

A Estabilização Incompleta¹

Francisco L. Lopes

Quando, em 1976, Dionísio Dias Carneiro editou o volume *Brasil: Dilemas da Política Econômica* nos dois juntos, com Rogério Werneck, ainda estávamos na Escola de Pós-graduação de Economia da Fundação Getúlio Vargas, mas já prestes a iniciar o esforço de construção de um novo mestrado em economia na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Muitos textos daquele volume já tinham características que vieram posteriormente a ser associadas ao pensamento econômico da PUC-Rio: foco em problemas atuais da política econômica, rigor analítico e disposição para enfrentar temas controversos com honestidade intelectual e sem a preocupação de se pautar pela ortodoxia vigente. Mario Henrique Simonsen costumava dizer que a ortodoxia de hoje nada mais é que a heterodoxia de ontem que deu certo. O presente texto foi escrito nesse espírito e dentro dessa tradição, e acredito que Dionísio, se ainda estivesse entre nós, saberia apreciá-lo. Que fique, portanto, como a singela homenagem de um velho saudoso amigo.

Nosso assunto é o aparente paradoxo da situação econômica brasileira. Porque, mais de quinze anos depois do Plano Real, ainda é difícil evitar a impressão de que a política de estabilização, iniciada no governo FHC, não está funcionando adequadamente. Temos um nível patologicamente elevado de taxa de juros, uma aparente tendência crônica a sobrevalorização da taxa de câmbio e um crescimento explosivo do déficit em conta corrente. O que pode estar errado?

Consideremos inicialmente a questão de por que a taxa de juros real é tão elevada? Há duas vertentes de explicação:

1) A taxa de juros é elevada devido a características da posição de equilíbrio macroeconômico, resultantes de nossa triste história de inflação crônica, de descontrole fiscal e de sucessivos calotes. O país sofre de um pecado original que só poderá ser “purgado” gradualmente através de comportamento macroeconômico exemplar por longo período de tempo.

¹ Texto preparado para o seminário em homenagem a Dionísio Dias Carneiro, realizado no IEPE/CdG, em 24 de setembro de 2010. O autor agradece os comentários e sugestões de Alexandre Pundek Rocha, Armínio Fraga, Edmar Bacha, e dos participantes do seminário na Casa das Garças.

2) A taxa de juros é elevada devido à forma de atuação do BC e a distorções estruturais que impedem o funcionamento adequado do regime de metas. Essas distorções não estão associadas a questões fiscais ou à avaliação de crédito do país, mas resultam de características do funcionamento dos mercados financeiros e de capitais herdadas do período de inflação crônica. Ou seja, refletem o fato de que o trabalho de construção institucional da estabilidade ainda ficou incompleto.

Acreditamos que as duas explicações são logicamente sustentáveis e que ambas tem um elemento de verdade. Queremos, porém, focalizar na segunda, que nos parece mais relevante na conjuntura atual.

É importante, como preliminar, notar que não pretendemos criticar a concepção do tripé estabilizador, composto de austeridade fiscal, flutuação cambial e regime de metas de inflação. As vantagens do tripé são inequívocas. A austeridade fiscal produz o ambiente de confiança indispensável para a estabilidade. A flutuação cambial, pré-requisito para o regime de metas, libera a taxa de juros de restrições externas e maximiza sua efetividade. O regime de metas como que automatiza o trabalho de estabilização, garantindo seu resultado. O Banco Central passa a operar como uma espécie de mecanismo automático de preservação da estabilidade. A partir da meta de inflação definida pelo governo, o BC aumenta a taxa de juros quando a inflação supera a meta e baixa a taxa de juros quando a inflação fica abaixo da meta. Pressupõe-se, naturalmente, que a taxa de juros é um instrumento eficaz para o controle do nível de atividade e da inflação. Logo a taxa de inflação converge sempre inexoravelmente para a meta, ainda que possa se afastar temporariamente dela em consequência de choques inflacionários. Isto é o melhor que se pode conseguir na prática em matéria de estabilidade de preços. O sistema é transparente com regras claramente definidas que os agentes privados entendem perfeitamente. Isso faz com que se torne altamente confiável o que facilita a administração de riscos e estimula projetos de investimento de longo prazo. Dessa forma a política monetária cria o substrato de confiança e estabilidade que garante a expansão sustentada da atividade produtiva.

Tudo isso provavelmente descreve bem o que acontece em alguns países desenvolvidos que adotam o regime de metas de inflação, como a Suécia ou a Inglaterra. No Brasil, porém, o tripé estabilizador é meio de mentirinha, operado com um componente de “jeitinho” brasileiro. Teoricamente existe flutuação cambial, mas na prática o movimento da taxa de câmbio é inibido pela atuação rotineira do BC no mercado de divisas. Por outro lado o instrumento de política monetária do BC, a taxa SELIC, tem impacto reduzido sobre o nível de atividade e a inflação. Ou seja, o regime é de metas de inflação, mas seus pressupostos básicos não estão presentes.

Para tornar claro o argumento, consideremos um modelo simplificado do funcionamento da economia no regime de metas. O modelo tem quatro equações. A primeira define a taxa de juros real (r) pela diferença entre a SELIC e a taxa de inflação (dp) :

$$r = \text{SELIC} - dp \quad [1]$$

A segunda equação, uma curva de Phillips aceleracionista, explica a aceleração da taxa de inflação como resultado da soma de um componente de demanda com um componente de choque inflacionário (z). O componente de demanda é uma função positiva $f(u)$ do nível de utilização da capacidade produtiva:

$$dp - dp_{(-1)} = f(u) + z \quad \text{com } f' > 0 \quad [2]$$

Quando não ocorre choque inflacionário, a inflação permanecerá constante ao longo do tempo se a utilização da capacidade estiver no nível de equilíbrio ou natural (u^*) definido por $f(u^*) = 0$. Se a utilização da capacidade estiver acima do nível natural, a inflação estará em aceleração; se estiver abaixo, a inflação estará em desaceleração. Por enquanto, de forma irrealista e apenas para simplificar a exposição inicial, estamos ignorando o impacto do movimento da taxa de câmbio na determinação da taxa de inflação, o que será corrigido mais adiante.

A terceira equação define o equilíbrio macroeconômico entre poupança e investimento, com a poupança decomposta nos três componentes de poupança privada (SP), poupança do governo (SG) e poupança externa (SX):

$$I(r) = SP(u) + SG + SX(e) \quad \text{com } I' < 0, SP' > 0 \text{ e } SX' < 0 \quad [3]$$

O investimento é função negativa da taxa de juros real e a poupança privada é função positiva do nível de utilização da capacidade. A poupança do governo é o superávit fiscal do setor público. A poupança externa, que depende negativamente da taxa de câmbio real, é o excesso de importações sobre exportações totais de bens e serviços, ou seja, o déficit em conta corrente excluindo pagamentos de juros, lucros e dividendos².

Note-se que nesse modelo simplificado não estamos considerando o impacto da taxa de juros sobre o consumo agregado. Para captar isso bastaria adicionar a taxa de juros real como determinante da poupança privada (SP), o que não teria consequência relevante para nossas conclusões.

Num regime de flutuação cambial em que o Banco Central não intervém no mercado de divisas, a poupança externa tem que ser igual ao financiamento externo líquido (FX), o que define a quarta equação:

$$SX(e) = FX(r, B) \quad \text{com } SX' < 0, FX_r > 0 \text{ e } FX_B > 0 \quad [4]$$

Essa equação mostra que, com livre flutuação cambial, a poupança externa e a taxa real de câmbio são determinadas pelo financiamento externo, o qual está positivamente relacionado à taxa de juros real e a uma variável, representada por B (de Brasil), que indica o grau de atratividade do país para financiadores externos. Para uma dada taxa de juros real, uma maior atratividade externa do país aumenta o volume de financiamento externo. Podemos notar também que, *ceteris paribus*, a equação define uma relação negativa entre taxa real de câmbio e taxa real de juros.

O indicador de atratividade B está inversamente relacionado ao risco de crédito do país, como refletido no prêmio de risco praticado nos títulos de dívida externa ou nos CDS. Será conveniente, porém, adotar uma concepção mais ampla, de modo a

² Estamos supondo que a poupança privada não depende da taxa de juros real e que a poupança externa não depende do nível de atividade, duas hipóteses simplificadoras que não alteram nossas conclusões.

capturar também o poder de atração exercido, por exemplo, sobre capitais especulativos de curto prazo por oportunidades de ganho rápido em determinadas situações conjunturais.

Combinando as duas últimas equações obtemos uma relação negativa entre o nível de utilização da capacidade e a taxa de juros real, que pode ser entendida como uma generalização da tradicional curva IS para uma economia aberta:

$$I(r) - FX(r, B) = SP(u) + SG \quad [3a]$$

com $I' < 0$, $FX_r > 0$, $FX_B > 0$ e $SP' > 0$

Essa equação mostra como o nível de utilização da capacidade é determinado a partir da taxa de juros real, para dados níveis da poupança do governo e da atratividade externa do país. Um aumento da taxa de juros real diminui a utilização da capacidade, uma diminuição da taxa de juros real eleva a utilização da capacidade. Se considerarmos uma posição em que não ocorre choque inflacionário, a taxa de inflação é estável e a utilização da capacidade permanece no nível natural de equilíbrio (u^*), a equação define a taxa de juros real de equilíbrio (r^*).

Nesse modelo, ainda limitado pela desconsideração do impacto direto da taxa de câmbio sobre a inflação, podemos ver como o regime de metas pode ser operado através do controle da taxa de juros. Considere um choque inflacionário que aumenta a taxa de inflação e num primeiro momento reduz a taxa real de juros, supondo um nível ainda fixo da SELIC. Como consequência da relação IS isto aumenta a taxa de utilização da capacidade, o que produz um efeito secundário de aceleração da inflação através do componente de demanda. Note-se que esse efeito é desestabilizador, já que o aumento da inflação reduz ainda mais a taxa de juros real.

Para corrigir a situação o BC precisa produzir um aumento na taxa SELIC de magnitude superior a essa aceleração inflacionária inicial de modo a obter uma elevação da taxa real de juros. Isto então reduz o nível de atividade iniciando um movimento de desaceleração da taxa de inflação em direção à meta inflacionária. Enquanto a inflação estiver acima da meta o BC deve manter a taxa de juros real

acima do nível de equilíbrio r^* . Eventualmente quando a meta é alcançada o BC pode reduzir a SELIC até o nível de equilíbrio.

Podemos notar que o modelo não produz um mecanismo automático de estabilização com uma taxa de juros nominal constante³. Se a SELIC permanecer fixa após um choque inflacionário o modelo gera um processo de desequilíbrio crescente e ilimitado. O controle inflacionário depende da atuação decidida do BC sobre a SELIC para controlar a taxa de juros real, e por isso mesmo essa instituição deve ser imune a considerações políticas ou de qualquer outra natureza não relacionada ao objetivo da estabilidade. Quanto mais livre estiver a autoridade monetária para alterar a taxa SELIC, mais eficiente será a operação do regime de metas e, como consequência, maiores os seus benefícios.

Essas conclusões não são alteradas quando levamos também em consideração o impacto direto da taxa de câmbio no processo inflacionário. Para isso devemos alterar a equação da curva de Phillips introduzindo um termo que captura o efeito de alterações na taxa de câmbio real (e):

$$dp - dp_{(-1)} = f(u) + \lambda de_{(-1)} + z \quad \text{com } f' > 0 \quad [2a]$$

Nessa equação “ $de_{(-1)}$ ” indica a variação percentual defasada da taxa de câmbio real e o parâmetro “ λ ” é o coeficiente de repasse do câmbio para a inflação (pass-through).⁴

Nesse modelo expandido temos um segundo canal de transmissão para a política monetária⁵. Uma elevação da taxa de juros real impacta agora a taxa de

³ Ao contrário, por exemplo, de regimes alternativos em que o BC apenas fixa a evolução de um agregado monetário ou da taxa nominal de câmbio, sem a necessidade de monitorar a evolução da economia. Nesse sentido o regime de metas (ou a adoção de uma regra de Taylor) pressupõe um BC ativista ao contrário do BC passivo do monetarismo de Friedman ou do padrão ouro.

⁴ A taxa de câmbio aparece aqui com defasagem de um período por representar um fator de custo na formação do índice de preços. Seria simples generalizar a equação para considerar explicitamente a dinâmica das expectativas, tanto do índice de preços como da taxa de câmbio, mas isso não tem maior relevância para nossas conclusões. O efeito líquido da inclusão de expectativas racionais seria aumentar a sensibilidade de $f(u)$, isto é, tornar mais vertical a curva de Phillips de curto prazo. Note-se também que essa equação pode ser alternativamente formulada em termos da variação percentual da taxa de câmbio nominal (E), ou seja:

$$dp = f(u) + (1-\lambda) dp_{(-1)} + \lambda dE_{(-1)} + z$$

inflação por meio de dois mecanismos. Por um lado há a transmissão via demanda, com a elevação da taxa de juros produzindo uma redução da taxa de utilização da capacidade (pela equação da IS) e um impacto deflacionário. Observe-se que essa transmissão via demanda passa tanto pela função investimento como pelas exportações líquidas. Por outro lado há a transmissão via câmbio, com a elevação da taxa de juros produzindo uma apreciação da taxa real de câmbio (pela condição de equilíbrio do balanço de pagamentos) que tem impacto direto sobre a dinâmica inflacionária. É nesse sentido que se pode dizer que a livre flutuação cambial aumenta a eficácia da taxa de juros no controle da inflação.

Podemos notar que essa modificação na equação da curva de Phillips não altera a definição da taxa de juros de equilíbrio r^* , que continua sendo determinada na equação da curva IS [3a] a partir do nível de equilíbrio da utilização da capacidade (u^*). Observamos também que o equilíbrio do balanço de pagamentos da equação [4] define uma taxa de câmbio real de equilíbrio (e^*), que está inversamente relacionada à taxa de juros de equilíbrio e ao grau de atratividade do país aos financiadores estrangeiros. Ou seja, a taxa de câmbio de equilíbrio será mais apreciada (menor) se a taxa de juros real de equilíbrio for maior ou se houver maior grau interesse dos investidores externos.

Com esse modelo expandido é fácil entender a vertente de explicação do nível elevado da taxa de juros real como resultado de características da posição de equilíbrio macroeconômico. A operação eficiente do regime de metas faz com que a taxa de juros real se distancie ocasionalmente do nível de equilíbrio, já que isso é necessário para o controle da inflação. Esses desvios, entretanto, serão temporários e de curta duração se o BC mantiver uma disciplina rígida que consolide e defenda uma sólida reputação de comprometimento com a estabilidade. Na posição de equilíbrio, porém, a taxa de juros real pode ser muito elevada por três razões, que ficam evidentes quando se analisa a equação [3a] da curva IS:

⁵ Outros possíveis canais de transmissão, através de efeitos sobre a riqueza financeira do setor privado, sobre os balanços de empresas ou sobre o crédito bancário serão ignorados neste texto. Ver, por exemplo, Lopes (1998).

1) Em virtude de uma reduzida propensão a poupar, que afeta o nível de equilíbrio da poupança privada $SP (u^*)$;

2) Em virtude de uma gestão fiscal deficiente, resultado de um governo que gasta muito além de sua capacidade de arrecadação, produzindo déficits públicos e fazendo com que o nível de poupança do governo SG seja muito reduzido;

3) Em virtude de uma reputação deteriorada de crédito internacional, resultado de uma longa história de calotes e políticas econômicas equivocadas, que aumenta o prêmio de risco demandado pelos financiadores externos, deprime o nível do indicador de atratividade externa (B) e reduz a poupança externa financiável ao nível da taxa de juros real de equilíbrio.

Pode-se notar, quando se analisa a condição de equilíbrio no balanço de pagamentos [4], que uma taxa de juros real muito elevada não é por si só suficiente para explicar um nível muito apreciado da taxa de câmbio real, pois isso vai depender também do nível do indicador de atratividade externa B . Só o que se pode afirmar é que uma taxa de câmbio muito apreciada na posição de equilíbrio sugere que a distorção maior é de natureza fiscal.

Para entender a segunda vertente de explicação para o fenômeno da taxa real de juros elevada, temos que introduzir algumas hipóteses adicionais no modelo. A primeira delas é que há uma sensibilidade muita reduzida do nível de atividade à taxa de juros através da função investimento (ou do consumo, quando se considera essa variável). Para tornar mais nítido o mecanismo que queremos modelar podemos postular que o investimento é totalmente insensível à taxa real de juros, de modo que o equilíbrio macroeconômico entre poupança e investimento se reduz a:

$$I = SP (u) + SG + SX (e) \quad \text{com } I = \text{cte}, SP' > 0 \text{ e } SX' < 0 \quad [3b]$$

Essa equação mostra como o nível de utilização da capacidade é agora determinado pela taxa de câmbio real, para dado nível de poupança do governo. O nível de atividade da economia não é mais afetado diretamente pela taxa de juros, mas apenas indiretamente pelo impacto desta sobre a taxa de câmbio. A equação é

suficiente para determinar a taxa de câmbio real de equilíbrio (e^*) a partir do nível de equilíbrio da utilização da capacidade (u^*) definido pela Curva de Phillips.

É importante observar que nesse caso, a despeito da insensibilidade do investimento (e do consumo) à taxa de juros, o regime de metas ainda pode contar com o mecanismo de transmissão da política monetária via demanda. Um aumento da taxa de juros real aumenta o financiamento externo, o que deprime a taxa real de câmbio, reduz as exportações, aumenta as importações, e diminui o nível de atividade abaixo do nível de equilíbrio, produzindo uma desaceleração inflacionária continuada.

Em princípio, toda a argumentação sobre como características desfavoráveis da posição de equilíbrio produzem uma taxa de juros real elevada permanece válida nesse caso especial do modelo. Não é, porém, a posição de equilíbrio que nos interessa agora, mas a dinâmica de operação do regime. Para examinar isso de forma realista para o caso brasileiro atual temos que modificar a equação do balanço de pagamentos para capturar o fato de que o BC intervém de forma rotineira no mercado de câmbio:

$$SX(e) = FX(r, B) - DR \quad \text{com } SX'_e < 0, FX_r > 0 \text{ e } FX_B > 0 \quad [4a]$$

Nessa equação DR representa o aumento da posição de reservas internacionais do BC.

O regime cambial brasileiro admite oficialmente a intervenção da autoridade no mercado de divisas para “controlar a volatilidade”, mas na realidade isto tem se caracterizado como uma flutuação amortecida assimétrica. Com a justificativa de reduzir a volatilidade o BC atua comprando sempre que o mercado inicia um movimento de apreciação da taxa de câmbio. Para evitar, porém, a percepção de que trabalha com um piso para taxa de câmbio, uma percepção que seria desconfortável num regime que se proclama de flutuação cambial, a autoridade permite sempre um pequeno movimento para baixo. A política, porém, é assimétrica, já que são permitidos movimentos rápidos de depreciação da taxa de câmbio, mas apenas movimentos amortecidos de apreciação.

Imaginemos então que ocorre um choque inflacionário e o BC dentro da disciplina do regime de metas aumenta a taxa real de juros com o objetivo de trazer a taxa de inflação de volta para a meta. Por hipótese não há qualquer impacto via investimento (ou consumo) sobre a utilização da capacidade e sobre a inflação e toda a transmissão da política monetária ocorre através da taxa de câmbio. De fato surge uma tendência de apreciação da taxa de câmbio real que tem dois impactos. Por um lado aumenta as importações e reduz as exportações, deprimindo o nível de atividade e produzindo uma pressão continuada de desaceleração da inflação através do componente de demanda da curva de Phillips. Enquanto a utilização da capacidade ficar abaixo do nível natural de equilíbrio, a taxa de inflação estará caindo. Por outro lado há também um impacto direto da apreciação cambial sobre a dinâmica inflacionária, mas esse impacto é um impulso único e com magnitude que depende do coeficiente de repasse (pass-through). Em princípio, portanto, o BC continua com capacidade de operar o regime de metas ainda que a taxa de juros provavelmente tenha a sua eficácia reduzida pela insensibilidade do investimento (e do consumo).

Suponha, porém, que a política de controle da volatilidade cambial do BC, atue exatamente inibindo o funcionamento do único canal de transmissão disponível para a política monetária que agora é a taxa de câmbio. Se o BC permite apenas uma apreciação cambial “a passos de cágado” (para usar uma expressão favorita do Mario Henrique Simonsen que nosso Dionísio achava muito engraçada), a operação do regime passa a exigir um horizonte de tempo extremamente dilatado. Quando ocorre um choque inflacionário, o disciplinado BC prontamente eleva a SELIC e a taxa real de juros. O regime de metas pressupõe que esse nível elevado da taxa de juros será mantido até que a inflação tenha retornado ao nível da meta. Isto inicia um movimento lento e amortecido de apreciação cambial que tem a consequência de reduzir a inflação também lentamente. A transição do sistema de volta ao equilíbrio torna-se muito demorada e ao longo desse período a taxa de juros real permanece elevada.

Nesse modelo pode-se imaginar que uma seqüência limitada de choques inflacionários produza uma dinâmica em que a taxa de juros real permanece elevada ao longo de um período de duração ilimitada. Não há uma tendência de correção

automática do desequilíbrio e a atuação do BC sobre a taxa de juros é neutralizada pela política cambial. Naturalmente a economia não estará numa posição de equilíbrio, mas, a exemplo do que acontece com o desemprego involuntário da Teoria Geral, este pode ser um desequilíbrio desconfortavelmente duradouro. Em princípio é razoável supor que, de alguma forma, no longo prazo o equilíbrio será restabelecido, mas como diria Keynes no longo prazo estaremos mortos (junto com boa parte do parque industrial brasileiro).

O importante é entender que nessa versão do modelo a velocidade de convergência para o equilíbrio após um choque inflacionário depende apenas do grau de amortecimento praticado na política cambial do BC. Não adianta o COPOM ficar impaciente e produzir uma elevação maior da taxa SELIC para apressar a convergência. Se a mesa de câmbio do BC continuar permitindo apenas uma apreciação a passo de cágado a consequência dessa impaciência será apenas uma maior acumulação de reservas internacionais.

Essa análise mostra que a rigor quando se adotam as hipóteses de insensibilidade do investimento à taxa de juros e de flutuação cambial amortecida, o regime de metas fica mais bem caracterizado como um sistema de controle da inflação via política cambial. A estabilização da taxa de inflação em torno da meta é obtida pela evolução da taxa de câmbio enquanto que a evolução da taxa de juros determina apenas o comportamento da posição de reservas internacionais.

Um complicador importante ocorre se, após o choque inflacionário e a elevação da taxa de juros real pelo BC, o governo adota também uma política fiscal expansionista, reduzindo a poupança do setor público SG. O governo, preocupado com o nível de emprego (e com sua popularidade) estaria tentando introduzir uma compensação fiscal para os “efeitos colaterais adversos” da ortodoxia do BC. Nesse caso o efeito da política monetária sobre o nível de atividade pode ser reduzido ou mesmo neutralizado totalmente, e a transmissão do aumento da SELIC sobre a inflação passa a ocorrer apenas através do impacto direto da apreciação cambial na curva de Phillips. Essa transmissão é afetada pelo valor possivelmente reduzido do coeficiente de repasse (menor que 20% ao ano?), mas também pelo fato de que se trata de um impulso único. Ou seja, a inflação desacelera quando a taxa de câmbio

cai, mas volta a acelerar se a taxa de câmbio subir novamente em direção ao equilíbrio, o que significa que não se consegue um ganho permanente na taxa de inflação sem uma apreciação também permanente da taxa de câmbio. Em outras palavras, se apenas esse canal de transmissão estiver disponível o regime de metas fica inviável já que não será possível obter uma redução permanente da inflação utilizando apenas a taxa de juros.

Na realidade a política cambial de flutuação amortecida não apenas compromete a eficácia do regime de metas, mas também pode produzir complicações de moto próprio. Observe inicialmente que a assimetria do amortecimento significa que a taxa de câmbio continua livre para flutuar para cima, o que atua, em princípio, como inibidor para uma importante classe de aplicações estrangeiras especulativas. Um especulador interessado em arbitrar um diferencial entre as taxas de juros doméstica e internacional tem que levar em conta que poderá ser punido por uma rápida desvalorização da taxa de câmbio numa conjuntura desfavorável de mercado. A possibilidade de desvalorização cambial introduz um desconfortável elemento de risco na arbitragem internacional de taxas de juros.

Imagine, porém, que após um choque inflacionário o Banco Central elevou a taxa de juros real e a economia encontra-se na lenta transição de volta ao equilíbrio. A forma lenta e gradual de resolução do desequilíbrio é consequência da compra de reservas internacionais pelo BC. Se a flutuação cambial fosse realmente livre a taxa de câmbio corrente pularia imediatamente para o valor mais apreciado (ie, mais baixo) que garante o equilíbrio do balanço de pagamentos (na equação 4a) no nível mais elevado da taxa de juros real. Na flutuação amortecida a taxa de câmbio ainda caminhará em direção a esse nível mais apreciado, mas somente de forma lenta e gradual.

O importante é notar que durante essa transição gradual o risco para o especulador de uma reversão na conjuntura do mercado fica minimizado. O especulador sabe que grande parte do ajuste cambial requerido pela elevação da taxa de juros real está sendo temporariamente bloqueada pelo BC. Isto significa que existe folga para que ocorra uma eventual reversão na atratividade externa do país (queda de B) sem qualquer pressão de alta na taxa de câmbio corrente. Se isso ocorresse dentro

de certos limites o BC simplesmente precisaria comprar um menor volume de reservas internacionais para garantir o ajuste gradual da taxa de câmbio, mas não teria razão para mudar a velocidade do ajuste. Percebe-se, então, que temos aqui uma situação que é um verdadeiro paraíso para o especulador interessado em arbitrar o diferencial de taxa de juros, pois o risco de uma inesperada reversão no movimento da taxa de câmbio fica bastante reduzido. Na prática pode-se criar uma situação anacrônica em que todos os especuladores operam na ponta vendedora e apenas o BC opera na ponta compradora, tentando evitar uma apreciação cambial muito rápida. Ou seja, elimina-se o saudável embate de especulador contra especulador, que é o normal num mercado livre.

Naturalmente, uma extensão lógica do raciocínio sugere a possibilidade do aparecimento de uma bolha especulativa de ingresso de capital, que poderíamos denominar de “bolha Brasil”. Os especuladores, percebendo a oportunidade de um ganho de arbitragem com pouco risco no contexto de uma flutuação amortecida, decidem internalizar recursos, o que por sua vez produz novos ingressos de capital e reduz ainda mais o risco de reversão da taxa de câmbio corrente. Quanto maior for a atratividade externa ainda não integralmente refletida naquela taxa, maior será o espaço para acomodar uma eventual redução da atratividade externa. Em nosso modelo o parâmetro B estaria sofrendo aumentos sucessivos e exigindo níveis progressivamente mais apreciados da taxa de câmbio que equilibra o mercado de divisas. A taxa de câmbio corrente produzida pela flutuação amortecida estaria também caminhando na mesma direção, mas de forma lenta e gradual, sem eliminar o desequilíbrio. Nessa bolha especulativa haveria uma relação circular de causalidade entre ingresso de capital especulativo e apreciação cambial. A consequência desagradável do fenômeno é que quanto maior for o volume de capital especulativo internalizado, tanto maior será o trauma de uma eventual parada brusca do movimento de capital.

A figura abaixo ilustra essa possibilidade de uma bolha Brasil. A compra de reservas internacionais pelo Banco Central (DR) mantém a taxa de câmbio acima do nível de equilíbrio que seria compatível com o volume de financiamento externo produzido pelo valor corrente do parâmetro de atratividade externa (B). A política cambial de flutuação amortecida permite que a taxa de câmbio caminhe em direção

ao equilíbrio apenas de forma muito gradual. Na figura isso produziria um pequeno movimento para baixo da posição de desequilíbrio que está ali representada. Para o especulador estrangeiro disposto a arbitrar o diferencial das taxas de juros esse movimento é irrelevante, e o país apresenta-se como uma oportunidade de ganho altamente interessante. O resultado no nosso modelo é um aumento do parâmetro de atratividade externa (para $B+b$, na figura) o que atua no sentido de aumentar o volume de financiamento externo aumentando o desequilíbrio. Quando maior o desequilíbrio, tanto maior a sensação de segurança do especulador e, portanto tanto maior a atratividade da aposta (e o valor do parâmetro B). Como em toda bolha, cria-se um mecanismo de retro alimentação que tende a se sustentar até o rompimento num colapso.

[entra Figura 1]

O que temos então, em resumo, é uma explicação para o nível elevado da taxa de juros real que não depende de propriedades desfavoráveis da posição de equilíbrio macroeconômico. A taxa de juros real permanece alta porque a economia encontra-se permanentemente em desequilíbrio, como resultado de uma seqüência de choques inflacionários, de uma política cambial de flutuação amortecida e da reduzida sensibilidade da demanda agregada à taxa real de juros.

Cabe questionar, porém, se existe sustentação empírica para essa tese de que a taxa de juros real elevada no Brasil pode ser consequência da dinâmica de um desequilíbrio duradouro dentro do regime de metas? A tese depende de duas hipóteses: uma reduzida sensibilidade do nível de atividade à taxa de juros real e uma política cambial de flutuação amortecida. Em relação a essa última não há o que questionar, já que a história recente parece inequívoca. Permanece, porém, a questão da validade da primeira hipótese.

O desenvolvimento de um teste empírico rigoroso transcende o escopo do presente texto. Adiciono, não obstante, algumas observações. Em primeiro lugar, é importante notar que nosso argumento foi construído com base na hipótese de uma reduzida sensibilidade do nível de atividade (u) à taxa real de juros (r), mas poderia ter sido alternativamente construído com base numa reduzida sensibilidade da

inflação ao nível de atividade. Isto pode resultar tanto de uma derivada muito pequena de $f(u)$ na curva de Phillips como de um componente muito rígido de inércia inflacionária⁶. Em última análise, portanto, o que deve ser testado é a sensibilidade da inflação à taxa de juros real.

Observo que no modelo de projeção da Macrométrica é fácil produzir uma análise comparativa da eficácia da política monetária no Brasil e nos Estados Unidos, o que pode ser instrutivo a despeito das conhecidas limitações de um modelo estrutural desse tipo. Se simulamos uma elevação de 5 pontos percentuais na taxa de intervenção do BC (a taxa dos FED funds nos Estados Unidos e a taxa SELIC no Brasil) obtemos uma perda de produto industrial acumulada em três anos da ordem de 16 pontos percentuais (pts%) nos Estados Unidos e de 4 pts% para o Brasil⁷. Ou seja, a sensibilidade do nível de atividade à taxa de juros parece ser quatro vezes menor no nosso caso. O impacto acumulado ao longo de três anos sobre a taxa de inflação dos preços ao consumidor seria uma redução de 3,4 pts% nos Estados Unidos e de 0,8 pts% no Brasil, novamente uma diferença por um fator multiplicativo da ordem de quatro.

Por outro lado, mesmo uma observação casual de algumas características do funcionamento dos mercados financeiros e de capitais no Brasil, em geral herdadas do período de inflação crônica, parece sugerir motivos para essa ineficácia da taxa de juros. O BC opera com a taxa SELIC, mas como isso se reflete nas outras taxas de juros da economia? Desde 2007 a TJLP, que é a referência para os empréstimos de longo prazo do BNDES, praticamente não foi afetada por mudanças na SELIC. Antes de 2007 o coeficiente de repasse de mudanças na SELIC para a TJLP, estimado por regressão, era de aproximadamente 40%⁸. No caso da TR, que baliza todos os empréstimos do setor imobiliário, o coeficiente é de 25%. Isto determina o repasse para a rentabilidade da caderneta de poupança e parece afetar também o repasse para o CDB pré-fixado, que fica próximo a 70%. No caso das taxas de empréstimos

⁶ Por exemplo, se o termo $dp_{(-1)}$ da curva de Phillips fosse substituído por um longo somatório em s de $dp_{(-s)}$.

⁷ Em relação à uma trajetória original de referência.

⁸ Ver o Apêndice para os resultados de regressão mencionados em seguida. As variações percentuais em 12 meses das rentabilidades da SELIC, TR, Poupança e CDB Pré foram calculadas com base nos índices de rentabilidade nominal da ANDIMA. As taxas de juros apuradas pelo BACEN referem-se a pessoas jurídicas (PJ) ou pessoas físicas (PF), conforme o caso.

apuradas pelo BACEN o coeficiente de repasse para o período posterior a 2005 foi de 30% no desconto de duplicatas da pessoa jurídica, de 80% no capital de giro, de 100% na aquisição de veículos pela pessoa física e de 50% na aquisição de outros bens pela pessoa física. Ou seja, de um modo geral há um amortecimento no repasse de variações da SELIC sobre as demais taxas de juros da economia, e esse amortecimento parece muito intenso em áreas de importância estratégica como os empréstimos de longo prazo do BNDES, os empréstimos imobiliários, o desconto de duplicatas e a aquisição de bens de consumo. Seria interessante examinar como essa evidência se compara com a realidade de economias avançadas, como a americana, em que a eficácia da taxa de juros como instrumento de política monetária parece ser maior do que no nosso caso.

Bacha (2010) menciona adicionalmente o problema dos créditos direcionados (particularmente do BNDES e de outros bancos de fomento e o crédito agrícola) que por serem subsidiados tem que ser racionados administrativamente o que os torna em princípio insensíveis à taxa de juros. Nesse caso as decisões do BC podem ter algum impacto sobre o custo dessas operações, mas isto não afeta o volume de crédito concedido nem seu efeito sobre o resto da economia.

Outra observação relevante é o grande percentual de ativos financeiros indexados a taxas overnight, como a SELIC ou o CDI. Normalmente, numa economia em que predominam ativos financeiros pré-fixados, uma elevação da taxa de juros provoca transferências de renda de credores para devedores. Como o governo é sempre um grande devedor isso reduz a riqueza financeira do setor privado com impacto depressivo sobre o nível de atividade. Por outro lado as instituições financeiras também são afetadas na medida em que tipicamente captam a prazos mais curtos do que emprestam. Como consequência há uma deterioração temporária nos seus balanços que tende a produzir critérios mais rigorosos na concessão de créditos. No caso brasileiro o M4, que já supera os 80% do PIB, é totalmente ligado a taxas overnight. Por outro lado apenas 45% do crédito bancário é contratado com taxas pré-fixadas.

Em última análise, porém, é possível que a explicação principal para a baixa potência da taxa de juros no Brasil seja mesmo o fato de que a economia opera com

um volume de crédito muito reduzido quando comparado ao PIB, particularmente nas modalidades pré-fixada e de médio e longo prazo. O mercado de crédito ainda não se desenvolveu adequadamente após a estabilização, por exemplo, na área imobiliária, e isso em grande parte é devido à longa convivência com taxas de juros elevadas no passado. Ou seja, foi criada uma espécie de armadilha estrutural, com uma relação de causalidade circular entre reduzida intensidade do crédito e juros reais elevados.

Nossa tese sobre a existência de uma espécie de equilíbrio falso (isto é, um desequilíbrio duradouro), caracterizado por nível elevado da taxa de juros real, sugere que o regime de metas no Brasil não funciona adequadamente. O que pode então ser feito a respeito? A solução, obviamente, está na correção das duas anomalias que são a raiz do problema, ou seja, a reduzida eficácia da SELIC como instrumento de controle inflacionário e o regime de flutuação amortecida da taxa de câmbio.

Com relação à eficácia da SELIC há uma série de sugestões de política econômica que vêm imediatamente à mente. Provavelmente a maior prioridade é eliminar o complexo TR-caderneta de poupança, uma segmentação anacrônica do mercado de crédito que efetivamente estabelece um piso para a taxa SELIC além de reduzir sua eficácia. A tentação natural de equacionar esse problema de forma politicamente indolor apenas introduzirá distorções adicionais ao sistema, como ficou claro em 2008.

Importante também é enfrentar o problema dos créditos públicos direcionados que são racionados administrativamente, o que talvez possa ser feito com a utilização de mecanismos de leilão. A prática pelo BNDES de taxas de juros de longo prazo muito abaixo da SELIC é talvez a maior demonstração prática de que realmente existe uma situação duradoura de desequilíbrio macroeconômico. Numa economia de mercado sem distorções também se observa uma curva de retornos (“yield curve”) invertida, com taxas longas menores do que a taxas curtas, quando a política monetária adota temporariamente uma postura contracionista em resposta a um choque inflacionário. O problema no Brasil é que isso é um fenômeno permanente, não temporário, o que termina gerando um esquema de racionamento administrativo no crédito longo.

A atual rigidez da TJLP também parece desnecessária, e inclusive não existia quando de sua criação por Persio Arida em 1994. A mudança da atual periodicidade trimestral para mensal na fixação da TJLP seria recomendável, pois poderia aumentar a sensibilidade à SELIC na contratação de novos créditos, mesmo que os contratos existentes continuem sendo repactuados com periodicidade trimestral ou mais longa.

Com relação à dívida pública ligada à taxa overnight, tanto no caso das LTFs como do excesso de operações compromissadas pelo Banco Central (o chamado undersold), é recomendável uma atuação mais decisiva do governo para eliminar o que parece ser um “traço cultural” herdado do nosso passado inflacionário. Afinal quem não gosta de ativos financeiros que oferecem simultaneamente grande liquidez e alta rentabilidade. Nossa sugestão (Lopes 2006) para uma transição rápida passa por uma alteração do próprio conceito de LFT, que continuaria a ser um ativo de taxa flutuante (“floating rate”), porém ligado à remuneração de títulos pré-fixados de prazos mais longos.

Há que se reconhecer, porém, que todas essas medidas podem não ser suficientes para a desmontagem da armadilha estrutural que resulta da relação circular entre baixa intensidade de crédito e baixa potência da taxa SELIC. Para isso, provavelmente, a única solução efetiva é um período de convivência com inflação baixa e taxas de juros reais reduzidas, mas como conseguir isso?

Com relação ao regime cambial a questão parece também complexa. Para evitar o ingresso de capital especulativo buscando arbitragem do diferencial de juros a volatilidade de curto prazo da taxa de câmbio deveria ser aumentada e não reduzida como se pretende atualmente. A baixa volatilidade sincroniza a atuação de todos os especuladores numa posição de mercado oposta ao BC, o que nunca é saudável. Por outro lado certamente não seria recomendável pensar em controles de capital para resolver o problema. Esses controles só produzem distorções e têm eficácia comprovadamente limitada. Em última análise a única solução correta é a efetiva implantação da livre flutuação.

De preferência a medida deveria ser adotada depois de algum avanço no aumento da potência da taxa SELIC como instrumento de controle inflacionário, na

linha do que foi mencionado acima. O momento ideal para isso seria logo após uma “parada brusca” (sudden stop) como a que ocorreu em 2008 (e que, tendo em vista o crescente desequilíbrio na nossa balança de transações correntes, tem alta probabilidade de ocorrer novamente num horizonte de médio prazo). Nesse caso seria possível promover uma redução rápida e significativa da SELIC e anunciar uma decisão irrevogável do BC de se abster completamente de qualquer intervenção no mercado cambial (inclusive através de derivativos)⁹.

É curioso notar que a flutuação amortecida da taxa de câmbio tem uma desagradável semelhança com o sistema de indexação generalizada do nosso passado inflacionário. Ambos pareciam muito convenientes quando foram inicialmente introduzidos, já que permitiam uma convivência relativamente benigna com deformações sérias no funcionamento da macroeconomia. Sua posterior eliminação, porém, transformou-se num grande desafio.

REFERÊNCIAS

Bacha, E., 2010. “Além da Tríade: Há Como Reduzir os Juros?”

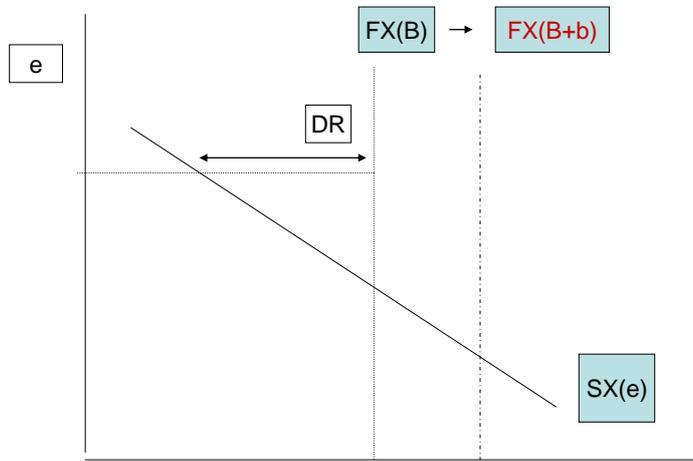
Dias Carneiro, D., 1977. *Brasil: Dilemas da Política Econômica*, Editora Campus.

Lopes, F., 1998. “The Transmission mechanism of monetary policy in a stabilizing economy: notes on the case of Brazil”, in *The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies*, Bank for International Settlements (BIS), Policy Papers No. 3, pp 65-72. Reproduzido como “O Mecanismo de transmissão da política monetária numa economia em processo de estabilização: notas sobre o caso do Brasil” na *Revista de Economia Política*, vol 17, no. 3 (67), julho-setembro 1997.

⁹ Note-se, porém, que a conjuntura de 2008 foi particularmente favorável para essa medida ao combinar uma parada brusca com elevação da taxa de câmbio com pressões externas de sentido deflacionário. Normalmente essa combinação não deve ser esperada o que significa que a adequada administração da inflação nessa transição será sempre um problema não trivial.

-----, **2006**. “A questão do alongamento da dívida pública” in E. Bacha e L. C. de Oliveira Filho (eds), *Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação e Alongamento*, AMBID – IEPE CdG.

[Figura 1]



Uma bolha Brasil ?

APENDICE

Variável Dependente : TJLP (% a.a)				
Método : Mínimos Quadrados				
Data : 27/08/2010 Hora : 21:17				
Intervalo : de Jan/2000 a Jan/2007				
Número de observações : 85				
Variáveis Independentes	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor P
CONSTANTE	2,57386	0,71695	3,59002	0,00056
Var%12 Rentab SELIC	0,3882	0,03808	10,19302	0
R-Quadrado	0,55591	Média var. dep.		9,826
R-Quadrado ajustado	0,55056	D.Padrão var. dep.		1,21
Erro Padrão da regressão	0,81137	Soma quadr.resíduos		54,64
Log Verossimilhança	-101,83	Durbin-Watson		0,15975
Critério de Akaike	2,44306	Critério de Schwarz		2,50053
Estatística F	103,898	Prob(F)		0

Variável Dependente : Var%12 Rentabilidade TR				
Método : Mínimos Quadrados				
Data : 27/08/2010 Hora : 20:52				
Intervalo : de Jan/2000 a Jul/2010				
Número de observações : 127				
Variáveis Independentes	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor P
CONSTANTE	-1,85265	0,12818	-14,45375	0
Var%12 Rentab. SELIC	0,25305	0,00762	33,18803	0
R-Quadrado	0,89808	Média var. dep.		2,284
R-Quadrado ajustado	0,89726	D.Padrão var. dep.		1,049
Erro Padrão da regressão	0,33631	Soma quadr.resíduos		14,14
Log Verossimilhança	-40,804	Durbin-Watson		0,05433
Critério de Akaike	0,67407	Critério de Schwarz		0,71886
Estatística F	1101,446	Prob(F)		0

Variável Dependente: Var%12 Rentabilidade Poupanca				
Método : Mínimos Quadrados				
Data : 27/08/2010 Hora : 20:57				
Intervalo : de Jan/2000 a Jul/2010				
Número de observações : 127				
Variáveis Independentes	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor P
CONSTANTE	4,20416	0,13306	31,59497	0
Var%12 Rentab SELIC	0,26883	0,00792	33,96271	0
R-Quadrado	0,90223	Média var. dep.		8,599
R-Quadrado ajustado	0,90144	D.Padrão var. dep.		1,112
Erro Padrão da regressão	0,34913	Soma quadr.resíduos		15,24
Log Verossimilhança	-45,555	Durbin-Watson		0,0565
Critério de Akaike	0,7489	Critério de Schwarz		0,79369
Estatística F	1153,466	Prob(F)		0

Var. Depend.: Var%12 Rentabilidade CDB Pre 30 dias				
Método : Mínimos Quadrados				
Data : 27/08/2010 Hora : 21:02				
Intervalo : de Jan/2000 a Jun/2010				
Número de observações : 126				
Variáveis Independentes	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor P
CONSTANTE	3,06957	0,23363	13,13857	0
Var%12 Rentab. SELIC	0,67384	0,01386	48,62496	0
R-Quadrado	0,95017	Média var. dep.		14,126
R-Quadrado ajustado	0,94977	D.Padrão var. dep.		2,688
Erro Padrão da regressão	0,6024	Soma quadr.resíduos		45
Log Verossimilhança	-113,918	Durbin-Watson		0,06422
Critério de Akaike	1,83996	Critério de Schwarz		1,88498
Estatística F	2364,387	Prob(F)		0

Variável Dependente : Tx. Juros - Desconto de Duplicatas - PJ (Juros Pre)				
Método : Mínimos Quadrados				
Data : 27/08/2010 Hora : 21:11				
Intervalo : de Jan/2005 a Jul/2010				
Número de observações : 67				
Variáveis Independentes	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor P
CONSTANTE	35,01964	2,04507	17,12391	0
Var%12 Rentab SELIC	0,3104	0,14426	2,15167	0,03514
R-Quadrado	0,06649	Média var. dep.		39,309
R-Quadrado ajustado	0,05213	D.Padrão var. dep.		3,845
Erro Padrão da regressão	3,74355	Soma quadr.resíduos		910,92
Log Verossimilhança	-182,496	Durbin-Watson		0,21968
Critério de Akaike	5,50734	Critério de Schwarz		5,57315
Estatística F	4,63	Prob(F)		0,03514

Variável Dependente : Tx. Juros - Capital de Giro - PJ (Juros Pre)				
Método : Mínimos Quadrados				
Data : 27/08/2010 Hora : 21:11				
Intervalo : de Jan/2005 a Jul/2010				
Número de observações : 67				
Variáveis Independentes	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor P
CONSTANTE	21,67913	1,62886	13,30935	0
Var%12 Rentab SELIC	0,81525	0,1149	7,09532	0
R-Quadrado	0,43647	Média var. dep.		32,944
R-Quadrado ajustado	0,4278	D.Padrão var. dep.		3,942
Erro Padrão da regressão	2,98167	Soma quadr.resíduos		577,87
Log Verossimilhança	-167,25	Durbin-Watson		0,18768
Critério de Akaike	5,05224	Critério de Schwarz		5,11805
Estatística F	50,344	Prob(F)		0

Var. Dependente : Tx. Juros Aquisição Veículos - PF (Juros Pre)				
Método : Mínimos Quadrados				
Data : 27/08/2010 Hora : 21:12				
Intervalo : de Jan/2005 a Jul/2010				
Número de observações : 67				
Variáveis Independentes	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor P
CONSTANTE	17,30745	1,38147	12,52827	0
Var%12 Rentab SELIC	1,00567	0,09745	10,31998	0
R-Quadrado	0,621	Média var. dep.		31,203
R-Quadrado ajustado	0,61516	D.Padrão var. dep.		4,076
Erro Padrão da regressão	2,52881	Soma quadr.resíduos		415,67
Log Verossimilhança	-156,213	Durbin-Watson		0,16028
Critério de Akaike	4,72277	Critério de Schwarz		4,78858
Estatística F	106,502	Prob(F)		0

Variável Dependente : Tx. Juros Aquisição de Bens (Outros) - PF (Juros Pre)				
Método : Mínimos Quadrados				
Data : 27/08/2010 Hora : 21:31				
Intervalo : de Jan/2005 a Jul/2010				
Número de observações : 67				
Variáveis Independentes	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor P
CONSTANTE	50,13872	2,29513	21,84572	0
Var%12 Rentab SELIC	0,52034	0,1619	3,21396	0,00204
R-Quadrado	0,13713	Média var. dep.		57,328
R-Quadrado ajustado	0,12385	D.Padrão var. dep.		4,488
Erro Padrão da regressão	4,20128	Soma quadr.resíduos		1147,3
Log Verossimilhança	-190,225	Durbin-Watson		0,43927
Critério de Akaike	5,73805	Critério de Schwarz		5,80386
Estatística F	10,33	Prob(F)		0,00204