco Central na esterilização de intervenções no mercado de câmbio, o crédito continua se expandindo: sinal de uma economia em expansão.

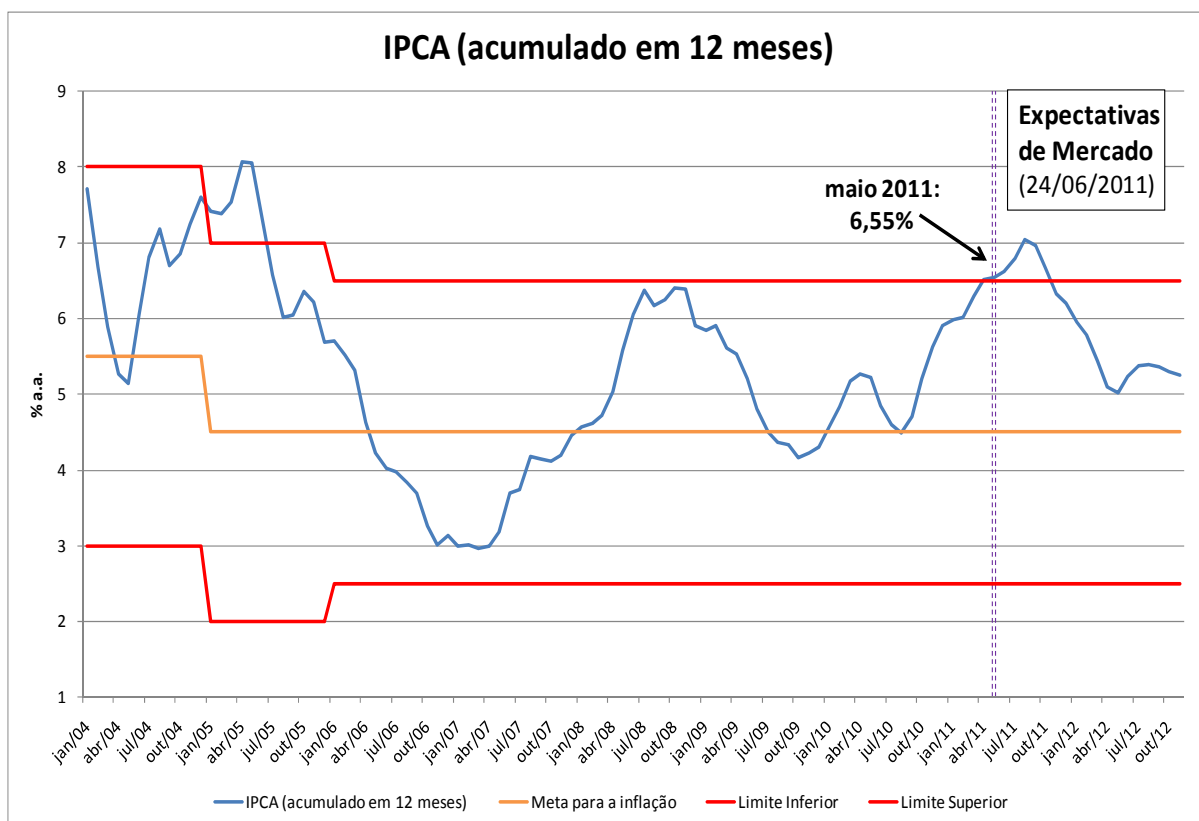
Através de um modelo teórico do tipo IS-LM que utiliza maior variedade de ativos (títulos e empréstimos) que o tradicional, fazemos uma hipótese de que o aumento das reservas bancárias decorrente da intervenção no mercado de câmbio tem efeito, não só sobre a demanda por moeda, mas também sobre a demanda por bens e serviços. Ou seja, para qualquer taxa de juros, a demanda por bens e serviços será maior. Isso significa que igualar os juros à meta para a taxa de juros não será suficiente para neutralizar o efeito expansivo que a compra de divisas teve sobre a demanda interna da economia.

Esse resultado é de fundamental importância no contexto econômico brasileiro atual, onde o Banco Central tem utilizado largamente o mecanismo de intervenções esterilizadas, sendo capaz de explicar, em parte, o crescimento assustador da oferta de moeda na economia brasileira.

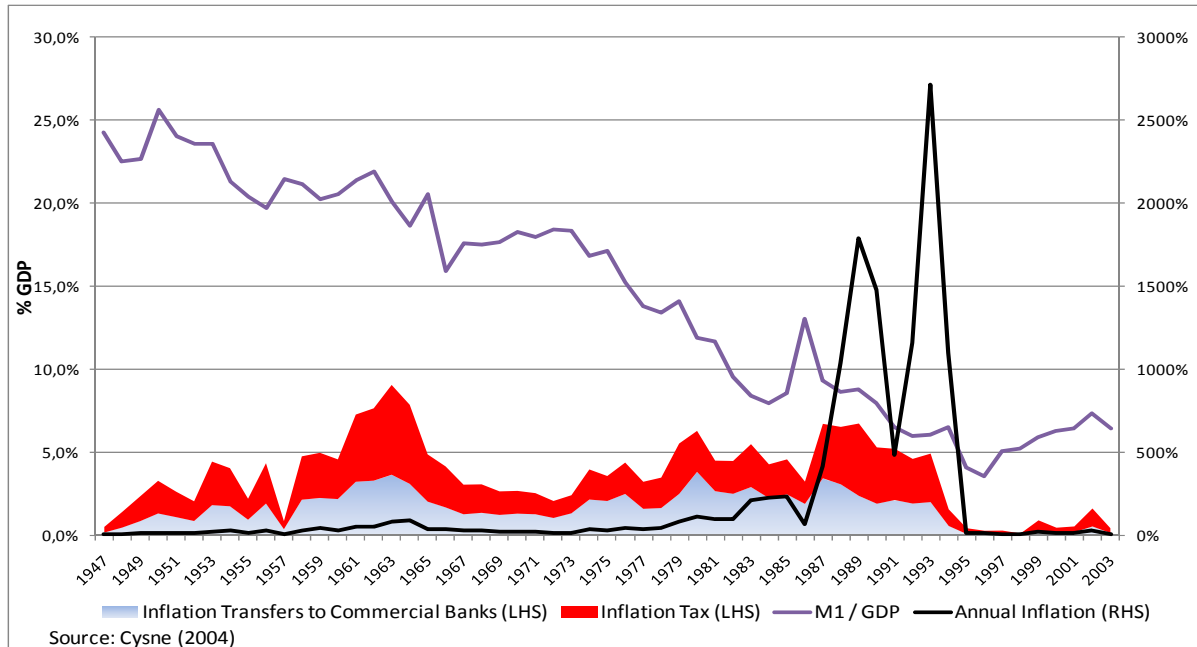
### Metas para Inflação

A importância de se verificar se intervenções esterilizadas têm, realmente, efeitos expansivos sobre a demanda agregada consiste no fato de que o Banco Central estaria estabelecendo uma meta para a taxa básica de juros abaixo dos juros necessários para conter a inflação.

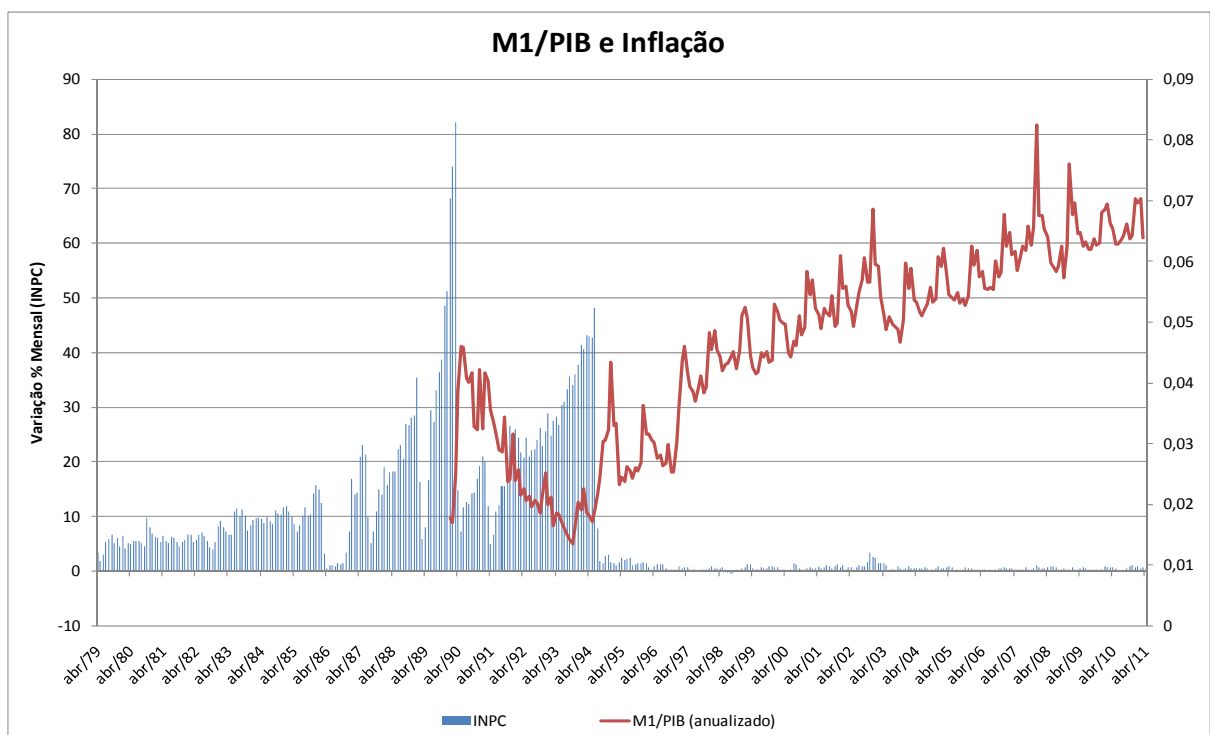
O gráfico abaixo mostra o IPCA (taxa de inflação) acumulado em 12 meses até 24 de junho de 2011 e as expectativas para inflação a partir desta data. Percebe-se que a taxa de inflação tem estado muito acima da meta de 4,5% nos últimos meses, ultrapassando o limite superior de 6,5% no mês de maio. É claro que existem aí questões de sazonalidade e, portanto, o que importa é se a inflação do ano (que ainda não acabou) está dentro da meta.



Porém, essa ainda é uma realidade muito preocupante para a economia brasileira, que já tem uma meta alta e bandas largas para a taxa de inflação. É preciso lembrar que altas taxas de inflação têm efeitos muito negativos sobre a economia causando prejuízos para muitos setores e, principalmente, para o consumidor.



O gráfico anterior mostra, em preto, a taxa de inflação anual e, em vermelho, o imposto inflacionário. Imposto inflacionário é a alíquota na qual a inflação diminui o poder de compra do consumidor. Fica claro que em períodos de inflação alta, perde-se uma grande parte do poder de compra.

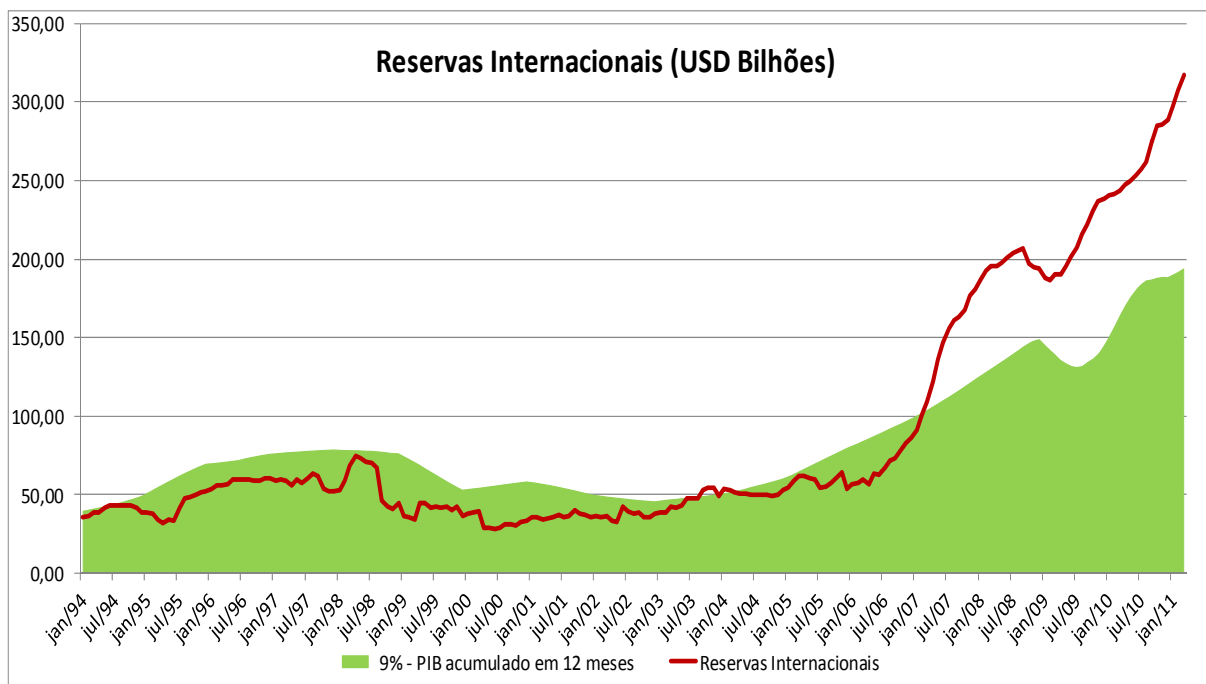


O gráfico acima mostra as séries de M1 (oferta monetária) sobre PIB e a taxa de inflação medida pelo INPC. Como se pode observar, em períodos de inflação alta, a proporção M1/PIB cai pois, para escapar do imposto inflacionário, os agentes passam a reter menos moeda. Isso tem diversas consequências negativas sobre o volume de crédito e a produtividade da economia.

### Sustentabilidade Fiscal

Outra preocupação que surge na discussão sobre intervenções no mercado de câmbio é a das reservas cambiais. É certo que reter algum montante de reservas possui uma série de benefícios econômicos, por exemplo: um “colchão” contra ataques especulativos à taxa de câmbio. Porém, o volume de reservas que o Brasil tem acumulado como resultado das frequentes intervenções cambiais que o Banco Central tem feito passa muito do que seria a quantidade considerada “ideal”.

O gráfico abaixo mostra, em vermelho, as reservas internacionais acumuladas pelo Brasil e, em verde, o montante de reservas que representaria 9% do PIB brasileiro. Fica claro que, desde meados de 2007, as reservas internacionais têm estado bem acima do patamar de 9%.



É verdade que muitos países que vêm passando por fortes pressões de apreciação cambial têm mantido volumes extremamente altos de reservas internacionais. Porém, a taxa básica de juros paga sobre títulos da dívida pública desses países é bem menos elevada que a taxa SELIC. É importante ter em mente que o Brasil está entre os países que possuem os mais altos juros do mundo. Isso significa que nós pagamos muito caro pelo nosso passivo (dívida pública).

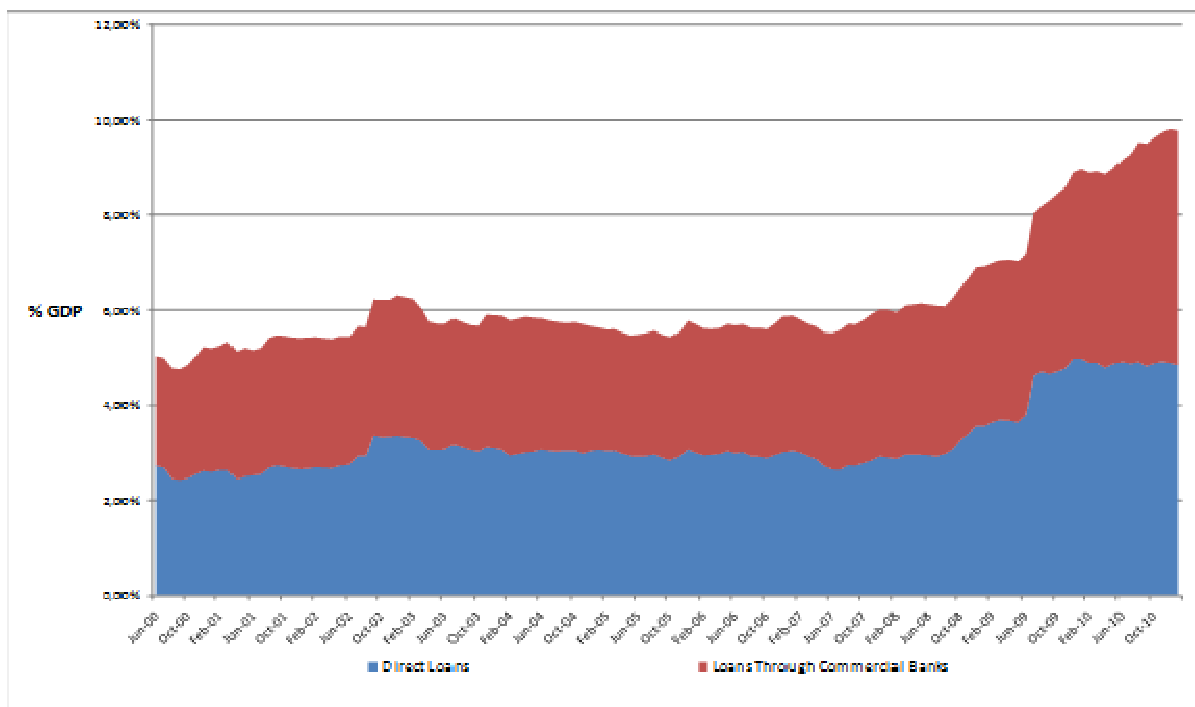
Porém, como a maior parte das economias hoje permanece com juros muito baixos, o nosso ativo (reservas internacionais) rende juros muito baixos. Isso implica para o Brasil um custo extremamente elevado de se manter reservas internacionais.

Além do diferencial dos juros brasileiros e internacionais, existe também a questão de que o governo brasileiro subsidia em larga escala o crédito fornecido por bancos de fomento ao desenvolvimento, por exemplo, o BNDES.

Enquanto os juros pagos pelo governo sobre a dívida pública estão, hoje, acima dos 12% ao ano, o BNDES, através de empréstimos do governo, fornece crédito com base na TJLP (taxa de juros de 6% ao ano).

A discussão sobre que tipo de crédito é o mais adequado para sustentar o desenvolvimento econômico brasileiro não vem ao caso neste documento. Porém é importante ressaltar que é o já sobrecarregado governo federal que arca com o prejuízo advindo deste diferencial de juros.

Em uma economia que já apresenta sintomas sérios de superaquecimento, é importante que se reduza os gastos do governo. Porém, os empréstimos feitos pelo BNDES cresceram muito nos últimos dois anos.

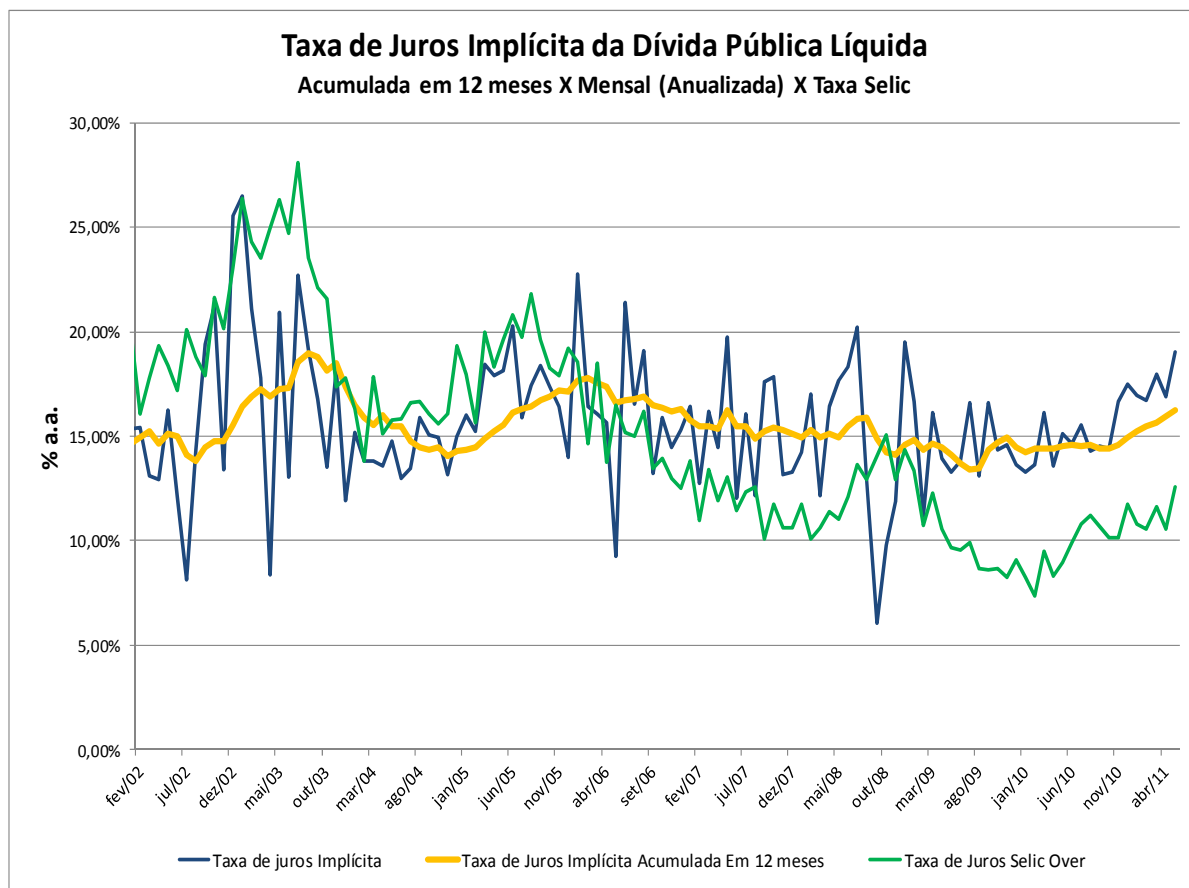


O gráfico acima mostra a evolução do total dos empréstimos feitos pelo BNDES como porcentagem do PIB. Em três anos, os empréstimos praticamente dobraram. Essa é uma situação que corrobora a deterioração dos gastos do governo.

A melhor forma de se observar os verdadeiros juros pagos sobre a dívida líquida (passivo menos ativo) é a taxa de juros implícita. Ela leva em consideração não apenas a taxa básica de juros, mas também outros fatores que aumentam o pagamento de juros como o custo das reservas internacionais e subsídios ao crédito consignado oferecido por bancos de fomento ao desenvolvimento.

O gráfico seguinte mostra em verde a taxa SELIC e em azul a taxa de juros implícita. O fato de a taxa de juros implícita estar muito acima da taxa básica de juros é uma forte evidência de que as reservas internacionais estão acima do nível desejado para a economia brasileira e que o crédito subsidiado pelo governo ocupa uma parcela maior do que deveria sobre a oferta total de crédito.





## Conclusão

A forma como vem se dando a recuperação econômica mundial tem gerado uma série de consequências macroeconômicas para a economia brasileira. Por um lado, o real está passando por um período de apreciação acentuada. Por outro, a economia tem estado sujeita a fortes pressões inflacionárias decorrentes do superaquecimento econômico (economia produzindo acima do produto potencial).

O que se tem observado do comportamento das autoridades monetárias, no entanto, é um relativo relaxamento quanto aos juros, visivelmente abaixo do nível em que deveriam estar para conter a inflação, e uma grande preocupação com a taxa de câmbio que tem gerado acumulação excessiva de reservas. Enquanto isso, o governo tem tido grandes dificuldades em conter os gastos públicos, muito altos para um país em pleno crescimento econômico.

É preciso estar atento a estes fatos pois parece, cada vez mais, que o governo ou é incapaz de conter o aumento da inflação, ou não está disposto a sacrificar crescimento econômico em troca de uma economia mais estável.

## Referências bibliográficas

Bernanke, B. and A. Blinder, 1988. Credit, Money, and Aggregate Demand, *American Economic Review*, Maio.