

METAS PARA A INFLAÇÃO, INTERVENÇÕES ESTERILIZADAS E SUSTENTABILIDADE FISCAL

Aluno: Carolina Machado
Orientador: Márcio G. P. Garcia

Introdução

A liquidez abundante no mercado financeiro internacional e as perspectivas de bom desempenho das economias emergentes têm gerado grandes fluxos de capitais para as mesmas. Para conter a apreciação cambial oriunda dessa entrada maciça de recursos, o Banco Central tem recorrido com muita frequência a intervenções esterilizadas no mercado de câmbio.

Essas intervenções desvalorizam o real e, ao mesmo tempo, através da venda de títulos públicos, esterilizam o aumento na oferta de moeda derivada da compra dos dólares por reais, eliminando o efeito inflacionário de uma expansão monetária.

Porém, parte dos recursos oriundos do exterior não é direcionada a compra de títulos públicos, dando margem à hipótese de que, no breve período entre a compra dos dólares e a venda dos títulos, há um aumento da demanda agregada e nível de atividade econômica, gerando pressões inflacionárias.

Partimos de uma economia aberta com o nível natural de desemprego, taxa de crescimento normal, taxa de juros real em nível neutro e inflação π . Quando, por razões diversas, grandes fluxos de capitais começam a entrar nessa economia, o Banco Central opta por esterilizá-los. Em um regime de *inflation targeting*, isto significa a compra de dólares, no caso, com reais. Isto se traduz em uma taxa de juros nominal mais baixa, então o Banco Central conduz operações de mercado aberto contracionistas para que a taxa de juros nominal volte ao nível vigente antes da compra de dólares.

Em outras palavras, o Banco Central, seguindo um regime de metas para taxa de juros, vende títulos até que os juros iniciais sejam restabelecidos. Contudo, se a expansão da atividade econômica entre a compra dos dólares e a venda dos títulos for realmente significativa, não será suficiente restaurar os juros ao nível inicial, pois a demanda agregada terá aumentado.

Além disto, a acumulação de reservas que se dá através das cada vez mais frequentes intervenções esterilizadas tem um enorme custo em um país como o Brasil. A apreciação do real e o grande diferencial de juros fazem com que reservas adicionais sejam extremamente custosas. Em contrapartida, o benefício de mais reservas é pequeno e cadente, pois já estamos com um nível considerado bastante alto.

Objetivo

O foco do estudo é mostrar que, diferentemente do que normalmente se pensa, intervenções esterilizadas sob um regime de *inflation targeting* (no qual o Banco Central estipula uma meta para a taxa de juros, em contraste a uma meta para a base monetária) têm efeito expansionista e assim aumentam a demanda agregada. Políticas cambiais são analisadas de forma a delinear seus custos, benefícios e real eficácia, enquanto dados adicionais de crédito e reservas servem como evidência.

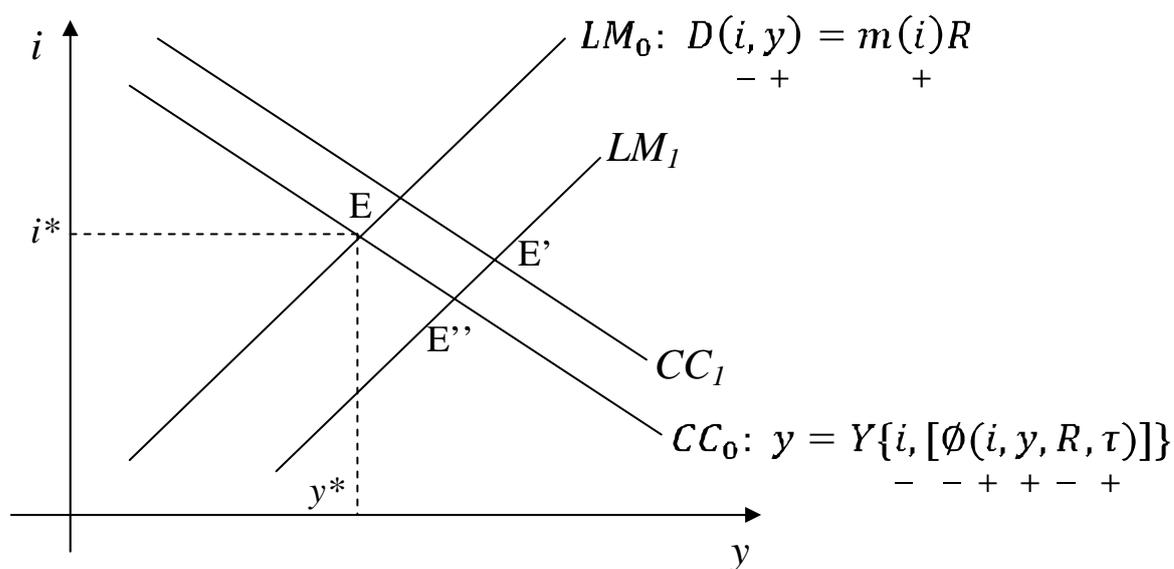
Metodologia

O método utilizado para demonstrar o mecanismo por qual intervenções esterilizadas são expansionistas se concentra em um modelo IS-LM simples com um canal de crédito desenvolvido por Bernanke e Blinder (1988).

Neste modelo, a curva IS é representada por uma nova curva, chamada CC, para representar “commodities e crédito”. Um aumento na base monetária (reservas dos bancos) afetará não somente a curva LM, como também a CC. Isto se dá através de empréstimos bancários, que se tornam mais baratos e mais abundantes quando há um aumento dos depósitos bancários dado um aumento nas reservas bancárias.

O gráfico 1 abaixo demonstra o que acontece quando o Banco Central conduz uma compra de moeda estrangeira esterilizada. Em primeiro lugar, o Banco Central compra moeda estrangeira e para isso, insere moeda doméstica no mercado, aumentando R , as reservas bancárias. Isto faz com que ambas as curvas LM e CC se desloquem para a direita, saindo do equilíbrio inicial E para E' . Como a Curva CC também se desloca, a taxa de juros resultante será sempre mais alta que aquela que resultaria no modelo IS-LM tradicional (E''), aonde a curva IS não muda caso R se altere.

GRÁFICO 1



Através deste modelo, a operação de mercado aberto necessária para restaurar a taxa de juros nominal ao nível anterior, que é a meta estipulada pelo Banco Central, seria menor que a operação necessária para trazer as reservas bancárias (R) de volta ao seu nível original.

Quando é feita a intervenção esterilizada, o juros nominal retorna ao seu nível inicial, mas o produto da economia está maior. Isto se dá pois há mais crédito e este está mais barato no mercado. Este aumento de crédito desloca a curva CC e portanto, para que o produto se mantenha no nível de y^* , o Banco Central teria de aumentar os juros nominais em um nível mais alto que o inicial (i^*).

A principal diferença está entre as políticas de restaurar o nível da taxa de juros (i) ou restaurar o aumento das reservas bancárias (R) que se deu por causa dos fluxos de capitais estrangeiros que entraram na economia. Diminuir R permite que o Banco Central leve a economia de volta ao seu equilíbrio inicial, E no gráfico 1. Mas a intervenção esterilizada em um regime de *inflation targeting* manipula os juros nominais e não a base monetária ou as reservas bancárias. Assim, o modelo prevê que existem múltiplos equilíbrios possíveis quando o Banco Central decide restaurar a taxa de juros nominais, com níveis diferentes de produto.

Concluí-se então que, através de política monetária conduzida por uma meta para a taxa de juros, como no caso de um regime de *inflation targeting*, intervenções esterilizadas são expansionistas.

Sendo assim, quando incorporamos crédito ao modelo simples, a política monetária se torna mais poderosa, pois um aumento na reservas bancárias resultará em uma expansão do produto maior que aquela prevista no modelo IS-LM comum. No entanto, a queda na taxa de juros associada a expansões monetárias será bem menor ou pode não existir por completo.

Através desse modelo, a ideia principal que queremos provar é que fluxos de capitais têm impacto na demanda agregada. Isto é verdade para bancos que se financiam com capital estrangeiro e para investimento estrangeiro direto, mas não é verdade para o capital direcionado a compra de títulos do governo, como *carry-trade*.

A manipulação de dados sobre o mercado de crédito e o mercado de câmbio, além daqueles que dizem respeito à situação do governo federal e do Banco Central, também constitui parte fundamental de análise.

Evidências Empíricas

Para complementar o modelo teórico utilizado, além de resultados econométricos elaborados por equipes anteriores, dados obtidos de fontes diversas como o Banco Central do Brasil, a BM&FBovespa, o Ipeadata, entre outros, foram utilizados como evidências empíricas para validar as hipóteses aqui feitas.

Resultados econométricos indicam que intervenções esterilizadas têm efeitos estatisticamente significantes sobre a taxa de câmbio nominal, mas estes são temporários e economicamente pouco relevantes. As intervenções esterilizadas são muito caras e pouco eficientes em deter a apreciação cambial e, além disso, expandem a demanda agregada, tornando ainda mais difícil a tarefa do BC de cumprir a meta de inflação.

Em um período mais recente, mudanças significativas têm ocorrido. Desde o início de 2009, após o auge da crise de crédito, o Banco Central retomou a política de intervenções esterilizadas e as reservas cresceram significativamente de 187 para 330 bilhões de dólares, alcançando 15% do PIB.

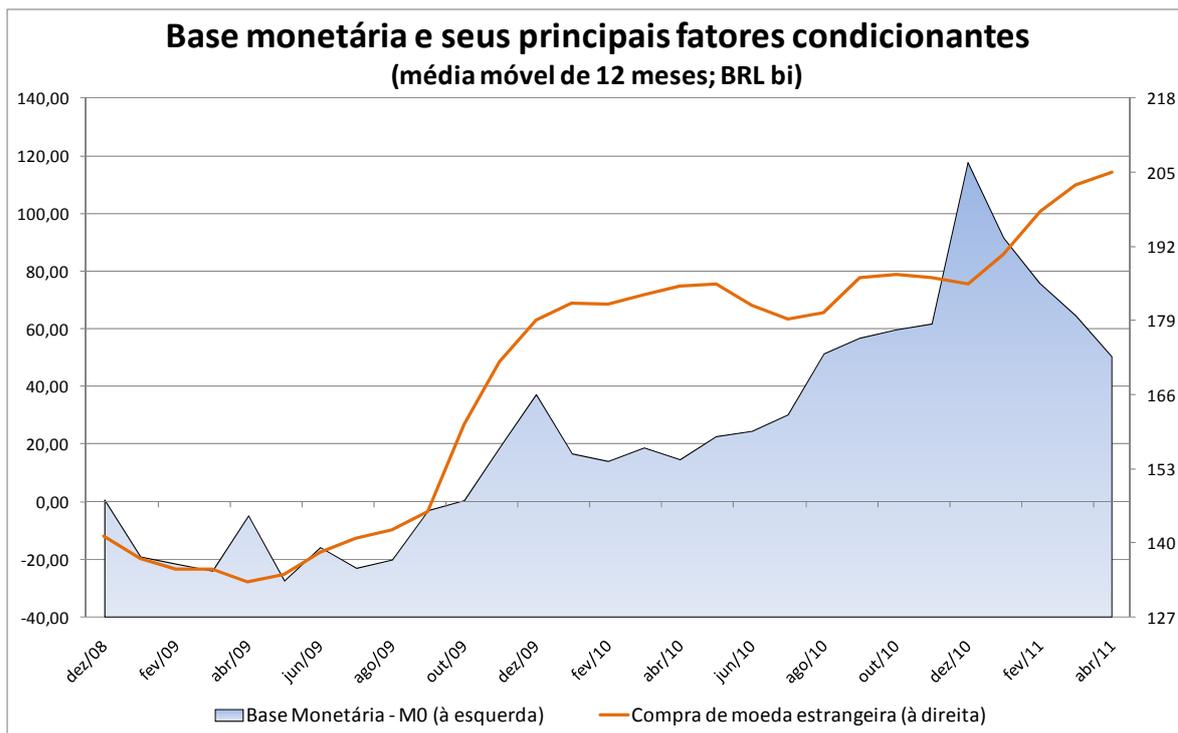
A expansão das reservas deveria ser repensada por parte das autoridades monetárias. Manter altos níveis de reservas como os atuais no Brasil custa caro. O custo de cada 1 USD adicional de reservas é a soma do diferencial de juros, que não é pequeno e segue aumentando, com a apreciação do BRL. Já o benefício (de seguro) de cada 1 USD adicional, quando já se acumulou USD 330 bi, ou 15% do PIB, é muito pequeno e cadente.

O gráfico 2 abaixo, com dados retirados do site do Banco Central do Brasil, mostra a expansão que tem ocorrido na base monetária e uma das suas principais

causas, a compra de moeda estrangeira que se dá quando são feitas intervenções esterilizadas.

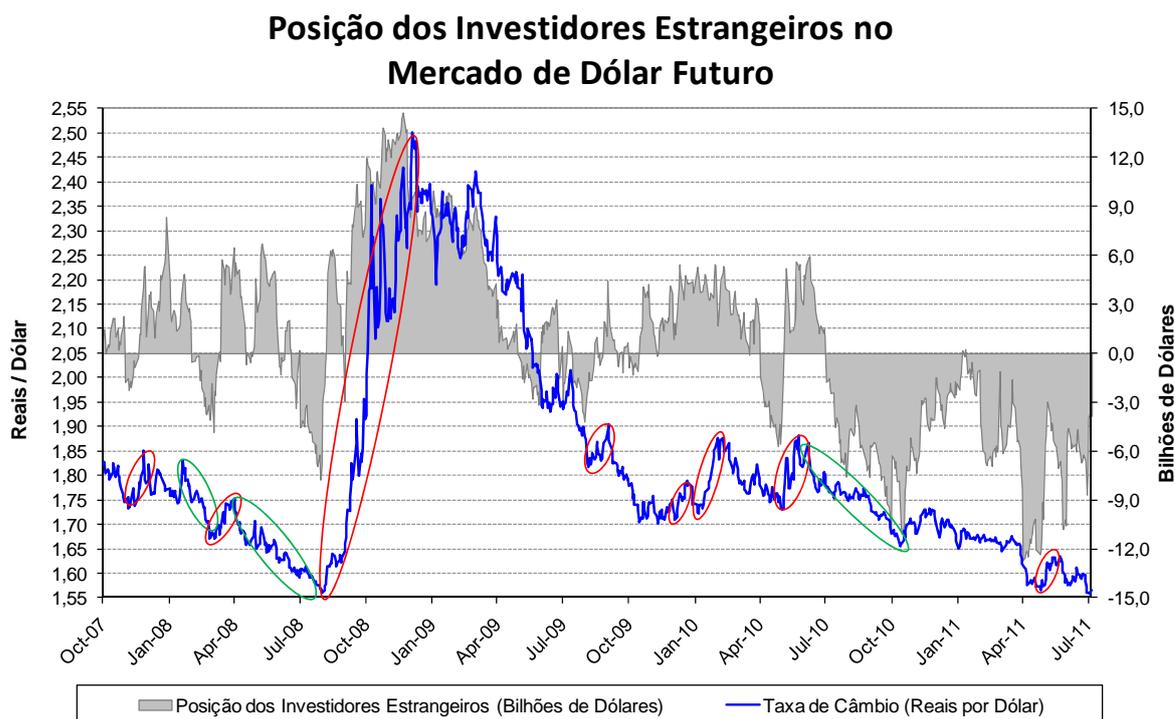
No ano de 2010, a base monetária cresceu 25%, ou 40 bilhões de reais, para uma taxa de inflação de 6% e uma taxa de crescimento do PIB de 7,5%. Já a compra de moeda estrangeira totalizou quase que 80 bilhões de reais no mesmo período, o que explica parcialmente o enorme aumento em moeda, embora outras operações do Banco Central também devessem ser consideradas.

GRÁFICO 2



Outros dados que complementam a análise são aqueles que constituem a planilha Investidores Estrangeiros, que tem sido atualizada quinzenalmente, contendo dados diários desde o início do ano de 2007. Como dados sobre *carry-trade* são bastante difíceis de serem obtidos, porque grande parte dessas operações financeiras transita por dentro dos balanços dos bancos, utilizamos dos dados divulgados pela BM&FBovespa. Na BM&FBovespa, investidores estrangeiros se identificam como tal para receberem isenção fiscal, e a partir daí escolhemos observar a posição dos investidores estrangeiros no mercado futuro de dólar, de taxa de juros, de cupom cambial e de Ibovespa. Um dos gráficos que montamos é o seguinte, que contempla a relação entre a taxa nominal de câmbio real-dólar com a posição dos investidores estrangeiros no mercado de dólar futuro.

GRÁFICO 3



Em vermelho e verde, estão destacados movimentos de depreciação e apreciação cambial, respectivamente, que foram acompanhados por uma mudança na posição dos investidores, de comprados para vendidos ou vice-versa. O gráfico 3 explicita a forte correlação entre a posição dos investidores estrangeiros no mercado de dólar futuro e a taxa de câmbio nominal real-dólar.

Já o mercado de crédito tem tido dois comportamentos relevantes. Como podemos ver no gráfico 4, ainda que muito caro, o crédito bancário tem se expandido no Brasil, enquanto a taxa de juros média de crédito caiu bastante até o início de 2011.

Isto é compatível com uma expansão da oferta de crédito maior que o aumento de sua demanda, o que supostamente ocorre quando são feitas muitas intervenções esterilizadas. Este descasamento entre a expansão da oferta de crédito e a expansão da demanda por crédito estava previsto no modelo simples CC-LM utilizado.

Outros dados que servem de base para esta hipótese dizem respeito a taxa de câmbio. Como pode ser visto no gráfico 6, a volatilidade da taxa de câmbio real-dólar tem caído impressionantemente. Isto evidencia especificamente como intervenções governamentais, como as intervenções esterilizadas feitas pelo Banco Central, podem estar afetando a taxa de câmbio de modo a não permitir que esta se aprecie como ocorreria caso fosse um regime de câmbio perfeitamente flutuante.

GRÁFICO 4

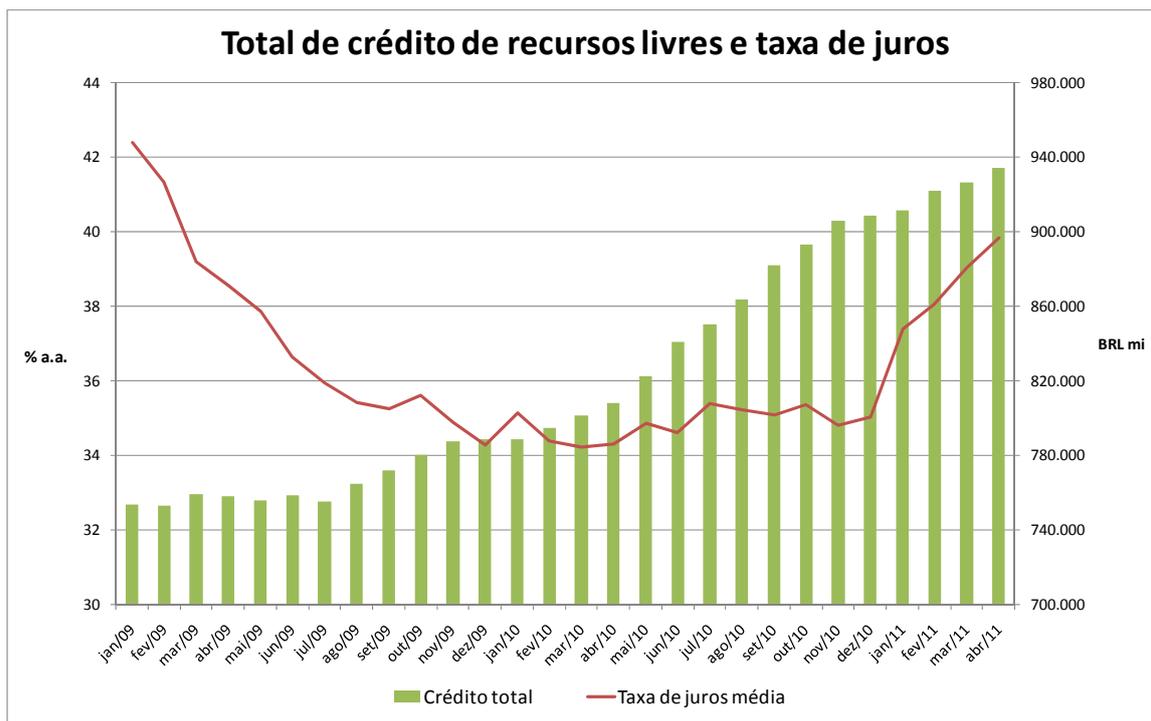
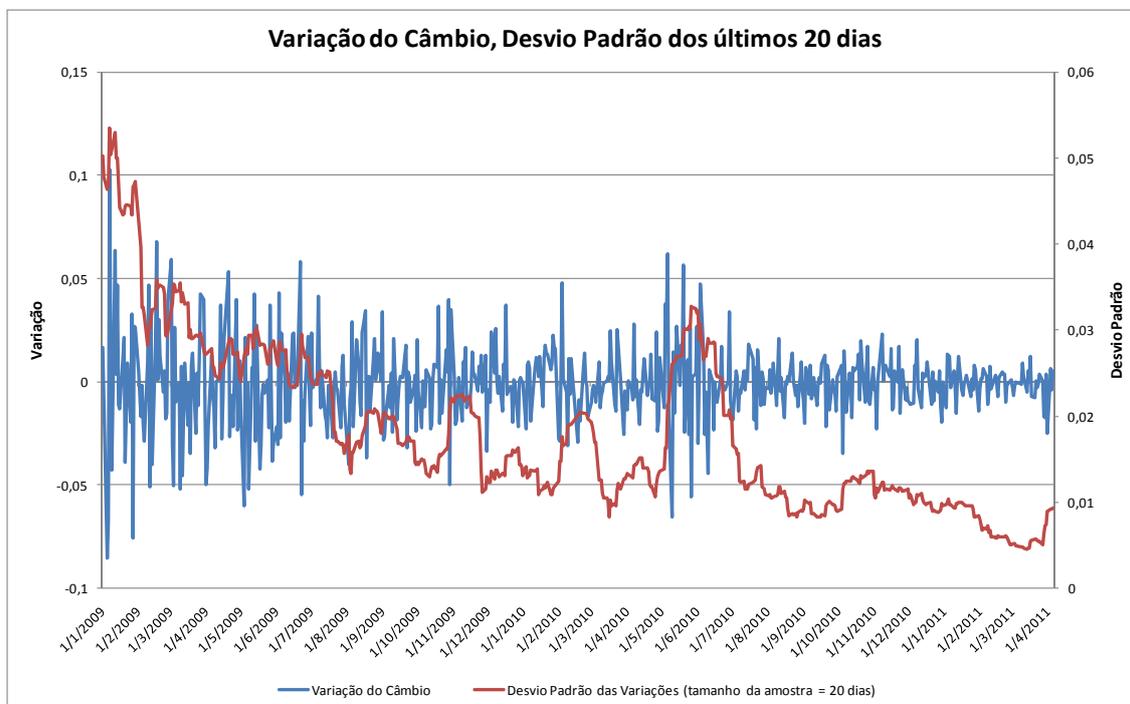


GRÁFICO 5



Conclusão

Podemos concluir que a esterilização do aumento de moeda na economia causado pela compra de moeda estrangeira por parte do Banco Central é somente parcial e assim, a intervenção completa é expansionista. O efeito expansionista no produto acaba por aumentar a demanda por moeda e, portanto, requer uma contração monetária menor para restaurar a taxa de juros ao seu nível anterior.

Ou seja, quando um país recebe grandes fluxos de capitais de moeda estrangeira que não aqueles direcionados a compras de títulos do governo, como tem ocorrido no Brasil, não é suficiente que o Banco Central realize intervenções esterilizadas restaurando a taxa de juros nominal ao seu nível anterior. Se os fluxos de capitais afetam a demanda agregada, através do crédito bancário, as intervenções esterilizadas em um regime de *inflation targeting* serão expansionistas. Isto causará pressão inflacionária e possivelmente uma apreciação da taxa de câmbio real.

Referências Bibliográficas

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