

## INDEPENDÊNCIA MONETÁRIA\*

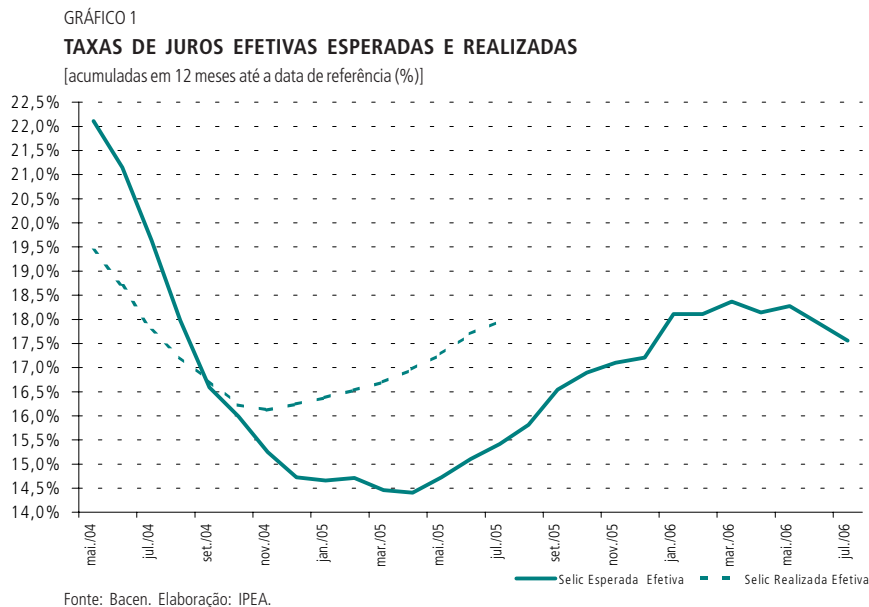
Roberto Pires Messenberg\*\*

A política monetária vem priorizando a contenção da demanda agregada e o controle da variação do nível geral de preços na economia, através da manutenção de elevados níveis das taxas reais de juros, ainda que uma desaceleração permanente da taxa de inflação dependa mais da capacidade de se reduzirem os níveis da relação dívida pública/PIB de forma sistemática ao longo do tempo. O combate à inflação, através da administração das taxas de juros de curto prazo, deveria, então, coordenar a formação das expectativas de mercado em relação à trajetória corrente do nível de preços, de forma a torná-la consistente com as metas de inflação e com a convergência destas últimas para a taxa de inflação determinada pela evolução dos fundamentos fiscais.

Nesse sentido, as expectativas de mercado que se expressam nos níveis das taxas de juros esperadas refletem, além do grau de confiança na persistência da política econômica em busca dos objetivos estabelecidos, uma avaliação qualitativa sobre a implementação das medidas tidas como necessárias e o nível de transparência de sua comunicação.

O Gráfico 1 exhibe as trajetórias das taxas nominais esperadas e realizadas de juros Selic, condicionadas pelas decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) e pelas suas justificativas divulgadas em atas.

Além do descompasso marcante entre as duas séries, percebe-se, também, de acordo com o Gráfico 1, a ausência de regularidade na trajetória das taxas esperadas de juros em decorrência das incertezas no mercado quanto aos rumos da Selic.



\* Agradeço os comentários de Fábio Giambiagi e de Paulo Levy. Naturalmente, sou o único responsável pelos erros cometidos e pelas opiniões expressas ao longo do texto.

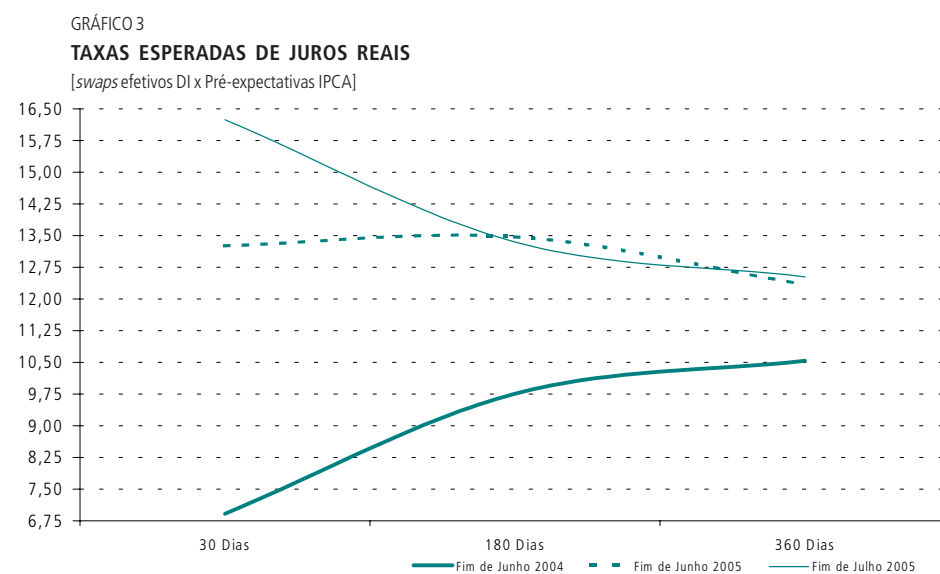
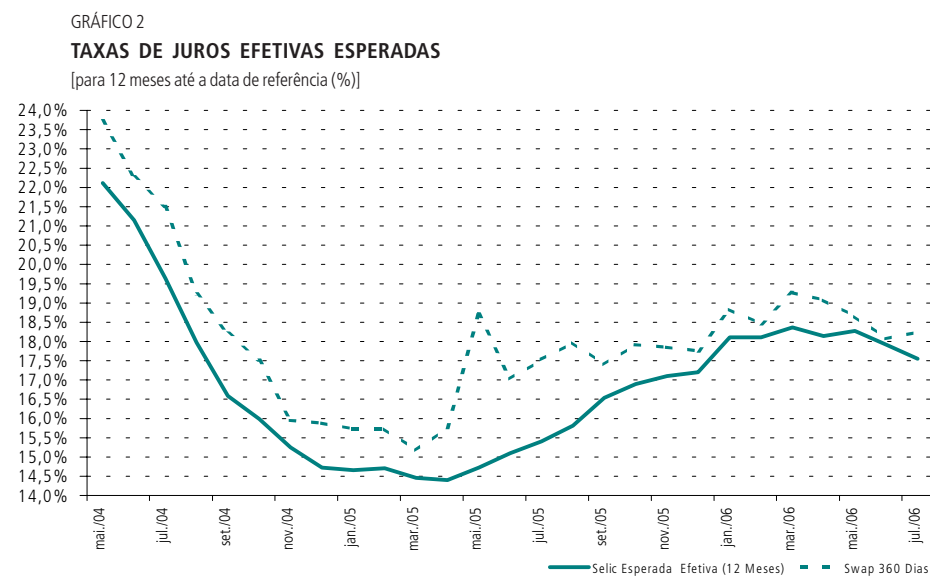
\*\* Do IPEA.

No Gráfico 2, o caminho esperado da taxa Selic para 12 meses é apresentado ao lado da trajetória das taxas de juros efetivas constantes dos contratos de *swaps* de DI x Pré com idêntico prazo (360 dias). Consta-se, então, uma forte volatilidade das taxas de juros dos *swaps* ao longo do tempo como reflexo da instabilidade na avaliação, por parte do mercado, de um componente de risco ligado às expectativas da tendência futura das taxas de juros.

Assim, a volatilidade (e não a esperança) parece ser o principal fator de influência das alterações processadas nas taxas de juros curtas sobre as taxas de juros mais longas, o que aponta para a incidência de um custo da política monetária.

Em termos reais, as taxas de juros esperadas para 30 dias apresentam uma banda de variação bem superior àquela registrada pelo comportamento das taxas de juros de 360 dias, com seus níveis deslocando-se sistematicamente em relação aos níveis dessas últimas.

O Gráfico 3 aponta o custo da política monetária associado à instabilidade das taxas de juros, através dos deslocamentos ocorridos na curva de sua estrutura a termo. Assim, no



período de um ano, em meio à volatilidade indicada, a taxa de juros de 30 dias acabou por elevar-se em quase 10 pontos percentuais (p.p.) (implicitamente necessários) para que houvesse um aumento inferior a 3 p.p. na taxa de juros de 360 dias. No mesmo sentido, mais recentemente e durante o período de um mês, mudanças no estado das expectativas de mercado causaram uma ampliação de cerca de 3 p.p. na taxa de juros de curto prazo, mas deixaram praticamente inalterados os elevados níveis vigentes das taxas de juros de prazo mais longo.

Portanto, durante um espaço relativamente curto de tempo, o movimento de ascensão das taxas de juros na economia acabou produzindo perturbações significativas (e, aparentemente, indesejadas) sobre a inclinação da curva de sua estrutura a termo. Na presente conjuntura, a política monetária exerce sua influência através do posicionamento das taxas de juros de curto prazo, em níveis significativamente superiores àqueles que continuam a prevalecer para as taxas de prazo mais longo.

Além de obstruir o alcance de taxas de investimento mais altas na economia — e, conseqüentemente, de crescimento econômico sustentável —, a inércia dos juros reais em níveis elevados e oscilantes tornou-se uma barreira também à realização do desejável alongamento do perfil da dívida pública mobiliária — que exhibe, ainda, um alto grau de concentração em títulos de curto prazo (Gráfico 4). Ligado a esse aspecto, destaca-se, portanto, outro elemento significativo de custo da política monetária, identificado com os efeitos negativos da atuação desta última sobre a evolução das necessidades de financiamento do governo.

Sob ângulos distintos, os Gráficos 5, 6 e 7 indicam as relações entre a atuação da política monetária em curso e o custo que tem representado para a política fiscal. Esse custo pode ser inferido das correlações observadas entre as trajetórias da taxa de juros, das necessidades de financiamento do governo e do grau de endividamento público.

Através do Gráfico 5 constata-se que, a despeito dos recorrentes e expressivos superávits obtidos já há algum tempo nas contas primárias do Governo Central, a evolução de seu déficit real (ou corrigido pela inflação) tem sido, na verdade, largamente condicionada pela trajetória das despesas com juros reais.

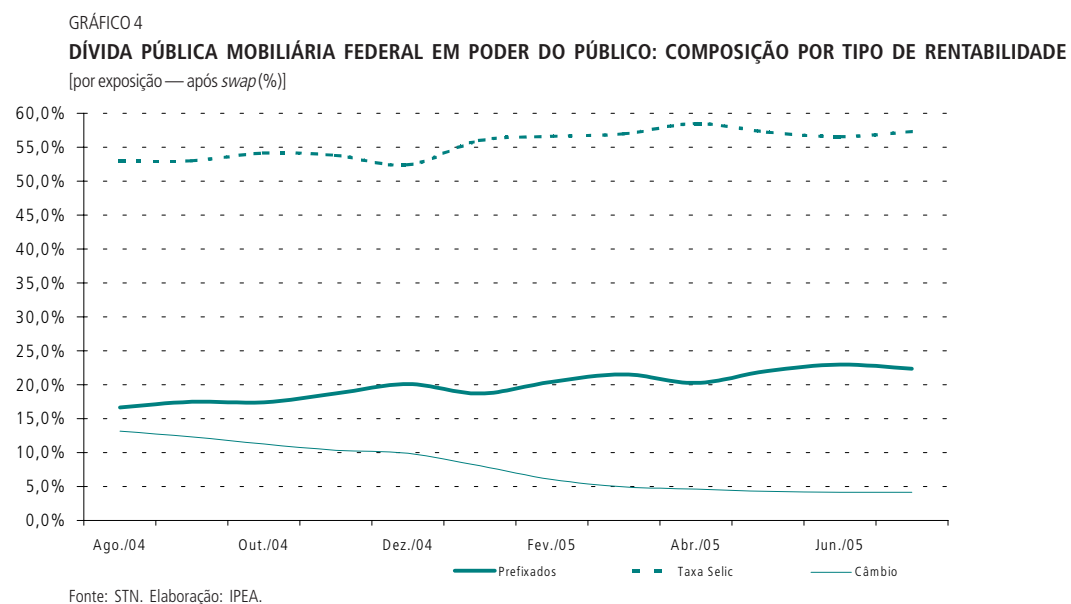
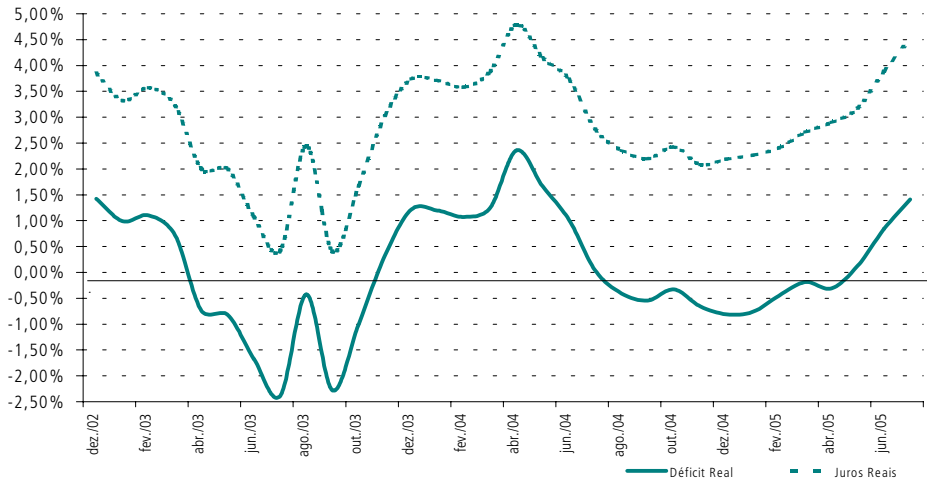


GRÁFICO 5

**DÉFICIT E JUROS REAIS (CORRIGIDOS PELA INFLAÇÃO) DO GOVERNO CENTRAL**

[valores acumulados em 12 meses (% do PIB)]

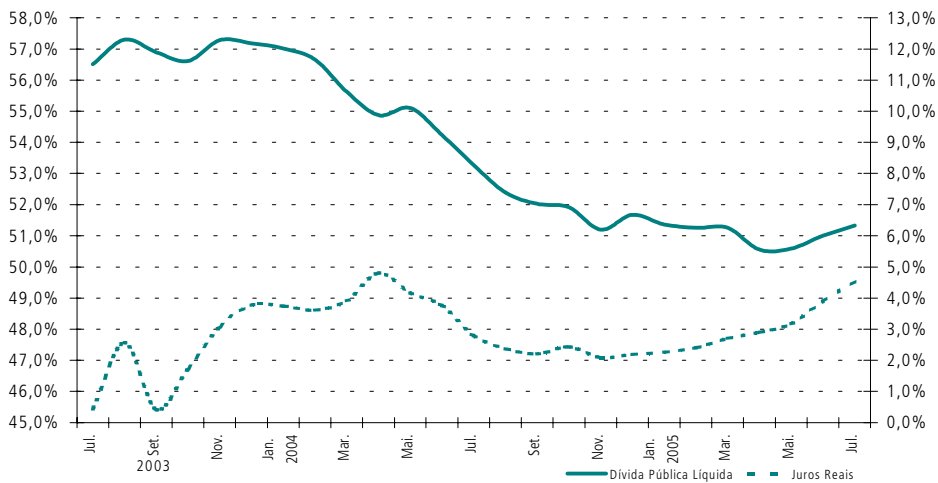


Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA.

GRÁFICO 6

**DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA E DESPESAS REAIS COM JUROS DO GOVERNO CENTRAL**

[saldo em fim de período e fluxos acumulados em 12 meses (% do PIB)]

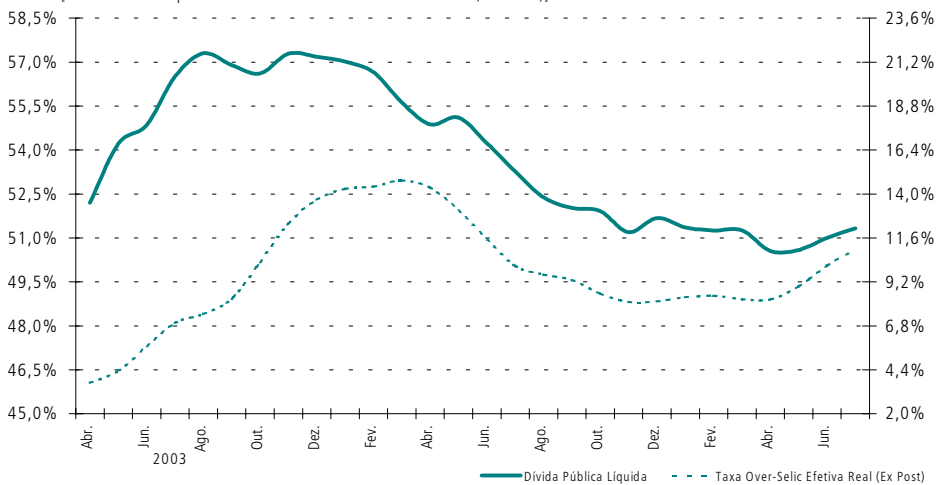


Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA.

GRÁFICO 7

**DÍVIDA PÚBLICA LÍQUIDA E TAXA DE JUROS EFETIVA REAL — SELIC/IPCA**

[saldo em fim de período e das taxas acumuladas em 12 meses (% do PIB)]



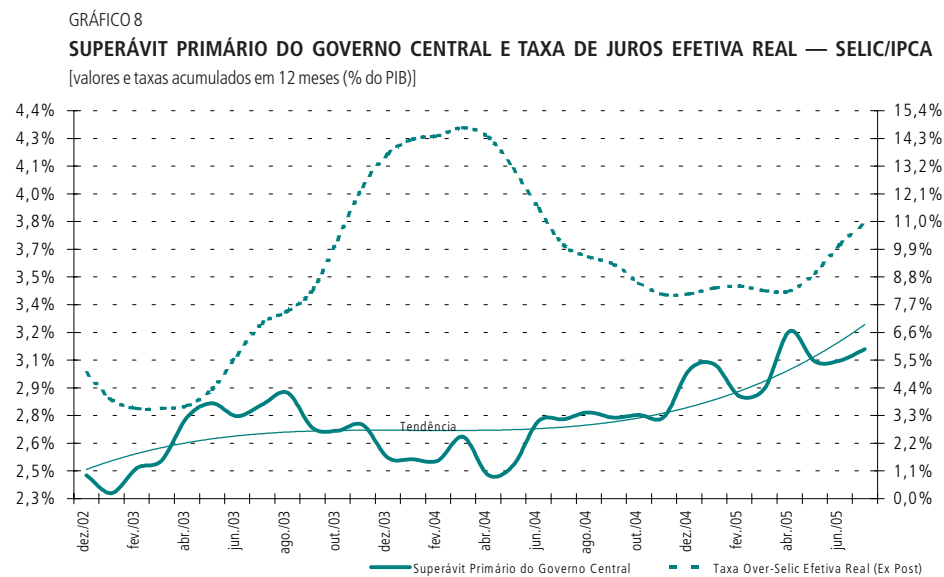
Fonte: Bacen. Elaboração: IPEA.

Por sua vez, o Gráfico 6 mostra a convergência no tempo entre as séries de despesas reais com juros do Governo Central e da dívida líquida do setor público consolidado. No caso, é sintomático o fato de que essa convergência possa ser constatada diretamente, sem a necessidade do envolvimento das séries fiscais dos demais entes federativos.

Finalmente, o Gráfico 7 indica a sensível ligação que prevalece no tempo entre a evolução da dívida líquida do setor público consolidado e o comportamento da taxa de juros Selic (efetiva e real).

Essa alta sensibilidade das variáveis fiscais consideradas anteriormente, em relação às alterações da taxa básica de juros real na economia brasileira, conduz, naturalmente, à seguinte conclusão: em face de tais alterações, a magnitude dos eventuais ajustes nas contas primárias do Governo Central, com vistas a uma readequação das condições dinâmicas do endividamento público, teria de ser desproporcionalmente elevada; a não ser, evidentemente, que no âmbito desse movimento fossem geradas, também, condições para novas e (agora) favoráveis alterações nos níveis da própria taxa básica de juros na economia.

Não obstante, com base nas séries realizadas do superávit primário do Governo Central e da taxa real de juros Selic, o Gráfico 8 sugere que, apesar de factível, esta última possibilidade não seria provável. Ao longo dos últimos anos, os resultados positivos das contas primárias do Governo Central cresceram sistematicamente (como indica sua linha de tendência no gráfico), mas foram acompanhados pela ascensão igualmente sistemática, ainda que irregular, dos patamares da taxa básica de juros real na economia.

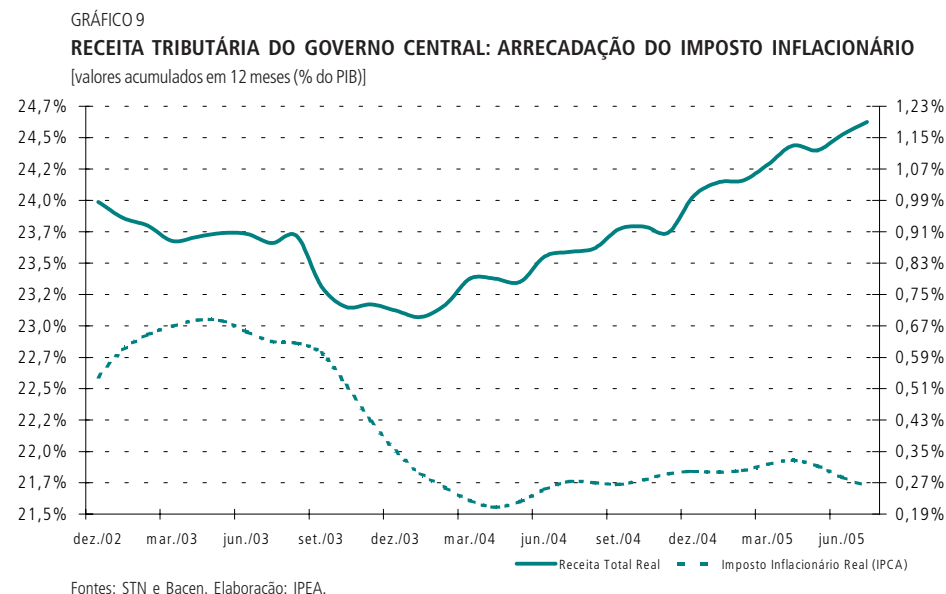


Mais recentemente, ainda, outro fator tem contribuído para atenuar a intensidade das respostas favoráveis das taxas de juros e do grau de endividamento público aos eventuais aumentos dos níveis do superávit primário do Governo Central.

Nesse sentido, o Gráfico 9 registra a evolução das receitas tributárias constitucionais e inflacionárias arrecadadas pelo Governo Central nos últimos anos. Percebe-se, então, que a elevação da carga tributária constitucional do Governo Central, destinada ao aumento de seus resultados primários (com vistas ao condicionamento da dinâmica da dívida pública

líquida), vem atuando recentemente, também, como uma compensação para o movimento de queda na arrecadação do imposto inflacionário provocado pela desaceleração das taxas de inflação no curto prazo.

Em conclusão, se a busca da preservação do ritmo de queda da taxa de inflação exigir a manutenção da taxa real básica de juros na economia em seus níveis atuais (ou superiores) por tempo indeterminado, os custos dessa estratégia, associados à instabilidade das taxas reais de juros de mercado e ao aumento das necessidades de financiamento do governo, deverão ser enfrentados, proximamente — sob pena de sujeição ao risco de uma ruptura das condições que, no curto prazo, são capazes de garantir a estabilidade monetária —, pela implementação de medidas de política econômica que tipifiquem a condição de *overkill* fiscal.



## BIBLIOGRAFIA

- BLINDER, A. S. *Bancos centrais: teoria e prática*. São Paulo: Editora 34 Ltda, 1999.
- CAMPOS, R. O. *A técnica e o risco*. Rio de Janeiro: Edições Apec, 1976.