UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

**A ESTRUTURA INSTITUCIONAL DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA E
SEUS IMPACTOS SOBRE A GESTÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA:
UMA ANÁLISE EMPÍRICA DO REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO**

Maria Araujo Parreiras

Orientador: Prof. Dr. Gilberto Tadeu Lima

SÃO PAULO

2007

Profa. Dra. Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Joaquim José Martins Guilhoto
Chefe do Departamento de Economia

Prof. Dr. Dante Mendes Aldrighi
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Economia

MARIA ARAUJO PARREIRAS

**A ESTRUTURA INSTITUCIONAL DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA E
SEUS IMPACTOS SOBRE A GESTÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA:
UMA ANÁLISE EMPÍRICA DO REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO**

Dissertação apresentada ao
Departamento de Economia da
Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da
Universidade de São Paulo como
requisito para a obtenção do título de
Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Gilberto Tadeu Lima

SÃO PAULO

2007

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Parreiras, Maria Araujo

A estrutura institucional da dívida pública brasileira e seus impactos sobre a gestão da política monetária : uma análise empírica do regime de metas para a inflação /

Maria Araujo Parreiras. -- São Paulo, 2007.

146 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2007

Bibliografia

1. Política monetária 2. Dívida pública 3. Taxa de juros
I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade. I. Título.

CDD – 332.46

**Ao Miguel – pai, amigo, professor,
incentivador, exemplo – com todo
o meu amor, carinho e gratidão.**

**À Teresa – mãe e melhor amiga,
mulher que eu mais admiro, que
me fez quem sou, a quem dedico
todas as minhas conquistas.**

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar ao meu professor e orientador, Gilberto Tadeu Lima, por tudo que me ensinou nesses anos de mestrado e toda sua dedicação, imprescindível para elaboração dessa dissertação.

Aos professores Carlos Eduardo Soares Gonçalves, Dante Mendes Aldrighi e Mauro Rodrigues, pelas valiosas críticas e sugestões na apresentação do projeto e na qualificação.

Aos professores Fernando Holanda Barbosa e Mauro Rodrigues, por aceitarem o convite para participar da banca de defesa.

À FEA e à FIPE e seus funcionários e professores, pelo suporte oferecido ao longo do mestrado e na elaboração desse trabalho.

Aos amigos da FEA, pelas pessoas especiais que são e que me fazem sentir saudades dos dias que vivi em São Paulo. Agradeço especialmente ao Mario e Rafael, pela amizade e pelos momentos felizes de estudo; à Camila e Priscilla, pela convivência diária, por serem mais que amigas e formarem minha família paulistana e, ainda, por serem minhas professoras de econometria; ao Gustavo, por ser um amigo tão dedicado e ter nos recebido tão bem; ao Emílio e à Keiti, pela companhia e grande ajuda na reta final. Agradeço também ao Mario, Lucía, Emílio, Miguel, Doca, Fernanda e Rejane, pelo abrigo e hospitalidade.

Aos colegas da SEFAZ/RJ, pelo aprendizado, incentivo e pelas preciosas férias concedidas.

Finalmente, agradeço às pessoas mais importantes na minha jornada:

Meus pais e mães, sogra, irmãos, cunhadas(o), sobrinhos(a) – pelo apoio, por me darem alegria e me permitirem a chegar até aqui;

À Oraidá e ao papai – também pelo computador (essencial!) e pelos exemplos de dedicação;

Ao Chico – pelo carinho e companhia;

Ao Leo – por me fazer ser uma pessoa melhor e estar sempre ao meu lado, mesmo quando distante;

E, em atencipação, ao Tomás – por ser minha motivação e alimentar meus (e nossos) sonhos.

RESUMO

Este trabalho faz um resgate histórico e da literatura a respeito das interações entre a dívida pública e a política monetária, para subsidiar a hipótese de que, devido ao uso de instrumentos em comum pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central, **a estrutura institucional da dívida pública brasileira tem causado constrangimentos à execução da política monetária**. Depois de colhidos os elementos necessários, a hipótese (em seus diferentes desdobramentos) é empiricamente avaliada com o uso de modelos de Vetores Auto-Regressivos (VAR). Os principais resultados encontrados são: oscilações na dívida pública e em sua proporção que é corrigida pela taxa SELIC afetam as decisões de política monetária; as expectativas de inflação também sofrem impacto da estrutura da dívida pública, devido aos efeitos desta sobre a credibilidade da autoridade monetária; a SELIC incorpora parte do prêmio de risco pago pelos títulos públicos e, ao mesmo tempo, afeta as medidas de risco-país; essa interação perversa entre a taxa de juros e as medidas de risco é potencializada pela estrutura da dívida pública, especialmente no que se refere à indexação da dívida à SELIC; finalmente, as variáveis risco e SELIC sofrem influência dos fundamentos fiscais.

Palavras-Chave: Política monetária, Dívida Pública, Estrutura Institucional, Taxa SELIC.

ABSTRACT

This work revisits the historical background and literature on the interactions between the public debt and the monetary policy, in order to support the hypothesis that, due to the use of instruments in common by the Brazilian National Treasury and Central Bank, the institutional structure of the Brazilian public debt has led to constraints on the execution of monetary policy. Once the needed elements were collected, the hypothesis (in its different aspects) was empirically evaluated with the use of Vector Auto-Regressive (VAR) models. The main results were: fluctuations in the public debt and in its share which is indexed by the SELIC rate affect the decisions of the monetary policy; the inflation expectations are also affected by the public debt structure, due to its effects on the credibility of the monetary authority; the SELIC rate incorporates part of the risk premium charged by the public debt bonds and, at the same time, affects the measures of country risk; this evil interaction between the interest rate and the risk measures is amplified by the public debt structure, specially in what refers to the indexation of the debt to the SELIC rate; finally, both risk and SELIC rate are affected by the fiscal fundamentals.

Key-Words: *Monetary Policy, Public Debt, Institutional Structure, SELIC Rate.*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	3
CAPÍTULO I – ORIGENS E ANOMALIAS DA ATUAL ESTRUTURA INSTITUCIONAL DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA	9
1. Introdução	9
2. As Origens	10
3. As Consequências	20
3.1 Alguns Aspectos Problemáticos da Atual Estrutura da Dívida Pública.....	20
3.2 Taxa de Juros e Medidas de Risco.....	22
3.3 Taxa de Juros e Nível de Atividade.....	27
4. Recomendações.....	31
4.1 Mudança de Indexadores	32
4.2 Aumento do Esforço Fiscal.....	38
4.3 Redefinição de Papéis.....	40
4.4 Proposta de Independência do Banco Central	41
4.5 Observações Finais.....	45
CAPÍTULO II – A EVOLUÇÃO DA GESTÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL PÓS-REAL E AS POSSÍVEIS INTERFERÊNCIAS DA DÍVIDA PÚBLICA	47
1. Introdução	47
2. Regime de Âncora Cambial	48
3. A Economia sob o Regime de Metas de Inflação	53
3.1 A Implementação do Regime de Metas para a Inflação	54
3.2 Evolução da Economia e Gestão da Política Monetária no Regime de Metas	56
3.3 A Gestão da Dívida: prazos, indexadores e influências sobre a política monetária.	75
4. Conclusões	81
CAPÍTULO III – ANÁLISE EMPÍRICA	87
1. Introdução	87
2. Por Que Avaliar os Impactos da Dívida Pública Sobre a Política Monetária.....	88
3. Análise Empírica.....	91
3.1 Metodologia e Dados	91
3.2 Testes de Raiz Unitária	94
3.3 Modelo 1 - Inclusão da dívida na regra de reação do BC e redução de sua credibilidade na conduta antiinflacionária	95
3.4 Modelo 2 – Influência mútua entre a taxa básica de juros e as medidas de risco-país	104
3.5 Modelo 3 – Efeito riqueza dos aumentos na taxa de juros.....	116
3.6 Modelo 4 – Maior sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros	121
3.6.1 Testes de Causalidade de Granger	122
3.6.3 Observações Finais	127
4. Conclusões	127
CONSIDERAÇÕES FINAIS	129
ANEXO I: A DÍVIDA PÚBLICA E SEUS DIFERENTES COMPONENTES	139
ANEXO II: DÍVIDA EXTERNA	140
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	141

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - A Evolução da Economia no Regime de Metas	74
Tabela 2 - Evolução do Perfil da DPMFi.....	78
Tabela 3 - Intervalos Estipulados para as Metas e Resultados Alcançados.....	83
Tabela 4 - Testes de Raiz Unitária.....	95
Tabela 5 – Testes de Causalidade de Granger – Modelo 1.....	98
Tabela 6 - Testes de Causalidade de Granger – Modelo 2 (bi-variado)	106
Tabela 7 - Testes de Causalidade de Granger – Modelo 2 (multi-variado).....	108
Tabela 8 - Testes de Causalidade de Granger – Modelo 3	117
Tabela 9 - Testes de Causalidade de Granger – Modelo 4	123

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Participação dos Indexadores na DPMFi em Poder do Público	4
Gráfico 2 – Média Mensal da Taxa SELIC (%a.a.).....	6
Gráfico 3 – Evolução da Dívida Pública Pós-Real	6
Gráfico 4 – Composição da DPMFi em Poder do Público	12
Gráfico 5 – Composição da DPMFi em Poder do Público	14
Gráfico 6 – Composição da DPMFi em Poder do Público	16
Gráfico 7– Composição da DPMFi em Poder do Público	17
Gráfico 8– DPMFi em Poder do Público – Participação por Indexador.....	50
Gráfico 9 – Composição da DPMFi em Poder do Público por Tipo de Rentabilidade	74
Gráfico 10 – Desempenho da Autoridade Monetária no Regime de Metas	85

Gráficos dos Resultados dos Modelos VAR/VEC

Função Impulso-Resposta – Modelo 1	100
Decomposição de Variância – Modelo 1	102
Função Impulso-Resposta – Modelo 2 (bi-variado)	107
Decomposição de Variância – Modelo 2 (bi-variado).....	107
Função Impulso-Resposta – Modelo 2 (multi-variado).....	110 e 112
Decomposição de Variância – Modelo 2 (multi-variado).....	114
Função Impulso-Resposta – Modelo 3	119
Decomposição de Variância – Modelo 3	120 e 121
Função Impulso-Resposta – Modelo 4	124 e 125
Decomposição de Variância – Modelo 4	126

INTRODUÇÃO

Apresentação do Problema

A evolução da dívida pública e da política monetária no Brasil, desde a implementação do Plano Real, têm sido intensamente discutidas tanto no meio acadêmico, quanto entre os gestores de política econômica. A primeira, principalmente por ter crescido expressivamente no período, passando por momentos que teve sua sustentabilidade questionada; a segunda por ter logrado êxito em diminuir as taxas de inflação, mesmo tendo enfrentado alguns obstáculos nessa tarefa.

Este trabalho busca fazer um resgate histórico e da literatura a respeito das interações entre a dívida pública e a política monetária, para subsidiar a hipótese de que *a estrutura institucional da dívida pública brasileira tem causado constrangimentos à execução da política monetária*. Depois de colhidos os elementos necessários, a hipótese, em seus diferentes desdobramentos, será empiricamente avaliada.

O que está sendo chamado de estrutura institucional da dívida pública brasileira diz respeito ao conjunto de instituições que determinam a evolução, em seus diversos aspectos, dessa dívida. Seu caráter problemático encontra-se na confusão que se verifica na atribuição de papéis entre o Banco Central (BC) e o Tesouro Nacional (TN) na gestão da dívida.

Cabe ao BC controlar a oferta de moeda para determinar a taxa de juros de curtíssimo prazo que remunera as sobras de caixa dos bancos e empresas e, desta forma, afetar a estrutura de juros, afetando o produto e também o nível de preços. A Secretaria do Tesouro Nacional (STN), por sua vez, é o órgão responsável pela administração da dívida pública interna e externa; mobiliária e contratual; de responsabilidade direta e indireta do governo. Ou seja, o TN tem o objetivo de longo prazo de administrar as finanças do governo.

As duas instituições, portanto, têm objetivos distintos e sua separação operacional completa vem sendo cada vez mais buscada, visando o aumento da transparência, com a separação da execução das políticas monetária e fiscal. Essa separação operacional,

portanto, parece ser um aspecto benéfico, que configuraria uma estrutura institucional saudável para a gestão da política econômica no país.

Entretanto, o aspecto problemático está no fato de que parte expressiva da dívida pública está indexada à taxa de juros SELIC, que é determinada pela autoridade monetária, servindo de instrumento para que essa cumpra seu principal objetivo de curto prazo, qual seja, a manutenção de baixos níveis de inflação. Assim, o que está sendo aqui chamado de estrutura institucional da dívida pública dará ênfase à dimensão de sua composição, principalmente no que diz respeito à indexação à taxa SELIC.

Se, por um lado, o TN e o BC possuem objetivos distintos – respectivamente, o melhor financiamento possível para o país e baixas taxas de inflação – mas, por outro lado e devido ao uso de um instrumento em comum, suas atuações são mutuamente influenciadas, a consequência inevitável dessa configuração institucional é a influência recíproca da gestão da política monetária e da administração da dívida pública brasileira, criando uma perturbação potencial ao bom funcionamento de ambas.

Fonte: Tesouro Nacional.

Como pode ser observado pelo Gráfico 1, do total da DPMFi, em agosto de 2007, 35,31% eram remunerados pela taxa SELIC, 1,09% pela taxa de câmbio e 24,85% por índices de preços e 36,43% por prefixados, sendo a maturidade média de todos esses títulos era de 35,3 meses. A parcela da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) corrigida pela SELIC atingiu o pico de 67,68% em abril de 2003.

Ainda que mais recentemente a dívida pública brasileira tenha assumido um padrão mais saudável, o que poderia levar à conclusão que o problema apresentado deixou de existir, deve ser destacado que sua investigação não perdeu relevância, quando colocada sob uma perspectiva temporal mais ampla. Enquanto objeto de estudo acadêmico, o trabalho busca contribuir para a melhor compreensão do funcionamento da política monetária no passado recente, ao detectar que existiram constrangimentos ao seu funcionamento.

Contextualização do Tema

Desde que o Brasil conquistou a estabilidade do nível de preços, em 1994, a política econômica e, em especial, a monetária tem sido guiada pelo objetivo de manutenção de tal conquista. Dessa forma, os últimos doze anos foram marcados por políticas restritivas que, com poucos desvios, conseguiram atender ao seu objetivo principal. Durante todo o período altas taxas de juros foram usadas como instrumento para manter a inflação próxima aos níveis desejados. Sendo que de 1994 a 1998, a âncora da política monetária foi o câmbio sobrevalorizado, enquanto a partir de 1999 a âncora passou a ser o regime de metas de inflação e o regime de câmbio então adotado foi o flutuante.

Além da conquista e da manutenção da estabilidade no nível de preços, outros resultados do período foram as baixas taxas de crescimento registradas, o aumento do desemprego e a impressionante escalada do endividamento público como proporção da renda nacional. A magnitude dessa relação aumentou continuamente até 2003 – sendo 2004 o primeiro ano em que apresentou queda – apesar do ‘bom comportamento’ apresentado pela política fiscal a partir de 1999, com a obtenção de níveis expressivos de superávit primário. O resultado primário alcançado pelo

governo, entretanto, não foi suficiente para anular o déficit nominal, devido às altas taxas de juros que corrigem a dívida pública (Gráfico 2).

Fonte: Banco Central do Brasil.

Os dados do Tesouro Nacional (TN), ilustrados no Gráfico 3, mostram que a Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (DLSP) saiu de 30% do PIB em dezembro de 1994 para 43% em agosto de 2007, tendo atingido o pico de 61,6% em setembro de 2002. Já a DPMFi subiu de 14,9% do PIB em dezembro de 1994 para 46,8% em agosto de 2007. Portanto, o aumento na última razão pode ser considerado como um dos principais componentes que levaram ao aumento na primeira e, sendo assim, receberá especial atenção na presente análise¹.

*Posição dezembro (1994 a 2006) e agosto (2007).

Fonte: Tesouro Nacional.

¹ Para maiores detalhes sobre a definição dos diferentes componentes da dívida pública brasileira, consultar Anexo I.

No que diz respeito à dívida externa, esta vem reduzindo sua participação no total da dívida pública brasileira desde o início da década de 1990 e hoje apresenta uma importância muito menor em relação àquela que possuiu desde os anos 1980. Dessa forma, hoje a discussão essencial sobre a dívida pública se concentra na dívida interna, recebendo a externa menor atenção, como será feito também no presente estudo².

A atenção desta dissertação se volta para a importância assumida pela dívida pública no contexto anteriormente mencionado, com o intuito de verificar se e como, dada a magnitude e a estrutura institucional inadequada que apresenta hoje, a dívida tem causado determinados constrangimentos para o exercício da política monetária no país no passado recente. Mais especificamente, serão analisados os impactos do uso da taxa SELIC como um dos principais indexadores da dívida pública brasileira; da magnitude e do prazo da DPMFi sobre a atuação da autoridade monetária.

Os constrangimentos sofridos pela autoridade monetária expressam-se de diversas formas, como, por exemplo, pela necessidade de inclusão da dívida pública como uma das preocupações do BC, ao determinar a taxa de juros, já que esta gera impactos sobre a dívida; ou pela incorporação de um prêmio de risco sobre os títulos públicos na taxa SELIC, fazendo com que a mesma seja maior do que o necessário, no caso da vigência de outra estrutura para a dívida pública. Essas serão algumas das proposições levantadas ao longo do trabalho e avaliadas na análise empírica.

Organização e Metodologia do Trabalho

O primeiro capítulo desta dissertação fará uma contextualização histórica do surgimento e evolução da estrutura institucional do endividamento mobiliário brasileiro, para que então possa ser analisado se e como tal estrutura tem se revelado um constrangimento ao exercício da política monetária. Ainda nesse capítulo será feita uma breve revisão bibliográfica da literatura a respeito das interferências da dívida pública sobre a gestão da política monetária no Brasil, deixando mais claro quais são os canais por meio dos quais essas interferências podem se concretizar. Por

² Não se pode desconsiderar, entretanto, o importante esforço que o TN vem empenhando recentemente na gestão da dívida externa, como será mostrado no Anexo II.

fim, o capítulo conclui com algumas recomendações, presentes na literatura, de quais ações devem ser tomadas pelos gestores de política econômica para que sejam evitados os efeitos perversos sobre a política monetária, causados pela estrutura inadequada da dívida pública, apresentados na seção anterior.

Para verificar a procedência das conjecturas apresentadas pela revisão bibliográfica feita no Capítulo I, as mesmas serão confrontadas, no capítulo seguinte, com uma análise da história recente da gestão da dívida pública e da política monetária – no período que se inicia com a implementação do regime de metas para a inflação. Tendo como base principal os documentos oficiais do BC e do TN, serão buscados elementos que indiquem a interferência da estrutura institucional da dívida pública sobre a atuação da autoridade monetária no período em questão.

O Capítulo III, por sua vez, verificará a relevância empírica das proposições apresentadas pela literatura, através da realização de testes econométricos. A seção introdutória retoma as proposições, que são divididas em quatro grupos. Uma segunda seção mostra a relevância das mesmas, justificando que sejam objeto de uma avaliação econométrica. A avaliação empírica é realizada na terceira seção, utilizando a metodologia de séries temporais, com modelos de Vetores Auto-Regressivos (VAR) e séries mensais de janeiro de 2000 a agosto de 2007 – tendo esse corte temporal sido delimitado pela disponibilidade de dados. A análise dos modelos é feita através de Testes de Causalidade de Granger, Funções Impulso-Resposta e Decomposições de Variância. Os principais resultados encontrados são: oscilações na dívida pública e em sua proporção que é corrigida pela taxa SELIC afetam as decisões de política monetária; as expectativas de inflação também sofrem impacto da estrutura da dívida pública, devido aos efeitos desta sobre a credibilidade da autoridade monetária; a SELIC incorpora parte do prêmio de risco pago pelos títulos públicos e, ao mesmo tempo, afeta as medidas de risco-país; essa interação perversa entre a taxa de juros e as medidas de risco é potencializada pela estrutura da dívida pública, especialmente no que se refere à indexação da dívida à SELIC; finalmente, as variáveis risco e SELIC sofrem influência dos fundamentos fiscais.

Por fim, é feita uma conclusão, com os principais resultados encontrados no trabalho.

CAPÍTULO I – ORIGENS E ANOMALIAS DA ATUAL ESTRUTURA INSTITUCIONAL DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

1. Introdução

O presente capítulo tem por objetivo fazer um breve resgate histórico das origens da atual estrutura da dívida pública brasileira, buscando explicar sinteticamente como, ao longo das últimas décadas, foi assumindo sua atual forma, principalmente no que diz respeito à indexação à SELIC³. É mostrado, então, que apesar de tal estrutura ser funcional à época em que foi criada – por ter conseguido evitar que a economia, que vivia praticamente uma hiperinflação, entrasse em um processo de dolarização – atualmente a mesma não apenas não faz mais sentido, como inclusive constitui um obstáculo ao bom funcionamento da política econômica e, especialmente, da política monetária no país.

Para cumprir tal objetivo, o capítulo está dividido em três outras seções, além desta. A próxima faz o resgate histórico mencionado, já nos permitindo entender o por quê da não-funcionalidade da estrutura ainda hoje vigente para a dívida pública brasileira. A terceira seção faz uma breve revisão bibliográfica da literatura a respeito das interferências da dívida pública sobre a gestão da política monetária no Brasil, deixando mais claro quais são os canais por meio dos quais essas interferências podem se concretizar. Por fim, a última seção conclui com algumas recomendações, presentes na literatura, de quais ações devem ser tomadas, por parte dos gestores de política econômica, para que sejam evitados os efeitos perversos da política monetária causados pela estrutura inadequada da dívida pública que terão sido apresentados na seção anterior.

³ Cabe destacar que a contextualização histórica mais ampla, das origens da atual estrutura da dívida pública brasileira, não está aqui detalhada, por não ser o propósito desse trabalho. O objetivo aqui, com esse breve resgate, é apenas referenciar a discussão historicamente, buscando, além de contextualizá-la, colher evidências que subsidiem a análise empírica a ser realizada nesta dissertação.

2. As Origens

Até o início da década de 1960 o mercado de títulos públicos no Brasil era incipiente. Devido à aceleração do processo inflacionário e à ausência de mecanismos de correção monetária, tais títulos não eram atraentes e, conseqüentemente, não serviam como forma de captar a poupança privada voluntária.

A mudança desse quadro deu-se com a reformulação institucional do Sistema Financeiro Brasileiro, que começou pela criação do Conselho Monetário Nacional⁴ e do Banco Central do Brasil⁵, em 1964.

A lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, outorgou ao BC a atribuição de efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais – em outras palavras, operações de mercado aberto⁶. Em conseqüência desse arranjo institucional, a evolução do mercado aberto no Brasil passa a se confundir com a evolução do mercado de títulos públicos federais.

⁴ O Conselho Monetário Nacional (CMN), que foi instituído pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, é o órgão responsável por expedir diretrizes gerais para o bom funcionamento do SFN. Atualmente, seus integrantes são: o Ministro da Fazenda (Presidente); o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão; e o Presidente do Banco Central do Brasil e suas principais funções são: adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia; regular o valor interno e externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos; orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras; propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros; zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária e da dívida pública interna e externa (Fonte: Banco Central do Brasil, em <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/CMN.asp>).

⁵ O Banco Central do Brasil é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, que também foi criada pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. É o principal executor das orientações do Conselho Monetário Nacional e responsável por garantir o poder de compra da moeda nacional, tendo por objetivos: zelar pela adequada liquidez da economia; manter as reservas internacionais em nível adequado; estimular a formação de poupança; zelar pela estabilidade e promover o permanente aperfeiçoamento do sistema financeiro. Nos dias de hoje, suas principais atribuições são: emitir papel-moeda e moeda metálica; executar os serviços do meio circulante; receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras e bancárias; realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras; regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais; exercer o controle de crédito; exercer a fiscalização das instituições financeiras; autorizar o funcionamento das instituições financeiras; estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras; vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais e controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país (Fonte: Banco Central do Brasil, disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bacen.asp>).

⁶ Segundo a definição de Araújo (2002: 11), “as operações de mercado aberto conceituam-se como um instrumento de política monetária, que consiste na compra e venda, por um banco central qualquer, de títulos públicos e/ou privados, com o intuito de controlar a oferta de moeda na economia”.

No contexto do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), foi instituída a correção monetária⁷, com a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs)⁸. Com essa medida, os títulos públicos estavam protegidos dos rendimentos reais negativos que vinham registrando até então. Dessa forma, o Governo Federal, ao estimular a poupança doméstica e resgatar a credibilidade de seus títulos – que passavam a contar com uma maior proteção frente à inflação – passava a contar com uma importante fonte de financiamento.

Segundo Loureiro e Barbosa (2003), embora tenha conseguido ampliar o espaço para a colocação de títulos públicos federais, o governo ainda carecia de instrumentos mais adequados para um controle mais preciso da política monetária, que estivessem dissociados da função de gerar recursos para financiar os déficits das contas públicas.

Para tanto, em 1970, foram criadas as Letras do Tesouro Nacional (LTN), títulos de prazo ainda inferior ao das ORTNs e mais apropriados para a realização das operações de mercado aberto, por serem mais líquidos, representarem menor risco ao investidor e revelarem o consenso quanto à taxa de juros esperada, em um prazo definido em função da inflação. Tais vantagens resultaram no crescimento substancial da participação desses títulos, chegando a atingir em 1975 mais de 70% do total da dívida pública brasileira (vide Gráfico 4). A emissão, colocação e resgate das LTNs eram feitos pelo BC.

⁷ O PAEG foi um plano de estabilização de preços que diagnosticou como principais causas da inflação os déficits governamentais e a pressão salarial. Apesar da austeridade fiscal e monetária, uma preocupação constante era com o nível de atividade econômica. Para conciliar o combate (gradual) da inflação com taxas razoáveis de crescimento do PIB, o instrumento utilizado pelo plano foi a correção monetária. (Hermann, 2005)

⁸ As ORTNs eram papéis que procuravam proteger seus detentores da perda real de valor, por serem dotadas de cláusulas garantindo a correção monetária (ou correção cambial). O título ainda contava com importantes características como o pagamento de cupons semestrais (que implicava um menor prazo de retorno para o capital investido), a pontualidade nos resgates e a percepção de atraentes taxas de juros reais positivas. A esse respeito ver Araújo (2002).

Fonte: Banco Central e Andima, citados em Loureiro e Barbosa (2003), elaboração própria.

*Posição em dezembro.

Somente a partir de então é que ocorre a efetiva institucionalização do mercado aberto no Brasil. No final dessa mesma década, devido ao aumento do volume de negócios no mercado aberto e à crescente dificuldade para a liquidação das operações entre as instituições, foi implementado o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC).

Com a implementação do SELIC, foi alterada a forma de liquidação financeira das operações de compra e venda de títulos públicos. Os títulos públicos passaram a ser negociados sob a forma escritural e as operações a ser liquidadas via sensibilização da conta de reservas bancárias das instituições junto ao BC, no mesmo dia da operação, através de lançamentos de débito e crédito. Em outras palavras, com o SELIC os pagamentos das operações de compra e venda de títulos públicos passaram a ser processados através de reservas bancárias e as transferências dos títulos entre os investidores só poderiam ser autorizadas pelo sistema mediante movimentações nessas reservas.

Como consequência prática dessa nova forma de liquidação financeira, os títulos públicos se tornaram substitutos quase perfeitos das reservas bancárias e o BC passou a intervir diariamente no mercado dessas reservas para fixar a taxa SELIC – que passou a ser a taxa de juros básica da economia. As reservas bancárias, a partir da implantação do sistema SELIC, poderiam ser então aplicadas em títulos públicos com rendimento diário e estes mesmos títulos passaram a financiar o déficit público

Em outras palavras, a taxa de juros que remunerava as sobras de caixa dos bancos nas operações de mercado aberto passou a remunerar também os títulos públicos de longo prazo. Assim, a demanda por reservas excedentes tornou-se independente da taxa de juros, já que nenhum banco deixaria de aplicar suas reservas em títulos públicos. (Barbosa, 1995). É nesse contexto que se configura a “fusão” do mercado da dívida pública com o mercado de reservas bancárias, configurando-se, em paralelo, a estrutura “anômala” da gestão institucional do endividamento público brasileiro.⁹

Já a partir de 1978, o governo passou a implementar mudanças nas regras de correção monetária, que acabaram por impor perdas aos carregadores de títulos públicos, que muitas vezes chegaram a apresentar retornos reais negativos. Entretanto, esses papéis não deixaram de ser demandados pelos agentes privados, por sua elevada liquidez. E, na medida em que as perdas impostas aos detentores de títulos ficavam mais evidentes, mais o governo criava regras para o Sistema Financeiro, que levavam a praticamente zero o custo de transação na saída dos papéis do mercado onde era negociada a dívida pública, aumentando a substitubilidade entre esta e a moeda.

Arvate e Leite (2002) afirmam que no período em questão foram criados dois tipos de regras, que afetavam as decisões dos agentes. O primeiro tipo produziu incerteza sobre o rendimento dos títulos públicos e o segundo tornou a dívida pública um ativo de elevada liquidez. Apesar do primeiro, o governo não perdeu sua fonte de financiamento, nem a dívida pública interna perdeu a sua condição de papel de primeira linha devido ao segundo tipo de regras.

Com a deterioração da conjuntura econômica no início da década de 1980, a ORTN volta a assumir maior importância, aumentando sua participação no total da dívida pública, já que as LTNs, em especial as de prazo mais longo, passam a apresentar insuficiência de demanda. O resultado desse processo foi que em 1985 os instrumentos de correção da dívida eram os mesmos que os da década anterior, mas

⁹ Nakano (2005a, p. 11) caracteriza essa estrutura como anômala ao afirmar que “O Brasil é um país único no mundo, no qual o Banco Central determina diretamente a taxa de juros que remunera os títulos da dívida pública (pós-fixada), portanto taxas de longo prazo, (...), e opera no mercado de reservas bancárias. Isto é, a taxa de juros que remunera as sobras de caixa dos bancos nas operações de mercado aberto estabelece um piso e remunera títulos de longo prazo. Se o Banco Central ‘impõe’ ao mercado de moeda de curtíssimo prazo a mesma taxa que remunera títulos da dívida pública, é óbvio que todos tenham total preferência por aplicações em juros pós fixados e de curtíssimo prazo.”

com maiores taxas e menores prazos e aumento expressivo da participação da ORTN, como pode ser observado pelo gráfico abaixo.

Fonte: Banco Central e Andima, citados em Loureiro e Barbosa (2003), elaboração própria.

*Posição em dezembro.

No início de 1986 algumas medidas fiscais e monetárias foram adotadas por intermédio de um “pacote fiscal”, cujo objetivo era zerar o déficit operacional do governo. Entre umas das mais importantes medidas estava a extinção da conta movimento entre o Banco do Brasil (BB) e o BC – eliminando os suprimentos automáticos que prejudicavam a atuação do Banco Central como gestor da política monetária – e a criação da Secretaria do Tesouro Nacional (STN)¹⁰ – que passou a assumir as atribuições das extintas Comissão de Programação Financeira e Secretaria de Controle Interno e as funções fiscais desempenhadas pelo BC e pelo BB. Em termos práticos essas mudanças fizeram com que o TN ficasse impossibilitado de se financiar utilizando os recursos do BC, repassados ao BB, centralizando o controle dos gastos públicos.

Entretanto, o gradualismo das medidas do “pacote fiscal” tornou-as ineficazes no combate à inflação, tornando premente a necessidade de implementação de uma proposta de maior impacto. Nesse ambiente foi lançado, ainda em 1986, o Plano

¹⁰ A Secretaria do Tesouro Nacional foi criada em 10 de março de 1986, conforme Decreto nº 92.452. O Decreto nº 94.443, de 12.6.87, atribuiu ao Ministério da Fazenda a competência para, a partir de 1º de janeiro de 1988, exercer atividades relativas ao planejamento, supervisão, normatização e controle dos serviços de colocação e resgate de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal – DPMF, função que atualmente está a cargo da STN

Cruzado, que tinha como principais pilares a reforma monetária, o congelamento dos preços e a desindexação da economia¹¹.

Buscando atender esse último objetivo, foram criadas as Obrigações do Tesouro Nacional (OTNs), que substituíam as ORTNs, desindexando a economia. Ainda nesse mesmo ano, para fins de política monetária, o BC passou a emitir títulos de sua responsabilidade¹², atrelados à taxa SELIC – as Letras do Banco Central (LBCs)¹³.

Já em 1988, o BC deixa de emitir títulos. Entretanto, o TN, para financiar o crescente déficit público, lança as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), papéis com as mesmas características das LBCs, exceto pelo prazo de vencimento, que variava conforme determinação do TN. Por seguirem a trajetória da inflação de muito perto, tais títulos funcionaram como moeda indexada à taxa de juros – passando a assumir a função de reserva de valor da moeda¹⁴ – e a dívida pública passou a ser rolada diariamente no *overnight*¹⁵. A crescente importância assumida pelas LBCs (e, posteriormente, pelas LFTs) ao longo da segunda metade da década de 1980 é ilustrada pelo Gráfico 6:

¹¹ Castro (2005) apresenta com maiores detalhes as medidas do Plano Cruzado, bem como o comportamento da economia e a própria condução do plano ao longo do ano de 1986. Como afirma a autora (Castro, 2005), o fim do Plano Cruzado ocorreu em fevereiro de 1987, ao ser decretada a extinção do congelamento de preços. Outra referência para análise dos detalhes desse plano é Modiano (1989).

¹² Até então, a política monetária era realizada por meio de títulos do TN.

¹³ As LBCs eram títulos com as seguintes características: valor nominal dado pela moeda nacional; prazo de no máximo um ano; rentabilidade definida pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC para títulos federais, divulgada pelo BC, calculada sobre o valor nominal e paga no resgate do título; resgate feito pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento, no vencimento e a forma de colocação era via leilões, nos quais o BC anunciava a quantidade de dívida à venda e o mercado determinava o preço (Llussá, 1998, p. 47).

¹⁴ A moeda propriamente dita restava apenas a função de meio de pagamento, já que a função de unidade de conta era desempenhada por índices de preço.

¹⁵ Pastore (1990, p. 159) define a *moeda indexada* como “um agregado monetário diferente de M_1 (o papel-moeda em poder do público, mais os depósitos à vista), englobando todos os *overnights* de títulos públicos e privados. As aplicações financeiras em *overnight* podem converter-se em moeda, M_1 , quase que instantaneamente, daí atribuir-se a elas a propriedade de terem, para todos os efeitos práticos, uma liquidez instantânea”.

Fonte: Banco Central e Andima, citados em Loureiro e Barbosa (2003), elaboração própria.

*Posição em dezembro.

A liquidez da dívida pública era ainda garantida por compromissos de recompra emitidos à época pelo BC, que garantiam aos intermediários financeiros que não obtivessem êxito em financiar suas carteiras de títulos públicos, as revendessem pro BC. Segundo Pastore (1990), esse mecanismo, conhecido como zeragem automática, permitia a transformação instantânea de ‘moeda reserva de valor’ – títulos que rendiam juros – para ‘moeda meio de troca’ – papel moeda com poder liberatório.

Como argumenta Barbosa (2005a), esses títulos tiveram importância, num contexto de inflação elevada, pois permitiram que o sistema bancário brasileiro criasse fundos para aplicação financeira, que tivessem segurança garantida pelo governo, e plena liquidez, garantida pelas reservas da autoridade monetária. Evitou-se, assim, que o país fosse para uma hiperinflação aberta com total rejeição da moeda pela população¹⁶. Em outras palavras, a economia foi protegida da dolarização¹⁷.

¹⁶ Biasoto Júnior (2005) usa o conceito de *superinflação* para caracterizar o processo vivido pela economia brasileira nessa época. A *superinflação* se caracterizaria por um estado de inflação elevada, devido à existência de mecanismos inerciais, que evitavam que houvesse desorganização dos preços relativos e da estrutura produtiva, situação esta que poderia, sim, ser caracterizada como uma hiperinflação.

¹⁷ Pastore (1990, p. 163) afirma que o processo de dolarização ocorre em determinadas economias com taxas de inflação muito elevadas, pois “os indivíduos procuram livrar-se da moeda taxada pelo imposto inflacionário, pagando e recebendo em dólares, uma moeda com poder liberatório livre desta depreciação”.

Em janeiro de 1989, foi anunciado o Plano Verão, cujas medidas incluíam a adoção de um novo padrão monetário, a total desindexação da economia, o congelamento de preços e salários e a troca de OTNs por LFTs. Entretanto, o sucesso do plano não teve longa duração. Após baixar no mês de fevereiro, já em março a inflação entra em trajetória ascendente, resultando na volta da correção monetária, com a criação dos Bônus do Tesouro Nacional (BTNs), título atualizado pelo IPC¹⁸.

O ano de 1990 é marcado por um novo plano inflacionário e o início de um período conturbado no mercado de títulos públicos. Um dos aspectos mais polêmicos – e impactantes – do Plano Collor é o confisco dos haveres financeiros, que se baseou na premissa de que a inflação decorria da dependência da política monetária em relação ao excessivo estoque de ativos financeiros líquidos, compostos basicamente por títulos de curto prazo em poder do público (Loureiro e Barbosa, 2003). Portanto, pode ser percebido que, mais uma vez, foram criadas regras que reduziram a credibilidade do governo em honrar seus compromissos, fazendo com que os demandantes de títulos públicos exigissem uma maior remuneração sobre os mesmos, aumentando o custo da dívida pública. No Gráfico 7, é mostrada a evolução da composição da dívida em poder do público nos primeiros anos da década de 90.

Fonte: Banco Central e Andima, citados em Loureiro e Barbosa (2003), elaboração própria.

*Posição em dezembro.

¹⁸ Assim como para o Plano Cruzado, Castro (2005) e Modiano (1989) também são referências para uma análise mais detalhada do Plano Verão.

Nota-se que, ainda em 1990, as LTNs voltam a ser emitidas. Essa emissão, que teve o intuito de retomar os instrumentos clássicos de política monetária, ocorreu com elevados custos, já que os detentores estavam exigindo maior prêmio de risco pela dívida pública – não só pela perda de credibilidade do governo, como também pelo crescimento dos índices de inflação, que aumentava o ritmo a partir do segundo semestre do ano. Uma alternativa encontrada ao uso da LTN como instrumento de política monetária foi, a partir da autorização para o BC voltar a emitir títulos de sua responsabilidade, o lançamento do Bônus do Banco Central (BBC), que buscava reduzir os custos da dívida pública¹⁹. Devido ao objetivo de contenção da expansão monetária, houve, nos anos seguintes, aumento significativo da participação dos títulos do BC no total da DPMFi.

Na opinião de Pastore (1990), o erro de diagnóstico do Plano Collor estava em não desativar o mecanismo de zeragem automática, pois o que acabava acontecendo na prática era que o BC, ao garantir a recompra aos intermediários financeiros, se tornava comprador de títulos no mercado primário e o TN passava a ter um ‘limite potencial infinito’ de saques sobre a autoridade monetária. Assim, as operações de mercado aberto acabavam por perder a efetividade no controle sobre a expansão monetária e, conseqüentemente, sobre o crescimento das taxas de inflação.

Entretanto, Paula (1996) contra-argumenta, afirmando que o mecanismo de zeragem automática foi fruto de um contexto particular de grande instabilidade macroeconômica no país e não de um erro do governo ou da autoridade monetária. Esse mecanismo, segundo o autor, foi peça básica da moeda indexada, ao potencializar o desenvolvimento de aplicações de curtíssimo prazo no país, evitando a fuga de ativos financeiros para ativos reais e a substituição da moeda nacional pela estrangeira. O objetivo deixava de ser o de reduzir significativamente a inflação, para ser o de evitar a hiperinflação (Garcia, 1995), ao custo da imobilização da política monetária²⁰.

¹⁹ Para maiores detalhes sobre as causas das alterações na composição da dívida pública no início da década de 1990, ver Loureiro e Barbosa (2003).

²⁰ A esse respeito, Paula (1996) afirma que o BC passou a fixar as taxas reais de juros num nível baixo o suficiente para não onerar os compromissos da dívida pública e alto o suficiente para que os títulos públicos não perdessem sua atratividade. Ao fixar os juros e acomodar a demanda por moeda, a oferta da mesma tornou-se endógena e a autoridade monetária teve sua atuação imobilizada.

Em 1991, com a forte alta inflacionária, é lançado o Plano Collor II, que extinguiu a correção monetária, congelou preços e salários, criou os Fundos de Aplicações Financeiras (FAFs) e a Taxa Referencial (TR). Com o interesse do público cada vez menor pelos títulos pré-fixados, há a dificuldade de colocação das LTN e o conseqüente lançamento de outro papel, as Notas do Tesouro Nacional (NTN), que continuam vigentes até os dias atuais e possuem várias séries, denominadas por letras, cada uma com um diferente indexador, sendo os principais a taxa de câmbio, os índices de preço, além das pré-fixadas e de uma pequena parcela indexada à TR.

Ao analisar a estrutura da dívida pública brasileira nos anos 2000, nota-se que a transição para uma economia monetariamente estabilizada não ainda não foi concluída. Isso pode ser constatado na medida em que a dívida, que era substituta da moeda, não diversificou suficientemente seus graus de liquidez, maturidades e retornos. Ainda existem títulos com liquidez diária e retorno real relativamente elevado. Nas palavras de Garcia (2002): “A separação da função de gerenciamento de caixa e de poupança de longo prazo nunca se completou”.

Depois de exposta a origem histórica da estrutura institucional da dívida pública, pode-se concluir que a configuração criada para o funcionamento do Sistema Financeiro Brasileiro teve sua funcionalidade na época da hiperinflação, pois fez com que a economia brasileira fosse protegida da dolarização. Entretanto, no contexto atual de estabilização dos níveis de preços por mais de uma década, essa estrutura não faz mais sentido.

Os títulos remunerados pela SELIC não apenas não cumprem mais a funcionalidade do período de altas taxas de inflação, como podem estar gerando um expressivo ônus para a sociedade brasileira. Esse ônus pode ser expresso por taxas de juros maiores do que seriam na vigência de outra estrutura para a dívida pública brasileira, já que a SELIC acaba incorporando um prêmio de risco para os títulos públicos; ou por um amortecimento do impacto das ações da autoridade monetária visando o controle da inflação, pois a mesma acaba levando em conta o impacto que tem um aumento da taxa de juros sobre o estoque da dívida pública; entre outros obstáculos à gestão da

política econômica e, especialmente, da política monetária no país. Esses efeitos negativos serão objeto de análise na próxima seção.

3. As Consequências

O objetivo desta seção é, então, fazer um apanhado geral da literatura recente sobre os impactos que a estrutura da dívida pública, construída no passado, tem sobre o funcionamento da política monetária, com destaque para os problemas criados pela institucionalidade inadequada descrita anteriormente.

3.1 Alguns Aspectos Problemáticos da Atual Estrutura da Dívida Pública

Um primeiro aspecto está na constatação de que o poder da política monetária já se torna menor simplesmente pelo fato dos títulos corrigidos pela SELIC terem, no jargão técnico, ‘duração’ igual a zero, fato que impede que opere o mecanismo convencional de aumentos nas taxas de juros reduzirem o preço dos títulos, já que este se mantém constante, como argumenta Mattos (2005). Dessa forma, afirma o autor, um aumento na SELIC gera um efeito riqueza sobre os detentores de títulos públicos, reduzindo o poder da política monetária de controlar a demanda agregada e, conseqüentemente, a inflação²¹. A capacidade de controle da inflação é ainda mais limitada pela elevada liquidez dos títulos públicos, que os transforma em “quase-moedas”, como já mostrado.

Outra forma com que a composição então (e ainda hoje) vigente para a dívida pública poderia ser desvantajosa no exercício da política econômica é mostrada por Garcia (2001b), que afirma que os títulos indexados à taxa SELIC equivalem a títulos duplamente indexados: à inflação e à taxa real de juros. No contexto atual, quando a política monetária é baseada no regime de metas para a inflação e, portanto, a taxa real de juros deve subir quando a inflação esperada se eleva, tais títulos são os piores. Para o TN, geram despesas extras de juros justamente quando a conjuntura econômica

²¹ A esse respeito ver também Fonseca-Neto e Teixeira (2006: 119-118): “O curto *duration* da dívida mobiliária para o emissor, no caso o governo central, que corresponde ao período de tempo médio em que oscilações das taxas de juros não afetariam o montante da dívida, ou o período médio de pré-fixação da dívida em relação aos juros reduz a eficácia da política monetária (...).”

se deteriora; para o BC, geram um problema de inconsistência de metas, pois ao se elevar a taxa de juros para conter a inflação, piora-se o déficit público.

Assim, a credibilidade da autoridade monetária²², na busca por atingir o intervalo estipulado para a meta de inflação, pode ser ameaçada, já que a mesma está mais exposta a escolhas e *trade-offs* entre uma política monetária apertada para conter a inflação ou evitar o impacto orçamentário de maiores taxas de juros de curto prazo (Bevilaqua e Garcia, 2002). Se tal estrutura da dívida pública fizer com que o compromisso do BC em manter baixas taxas de inflação não seja crível, a inflação pode de fato aumentar devido a um problema criado por expectativas auto-realizáveis. A institucionalidade da dívida pode, portanto, gerar um efeito perverso sobre a política monetária, causado pelo conhecido problema de inconsistência dinâmica²³.

A estrutura da dívida pública pode interferir na gestão da política monetária mesmo se a credibilidade da autoridade monetária não for afetada. Gomes e Holland (2003, p. 334) apresentam a hipótese de que “ao estipular a taxa de juros básica da economia, o Banco Central leva em consideração não só o hiato do produto e o desvio da inflação em relação à meta, mas, também, o nível e a composição da dívida pública do país”. Após realizados os testes, os autores chegam ao resultado de que, um aumento na taxa de juros de fato acarreta na redução tanto da inflação como do crescimento do produto. Impacto esse que, entretanto, é amortecido pelo aumento na relação dívida/PIB e pela maior probabilidade de *default* que, conseqüentemente, passa a ser atribuída ao país, com efeitos sobre o custo da dívida e, mais uma vez, sobre a própria dívida. O que os autores mostram, a partir da análise econométrica, é que as decisões de política monetária, com relação à taxa de juros, são influenciadas por aumentos na

²² Nas palavras de Sicsú (2002, p. 705): “Credibilidade tem um significado básico: uma regra ou um objetivo não será crível se existem, na avaliação dos agentes privados, incentivos ao rompimento da regra ou possibilidades de não cumprimento do objetivo preestabelecido”.

²³ A abordagem original de Kydland & Prescott (1977), no que diz respeito ao debate regras-discrição, mostra que, em um contexto onde os agentes privados e o governo agem racionalmente, o comportamento discricionário não é ótimo, pois gera um custo inflacionário. A condição suficiente para esse resultado é a percepção, por parte do setor privado, que o governo acredita na existência de um *trade-off* entre aumento do produto e redução da inflação e, na oportunidade de explorá-lo para obter um crescimento do produto, ira fazê-lo. Ou seja, como os agentes são racionais, sabem que é ótimo para o governo – uma vez que estejam formadas as expectativas de baixa inflação – aumentar a oferta de moeda, para aumentar o produto. Desta forma, se o compromisso de uma baixa taxa de inflação não está baseado numa regra, ele não será crível, pois as expectativas de inflação formadas ex-ante serão infladas. No caso citado, além do *trade-off* entre produto e estabilidade de preços, existiria também um *trade-off* entre estabilidade do nível de preços e do estoque da dívida pública, contribuindo para reduzir ainda mais a credibilidade da autoridade monetária.

dívida pública e conseqüente aumento no risco-país. Em outras palavras, uma expectativa de *default*, ao afetar o mecanismo de transmissão monetária, pode implicar na perda de eficácia na gestão da política monetária.

Barbosa (2005b) aponta outro aspecto problemático, ao afirmar que a indexação de parcela expressiva da dívida pública à taxa SELIC – como tem sido verificada no período recente – faz com que o BC tenha que embutir no cálculo dessa taxa um prêmio de risco para a remuneração dos títulos do governo. No caso brasileiro essa necessidade torna-se ainda mais relevante já que, por ser a dívida pública essencialmente de curto prazo, seu serviço passa a ser indexado ao prêmio de risco do país. De tal forma, o nível da taxa de juros estabelecido pela autoridade monetária, visando atingir a meta de inflação estabelecida, torna-se maior que do que o que seria necessário no caso da vigência de outra estrutura para a dívida mobiliária brasileira²⁴.

3.2 Taxa de Juros e Medidas de Risco

O prêmio de risco exigido para a remuneração dos títulos públicos está relacionado com a probabilidade de *default* que os agentes atribuem ao governo. Portanto, esse é um risco que atinge a todos os títulos da dívida pública, não importando a forma pela qual é corrigido. Mesmo os agentes buscando, por exemplo, proteção contra os riscos de desvalorização da moeda ou de inflação, com papéis atrelados ao câmbio e a índices de preços, respectivamente, se o risco de *default* for muito alto, menor será a relevância da escolha do indexador, pois o mesmo não terá a capacidade de fornecer a proteção buscada pelos detentores de títulos públicos. Por essa razão, a análise das causas desse tipo de risco é de extrema importância.

Pelo fato de que no período que se inicia com o Plano Real a relação dívida/PIB cresceu significativamente, a solvência do setor público passou a ser cada vez mais questionada e o mercado passou a exigir prêmios de risco sobre a dívida pública cada vez maiores, como apontado por Loureiro e Barbosa (2003).

²⁴ Como, por exemplo, uma maior parcela da dívida corrigida por índices de preço, ou ainda por uma taxa de juros que não seja usada como meta operacional pelo BC na gestão da política monetária.

Os autores afirmam que um dos grandes problemas na administração da dívida mobiliária brasileira, relacionado à determinação dos prêmios de risco pelo mercado, é a credibilidade do governo em relação à sua capacidade de honrar seus compromissos na gestão da dívida – o que está associado, portanto à probabilidade de *default*. Credibilidade essa que está relacionada a dois fatores fundamentais: o equilíbrio das finanças públicas e o respeito aos contratos firmados. Tais fatores estiveram ausentes desde o início das Reformas do Sistema Financeiro Nacional, em 1964, até a implementação do Plano Real, em 1994. A partir de então, apenas o segundo foi recuperado, enquanto o desequilíbrio fiscal se manteve²⁵, o que impossibilitou a recuperação da credibilidade do governo, contribuindo para dificultar a redução das taxas de juros internas – que incorporavam um ainda elevado prêmio de risco sobre os títulos públicos – a níveis verificados em outros países em desenvolvimento.

Além da credibilidade do governo, diversos fatores podem afetar as medidas de risco-Brasil e, conseqüentemente, seguindo a hipótese apresentada por Barbosa (2005b), afetar também a taxa de juros interna. Fatores esses que, muitas vezes, não estão sob controle direto do governo ou da autoridade monetária.

Leichsenring (2004) aponta alguns desses fatores. O autor mostra que crises em economias emergentes rebatem no Brasil sob a forma de aumento na percepção de risco, recuo de financiamento externo e desvalorização cambial.²⁶ Vale ainda ressaltar que um agravante para o caso brasileiro é que, além de existir interdependência da avaliação de risco entre os países emergentes, o efeito “contágio” com relação aos demais países aparenta ser maior no Brasil, como mostra Leichsenring (2004). Tal fato pode justificar-se por uma percepção de risco da economia brasileira

²⁵ A partir de 1999, entretanto, o governo implementou um rígido programa de ajuste fiscal, que representou a vigência de uma efetiva restrição orçamentária, baseada em metas fiscais para o resultado do superávit primário (como proporção do PIB), que passou de zero em 1998, para 3,21; 3,45; 3,63 e 3,89, nos anos seguintes, entre 1999 e 2002 (Giambiagi, 2005).

²⁶ Esses efeitos, entretanto, não podem ser vistos como independentes das características internas da economia. Se o Brasil tivesse seus fundamentos macroeconômicos mais sólidos, as conseqüências de crises em outras economias emergentes certamente não seriam as mesmas que as de fato verificadas. Além do aumento das incertezas e das medidas de risco, as conseqüências, para o Brasil, das crises financeiras nos países emergentes foram a elevação das taxas de juros e de câmbio, assim como o aumento da participação dos títulos indexados a essas variáveis e o encurtamento da maturidade da dívida mobiliária federal, principalmente dos títulos pré-fixados, determinando processo de fragilização financeira (Fonseca-Neto e Teixeira, 2006). A forma como essas variáveis se afetaram mutuamente, ao longo do período analisado, será objeto dos testes realizados no capítulo III.

sistematicamente superior à percepção de risco de outros países em desenvolvimento, com fundamentos macroeconômicos semelhantes aos brasileiros – como, por exemplo, outros países latino-americanos.

Outro fator que o autor (Leichsenring, 2004) aponta como explicativo de parte da variação no risco-país ao longo do tempo é a variação na aversão ao risco dos investidores. Sendo que, quanto mais avesso ao risco for o investidor, menor a demanda por papéis de maior risco e maiores os *spreads*, resultando num aumento dos juros²⁷. O grau de aversão ao risco pode ter as mais diversas explicações, sendo afetado diretamente por mudanças nas expectativas dos agentes. Expectativas essas que podem ter um forte componente de auto-realização.²⁸

Pelo exposto nos parágrafos anteriores, nota-se o importante papel dos fatores exógenos na determinação das medidas de risco e, conseqüentemente, no nível da taxa de juros, segundo a hipótese apresentada por Barbosa (2005b) e dada uma estrutura para a dívida pública como a vigente no país no período que estamos analisando.

Reconhecendo a importância dos fatores exógenos à condução da política econômica na determinação do risco-país, ainda assim pode-se afirmar que entre os principais fatores que afetam a probabilidade de *default* – afetando, então, as medidas de risco – estão a própria taxa de juros e outros fatores que afetam a taxa de câmbio e o endividamento.

Segundo Bresser Pereira e Nakano (2002), a probabilidade efetiva de *default* do governo é uma função da receita tributária relativamente às amortizações e juros a serem pagos, em outras palavras, é uma função do superávit primário em relação aos compromissos do governo da dívida pública, ou ainda, do déficit nominal. Ainda nessa linha, Schwartzman (2002) constrói um modelo que mostra a probabilidade de *default* como dependente de fatores como: o estoque da dívida acumulado; o superávit

²⁷ A soma de uma percepção de risco em relação à economia brasileira sistematicamente superior a de outros países, com aumentos na aversão ao risco dos investidores, em determinados episódios (como crises internacionais, especialmente em outras economias emergentes), contribui para impactar mais intensamente, nesses momentos, as medidas de risco-país.

²⁸ A auto-realização das expectativas pode ser facilmente compreendida: se os credores passam a crer que determinado país não cumprirá seus compromissos, as fontes de financiamento desse país secarão, o que levará a que o país, de fato, tenha dificuldades para honrar seus compromissos.

fiscal primário esperado para o período; e a taxa de juros fixada pelo BC. No caso de um estoque da dívida como proporção do PIB baixo, este pode ser aumentado para financiar os desequilíbrios fiscais, sem gerar desconfiças quanto à capacidade do governo de honrar seus compromissos. Entretanto, se o estoque já é elevado, aumentos em sua magnitude com vistas a financiar os déficits nominais do governo certamente afetam a probabilidade de *default*.

No trabalho de Carneiro e Wu (2005) é defendida a manutenção de uma política fiscal restritiva, compatível com a política monetária. Essa sincronia entre as políticas, segundo os autores, evitaria que a dívida pública assumisse um valor crítico, para o qual aumentos na taxa de juros, com o conseqüente aumento sobre o serviço da dívida, criassem desconfiças nos agentes com relação à capacidade do setor público de honrar seus compromissos. Portanto, assim como Bresser Pereira e Nakano (2002) e Schwartzman (2002), Carneiro e Wu (2005) acreditam que uma política fiscal austera reduz a probabilidade de *default*, para dada taxa de juros.

Seguindo os argumentos expostos pelos autores, pode-se afirmar que para o regime de política monetária ser ‘bom’ ou ‘ruim’ depende da situação fiscal e do risco de *default* a ela associado. Razin e Sadka (2001) fazem uma análise de múltiplos equilíbrios, com expectativas auto-realizáveis, mostrando que um país pode passar de um ‘bom equilíbrio’ pra um ‘equilíbrio ruim’, caso seus credores suspeitem de sua capacidade de honrar seus compromissos, acreditando que o país tem alto risco de crédito. Esse sentimento dos credores pode ser auto-realizável devido a um aumento nas medidas de risco, desvalorização cambial, aumento da dívida pública e fuga de capitais²⁹. No ‘equilíbrio ruim’, a política fiscal poderia minar o efeito da política monetária. Um aumento na taxa básica de juros levaria a um aumento no pagamento do serviço da dívida, com aumento no estoque da dívida (para dado nível de superávit primário) e, conseqüentemente, a uma elevação no risco-país e depreciação da moeda nacional³⁰.

²⁹ Em outro artigo (Razin e Sadka, 2002), os autores aplicam esse modelo ao caso brasileiro no ano de 2002, mostrando que as eleições presidenciais afetaram as expectativas dos agentes, levando o país ao ‘equilíbrio ruim’.

³⁰ Leichsenring (2004, p. 64) acrescenta sobre esse ponto: “A partir de determinado patamar a elevação da taxa de juros provoca uma elevação mais que proporcional na probabilidade de *default*, fazendo com que o retorno esperado do investimento no ativo doméstico caia. Isso faz com que a taxa de câmbio se deprecie. (...) Em resumo, existe o que se pode dizer de não linearidade do efeito total, isto é, a elevação dos juros tem resultados distintos a depender do nível em que os juros se encontram”.

Nakano (2005b) afirma que a economia brasileira é especialmente vulnerável a esse tipo de crise cambial, por fazer parte de um grupo de países que são avaliados com elevados índices de risco. Aos mesmos é atribuída uma alta probabilidade de *default* – em decorrência do histórico de endividamento desses países – o que faz com que sofram de uma ‘intolerância ao endividamento’, levando a que suportem níveis de endividamento muito inferiores aos dos países mais desenvolvidos. Tais níveis seriam suportados por aqueles países, caso não se verificasse o fenômeno da intolerância³¹.

Uma crise cambial pode criar expectativas de maiores níveis de inflação e, até mesmo, à sua efetivação³². Ou seja, a política monetária teria o efeito contrário ao convencional, situação caracterizada como um regime de dominância fiscal³³.

Estudando a existência do fenômeno de dominância fiscal para o caso brasileiro, Blanchard (2003) afirma que quanto maior o nível da dívida inicial, ou maior o grau de aversão ao risco global de investidores estrangeiros, ou maior a proporção da dívida pública indexada ao dólar, mais provável é que um aumento na taxa de juros provoque depreciação do câmbio, ao invés de apreciação. Complementando a análise de Blanchard (2003), Nepomuceno (2005) afirma que a dinâmica da dominância fiscal pode se tornar mais perversa em uma economia como a brasileira, onde a dívida pública tem perfil majoritariamente pós-fixado.

Os níveis de inflação mais elevados, decorrentes da manifestação da dominância fiscal, podem, por seu turno, levar a autoridade monetária a aumentar mais uma vez a taxa básica de juros – além do aumento necessário para incorporar um maior prêmio de risco sobre os títulos públicos corrigidos pela mesma – entrando a economia em um círculo vicioso.

³¹ A expressão de ‘intolerância ao endividamento’ foi introduzida a partir de um artigo de Reinhart, Rogoff e Savastano (2003), no qual foi mostrado que o limite ‘seguro’ para a relação dívida/PIB para os países que sofrem da intolerância ao endividamento é muito baixo em relação ao dos demais países. Segundo os autores, esse limite depende da trajetória histórica de moratória e inflação de cada país.

³² Entretanto, o efeito total de uma elevação da taxa de juros sobre a inflação será positivo a depender da magnitude do efeito recessivo dos juros sobre a demanda agregada em comparação com o efeito da desvalorização cambial sobre o nível de preços dos bens *tradeables*.

³³ O termo dominância fiscal é utilizado quando a política monetária não é capaz de controlar a inflação em decorrência de desequilíbrios na política fiscal.

No caso brasileiro é comum, em situações como a descrita anteriormente, que o governo aumente a carga tributária para o financiamento dos déficits fiscais – incluindo aí o pagamento de juros³⁴. Tal medida pode, então, levar a uma diminuição no nível de investimento agregado na economia. Sendo esse um outro fator que afeta diretamente o prêmio de risco pago pelo país. Quanto mais um país investe e, portanto, melhores as perspectivas de crescimento da economia, menor a taxa de juros exigida pelos credores – incluindo aí o prêmio de risco. Pode-se notar, portanto, que o nível de investimento agregado é mais um componente que afeta as expectativas dos agentes.

3.3 Taxa de Juros e Nível de Atividade

Outro mecanismo de transmissão de constrangimentos à gestão da política monetária opera através da sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros, ou seja, da intensidade da resposta que a oferta de crédito – tanto público quanto privado – tem às variações na taxa de juros. A suposição aqui apresentada é que quanto maior for a parcela da dívida atrelada à SELIC, maior será tal sensibilidade³⁵ e, conseqüentemente, maior será também o efeito contracionista de um aumento na taxa de juros sobre a oferta de crédito para a economia nacional, tanto no que diz respeito à redução da quantidade ofertada, quanto ao aumento do custo do crédito.

Aghion, Bacchetta e Banerjee (2000) analisam o impacto de uma mudança na taxa de juros imposta pela autoridade monetária, frente a situações de crises financeiras. Os autores afirmam que aumentos nos juros têm efeitos ambíguos. Por um lado, enquanto ainda estiverem presentes os efeitos convencionais da política monetária, aumentos nos juros valorizam o câmbio, diminuindo a dívida atrelada à moeda externa. Essa redução na dívida aumenta a capacidade da economia de tomar emprestado e, portanto, investir, com implicações positivas sobre o crescimento do produto, levando à superação da crise. Por outro lado, taxas de juros mais elevadas aumentam o serviço da dívida pública, aumentando o seu estoque, as medidas de risco-país e, assim,

³⁴ Afonso e Meirelles (2006, p. 46), em um estudo sobre a carga tributária global no Brasil, mostram que “A evolução da carga tributária global nesta década foi marcada por intenso e rápido crescimento: de 33,4% do PIB em 2000 subiu para 37% em 2004 e, agora, é estimado que em 2005 tenha saltado para a casa de 39% do produto”.

³⁵ Suposição a ser testada na análise empírica.

reduzindo a capacidade do país de tomar empréstimos futuramente. No limite, um aumento na taxa de juros pode secar as fontes de crédito – quando os investidores perceberem risco de *default* – com desvalorização da moeda e aumento no nível de preços, caracterizando o fenômeno de dominância fiscal já descrito anteriormente³⁶.

Conseqüentemente, de acordo com a análise dos autores (Aghion, Bacchetta e Banerjee, 2000) uma política monetária “apertada” só será desejável se a proporção da dívida atrelada ao câmbio for muito grande ou se a sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros for pequena. Todavia, essa última condição não deve ser verificada na economia brasileira³⁷ devido ao elevado percentual da DPMFi atrelado à taxa básica de juros. A primeira condição, por seu turno, não é vista como desejável em economias com regimes de câmbio flutuante e vulneráveis a choques externos (como a brasileira)³⁸. Portanto, uma política de altas taxas de juros, frente a crises financeiras, não é desejável para o Brasil, segundo o resultado apresentado por aqueles autores.

Complementando essa análise, Sobrinho (2003, p. 55-56), ao estudar o impacto da política monetária sobre a economia real via mercado de crédito, mostra que “um aperto monetário aumenta a carteira de títulos públicos em poder dos bancos, reduz os recursos disponíveis para empréstimos, eleva o custo do crédito e (...) reduz o ritmo da atividade econômica”. Portanto, o argumento do autor não passa pelo aumento no risco-país, mas sim pelo aumento na atratividade dos títulos da dívida pública brasileira, derivado de um aumento em sua remuneração, dado que a mesma ainda permanece atraente aos olhos do mercado. Uma maior atratividade dos títulos públicos torna os recursos disponíveis para empréstimo mais escassos e, portanto, caros.

³⁶ Cabe ressaltar que esse é um caso extremo e, portanto, não necessariamente verificado.

³⁷ Caso seja válida a hipótese de correlação positiva entre a sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros e o tamanho da parcela da dívida atrelada à mesma. Hipótese essa que, como já comentado em nota anterior, será objeto de testes no capítulo desta dissertação destinado à análise empírica.

³⁸ A justificativa para tal argumento é que, quando parcela expressiva da dívida pública está atrelada ao câmbio, choques nessa variável afetam significativamente o estoque da dívida, o que acarreta também um aumento do risco de mercado da dívida pública brasileira. Mattos (2005, p.78) complementa o argumento, afirmando que “Títulos de menor variância de retornos são relativamente preferíveis por terem riscos menores para o devedor, no caso o governo. Como a variância do câmbio aumentou no Brasil após 1999, esse fator se tornou importante para uma recomendação no sentido da redução da participação de títulos atrelados a essa variável na dívida pública”. Então, para evitar que a economia brasileira seja ainda mais vulnerável, o TN, na gestão da dívida pública, tem buscado reduzir a dívida cambial. Esforço que vem sendo bem sucedido. Como mostrado na introdução, em dezembro de 2005 a parcela da DPMFi atrelada ao câmbio era de apenas 1,2% (atualizar dados). Na seção subseção 3.3, do próximo capítulo, a atuação do TN na gestão da dívida pública será analisada mais detalhadamente.

A partir desse resultado, pode-se afirmar que a estrutura da dívida pública brasileira, ao afetar a sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros, intensificando-a, torna o aumento na taxa básica de juros mais custoso. Ou até, em cenários mais adversos, um aumento nos juros pode tornar-se indesejável, por deixar de ser eficaz também no que diz respeito ao combate à inflação.

Assim, a autoridade monetária, ao buscar a estabilidade do nível de preços usando como instrumento a taxa de juros, depara-se com o efeito de aumento da dívida e redução da capacidade da economia nacional de tomar emprestado – devido à elevada sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros – o que, por seu turno, limita a capacidade de crescimento do país.

Mesmo os constrangimentos causados por essa estrutura não dificultando ou impedindo que o objetivo da autoridade monetária seja alcançado, ainda assim pode-se afirmar que tais constrangimentos tornam a execução da política monetária problemática pelos seus efeitos adversos sobre outras variáveis macroeconômicas. Além dos mecanismos ligados às medidas de risco – que, por sua vez, estão diretamente ligadas à probabilidade de *default* – e à taxa de câmbio, foram apresentados nesta seção outros mecanismos, que podem ser considerados ainda mais problemáticos por, ao afetar o nível de investimento agregado, podem estar reduzindo significativamente o produto potencial da economia, ao manter as taxas de juros em patamares extremamente elevados por um longo período de tempo.

Blanchard (2002), argumenta que, historicamente, as decisões de política monetária afetam a taxa de juros real por longos períodos – de até mais de uma década – e que, portanto, afetam o nível de atividade por períodos tão prolongados quanto, afetando também o produto potencial da economia. O autor exemplifica duas formas pelas quais a manutenção de taxas reais de juros elevadas por períodos de longa duração pode influenciar a taxa natural de desemprego – com implicações sobre o produto potencial.

A primeira forma que Blanchard (2002) expõe ocorre pelo lado da oferta de mão-de-obra: se juros elevados aumentam o desemprego e reduzem os salários, isso pode

repercutir sobre a diminuição da oferta de mão-de-obra, pela redução da qualificação dos trabalhadores e mudanças institucionais no mercado de trabalho. Em outras palavras, a manutenção de taxas de desemprego elevadas por um período prolongado acaba por afetar a própria taxa natural de desemprego. A segunda seria pelo canal da acumulação de capital: juros reais elevados aumentam o custo do capital, diminuindo sua taxa de acumulação e, então, deprimindo a demanda por mão-de-obra, que afeta a taxa de desemprego – de forma não temporária. Em resumo, o autor conclui que um aumento sustentado na taxa real de juros leva, primeiro, a um aumento na taxa efetiva de desemprego e, depois, a aumento na própria taxa natural, afetando, portanto o produto potencial da economia. Ou seja, a política monetária pode causar impactos sobre o crescimento econômico até mesmo no longo prazo.

Além do impacto derivado da manutenção de altas taxas de juros, o crescimento econômico pode estar sendo limitado pela política fiscal austera adotada pelo governo a partir da crise cambial de 1999. Conforme observado anteriormente, autores como Bresser Pereira e Nakano (2002), Schwartzman (2002) e Carneiro e Wu (2005) acreditam que uma política fiscal nesses moldes reduz a probabilidade de *default*, para dada taxa de juros.

Seguindo essa linha de recomendações, em um momento em que a credibilidade da moeda estava sendo questionada e existiam ameaças que a desvalorização trouxesse de volta a inflação, o governo acreditou que a austeridade fiscal – com o estabelecimento de metas relativamente elevadas de superávit primário, se comparadas aos níveis apresentados até então – seria fundamental para proteger a taxa de câmbio e evitar aumentos maiores no nível de preços.

O corte nos gastos ou o aumento nos impostos, necessários para obter os níveis de superávit primário estipulados, minaram a capacidade de investimento do governo e diminuíram as possibilidades de ganhos no setor privado, mostrando-se contra-produtivos (Kregel, 2000).

Não é difícil perceber a influência da estrutura da dívida pública nesse processo. A autoridade monetária, para evitar as pressões inflacionárias da desvalorização cambial, mantém a taxa básica de juros em patamares elevados. Como é essa mesma

taxa que corrige grande parcela dos títulos públicos, há um aumento no pagamento do serviço da dívida mobiliária, aumentando as NFSP – conceito nominal. Para compensar o efeito dos gastos com o serviço da dívida, o governo estabelece metas de superávit primário – que excluem o pagamento de juros – buscando diminuir os déficits nominais e, portanto, evitar um aumento do estoque da dívida. O aumento do superávit primário pode ter implicações negativas sobre as possibilidades de investimento público e, em consequência, de crescimento econômico.

As elevadas metas de superávit primário aprofundam o efeito recessivo das também altas taxas de juros estipuladas pelo gestor de política monetária, reduzindo ainda mais o crescimento econômico, podendo fazer com que a economia esteja sujeita a enfrentar longos períodos de estagnação, ainda que o objetivo de baixas taxas de inflação tenha sido alcançado.

4. Recomendações

Uma breve recapitulação dos canais pelos quais se manifestam os efeitos perversos da estrutura da dívida pública sobre a política monetária, abordados na seção anterior, ajudará a compreender melhor as recomendações, presentes na literatura, no sentido de minimizar esses efeitos. Os canais são os seguintes:

- ✓ O aumento na SELIC, ao criar um efeito riqueza sobre os detentores de títulos públicos, diminui o poder da política monetária de controlar a demanda agregada e, portanto, a inflação;
- ✓ O problema da inconsistência de metas, enfrentado pelo BC, que ao aumentar os juros para reduzir a inflação, acaba aumentando a dívida pública, o que leva à redução de sua credibilidade na conduta anti-inflacionária;
- ✓ A inclusão da dívida na regra de juros, que orienta as decisões do BC, amortece o impacto da política monetária sobre a os níveis de inflação e produto;

- ✓ A necessidade do BC de embutir no cálculo da taxa SELIC o prêmio de risco para os títulos públicos faz com que esse taxa seja maior do que seria no caso da vigência de uma outra estrutura para a dívida pública;
- ✓ Um aumento na taxa de juros pode aumentar a probabilidade de *default*, desvalorizar a moeda e aumentar o nível de preços, ao invés de diminuir. Ou, para evitar esse aumento na probabilidade de *default*, o governo eleva o superávit primário, limitando o crescimento do produto. E ainda,
- ✓ A elevada parcela da dívida atrelada à SELIC, pode aumentar a sensibilidade da oferta de crédito (para a economia nacional) à taxa de juros, levando a que um aumento nos juros provoque redução nos empréstimos, nos investimentos e no produto.

4.1 Mudança de Indexadores

Para que sejam evitados os efeitos perversos da política monetária, causados pela estrutura inadequada da dívida pública, os trabalhos a respeito do tema recomendam a redução na proporção dos títulos indexados à taxa SELIC no total da dívida pública. Uma alternativa proposta para a indexação da dívida, dado que a política monetária tem como âncora o regime de metas de inflação, seria o aumento na proporção de títulos corrigidos por índices de preços – sobretudo o IPCA.

Na avaliação de Garcia (2001b), que afirma serem os títulos atrelados à SELIC duplamente indexados, a correção por índices de preços apresentaria as seguintes vantagens: aumento no prazo médio de vencimento – já que os títulos de longo prazo atrelados a índices de preços de boa aceitação do público; redução significativa do choque fiscal negativo quando o BC tem que elevar os juros; e também aumento das possibilidades para instituições privadas captarem a longo prazo em reais, ao invés de recorrerem ao mercado externo.

De acordo com Carvalho *et al* (2003), a indexação a índices de preços se justificaria, pois se o governo cumpre as metas de inflação, mantendo-a em níveis baixos, é

“recompensado” com um decréscimo do custo da dívida pública. Ao isolar o orçamento de choques de taxas de juros, evita-se o problema da inconsistência temporal e, em consequência, há um aumento de credibilidade na conduta antiinflacionária da autoridade monetária. Ao aumentar a emissão de papéis atrelados ao índice de preços usado pelo governo como referência na política de metas para a inflação, a autoridade monetária está sinalizando ao mercado que está comprometida com a estabilidade.

Mesmo que sejam compreendidas as vantagens a serem obtidas ao se alcançar um novo equilíbrio – que se caracterizaria pela dívida pública majoritariamente indexada a índices de preços, com a redução no pagamento de juros feito pelo governo, redução em seus déficits nominais e interrupção na trajetória de aumento da dívida, que levaria a um aumento na credibilidade de que o governo honre seus compromissos – não se pode afirmar que a transição, que leve à nova composição dívida, possa ocorrer sem custos e tampouco que possa ser evitado um custo muito alto, no caso de haver uma fuga em larga escala por parte dos investidores.

Como os detentores dos títulos públicos encarariam essa mudança³⁹ é um aspecto importante a ser considerado. Esses agentes poderiam enxergar com bons olhos a troca de títulos indexados à SELIC por outros indexados ao IPCA, por exemplo, já que haveria uma diminuição no risco de tais títulos no novo equilíbrio alcançado. Entretanto, poderiam se opor a tal mudança por esperarem uma redução no retorno trazido pelos títulos.

Bevilaqua e Garcia (2002) mostram, contudo, que existe uma demanda “natural” por tais títulos por fundos de pensão, companhias de seguro e outros participantes do mercado cujas obrigações são de longo prazo e têm alta correlação com a inflação. Para os autores os títulos de longo prazo indexados a índices de preço constituem uma proteção contra os riscos da inflação não antecipada e, portanto, são atraentes. Uma vantagem adicional desse tipo de título, qual seja, a maior facilidade de alongar seu prazo de maturação, pode ser, então, facilmente percebida. A maior demanda por

³⁹ Ver Valor Econômico (em 10 de abril de 2006) “O melhor do resultado do leilão de NTN-C de 30 anos foi demonstrar que, além de ser muito melhor para o governo emitir dívida indexada a índices de preços, o mercado também apresenta forte demanda por tais títulos. Cabe, portanto, prosseguir na estratégia de substituir as atuais LFTs por títulos indexados a índices de preços.”

parte desses “investidores estratégicos” pode levar também à redução do custo esperado da dívida pública.

Sobreira (2005) apresenta também argumentos favoráveis à colocação de títulos indexados a índices de preços. O ponto defendido pelo autor, entretanto, está relacionado à facilidade da colocação desses títulos, com baixo custo e longo prazo de maturação, devido a um elevado grau de confiança na capacidade do governo de controlar a inflação. Confiança que seria ainda maior caso o governo conseguisse evitar o *trade-off* entre reduzir a inflação ou a dívida pública.

Do ponto de vista da indexação dos ativos do governo, esse tipo de índice de correção da dívida pública também se mostra vantajoso, como argumentado por Mattos (2005, p. 79). O autor afirma que, “como o Estado brasileiro possui uma quantidade significativa de ativos atrelados a preços, um volume maior de títulos públicos indexados a preços permitiria reduzir o descasamento global entre ativos e passivos”. Dessa forma, poderia haver também uma redução do risco associado ao cumprimento das obrigações do governo.

Dois possíveis problemas dos títulos atrelados especificamente ao IPCA – índice usado como referência para a meta de inflação perseguida pela autoridade monetária – são, entretanto, apresentados por Garcia (2001a). O primeiro deles está no fato de que os investidores institucionais, anteriormente mencionados como demandantes naturais de títulos corrigidos por índices de preço, têm seus passivos de alguma forma indexados a outros índices, como os IGPs ou o INPC. Portanto, para que os mesmos absorvessem os títulos indexados ao IPCA, normas e regulamentos deveriam ser modificados. Tais adaptações podem ser de interesse daqueles investidores, uma vez que o IPCA reflete melhor a inflação ao consumidor.

Garcia (2001a) apresenta como um segundo possível problema do IPCA o fato deste ser um índice apurado por uma instituição governamental, o IBGE, o que tem como consequência uma desconfiança por parte do público de que o índice venha a ser subestimado. Desconfiança essa que tem origens nas ‘mágicas anti-inflacionárias’, realizadas pelo governo durante os fracassados planos de estabilização, porém extintas desde a implementação do Real e que, portanto, é cada vez menor com o

passar dos anos e com a construção de fundamentos macroeconômicos sólidos. Assim, esse argumento perde cada vez mais sua força.

Outra recomendação no sentido de melhorar o perfil da dívida pública e evitar os constrangimentos que podem estar sendo causados à gestão da política monetária, é o alongamento com títulos pré-fixados. Mattos (2005) justifica a adoção de tal estratégia, cuja implementação já vem sendo buscada pelo TN⁴⁰, pois a mesma permite isolar o orçamento de choques das taxas de juros e, também, estabelecer menores prêmios de termo, característicos de títulos de longo prazo.

O aumento da parcela pré-fixada da dívida pública, ao aumentar sua ‘duração’, reduz a manifestação do efeito riqueza sobre os detentores de títulos quando a autoridade monetária aumenta os juros, buscando levar a inflação para a trajetória das metas. Essa hipótese é apresentada e testada por Nepomuceno (2005, p. 26), que mostra que a “elevada participação dos títulos pós-fixados eleva o efeito renda expansionista quando se deseja criar um efeito contracionista”. A principal recomendação do autor é, portanto, que o TN atue ativamente na busca por aumentar a dívida prefixada, melhorando o mecanismo de transmissão de política monetária e criando, assim, a possibilidade de que a autoridade monetária trabalhe com taxas de juros cada vez menores.

Missale e Giavazzi (2004) fazem um estudo econométrico que busca encontrar a composição ideal para a dívida pública brasileira, em termos de custo dos instrumentos alternativos para a correção da mesma, risco de *default* e impacto sobre a probabilidade de não se alcançar a meta de inflação. A conclusão a que chegam os autores é que, justamente como prescrito por outros autores já citados nesta seção, deve ser aumentada a participação dos títulos pré-fixados e indexados a preços, com ênfase para os últimos e em detrimento dos atrelados à SELIC e ao câmbio.

Entretanto, Sobreira (2005, p. 124) apresenta evidências empíricas de que o TN e o BC têm tido grande dificuldade em “reduzir a participação da dívida indexada,

⁴⁰ As diretrizes do TN na gestão da dívida pública, no período a partir da implantação do regime de metas para a inflação, serão apresentadas mais detalhadamente no Capítulo II.

alongar o prazo da dívida pré-fixada e efetivar uma gestão da dívida que realmente implique em menores custos no longo prazo com níveis prudentes de risco”.

O autor destaca também o papel que tem a incerteza dos agentes sobre a determinação dos prêmios de risco dos títulos públicos de maior prazo de maturação. Nesse sentido, Sobreira (2005, p. 125) afirma que “a possibilidade de inflexão nas políticas monetária, cambial e fiscal⁴¹ será vista como suficientemente crível para fazer com que os agentes exijam prêmios de risco a fim de incorporar títulos pré-fixados longos em seus portfólios, proibitivamente elevados, que a autoridade e o Tesouro não estão dispostos a pagar”. E ainda, mesmo se estivessem dispostos a pagar prêmios excessivamente elevados, isso implicaria uma fonte adicional de incerteza quanto à capacidade de o governo cumprir com seus compromissos.

O *trade-off* enfrentado pelo governo na administração da dívida pública reside justamente no fato de que quanto maior o risco que um título apresentar ao governo (ou quanto mais volátil for seu indexador), maior a proteção oferecida ao seu detentor e, portanto, maior a demanda pelo mesmo, o que pressiona para baixo o custo do título⁴². Ou seja, a redução do risco decorrente da emissão de determinados tipos de papéis, cujos indexadores são menos voláteis, pode levar ao aumento no custo da dívida, já que esses papéis podem parecer menos atraentes aos olhos de seus demandantes. Portanto, o aumento no custo incorrido pelo governo nesses casos, muitas vezes não justifica a estratégia de gerenciamento da dívida que busca diminuir a exposição da mesma ao risco dos indexadores.

Portanto, a emissão de papéis de maturidade mais curta se torna preferida pelo governo, ao menos até o momento em que o mesmo consiga adquirir credibilidade suficiente para alongar o perfil da dívida. Antes disso é desejável a distribuição dos vencimentos ao longo do tempo – importante justamente para não gerar incertezas – mesmo que seja com títulos pós-fixados, que possuem ‘duração’ zero. Não deixando

⁴¹ Possibilidade essa que está relacionada com a conjuntura adversa e os fundamentos macroeconômicos “fracos” com que se depara o gestor da dívida pública federal no Brasil. Entretanto, em momentos nos quais as condições são mais favoráveis, a probabilidade efetiva de *default* é menor e há maior facilidade em implementar as mudanças desejadas.

⁴² A exceção são os títulos atrelados ao câmbio, que são mais caros e mais arriscados para o governo, o que fortalece o argumento (e a postura do TN) a respeito da necessidade (e da importância da busca) de reduzir a participação desses papéis no total da dívida pública brasileira (Mattos, 2005, p.84).

de buscar, entretanto, ao máximo possível, a redução na parcela da dívida pública corrigida pela taxa de juros, para que sejam evitados todos os problemas que a política monetária pode gerar se essa busca não for realizada.

Além do aumento das parcelas da dívida pública prefixada e corrigida por índices de preços, sugerido pelos autores anteriormente mencionados, Canuto (2006) propõe a criação de um novo tipo de indexador. Segundo ele, seria especialmente interessante para os países emergentes, a emissão de títulos da dívida pública com rendimentos vinculados ao crescimento do PIB. Entre as principais vantagens obtidas estariam, nas palavras do autor:

O serviço da dívida correspondente seria maior em momentos de crescimento mais rápido, mas, em compensação, menor quando a economia estivesse em fase de baixa expansão ou em recessão. Teria, portanto, um caráter anti-cíclico (...). Além das vantagens intrínsecas à menor instabilidade macroeconômica, a presença significativa de tais títulos no total da dívida pública implicaria menor probabilidade de calote em situações de estresse, em comparação com o caso convencional.

Assim, em situações de crise, se escaparia da dinâmica de maiores juros levarem ao aumento da dívida, a uma percepção de maior risco de moratória, à desvalorização e, até, a um possível aumento da inflação, já que possivelmente a dívida diminuiria, devido às menores taxas de crescimento econômico.

Entretanto, as dificuldades para a implementação dessa estratégia também devem ser mencionadas. Se o aumento na participação de títulos já existentes – como os prefixados e indexados a índices de preços – já encontra obstáculos, a criação de um novo indexador seria ainda mais difícil, a começar pelo chamado “prêmio pela novidade”. Canuto (2006) afirma que a ausência de padrões leva a uma maior dificuldade na precificação dos riscos, reduzindo também a liquidez. Por outro lado, as defasagens na divulgação ou revisões dos dados do PIB, assim como suas metodologias de cálculo, precisariam ser incorporadas aos contratos e poderiam vir a demandar aprimoramento estatístico.

Contudo, o autor acredita que esses problemas são superáveis e que um esforço multilateral de emissão simultânea por vários países, criando massa crítica suficiente para saltar a barreira inicial, seria fundamental para sua superação. Essa solução,

entretanto, escapa do alcance direto do TN, pela necessidade do envolvimento de outros atores relevantes nesse esforço.

4.2 Aumento do Esforço Fiscal

Há ainda aqueles que, como já mencionado na seção anterior, acreditam que deve haver um aprofundamento do esforço fiscal no sentido de aumentar o superávit primário, para reduzir a DPMFi de forma significativa, sinalizando que a mesma estaria sob o controle do governo. Assim, haveria uma redução substancial na probabilidade de *default*, nas medidas de risco-país, refletindo numa queda nas taxas de juros, o que diminuiria a interferência negativa da dívida pública sobre o funcionamento da política monetária.

Entre aqueles que defendem essa proposta, já mencionados na seção 3, estão também Favero e Giavazzi (2002), que afirmam que o esforço fiscal de elevar ainda mais o superávit primário – em relação ao então praticado – deve ser visto como um investimento, que deve ser realizado, ao menos, temporariamente. Os autores dizem que os retornos gerados por um nível maior de superávit compensariam os sacrifícios temporários, ao levar a economia para um bom equilíbrio, em que taxas de juros menores seriam capazes de manter a inflação estável em níveis baixos e que, portanto, a política monetária não seria contaminada pelo elevado estoque da dívida pública.

Delfim Netto (2005), radicaliza ainda mais a proposta de aumentar o superávit primário, ao sugerir que o governo deveria trabalhar com ‘superávits progressivos’ que, no horizonte de quatro a cinco anos, produziriam um déficit nominal zero. Para o autor, esse objetivo deveria ser atingido com o congelamento das despesas de custeio em lugar do aumento de impostos. Ele afirma que assim, haveria instantaneamente uma expectativa de baixa na taxa de juros real, facilitando a substituição da dívida indexada à SELIC por dívida pré-fixada.

Já Mendonça (2005), propõe que as metas de superávit primário não sejam um objetivo em si, mas sim que o superávit primário esteja a serviço da estabilização da

dívida. O que é proposto, então, é que sejam criadas metas para a relação dívida/PIB, a serem perseguidas no longo prazo.

Mesmo acreditando que o superávit primário deve ser aumentado, alguns autores afirmam que, ainda assim, o nível atual em que essa variável se encontra já desempenha um importante papel na estabilização da dívida pública brasileira, até mesmo como um sinalizador do comprometimento do governo com a austeridade fiscal. Herrera (2005), por exemplo, afirma que apesar de o Brasil já possuir um mecanismo de comprometimento com o equilíbrio fiscal – a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), além das metas de superávit primário – esse comprometimento deve ser aprofundado para que as expectativas de inflação, criadas a partir dos cenários fiscais, sejam consistentes com as metas de inflação estabelecidas pelo BC. Dessa forma haveria um aumento da credibilidade do governo, tanto na gestão da política monetária, quanto na capacidade de honrar os compromissos da dívida pública, diminuindo a probabilidade de ocorrência de crises como a de 2002.

E ainda que a recomendação de aumento (ou manutenção) do esforço fiscal seja predominante, não chega a ser consensual. Sayad (2005, p. 124-126) afirma ser a política monetária que determina a política fiscal e não o inverso. Por essa razão, a autoridade monetária deveria reduzir substancialmente os juros para não causar pressões sobre o lado fiscal evitando, assim, um aumento no estoque da dívida. Nas palavras do autor:

A dívida pública brasileira é um ativo financeiro com características dominantes em relação aos outros ativos financeiros (menos líquido apenas que o “dinheiro vivo”), sem risco de inflação, variação de juros e crédito, substituto do dólar quando é indexada a esta moeda, apresentando, ainda e ao mesmo tempo, a maior remuneração frente a outros ativos financeiros.

(...)

[E] concorre com os investimentos, o consumo e qualquer outra atividade econômica, se tornando insustentável, mesmo com superávits primários de 4,25% do PIB.

(...)

O regime de metas para a inflação, da forma que está desenhado, se por um lado reduz a dívida interna, pela diminuição do valor do câmbio, por outro acaba aumentando aquele estoque, graças ao aumento dos juros.

Ou seja, Sayad (2005) não acredita serem válidos os esforços realizados pela política fiscal, pois acredita serem muito altos os custos, em termos de produto, sem ter como contrapartida o benefício de redução da dívida pública brasileira, já que o pagamento

de juros supera o superávit primário, levando a um déficit nominal. Sendo, assim, acredita que o caminho mais promissor seja o da redução na taxa de juros.

4.3 Redefinição de Papéis

Outro conjunto de recomendações está relacionado à redefinição de funções entre o TN e o BC. Nesse sentido, a mudança mais evidente, e já intensamente discutida neste capítulo, seria que o instrumento de política monetária – a taxa SELIC – deixasse de ser usado como indexador dos títulos públicos, ou, dito de outra maneira, que o mercado da dívida pública funcionasse paralelamente ao mercado de reservas bancárias – rompendo a fusão hoje existente.

Portanto, ainda que uma parcela significativa da dívida permanecesse atrelada a taxas de juros pós-fixadas, já seria um avanço que essas taxas fossem distintas daquela usada no manejo da política monetária. Assim como a TJLP é usada para corrigir o pagamento de empréstimos de longo prazo, poderia ser criada uma taxa que tivesse o intuito específico de remunerar os detentores de títulos públicos, que financiam o orçamento do governo.

Vale ressaltar que alguns avanços já foram conquistados, no sentido de uma melhor definição de funções, colaborando para a redução da contaminação entre as políticas econômicas. Um deles é o fim da emissão de títulos por parte do BC, evitando que emissões concorrentes criem alta interdependência entre as políticas fiscal e monetária e facilitando a administração dos passivos do governo federal (Gragnani, 2005).

Outro avanço que pode ser mencionado é, com base em impedimento legal, a impossibilidade do TN ser financiado pelas emissões do BC, evitando a ocorrência de “inflações fiscais” (Mattos, 2005). Essa impossibilidade é reforçada pela transparência, cada vez maior, tanto na gestão da política monetária, quanto da política fiscal, com as diretrizes dos gestores sendo explicitadas ao público, permitindo um acompanhamento e uma fiscalização maior por parte da sociedade.

4.4 Proposta de Independência do Banco Central

Uma última recomendação de avanço institucional que, embora ainda não tenha sido oficialmente implementada, já ocorre em grau consideravelmente elevado na prática, é a proposta de Independência do Banco Central (IBC). Segundo Sicsú (1996), tal proposta se baseia, no campo teórico, no trinômio credibilidade-reputação-delegação, tendo como questão central a tentativa de se eliminar a possibilidade de implementação de políticas monetárias dinamicamente inconsistentes, que possuem viés inflacionário. Um BC independente seria capaz de comprometer-se com uma inflação baixa, sem sofrer pressões do governo para o financiamento de déficits por meio do imposto inflacionário.

Os modelos de delegação (Rogoff, 1985) e reputação (Barro & Gordon, 1983) foram elaborados com o objetivo de encontrar uma solução para que a autoridade monetária resolvesse o problema da inconsistência dinâmica, conquistando credibilidade perante o público, sem abdicar da discricção na condução de sua política. O primeiro conjunto de propostas sugere que para que os benefícios da discricção sejam mantidos, minimizando seu risco, a gestão da política monetária seja delegada a um banqueiro central suficientemente conservador, em termos de aversão à inflação. Os incentivos desse banqueiro deveriam ser diferentes dos incentivos do governo, evitando, assim que ele enfrentasse o dilema ‘crescimento do produto X estabilidade dos preços’. O segundo conjunto sugere que a autoridade monetária, para convencer os agentes de que tem como objetivo a manutenção de baixas taxas de inflação, deve conquistar ao longo do tempo boa reputação, induzindo o processo de formação de expectativas a uma direção a qual se percebe que sua solução ótima é o ‘bom comportamento’ – no sentido da busca pela estabilização do nível de preços como ‘objetivo primeiro’.

Segundo os teóricos que defendem a IBC, o grau de autonomia de um BC seria uma boa medida da capacidade do governo em delegar a condução da política monetária a um gestor conservador e, também, potencializaria a conquista, por esse gestor, de boa reputação⁴³. Favero e Giavazzi (2002) afirmam que, por não ser formalmente

⁴³ Para uma sistematização teórica do problema da inconsistência dinâmica da política monetária, bem como dos modelos de delegação e reputação e, também, uma discussão da aplicação empírica da proposta de IBC, ver Romer (2001, p. 483-492).

independente, o BC sofre risco de pressão política⁴⁴, que pode impedir o sucesso da política monetária e também ajudar explicar o porquê das taxas de juros serem tão elevadas no Brasil.

Sicsú (1996), ainda mostra que aqueles que defendem a tese de IBC também encontram justificativas no campo empírico, ao observarem uma correlação negativa entre a autonomia da autoridade monetária e a taxa de inflação. Correlação que, entretanto, não significa relação de causalidade da primeira para a segunda variável. Romer (2001) argumenta que parece fazer mais sentido outro sentido de causalidade, qual seja, o de que países menos tolerantes a taxas de inflação elevadas busquem dar maior autonomia a seus bancos centrais. Outra falha no argumento está no fato que essa correlação não foi provada para os países emergentes, mas apenas para os mais desenvolvidos.

Além da falha no argumento empírico, a base teórica da proposta de IBC também é contestada por diversos autores. Dado que o argumento de existência de um viés inflacionário em uma política monetária discricionária e dinamicamente inconsistente pressupõe a racionalidade dos agentes, pode-se afirmar que o governo também é um agente racional. Se a autoridade monetária, que age de forma discricionária, é plenamente racional, ela perceberia o viés inflacionário do comportamento descrito anteriormente e não o adotaria. McCallum (1995) argumenta que parece inapropriado supor que os bancos centrais nunca honram seu compromisso de baixa inflação e seguem, repetidamente, em uma busca infrutífera por explorar expectativas de inflação pré-determinadas, porém endógenas.

Blinder (1997), tendo como base sua experiência como banqueiro do FED⁴⁵, afirma que as autoridades monetárias não agem com o intuito de causar surpresas, para explorar o *trade-off* produto-inflação e tampouco estão submetidas a essa “tentação”, mostrando que o problema da inconsistência dinâmica da política monetária discricionária não existe no mundo real. Tanto não existe que muitos governos

⁴⁴ A esse respeito, Mendonça (2000) sugere que, em períodos próximos às eleições, os governos tendem a preferir maior nível de emprego à menor taxa de inflação, acabando por pressionar a autoridade monetária para que a mesma implemente políticas que levem ao aumento do produto.

⁴⁵ Blinder foi o Vice-Presidente do Banco Central dos Estados Unidos – o *Federal Reserve System* (FED) – de junho de 1994 a janeiro de 1996.

conseguiram reduzir drasticamente as taxas de inflação de seus países adotando políticas puramente discricionárias. O autor acredita que é exatamente por que existe um viés inflacionário na busca por levar o nível de desemprego para um nível inferior ao de sua taxa natural, que os banqueiros centrais não realizam tal busca. Portanto, como a autoridade monetária é racional e consciente das responsabilidades de sua posição no governo, não vê como ótima a exploração do *trade-off* produto-inflação.

Blinder (1997) ainda acrescenta, se referindo à solução apresentada por Rogoff (1985) – de delegação da gestão da política monetária a um banqueiro central conservador – para o problema da inconsistência dinâmica, que basta estar na direção de um BC para atribuir um peso suficientemente grande para a inflação na função perda que, hipoteticamente, se está buscando minimizar.

No campo dos objetivos de política econômica e do papel do governo em promover a maximização do bem-estar da sociedade, outro tipo de crítica é feito à proposta de IBC. Ao afirmar que o governo deve ter como atribuições, além do controle dos níveis de inflação, minimizar o peso da carga tributária; evitar uma relação dívida/PIB crescente; equacionar o uso dos recursos fiscais para atender às necessidades sociais, que caberiam ao Estado no modelo vigente e também evitar taxas de juros desnecessariamente altas; Nunes e Nunes (1999, p. 73) argumentam que “a independência do Banco Central, então, apenas estabeleceria uma das regras possíveis para o fechamento de políticas econômicas, dizendo que cabe à política fiscal todo o ônus do ajuste”. Os autores complementam, com argumento contrário à independência do BC, que as mudanças na política monetária são mais fáceis de serem implementadas no curto prazo, sendo mais executável a acomodação de mudanças na política econômica por parte da autoridade monetária⁴⁶.

Nesse sentido, Mendonça (2000) afirma que a política monetária deve agir de forma a contribuir para que sejam atingidos os objetivos comuns aos das demais políticas,

⁴⁶ Os autores ainda acrescentam: “Como o pacto fiscal é resultado de um processo histórico de consolidação de instituições políticas e sociais, não se deve esperar que seja fácil obter de imediato consensos ou coalizões duradouras sobre questões controversas como a extensão e a intensidade das intervenções do Estado na economia e a distribuição pela sociedade do financiamento da política fiscal. Ao contrário, boa parte dos desequilíbrios fiscais têm origem estrutural e exige reformas amplas (...). As mudanças na área fiscal, então, são lentas, difíceis e demandam o equacionamento político de pressões que muitas vezes não são detidas por restrições orçamentárias e acabam originando vazamentos justamente naqueles pontos onde a flexibilidade é maior.” (Nunes e Nunes, 1999, p. 73).

buscando propiciar estabilidade ao ambiente econômico como um todo, minimizando as incertezas que afetam as decisões dos agentes. Portanto, para o autor, o BC não deve ter o único objetivo de estabilidade de preços.

Como alternativa a um BC independente, que busque somente reduzir a inflação, Mendonça (2003) sugere a proposta de coordenação de políticas macroeconômicas. Tal proposta, segundo ele, seria uma forma mais democrática de alcançar os diversos objetivos do governo – e de seus eleitores – evitando que a priorização da estabilidade de preços, via controle da taxa de juros, gere custos como aumento do déficit público e do estoque da dívida, redução no nível de atividade econômica e aumento das taxas de desempregos, e ainda, a possibilidade de retorno da inflação a longo prazo caso o endividamento público assuma uma trajetória insustentável.

Mendonça (2003) sugere que a regra de reação apresentada por Taylor (1993)⁴⁷ seria um instrumental compatível, ao mesmo tempo, com a proposta de coordenação de políticas econômicas e com o regime de metas para a inflação. Tal possibilidade se justifica já que a ‘Regra de Taylor’ concilia a preocupação com a inflação, com a preocupação sobre a atividade econômica, podendo inclusive incluir outras variáveis, como a dívida pública⁴⁸.

Por fim, o autor (Mendonça, 2003) destaca que a possibilidade da política monetária ter efeitos duradouros – desconsiderada pelos teóricos das expectativas racionais e também pelos proponentes da IBC – não é desprezível. Portanto, como os objetivos de política econômica não se limitam apenas à inflação baixa, devendo levar em conta a maximização do bem-estar da sociedade no seu sentido mais amplo, a coordenação de políticas econômicas representa um aparato poderoso para o alcance das diversas metas pretendidas pelo governo.

⁴⁷ Nesse artigo, Taylor (1993) busca avaliar em que medida o sucesso da política monetária dos EUA, de meados dos anos 80 a início dos 90, está associado a uma nova forma de guiar tal política, que tem por base uma regra de juros. O autor busca, então, prescrever um padrão que política monetária, que traduzisse a conduta da autoridade monetária daquele país no período mencionado e explicasse o sucesso obtido no combate à inflação como reflexo de uma trajetória adequada encontrada para as duas variáveis – a taxa de inflação e o hiato do produto – por meio do uso de uma regra de juros. O padrão encontrado por Taylor foi o seguinte: $r = p + 0,5*y + 0,5*(p-2) + 2$, onde ‘r’ é a taxa de juros nominal; ‘p’ é a taxa de inflação; e ‘y’ é o hiato. Essa regra de juros, derivada pelo autor, ficou conhecida na literatura com ‘Regra de Taylor’.

⁴⁸ Como mostrado no trabalho de Gomes e Holland (2003), que faz uma análise empírica para o caso brasileiro.

4.5 Observações Finais

Após descrever as origens da estrutura institucional hoje vigente para a dívida pública brasileira, foram apresentados os canais por meio dos quais essa estrutura pode gerar efeitos perversos ao funcionamento da política monetária. A análise da literatura mostrou que faz sentido afirmar que existem tais efeitos perversos, e também que os mesmos podem ser minimizados na vigência de outra estrutura para a dívida pública.

Quatro conjuntos de proposições podem resumir aqueles canais apresentados e serão objetos de avaliação empírica, a ser realizada no Capítulo III. Esses conjuntos são os seguintes:

- ✓ *Inclusão da dívida na regra de reação do BC e redução de sua credibilidade na conduta antiinflacionária*, levando a um amortecimento do impacto da política monetária sobre os níveis de inflação e produto;
- ✓ *Incorporação do prêmio de risco à taxa SELIC*, que, devido à possível interferência mútua entre as duas séries, será avaliada conjuntamente com a proposição de que *maiores juros levam um aumento nas medidas de risco*, devido à maior probabilidade de *default* atribuída ao país;
- ✓ *Efeito riqueza dos aumentos na taxa de juros*, que diminui o poder da política monetária de controlar a demanda agregada e, portanto, a inflação; e
- ✓ *Maior sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros*, levando a que um aumento nos juros, provoque redução nos empréstimos, nos investimentos e no produto.

Para que o objetivo desta dissertação – identificar e avaliar como os impactos negativos da dívida pública sobre o funcionamento da política monetária têm se manifestado desde a implementação do regime de metas para a inflação no país – seja alcançado, as conjecturas apresentadas serão, portanto, novamente recuperadas nos próximos capítulos. Para verificar sua procedência a partir de outra perspectiva, além

de buscar outros elementos para a definição dos exercícios empíricos, no próximo capítulo essas proposições serão reavaliadas à luz de análise descritiva da gestão da dívida pública e da política monetária no período que se inicia com a implementação do regime de metas para a inflação.

CAPÍTULO II – A EVOLUÇÃO DA GESTÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL

PÓS-REAL E AS POSSÍVEIS INTERFERÊNCIAS DA DÍVIDA PÚBLICA

1. Introdução

O capítulo anterior revisou a literatura sobre as origens e anomalias da estrutura institucional vigente para a dívida pública brasileira, bem como as recomendações sobre possíveis maneiras de minimizar seus impactos negativos sobre o funcionamento da política monetária.

Como o objetivo desta dissertação é identificar e avaliar como tais impactos têm se manifestado desde a implementação do regime de metas para a inflação no país, o presente capítulo pretende fazer uma descrição da evolução da gestão das políticas monetária e fiscal – dentro desta, mais especificamente, a administração da dívida pública – no período mencionado, para que, a partir de outra perspectiva, possa ser melhor compreendida a forma com que a autoridade monetária teve sua atuação influenciada pela estrutura da dívida, ou até mesmo tentar inferir se essa influência de fato existiu. Essa compreensão será aprimorada no capítulo seguinte, após serem avaliadas conjecturas aqui apresentadas.

Este capítulo prossegue, portanto, com a análise histórica iniciada no capítulo anterior e busca complementar os subsídios fornecidos, pela revisão da literatura, à análise empírica – a ser realizada posteriormente. A separação do bloco histórico em duas partes se mostrou necessária para que, após detectadas as possíveis anomalias da estrutura da dívida pública – criadas a partir do desenvolvimento do mercado de títulos públicos no país – fossem apresentadas as proposições, presentes na literatura, de como essas anomalias podem causar constrangimentos à gestão da política monetária. A descrição da história mais recente, por sua vez, buscará mostrar se e como tais constrangimentos podem estar operando.

O capítulo está dividido em três seções, além desta introdução. A próxima seção faz uma descrição sucinta do comportamento da economia brasileira no período que se iniciou com a implantação do Plano Real e durou enquanto esteve em vigor o regime de âncora cambial. Essa descrição é de fundamental importância para a compreensão

de como as duas políticas interagiram à época e de quais foram os resultados dessa interação relevantes para a análise do período seguinte.

A terceira seção aborda o período compreendido entre janeiro de 1999 e agosto de 2007. Estando dividida em três subseções, expõe a forma com que foi implantado o regime de metas para a inflação; a evolução da economia e a atuação da autoridade monetária no regime de metas; e a administração da dívida pública brasileira, procurando entender se o TN teve um papel ativo na criação de um ambiente o mais saudável possível para o bom funcionamento da política monetária⁴⁹. Apoiada pela análise realizada nas seções anteriores, a última seção conclui com a constatação de que a institucionalidade ainda vigente para a gestão da política econômica no Brasil pode estar potencializando a existência de uma perturbação recíproca entre a gestão da política monetária e a administração da dívida pública.

2. Regime de Âncora Cambial

Durante o período que vai desde a implementação do Plano Real até a adoção do regime de câmbio flexível, em 1999, a gestão da política monetária foi altamente problemática. O que será exposto nesta seção buscará mostrar que parte das dificuldades enfrentadas na gestão da política monetária sofreu influência de aspectos relacionados à institucionalidade da dívida mobiliária brasileira.

Com o novo plano de estabilização, foi implementada uma política monetária conservadora para conter a pressão inflacionária resultante do aumento da demanda, que ocorreu devido ao restabelecimento do crédito ao consumidor e ao aumento do poder aquisitivo, principalmente nos estratos mais baixos da distribuição de renda do

⁴⁹ A descrição da evolução da gestão das políticas monetária e fiscal no período mencionado terá como base, essencialmente, as atas das reuniões do Comitê de Política Monetária – COPOM; os Relatórios de Inflação do Banco Central do Brasil; as Cartas Abertas do Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda; os Planos Anuais de Financiamento do TN; e os Relatórios Anuais da Dívida do TN. As justificativas para as decisões de política econômica adotadas no período, portanto, baseiam-se nos documentos citados, sem ser feito algum juízo de valor no que diz respeito a serem ou não decisões acertadas. Vale ainda destacar que não faz parte do escopo desse trabalho questionar ou exaltar os méritos do regime de metas inflação, mas apenas entender os obstáculos à gestão da política monetária, dado o regime adotado. Portanto, será desenvolvida uma análise própria a respeito desses obstáculos causados pela estrutura da dívida pública, mas não sobre as decisões de política monetária em si.

país, cuja propensão marginal a consumir é mais elevada⁵⁰. Tal política se baseou em elevadas taxas de juros, como instrumento para conter a demanda e manter a taxa de câmbio sobrevalorizada. Essa, inicialmente, foi gerida por um regime de bandas assimétricas – possuindo um teto, porém não um piso⁵¹ – e posteriormente foi congelada, numa paridade próxima de um para um com o dólar americano, embora podendo oscilar entre mini-bandas.

Para sustentar a âncora cambial, que garantiria a estabilidade de preços⁵², foi necessário que o governo obtivesse um expressivo aumento de reservas cambiais, mostrando, assim, que a moeda nacional poderia ser convertida ao dólar à paridade desejada. Tal aumento causou excesso de liquidez e, como consequência, maior risco inflacionário. A reação das autoridades monetárias foi enxugar o excesso de liquidez na economia, proporcionado pela entrada de divisas, mediante a colocação de títulos públicos no mercado, o que provocou aumento significativo da dívida mobiliária.

Ao mesmo tempo, como pode ser observado pelo Gráfico 8, tal dívida era corrigida em grande parte pelas altas taxas de juros, fundamentais para o funcionamento da política econômica nos moldes em que estava sendo gerida – já que continham as pressões de demanda, garantiam a atração do capital externo e a acumulação de reservas internacionais. Em outras palavras, o bom funcionamento da âncora cambial requeria, necessariamente, uma política monetária contracionista pela necessidade da manutenção da taxa de juros em patamares excessivamente elevados⁵³.

Assim, dado o tamanho e a estrutura da dívida, a participação dos juros no resultado deficitário do setor público aumentou significativamente ao longo do período,

⁵⁰ O aumento do poder aquisitivo principalmente por parte da população de baixa renda ocorreu devido ao fim do imposto inflacionário. Tal imposto caracteriza-se como regressivo, pois apenas os indivíduos que possuem renda mais elevada têm acesso aos ativos financeiros indexados, que em épocas de alta inflação se transformam em substitutos quase perfeitos das moedas, servindo como uma proteção contra a incidência do mesmo. Portanto, a estabilização de preços, ao reduzir a arrecadação do imposto inflacionário, beneficia principalmente as classes mais pobres, no que diz respeito à variação no poder de compra.

⁵¹ Apesar de ter sido adotada uma banda assimétrica, a intervenção do BC no mercado cambial não foi necessária por não terem ocorrido pressões para a desvalorização na taxa de câmbio no período (Modenesi, 2005, p. 313).

⁵² A esse respeito, Modenesi (2005, p. 312) acrescenta: “No caso brasileiro, a definição de um referencial que coordenasse as expectativas inflacionárias e balizasse a formação de preços, vale dizer, a adoção de uma âncora nominal, torna-se ainda mais importante, tendo em vista o histórico de alta inflação crônica e, conseqüentemente, o baixo grau de credibilidade de política monetária”.

⁵³ A taxa Selic teve no período uma média anual de 22%, em termos reais (Giambiagi, 2005, p.174).

resultando em permanente desequilíbrio fiscal. Portanto, na configuração de política econômica então vigente, o cumprimento dos objetivos da autoridade monetária implicava indesejável e constante aumento da dívida pública⁵⁴.

Fonte: Banco Central e Andima, citados em Loureiro e Barbosa (2003), elaboração própria.

*Posição em dezembro.

**TJLP; TBF e IGP-DI.

Outra fonte de desequilíbrios eram as contas externas, que recebiam duas fontes de pressão: déficits na conta de serviços e na balança comercial. O primeiro foi intensificado devido ao pagamento dos juros sobre o contínuo e crescente fluxo de capitais, que estava ocorrendo como consequência da opção de política monetária adotada pelo governo.

Por outro lado, a balança comercial teve seu saldo revertido – passando, a partir da implementação do Real, a ser negativo depois de mais de dez anos⁵⁵ – devido à perda de competitividade dos produtos nacionais, provocada pela apreciação cambial e pela abertura comercial da economia brasileira – política esta que vinha sendo seguida

⁵⁴ Já a partir de 1994 o resultado primário do governo não era mais capaz de cobrir as despesas com juros reais, provocando, desde então, um aumento da DLSP, que ainda foi agravado pela perda de receita do ‘imposto inflacionário’.

⁵⁵ Kregel (2004) afirma que, para garantir que os países em desenvolvimento sempre estejam próximos dos perfis seguros de endividamento externo, esses países precisam sempre obter ganhos líquidos com as exportações suficientes para cobrir o serviço do débito necessário em todos os períodos futuros. Ou seja, o que estava ocorrendo no Brasil era justamente o contrário do que deveria ser feito para que o país não enfrentasse crises, decorrentes de desequilíbrios externos, em períodos futuros.

desde o início dos anos 1990 com uma impressionante redução de tarifas⁵⁶, bem como a redução de barreiras não-tarifárias. A forte concorrência que passou, então, a ser exercida pelos produtos importados foi um dos principais condicionantes à manutenção dos baixos níveis de inflação, por minar a capacidade de o setor produtivo doméstico formar preços livremente.

Percebe-se, deste modo, que a luta para combater a inflação – usando altas taxas de juros que mantinham o câmbio sobrevalorizado⁵⁷ – apesar de ter sido vencida, gerou, além de um expressivo aumento na dívida pública, um sério desequilíbrio externo. Desequilíbrio que seria constante fonte de ameaças à manutenção da moeda apreciada e, portanto, à própria estabilidade de preços.

É formado, então, um círculo vicioso que, conforme analisado por Kregel (2000), era percebido como insustentável. O aumento da taxa de juros, necessário para atrair capital externo para equilibrar as contas externa e do governo, acaba por piorar os déficits fiscal e externo, o que cria uma maior necessidade de atrair capitais e, para tanto, aumentar os juros. Tal situação de desequilíbrio pode vir a desvalorizar a taxa de câmbio, a taxa de juros pode não servir mais como instrumento de política monetária e a política fiscal pode tornar-se (mais) restritiva como resultado do impacto do serviço da dívida no déficit do governo.

Kregel (2000) afirma que qualquer tentativa de interromper esse círculo e evitar uma crise financeira, sem passar pela redução nas taxas de juros, requer corte nos gastos governamentais e aumento no saldo comercial. Com essas medidas, o impacto dos altos juros sobre a conta de serviços do balanço de pagamentos e sobre a dívida pública seria compensado, embora com algum custo. Menores gastos, simultaneamente à existência de elevadas taxas de juros, geram impacto recessivo sobre a demanda e menores taxas de crescimento do produto⁵⁸. Uma elevação no

⁵⁶ Modenesi (2005, p. 316) usa como exemplo ilustrativo da redução tarifária no início dos anos 1990, a queda – de 32,2% em 1990 para 13,1% em 1995 – na alíquota média simples do imposto de importação.

⁵⁷ A sobrevalorização cambial era justificada pela autoridade monetária em função da fragilidade de um incipiente processo de estabilização de preços. Ainda assim, na medida em que o capital externo deixava de ser barato e abundante e que a estabilização de preços se consolidava, o BC se via obrigado a reduzir progressivamente o grau de sobrevalorização.

⁵⁸ O que pode ter como consequência redução na arrecadação tributária, acabando por pressionar de outra forma o lado fiscal.

saldo comercial – ou ao menos a reversão deste de negativo para positivo – requer investimento para aumentar a competitividade da produção nacional, que requer juros baixos; ou restrição à demanda interna; ou ainda a indesejada desvalorização cambial.

No caso brasileiro, tanto por fatores domésticos – deterioração contínua dos fundamentos macroeconômicos – quanto por externos, a crise não foi evitada. Em setembro de 1998 foi decretada a moratória russa, o que resultou em um aumento das medidas de risco nos países emergentes, gerando obstáculos para que a política econômica brasileira seguisse nos mesmos moldes que anteriormente. Ataques especulativos contra o Real ocorreram, então, devido a um temor por parte dos agentes que Brasil também poderia deixar de honrar os compromissos com seus credores. As altas taxas de juros deixaram de ser suficientes para manter o câmbio sobrevalorizado, além de agravarem cada vez mais a situação fiscal, já demasiadamente deteriorada.

Assim, em janeiro de 1999 a moeda é desvalorizada, o câmbio passa a flutuar e deixa de ser usado como âncora da política monetária. Entretanto, como será mostrado adiante, as taxas de juros mantiveram-se em patamares elevados.

Com a breve análise da evolução da economia nos primeiros quatro anos de Plano Real, pode ser constatado que para que a autoridade monetária alcançasse seu objetivo principal, qual seja, a estabilidade de preços, optou-se pela implementação de políticas monetária e creditícia excessivamente recessivas. Tal opção levou à deterioração de diversos fundamentos da economia brasileira, implicando aumento da vulnerabilidade externa e da percepção de risco.

A dívida pública cresceu substancialmente devido às altas taxas de juros que a corrigiam – que, por sua vez, eram consequência da opção de política monetária adotada – e ao processo de esterilização de reservas internacionais realizado pela autoridade monetária, necessário para enxugar o excesso de liquidez da economia. Por outro lado, o fato da dívida pública brasileira ser majoritariamente indexada à SELIC, ao fazer com que a mesma crescesse quando era realizado um aumento na taxa de juros visando à manutenção do câmbio sobrevalorizado, pode ter dificultado a atuação da autoridade monetária, na medida em que tornava o país mais vulnerável e o

compromisso de manutenção de baixas taxas de inflação menos crível, criando a necessidade de imposição de taxas de juros ainda mais elevadas. Dessa forma, a atividade econômica ficou, no período, sujeita a reversões cíclicas na política monetária, caracterizando um processo de *stop and go*, verificado no período.

O fraco desempenho da economia no período pode ser ilustrado em números, como um crescimento médio anual do PIB de cerca de apenas 3,0% e o aumento do desemprego aberto de 5,4% em 1994, para 8,3% em 1998. Sem falar no crescimento da razão DLSP/PIB, que passa de 30,4% em dezembro de 1994, para 41,7% em dezembro de 1998, com uma piora em seu perfil, representada por um expressivo aumento da parcela dos títulos atrelados à SELIC. Tal trajetória da dívida pública era, então, considerada como um dos desafios à manutenção da estabilidade de preços na era do Real, posto que era vista como uma ameaça à sustentabilidade do câmbio valorizado e do Plano Real no longo prazo, consistindo em uma das razões para a desvalorização ocorrida em janeiro de 1999.

3. A Economia sob o Regime de Metas de Inflação

Em janeiro de 1999 o câmbio passa, então, a flutuar. Como uma das principais fontes de desequilíbrio macroeconômico desde a implementação do Real, as contas externas, no decorrer dos anos seguintes, viriam a perder esse título e deixar de ser um fator de preocupação, chegando até mesmo a alcançar sucessivos recordes nos superávits comerciais, que permitiriam que o saldo em conta corrente se tornasse positivo⁵⁹.

A autoridade monetária manifestava a preocupação em mostrar à sociedade que possuía capacidade de atuação e que, no novo regime cambial, a economia não operaria sem alguma âncora nominal, indispensável para realizar o controle inflacionário. Dessa forma, o governo explicitava seu comprometimento com a manutenção de baixos níveis de inflação⁶⁰.

⁵⁹ Já no ano de 2001, a Balança Comercial encerra com um saldo positivo de US\$ 2,7 bilhões, que nos anos seguintes viria a se tornar ainda maior (Giambiagi, 2005).

⁶⁰ Ver ata da 33ª Reunião do Copom, de 04 de Março de 1999.

Entretanto, ainda assim havia o receio por parte do público de que, com a desvalorização cambial, a estabilidade conquistada ao longo de quatro anos e meio, com elevados custos, seria perdida do dia para a noite. Justamente por essa razão, era imprescindível deixar claro que o governo se mantinha comprometido com a manutenção de baixos níveis de inflação.

3.1 A Implementação do Regime de Metas para a Inflação⁶¹

Com a flutuação do câmbio e, conseqüentemente, o fim do regime de âncora cambial, as expectativas de inflação passariam a ser ancoradas pela combinação de uma política monetária comprometida com uma política fiscal austera, que garantiriam a estabilidade macroeconômica. Entretanto, como no curto prazo a política fiscal é relativamente pouco flexível, o controle sobre as pressões inflacionárias passaria ser exercido essencialmente pela autoridade monetária, por meio da manipulação da taxa de juros.

A nova âncora nominal eleita seria uma meta de inflação estabelecida pelo governo, a ser perseguida pela autoridade monetária. A sistemática de "metas para a inflação" foi estabelecida como diretriz para fixação do regime de política monetária pelo decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999⁶².

Com isso, as taxas de juros, apesar de não serem mais manipuladas para manter a moeda valorizada, persistiriam em patamares elevados, pois passavam a ser o instrumento usado para o cumprimento das metas⁶³.

⁶¹ Como referência na literatura sobre o tema ver Bogdanski, Tombini e Werlang (2000).

⁶² Nesse decreto estava determinado que as metas seriam representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação e ainda que as metas e os respectivos intervalos de tolerância seriam fixados pelo CMN, mediante proposta do Ministro da Fazenda. Ao BC ficaria incumbida a função de executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas. Considerar-se-ia que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação – relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano – se encontrasse na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância. Caso a meta não fosse cumprida, o Presidente do BC divulgaria publicamente as razões do descumprimento. (Fonte: Banco Central do Brasil)

⁶³ Apesar da sistemática de metas de inflação só ter sido anunciada em junho de 1999, já em março a taxa SELIC era anunciada como instrumento de política monetária, conforme relatado pela Ata da 33ª Reunião do Copom, de 04 de março de 1999:

“Considerou-se a oportunidade de alterar a atuação da política monetária, descontinuando-se o uso da banda de juros (TBC e TBAN) e adotando-se o conceito de meta para a Taxa SELIC e a introdução do procedimento de ‘definição de viés’ para a taxa de juros, como utilizado pelo *Federal Reserve*. [...]”

No novo regime, resumidamente, a política monetária continua tendo como objetivo principal a estabilidade de preços e passa a se pautar por uma regra. Através dessa regra, a autoridade monetária – usando como instrumento a taxa de juros – responde a variações no produto, na taxa de inflação e até mesmo nas expectativas dos agentes em relação à última⁶⁴. A transparência na execução da regra é fundamental para permitir o monitoramento dos gestores de política econômica, inibindo seu comportamento discricionário⁶⁵. Dessa forma, o público é capaz de entender as motivações da autoridade monetária e formar expectativas sobre as futuras decisões de política monetária.

Uma das especificidades da economia brasileira, que poderia vir a afetar o desempenho do regime de metas de inflação, relativamente aos outros países que o adotaram, seria o elevado estoque da dívida pública como proporção do PIB e o fato de a mesma estar majoritariamente composta por títulos atrelados à taxa SELIC⁶⁶. Tal especificidade poderia fazer com que, mesmo com a mudança em seu regime, a política monetária continuasse a sofrer os efeitos perversos da estrutura distorcida da dívida mobiliária brasileira. Apesar dessa possibilidade não ser manifestada oficialmente pela autoridade monetária, a mesma expôs a preocupação com os impactos da SELIC sobre a questão fiscal.

“Foi lembrado que a fixação de meta para a Taxa SELIC decorria do fato da Taxa SELIC ser apurada ao final do dia e ser diferente dia a dia, por se tratar de média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC para títulos federais.

“Ponderou-se que se a taxa de juros fosse fixada em patamar elevado sem a definição de viés não haveria percepção imediata pelos agentes de mercado de redução nas taxas de juros praticadas no mercado futuro. A vantagem de adoção do viés consistia em sinalizar que, se confirmadas as expectativas do COPOM quanto à evolução da economia, haveria condições de se reduzir a taxa de juros”.

Já nessa mesma reunião foi adotado viés de baixa, com a justificativa de que “o problema inflacionário de curto prazo no Brasil ter como origem a excessiva desvalorização cambial” e, logo que a taxa de câmbio atingisse níveis mais realistas, poderia haveria um corte nas taxas de juros, sem a necessidade de esperar pela próxima reunião do comitê.

⁶⁴ A resposta da autoridade monetária ao comportamento das expectativas de inflação é importante, pois as mesmas desempenham papel relevante na própria dinâmica inflacionária, por serem um componente na formação dos preços, salários e contratos da economia.

⁶⁵ A transparência é exercida através da publicação trimestral de Relatórios de Inflação – o documento que expressa as opiniões do Copom e norteia as suas decisões – e das atas das reuniões do Comitê, seis dias úteis após cada reunião – quando são explicitadas também suas motivações na gestão da política monetária. As ações do BC são sempre guiadas para que as metas estabelecidas sejam atingidas.

⁶⁶ Como mostrado na seção anterior, em dezembro de 1998 a relação DLSP/PIB era de 41,7% e a participação dos títulos indexados pela SELIC, no total da DPMFi, era de 69,1%.

Em outras palavras, o fato da dívida pública ser majoritariamente indexada à SELIC levava a que a autoridade monetária, ao determinar o patamar da taxa de juros, considerasse a questão fiscal em suas preocupações – como sugerido por Bevilaqua e Garcia (2002), ao afirmarem que a estrutura vigente para a DPMFi faz com que a autoridade monetária esteja mais exposta a *trade-offs* entre uma política monetária apertada para conter a inflação ou evitar o impacto orçamentário de maiores taxas de juros de curto prazo.

3.2 Evolução da Economia e Gestão da Política Monetária no Regime de Metas

Mesmo com a necessidade de estabelecer altas taxas de juros, visando o cumprimento da meta, admitia-se que, em um regime de câmbio flutuante, seria possível que ocorressem quedas substanciais na SELIC. Mostrava-se, assim, que havia preocupação, por parte da autoridade monetária, com os elevados déficits fiscais que vinham sendo obtidos desde a implementação do Plano Real e, em consequência, com a dinâmica explosiva que a dívida pública assumira desde então⁶⁷. Dessa forma, já em setembro de 1999, a taxa SELIC atinge o nível de 19% a.a., depois de ter alcançado 45% em março do mesmo ano⁶⁸.

Ainda que estivesse clara a preocupação com a questão fiscal, a autoridade monetária também não deixava dúvidas de que seu objetivo primeiro era manutenção da estabilidade de preços e que, portanto, aumentaria a SELIC sempre que tal objetivo parecesse estar ameaçado. Esse comportamento fica claro na seguinte passagem, do Relatório de Inflação de junho de 1999 (p. 78):

⁶⁷ Ver Ata da 32ª Reunião do Copom, de 18 de Janeiro de 1999: “Manifestada preocupação com a questão fiscal em função da manutenção por um tempo prolongado de nível de taxa de juros elevado, ponderou-se que a flutuação cambial poderá permitir queda da taxa de juros, o que por sua vez reduziria pressões sobre o déficit fiscal”. As menores pressões sobre o déficit, por sua vez, poderiam reduzir as pressões sobre a dívida, podendo levar à queda na relação Dívida/PIB, ou à redução no ritmo de crescimento da mesma.

⁶⁸ A Ata da 35ª Reunião do Copom, de 19 de maio de 1999, explica que a substancial queda nos juros básicos, em um curto intervalo de tempo (já que naquela ocasião a meta para a SELIC foi estabelecida em 23,5% a.a., mantendo viés de redução), foi possível fundamentalmente pelas seguintes razões: “(i) taxas de inflação apuradas aquém das expectativas e, principalmente, revisão para baixo das projeções; ii) retomada do fluxo de entrada voluntária de capitais e a conseqüente reversão da trajetória de desvalorização do real; iii) bons resultados na área fiscal”.

Dentro da nova estratégia de metas para a inflação, o Banco Central estará atento a qualquer desequilíbrio que ameace concretizar-se dentro do horizonte considerado. Isso exigirá ação preventiva e rápida por parte da autoridade monetária. É importante observar que, devido aos efeitos defasados da política monetária sobre os níveis de atividade e preços, pequenos sacrifícios que, à luz das condições presentes, podem não parecer necessários, evitam custos maiores no futuro, quando a inflação já estaria estabelecida, caso o Banco Central não agisse preventivamente.

Nota-se, então, que o BC assume a postura de um ‘conservadorismo preventivo’⁶⁹, que, embora visto por muitos críticos do modelo de política econômica como exagerado, era então justificado pela instituição já que, somando-se à postura de transparência adotada, evitava incertezas desnecessárias na condução da política monetária e aumentava a eficácia da mesma. Mesmo quando o BC assumia que a taxa real de juros não fosse neutra, ou seja, estivesse acima da taxa real de equilíbrio de longo prazo para a economia brasileira, a autoridade monetária poderia tomar a decisão de manter a SELIC estável, devido à existência de riscos quanto ao não-cumprimento da meta para a inflação no médio prazo⁷⁰.

Com relação à política fiscal, houve um aperto maior, com o estabelecimento de metas fiscais, representadas por superávits primários relativamente elevados. O maior aperto fiscal objetivava não só reverter a tendência da relação dívida/PIB⁷¹, como também estava a serviço da política monetária, no sentido de diminuir as pressões de demanda. As metas estabelecidas para o superávit primário foram integralmente cumpridas, ajudando a controlar a dívida pública e a manter baixo o nível de atividade econômica, mantendo a inflação sob controle – tendo o IPCA registrado 8,9% no ano, abaixo do teto de 10% da meta estabelecida pelo CMN⁷² – com reflexos positivos

⁶⁹ Conservadorismo no sentido de uma postura mais recessiva, por parte da autoridade monetária, com o estabelecimento de taxas de juros excessivamente elevadas, em momentos em que aparentemente as mesmas poderiam ser menores; preventivo, no sentido acima mencionado: “pequenos sacrifícios que (...) evitam custos maiores no futuro, quando a inflação já estaria estabelecida, caso o Banco Central não agisse preventivamente” (Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação, junho de 1999, p. 78).

⁷⁰ Ver, por exemplo, Ata da 46ª Reunião do Copom, de 18 e 19 de abril de 2000. Os riscos de não cumprimento da meta resultavam de incertezas como choques de oferta (tendo o petróleo figurado como o principal choque externo para a economia brasileira durante os anos de 1999 e 2000), aumentos nos preços administrados, aumento nos juros americanos etc.

⁷¹ Como consequência da desvalorização cambial e da intensificação dos pagamentos do serviço da dívida – devido às altas taxas de juros, adotadas em função de uma política monetária restritiva – a razão DLSP/PIB variou de patamares próximos aos 30% em 1995, para aproximadamente 50% em 1999. Cabe lembrar que esse nível só não foi mais alto devido à receita obtida com as privatizações realizadas no período.

⁷² Ver Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, do Presidente do Banco Central, de 16 de janeiro de 2002: “Em 30/6/1999, o Conselho Monetário Nacional fixou como metas os valores de 8,0%, 6,0% e 4,0% para a variação do IPCA para os anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente, assim como os intervalos de tolerância de dois pontos percentuais acima e abaixo das metas centrais”.

sobre as medidas de risco-país. Mas, apesar dos superávits primários, a relação dívida/PIB continuou a aumentar, devido à incidência de, apesar de menores, ainda altíssimas taxas de juros sobre uma base já elevada da dívida corrigida pelas mesmas.

Uma ação da autoridade monetária no sentido de buscar a reversão dessa trajetória da dívida pública foi a realização de vendas consecutivas, e em pequenos lotes, de títulos prefixados nos leilões conduzidos pelo Banco Central. Essa estratégia colaborou não apenas no sentido de uma melhora na composição da dívida pública, como também no de levar a que o mercado pressionasse por queda na meta para a taxa SELIC⁷³.

Em 2000 a política monetária mantém a mesma tendência, com a taxa SELIC atingindo, em dezembro, o nível de 15,75% a.a. O BC, por muitas vezes ao longo do ano, optou por manter estável a taxa SELIC, para evitar que pressões sobre a trajetória futura da inflação impedissem o cumprimento da meta. O IPCA fechou o ano em 6,0%, atingindo o centro da meta estabelecida e representando uma redução de quase três pontos percentuais em relação ao ano anterior⁷⁴.

Constatou-se que altas inesperadas (como, por exemplo, nos preços de combustíveis, de serviços públicos e de alguns alimentos), mas transitórias não estavam alterando as expectativas dos formadores de preços a ponto de gerar efeitos apreciáveis de segunda ordem sobre a inflação. Tal fato representava, então, um baixo grau de inércia inflacionária, que refletiu na estabilidade das expectativas de inflação ao longo do ano. Assim, comprovava-se a capacidade que a economia havia adquirido em relação à absorção de choques, sem que isso implicasse custos excessivos em termos de bem-estar.

⁷³ Ver Ata da 34ª Reunião do Copom, de 14 de abril de 1999, que complementa: “Esta posição [de pressão do mercado por quedas na SELIC] se fortalece não só pelo viés de redução estabelecido na última reunião do COPOM, mas, sobretudo, pelas expectativas de queda quanto aos níveis de inflação, que por sua vez podem ser associadas à reversão da trajetória de desvalorização do real”. O ganho, em termos de flexibilidade, que representou o uso do viés, também como instrumento de política monetária, pôde ser comprovado por sua utilização seis vezes entre as reuniões de março e agosto daquele ano.

⁷⁴ Segundo Ata da 54ª Reunião do Copom, de dezembro de 2000 “essa redução ocorreu apesar da forte influência dos preços administrados, que subiram 12% no ano, e da depreciação cambial de 9,5% (...), cujo repasse para os preços internos tem sido relativamente baixo”.

Do lado fiscal, o resultado primário do setor público no ano foi superavitário em aproximadamente 3,5% do PIB, ante 3,3% registrados em 1999. A política fiscal era apontada pelos *Relatórios de Inflação* do BC daquele ano como um dos pilares da estabilidade econômica, que adicionou um grau de liberdade à condução da política monetária e contribuiu para o controle da inflação. A continuidade do esforço fiscal teve efeitos benéficos sobre as expectativas dos agentes – que aumentaram sua confiança no conjunto das políticas públicas – e sobre o risco-país – que apresentou sucessivas quedas ao longo do ano, impulsionadas pelas mudanças positivas nos fundamentos econômicos da economia brasileira em geral. A razão DLSP/PIB, entretanto, se manteve no patamar de 50%, devido ao ainda elevado pagamento de juros.

Outro fator que contribuiu para a manutenção da estabilidade ao longo de 2000 foi o avanço das contas externas, com destaque para a balança comercial, produzindo reflexos positivos sobre a taxa de câmbio, em decorrência da maior oferta de divisas e da redução das medidas de risco.

A demanda agregada registrou, no ano, um crescimento relativamente expressivo, que teve como impulsos o aumento da exportação de manufaturados e a expansão do consumo de bens duráveis.

O ano de 2001 foi marcado por uma série de choques adversos. Nos primeiros meses do ano, a economia brasileira registra forte ritmo na atividade econômica, em um contexto de desaceleração das economias de nossos parceiros comerciais, influenciando o nível das importações, que cresceu em ritmo superior ao das exportações, o que resultou em maior pressão sobre as necessidades de financiamento do balanço de pagamentos, com impacto negativo sobre a taxa de câmbio. Já em março, a volatilidade cambial e a incerteza do cumprimento da meta de inflação levam ao primeiro aumento da SELIC desde janeiro de 1999⁷⁵.

⁷⁵ Ver Ata da 57ª Reunião do Copom, de março de 2001: “O aumento do núcleo da inflação nos últimos meses, a inflação observada acima das expectativas e as incertezas quanto ao grau de repasse da depreciação cambial recente, dada a aceleração do ritmo de atividade econômica, quando tomados em conjunto, indicam que há riscos para o cumprimento da meta de 4% para a inflação em 2001. Diante disso, o Copom decidiu elevar a meta para a taxa Selic para 15,75% ao ano”.

A crise energética, que provocou queda no investimento e contração da demanda; a crise da Argentina, que teve como resultado uma redução na entrada de capitais e, ainda, os atentados de 11 de setembro, que abalaram fortemente os mercados mundiais, somaram-se àqueles fatores, acabando por prejudicar o desempenho da economia brasileira e aumentar as incertezas, pressionando ainda mais o câmbio, que em outubro acumulava uma depreciação de 42,6%, atingindo o pico de R\$ 2,84 por dólar⁷⁶.

Nesse contexto, o risco-país entra em uma trajetória de alta, refletindo uma menor disponibilidade de capitais para o Brasil e sendo mais um fator a pressionar a alta dos juros domésticos, que seguiram a mesma trajetória⁷⁷. O que pode ser observado, portanto, é que na conjuntura em questão a estrutura da dívida pública poderia estar influenciando a atuação da autoridade monetária, levando à necessidade de incorporação dos crescentes prêmios de risco dos títulos públicos ao instrumento de política monetária, como sugerido por Barbosa (2005b).

Por outro lado, a política monetária produzia um efeito negativo sobre a dívida, ao provocar aumento na relação dívida/PIB, piorando também a percepção com relação às medidas de risco, já que enfraquecia o bloco fiscal e desestimulava os investimentos, gerando dúvidas sobre a capacidade futura de pagamento da economia, que entrava em um círculo vicioso. Entretanto, a manutenção de uma política fiscal austera atuou no sentido inverso, contribuindo para a minimização dos impactos adversos da instabilidade externa sobre a trajetória da dívida pública.

Com relação à meta para a inflação, esta de fato não foi cumprida, pela primeira vez desde que entrou em vigor o respectivo regime, atingindo 7,67%, nível significativamente maior que o valor de 6%, correspondente ao limite superior da meta inflacionária. A depreciação do real e o crescimento acentuado dos preços administrados por contrato, principalmente das tarifas de energia elétrica, foram apresentados pela autoridade monetária como as principais causas para o não

⁷⁶ Entretanto, a apreciação da taxa de câmbio nos últimos dois meses do ano permitiu que a depreciação média acumulada em 12 meses até dezembro fosse de 20,9%.

⁷⁷ As pressões existentes recomendavam reforço da política monetária, de forma a realinhar a trajetória esperada da inflação às metas estabelecidas para 2001 e, principalmente, 2002. Sendo assim, foram realizados aumentos sucessivos na SELIC desde março até o mês de julho, quando a taxa atinge o mesmo nível que tinha em março de 2000, de 19% a.a., que é mantido até fevereiro de 2002.

cumprimento da meta. Por outro lado, os efeitos do choque de oferta, provocado pelo racionamento de energia, sobre a inflação foram parcialmente neutralizados devido à contração no ritmo de crescimento da demanda doméstica, que, por seu turno, foi consequência da desaceleração da economia. Ou seja, o fato de ter havido uma limitação à expansão da capacidade produtiva não causou impacto significativo sobre a inflação, devido à contração na demanda que, portanto, não pressionou a oferta⁷⁸. A preocupação com o nível de atividade econômica passava, então, a ser apontada como justificativa para a falta de uma intervenção mais severa na busca por atingir a meta para a inflação no ano:

Em virtude da intensidade e da abrangência do conjunto de choques que atingiram a economia brasileira, o custo - em termos de redução do nível de atividade econômica - de se evitar que os impactos diretos aumentassem a inflação em 2001 para acima do intervalo de tolerância da meta teria sido significativamente maior. Um esforço da política monetária para manter a inflação dentro da meta em 2001 poderia ter levado a inflação a situar-se consideravelmente abaixo da meta em 2002, dadas as defasagens existentes no canal de transmissão da política monetária⁷⁹.

Pela passagem acima, pode ser notado que o BC guiava suas ações de política monetária pelas trajetórias observadas e, principalmente, esperadas para a inflação e a atividade econômica. Os efeitos das taxa de juros sobre a dívida pública não eram considerados – ou, ao menos, não explicitados – como uma das justificativas para a falta de um esforço maior, por parte da autoridade monetária, para manter a inflação dentro da meta em 2001. Portanto, a suposição de que a indexação da dívida à SELIC levaria o BC ao enfrentamento de um dilema entre manter a estabilidade de preços e evitar aumentos na relação dívida/PIB, naquele momento não foi corroborada pelo discurso oficial autoridade monetária.

O ano de 2001, contudo, teve uma boa notícia. A retomada do superávit comercial⁸⁰ sinalizou que parte da vulnerabilidade externa parecia estar solucionada com a desvalorização do câmbio, mesmo existindo também alguma influência da retração na demanda agregada sobre a melhora na balança comercial.

⁷⁸ A média de utilização da capacidade instalada em 2001 foi de 81,7%, ante 82,8% em 2000, apresentando, portanto, um decréscimo (IPEA, 2007).

⁷⁹ Carta Aberta ao Ministro da Fazenda (2002).

⁸⁰ A balança comercial apresentou, em 2001, saldo positivo pela primeira vez desde 1994.

Esse ajuste externo, que foi sendo implementado desde o abandono do regime de âncora cambial, teve considerável importância na medida em que diminuía a dependência do país em relação ao cenário mundial, ao elevar o saldo em moeda estrangeira disponível para o Brasil honrar seus compromissos internacionais.

Nos primeiros meses de 2002 a inflação apontava uma trajetória declinante e a taxa de câmbio se valorizava⁸¹. A economia mundial dava sinais de recuperação e, além disso, o temido contágio da crise argentina não se verificara. Com esse cenário favorável, há uma melhora nos indicadores de risco e a taxa de juros, então, volta a cair já em fevereiro⁸².

Mas o cenário positivo não se manteve por um período prolongado, com a economia desacelerando o ritmo de crescimento já no segundo trimestre, o câmbio voltando a se desvalorizar e as taxas de inflação a crescer. Instaurou-se um ambiente de crise de confiança na economia brasileira – intensificada com a proximidade das eleições e a incerteza com relação à política econômica que seria adotada pelo próximo governo – que, somado ao aumento da aversão internacional ao risco, levaram a uma redução drástica nas fontes de financiamento externo, gerando também turbulências no mercado financeiro doméstico e dificuldades na administração da dívida pública.

Devido às dificuldades de colocação de títulos mais longos e à necessidade de encurtamento de prazos por parte de alguns agentes do mercado financeiro, a dívida

⁸¹ Já na Ata da 66ª Reunião do Copom, de dezembro de 2001, as melhoras no cenário econômico eram apontadas: “Em resposta à evolução positiva das contas externas e ao descolamento do risco Brasil em relação ao da Argentina, que redundou em redução do prêmio de risco, a taxa de câmbio experimentou rápida apreciação. As projeções do governo para o reajuste dos preços administrados em 2002 foram revistas para baixo em razão de menores reajustes da energia elétrica, da liberação do mercado de derivados de petróleo e das mudanças na tributação do setor que deve implicar em reduções substanciais de preço. A redução da inclinação da curva de juros deve ter impacto positivo em termos do crescimento da economia.

(...) As expectativas de mercado para a inflação, coletadas por pesquisa do Banco Central, para os próximos trimestres vem se reduzindo nas últimas semanas. Esse movimento pode, em parte, estar associado à trajetória de apreciação da taxa de câmbio observada recentemente.”

⁸² “Nas reuniões de fevereiro e de março do Copom, diante de uma conjuntura econômica favorável (...), o Copom promoveu duas reduções, de 0,25 p.p. cada, na meta para a taxa Selic, que passou a 18,5% a.a. a partir de março. Nova redução da meta para a taxa Selic ocorreu em julho, quando passou a 18% a.a. Naquela ocasião, a projeção da inflação para 2002 estava um pouco acima da meta ajustada, mas ainda dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN. Contudo, devido às defasagens existentes no mecanismo de transmissão da política monetária, era necessário calibrar a política monetária visando também a inflação em 2003, cujas projeções encontravam-se, então, significativamente abaixo da meta” (Banco Central do Brasil, Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, 21 de janeiro de 2003).

de curto prazo (vencimentos em até um ano) aumentou e o prazo médio da dívida pública diminuiu ao longo do ano de 2002⁸³. A rolagem da dívida pública interna passou a ser fortemente questionada, ocorrendo uma parada abrupta nos fluxos de capitais para o país, que afetou tanto as expectativas quanto as próprias taxas de inflação, através da forte depreciação do Real. O câmbio passou do valor médio de R\$ 2,55 no quarto trimestre de 2001 para R\$ 3,67 no quarto trimestre de 2002, o que representou uma variação de 43,9% no período. Em resposta, a balança comercial mantém a trajetória de recuperação dos saldos positivos, contribuindo para a redução do déficit em conta corrente.

Nesse momento era clara a influência negativa da dívida pública sobre o desempenho da política monetária: a percepção, por parte do mercado, de que a dívida poderia entrar em uma trajetória insustentável, levava ao aumento do risco-país, interrupção dos fluxos de capitais, desvalorização cambial, deterioração nas expectativas de inflação e aumentos nos índices de preços. A autoridade monetária, então, se mostrava limitada, no que diz respeito à capacidade de controlar a inflação.

A influência negativa do câmbio sobre o IPCA teve colaboração da deterioração nas expectativas de inflação, como também da evolução dos preços administrados, que juntos provocaram significativa elevação do índice, o qual atingiu 12,5% no ano de 2002⁸⁴. A meta, então, pelo segundo ano consecutivo, não conseguiu ser cumprida. E, dessa vez, a inflação registrada ficou ainda mais distante do limite superior do intervalo de confiança, de 5,5%⁸⁵.

A reação do BC, ao determinar a taxa de juros, foi, como esperado, a realização de aumentos sucessivos a partir de outubro, levando, em um intervalo de aproximadamente 60 dias, o valor nominal da taxa SELIC de 18% a.a. para 25%. Essa evolução abrupta da taxa de juros foi explicada pelo BC pelos seguintes fatos:

⁸³ As dificuldades do TN na gestão da dívida pública serão vistas com mais detalhes na seção 3.2, do presente capítulo.

⁸⁴ Esses três fatores – depreciação cambial, evolução dos preços administrados e deterioração das expectativas para a inflação – são apontados pelo BC, nessa ordem, como os principais responsáveis para o não cumprimento da meta em 2002, tendo atuado com maior intensidade no último trimestre do ano, quando o IPCA acumulou 6,6% (depois de ter registrado em torno de 1,5% nos dois primeiros e 2,6% no terceiro trimestre). Ver Banco Central do Brasil, Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, 21 de janeiro de 2003.

⁸⁵ Pela Resolução nº 2.744, de junho de 2000, o CMN fixou a meta de 3,5% para o IPCA no ano de 2002, com o intervalo de confiança de 2 p.p. para cima ou para baixo.

O cenário doméstico deteriorou-se substancialmente a partir dos últimos dias de setembro, com a taxa de câmbio atingindo R\$ 3,90 ao final do mês. A permanência do câmbio em níveis depreciados e a publicação de indicadores preliminares de índices de preços projetando aumento da inflação em outubro contaminaram as expectativas de inflação para 2003. Entre 16 de setembro e 11 de outubro, a mediana das expectativas para 2003 (...) elevou-se de 5,20% para 5,85%. As projeções de inflação do Copom também aumentaram naquele período, levando o Comitê a realizar reunião extraordinária, na qual se decidiu pelo aumento da meta para a taxa Selic em 300 p.b., situando-a em 21% a.a.

Nas reuniões de novembro e de dezembro, tendo por base o aumento das projeções e a forte deterioração das expectativas de mercado para a inflação de 2003, que passaram de 5,2% em setembro para quase 11% em dezembro, o Copom decidiu elevar novamente a taxa de juros, inicialmente em 100 p.b. e, posteriormente, em mais 300 p.b., com a meta para a taxa Selic encerrando o ano em 25% a.a.⁸⁶.

No ano de 2003, há uma flexibilização da política econômica nos Estados Unidos – com a redução dos juros no país – e um aumento da liquidez internacional. O novo governo dá sinais de continuidade da política monetária interna, com elevações na taxa SELIC⁸⁷ e o anúncio de metas ajustadas para a inflação em 2003 e 2004 de, respectivamente, 8,5% e 5,5%⁸⁸, mostrando que a prioridade da autoridade monetária continuava sendo a manutenção da estabilidade do nível de preços.

O conceito de metas ajustadas foi elaborado e obtido a partir da soma de três componentes: i) a meta para a inflação pré-estabelecida pelo CMN; ii) a parcela dos impactos inerciais da inflação do ano anterior, a ser acomodada no ano em questão; e iii) o efeito primário dos choques de preços administrados⁸⁹. Tal conceito segue as recomendações da teoria e da prática internacional na gestão de política monetária, que afirmam que diante de choques de oferta – como a citada crise de confiança e o aumento dos preços administrados por contrato e monitorados acima da inflação dos demais preços da economia – a política monetária deve ser guiada de modo a eliminar

⁸⁶ Banco Central do Brasil, Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, 21 de janeiro de 2003.

⁸⁷ A SELIC atingiu o nível de 26,5% a.a. já em fevereiro de 2003, tendo o BC justificado os aumentos na taxa devido à necessidade de uma atuação firme da autoridade monetária, para conseguir reverter desde cedo o processo de deterioração das expectativas, minimizando o sacrifício de produto necessário para a estabilização.

⁸⁸ A meta fixada para o ano de 2003 – pela Resolução nº 2.842, de junho de 2001 – foi de 3,25%, com intervalo de tolerância de 2%. Em junho de 2002, a Resolução nº 2.972 altera a meta de 2003 para 4% e fixa a meta para 2004 em 3,75%, como intervalos de confiança de 2,5% para ambas.

⁸⁹ Sobre a metodologia de cálculo da inércia inflacionária e dos efeitos dos choques dos preços administrados, ver Freitas, Minella e Riella (2002). Os autores determinam o impacto inflacionário de primeira ordem do ajuste dos preços administrados como a diferença entre a inflação dos preços administrados e a meta da inflação para o ano (ponderada pelo peso dos administrados no IPCA), descontados os efeitos da inércia inflacionária e da variação cambial sobre os administrados. Já a inércia herdada de um ano, advém da diferença entre a inflação ocorrida no último trimestre do ano anterior e a meta – ponderada por um coeficiente de repasse da inflação do trimestre anterior para o corrente (estimado pelo BC) e pelo peso do grupo de preços (administrados ou livres) no IPCA.

apenas seus efeitos secundários sobre a inflação, preservando o realinhamento inicial dos preços relativos⁹⁰. Além disso, os impactos da inflação do ano anterior, via inércia, não devem necessariamente ser combatidos em um único ano calendário. Com isso, objetiva-se diluir a convergência da inflação corrente às metas em um período mais longo, evitando, assim, custos desnecessários para a economia.

A decisão de perseguir uma trajetória de inflação com base nas metas ajustadas é tomada pelo BC levando-se em conta que a política monetária seria capaz de fazer com que a inflação convergisse para o intervalo de tolerância da meta em dois anos. Outras trajetórias com quedas de inflação mais acentuadas implicariam perdas expressivas do crescimento do produto⁹¹ e possivelmente iriam requerer um esforço desproporcional no ano de 2003, o que poderia levar a que em 2004 fosse registrada uma inflação substancialmente inferior à meta estabelecida.

Dessa forma, o BC buscou, ao longo do ano de 2003, uma redução significativa da inflação, para que apenas em 2004 fosse atingido o intervalo de tolerância da meta. Ou seja, a autoridade monetária mostrava que não seguia uma política de atingir a meta para a inflação a qualquer custo, já que também levava em consideração a natureza e persistência dos choques e os custos associados sobre o nível de atividade. E ainda que pudessem existir ameaças à credibilidade da autoridade monetária, devido às alterações nas metas perseguidas pela mesma, os ganhos com transparência e comunicação com o público compensariam as possíveis perdas⁹².

⁹⁰ O grupo dos preços administrados, desde meados 1995 até então, apresentava aumento significativamente maior que o dos preços livres, por motivos como: o processo de privatização de alguns serviços públicos; a retirada de subsídios para alguns itens que fazem parte do grupo dos administrados; o aumento do preço do petróleo no mercado internacional; e a desvalorização da taxa de câmbio a partir de 1999. Como consequência desse maior aumento, há a necessidade do mencionado ajustamento dos preços relativos, aumentando não só o grau de persistência da taxa de inflação, como também os custos do processo de desinflação em termos de produto.

⁹¹ “Simulações baseadas em um conjunto de hipóteses indicam que uma trajetória de convergência da inflação que alcançasse em 2003 o limite superior do intervalo de tolerância da meta, 6,5%, resultaria em uma queda do PIB de 1,6%. Mais ainda, uma trajetória que alcance o centro da meta de 2003, 4%, implicaria uma contração do PIB ainda maior, de 7,3%” (Banco Central do Brasil, Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, 21 de janeiro de 2003).

⁹² A esse respeito, Minella *et al* (2003) afirmam que uma conduta de política monetária consistente com as principais diretrizes do Copom e a comunicação clara com o público são as duas condições necessárias para garantir que as expectativas de inflação sejam mantidas sob controle. Os autores afirmam ser fundamental que os agentes privados entendam por que a inflação verificada ficou acima da meta e como a política monetária é conduzida visando levar a inflação de volta à trajetória das metas.

Pela enorme diferença entre a inflação verificada em 2002 e aquela estabelecida como meta para o ano, a meta para a inflação deixava de ter credibilidade como âncora nominal, já que para conseguir reduzir a inflação em 6 p.p., alcançando o limite superior da meta estabelecida pelo CMN para 2003, em um período de tempo tão curto, seria necessária uma forte contração do nível de atividade. Assim, o anúncio das metas ajustadas, mais factíveis dentro da nova realidade, se mostrou importante no sentido de manter a transparência na atuação da autoridade monetária, e fazer com que a mesma não perdesse a credibilidade no seu compromisso com a estabilidade de preços e, ao mesmo tempo, pudesse atuar com o grau de flexibilidade necessário, reduzindo o custo do processo de desinflação.

Assim como o fez com a política monetária, o governo atuou no campo fiscal buscando firmar seu compromisso com a austeridade. Nesse sentido, as metas de superávit primário foram elevadas de 3,75% em 2002 para 4,25% do PIB em 2003. Houve, assim, uma redução no gasto público, não apenas para contribuir para uma gestão bem sucedida da política monetária, como também para tentar evitar um aumento na relação dívida/PIB. Entretanto, essa última tentativa não obteve sucesso, dado o patamar em que se encontravam as taxas dos juros que corrigem a dívida.

As medidas contracionistas nas áreas fiscal e monetária podem ter levado à queda do crescimento econômico e ao aumento das taxas de desemprego⁹³, além da queda na inflação. Essa, entretanto, não havia atingido níveis “satisfatórios”, ainda no começo do ano, devido a um forte componente inercial e ao aumento do repasse cambial sobre os preços⁹⁴. Diante de tais circunstâncias, a autoridade monetária só veio a reduzir as taxas de juros a partir do segundo semestre.

⁹³ Em 2003, o PIB registrou crescimento de 1,1%, ante 2,7% no ano anterior; a média anual da taxa de desemprego aberto passou de 11,7% em 2002, para 12,3% em 2003 (IPEA, 2007).

⁹⁴ Segundo Tombini e Alves (2006), a incerteza relacionada a uma percepção antecipada de uma possível mudança na política econômica, independentemente se tal mudança ocorreria ou não, alterou, a partir de julho de 2002, os parâmetros de resposta da inflação aos seus determinantes. Foi imposto, assim, um maior custo ao processo de desinflação, através de um aumento tanto do repasse da desvalorização cambial para os preços, como da persistência do choque inflacionário – esta última já intensificada pelo maior aumento dos preços administrados em comparação aos livres, como mencionado em nota anterior – e ainda de uma redução do coeficiente de resposta da inflação a variações no hiato do produto.

A interferência negativa da estrutura da dívida pública – de curto prazo e com parcela expressiva indexada à SELIC e à taxa de câmbio – sobre as medidas de risco-país, a desvalorização do Real e as expectativas de inflação, pode ter imposto ao governo a necessidade de adoção de uma postura mais recessiva, para que se conseguisse recuperar a credibilidade do regime de metas para a inflação. Assim, a dívida pública poderia estar aumentando os custos do processo de retorno da inflação à trajetória das metas.

Com a colaboração do cenário externo e a manutenção da austeridade nas políticas fiscal e monetária, reverteu-se a situação anterior de crise de confiança, levando à valorização cambial e redução do risco-país.

A rápida resposta do câmbio, com um recuo de R\$ 3,59/US\$ em fevereiro para menos de R\$ 3/US\$ já em abril, estava ligada também aos excelentes resultados mensais na balança comercial. Os crescentes saldos no comércio externo foram afetados positivamente pela alta do preço dos componentes de sua pauta de exportações; pelo aumento da competitividade das exportações brasileiras, decorrente da apreciação do Peso argentino e do Euro; pela recuperação da demanda em mercados anteriormente deprimidos, caso da Argentina; e pela maior penetração em novos mercados, como a China. Dessa forma, pela primeira vez desde 1992, é obtido superávit em conta corrente, de valor próximo a US\$ 4 bilhões.

Como resultado da reversão das expectativas, do controle da demanda agregada e da apreciação cambial, a taxa de inflação entrou em queda⁹⁵. A partir de junho, então, o Copom iniciou processo de redução gradativa da taxa SELIC, que alcançou 16,5% em dezembro.

Ao final de 2003, a inflação atingiu uma taxa anual de 9,3%, um pouco acima da meta ajustada, e acima do teto de 6,5% da meta para inflação estabelecida pelo CMN. Entre os principais componentes da inflação no ano estão: os mecanismos de inércia, que fizeram com que boa parte da inflação do último trimestre de 2002 também tivesse

⁹⁵ Enquanto nos cinco primeiros meses do ano a inflação foi de 6,8%, em junho, pontualmente, houve uma pequena deflação de 0,15% e no segundo semestre a inflação acumulou apenas 2,49%. (Fonte: Banco Central do Brasil)

impacto sobre a inflação do trimestre seguinte; as elevadas expectativas de inflação, que embora decrescentes, demoraram a responder à reversão no quadro e continuaram, assim, a exercer pressão sobre os preços; e a depreciação ocorrida em 2002, em virtude de defasagens existentes no mecanismo de repasse cambial, principalmente no que diz respeito aos preços administrados⁹⁶.

A relação DLSP/PIB, apesar da apreciação cambial e do aumento do superávit primário, sofreu nova elevação – de 55,5% em dezembro de 2002 para 57,2% em dezembro de 2003 – como consequência da manutenção da taxa SELIC em patamares elevados. No entanto, é obtida uma melhora na composição da dívida pública, com queda na parcela atrelada ao câmbio⁹⁷ e, em consequência, redução nos indicadores de vulnerabilidade externa. O crescimento do produto, por outro lado, cai para 1,1%, mas já sinalizando perspectivas de melhora para 2004 com a redução no aperto da política econômica.

De fato, em 2004 a economia se recuperou substancialmente, crescendo a uma taxa de 5,7% no ano, com elevação nos gastos em investimento e aumento no emprego formal. A política econômica mostrou-se rígida, alcançando o cumprimento das metas fiscais⁹⁸; alguma valorização cambial; um desempenho persistentemente positivo no comércio exterior, com um superávit recorde apresentado pela balança comercial. Como resultado da soma dos fatos citados e, pela primeira vez no período analisado, ocorreu uma redução na relação DLSP/PIB, para 51,8%.

No que diz respeito à política monetária, esta se manteve a serviço da estabilidade de preços, embora o Copom afirmasse recorrentemente que o objetivo último de sua atuação seria o de garantir condições de sustentabilidade ao processo de crescimento da economia brasileira. Para tanto, seria fundamental que se agisse preventivamente de forma a evitar que medidas mais drásticas pudessem ser necessárias no sentido de desinflacionar a economia. Eram buscadas, assim, a manutenção da compatibilidade

⁹⁶ Vale lembrar que, apesar do efeito defasado no que diz respeito aos preços administrados, a depreciação cambial afeta contemporaneamente a inflação, por meio dos preços dos bens importados (Bogdanski, Tombini e Werlang, 2000).

⁹⁷ A parcela da DPMFi atrelada ao câmbio passou de 22,38% em dezembro de 2002 para 10,76% no mesmo mês de 2003, a contrapartida maior dessa redução foi o aumento da parcela prefixada, enquanto as parcelas atreladas à SELIC e a índices de preços sofreram aumentos pouco expressivos.

⁹⁸ A meta de superávit fiscal para 2004, mais uma vez aumentou em relação à do ano anterior, alcançando 4,5% do PIB.

entre o ritmo de crescimento da demanda e da capacidade produtiva da economia, bem como a preservação de ganhos reais da renda do trabalho⁹⁹.

Seguindo esse norte, o BC decide interromper, já na reunião de janeiro, o processo de flexibilização da política monetária, iniciado em junho de 2003. Essa interrupção se dá apenas temporariamente, devido a crenças de que se materializaria um cenário de baixa persistência da inflação nos meses seguintes. Na reunião do Copom de março, a flexibilização é, também temporariamente, retomada e em abril a SELIC atinge o nível de 16% a.a., mantido até setembro de 2004, quando se inicia um processo de ‘ajuste moderado do instrumento de política monetária’. O ajuste moderado tinha como objetivo promover a convergência da inflação para a trajetória de metas e, devido aos seus efeitos defasados, focava o ano de 2005.

No terceiro trimestre de 2004 a economia brasileira passou a sofrer ameaças de superaquecimento. Nesse contexto ocorre o mencionado processo de ajuste, iniciado em setembro, já que, dadas as características naturalmente rígidas da oferta no curto prazo, a resposta da política econômica deveria recair, essencialmente, sobre a política monetária, com o uso da taxa de juros como instrumento para conter a demanda¹⁰⁰.

Ao longo de 2004 as projeções para o IPCA foram sistematicamente revistas para cima e o índice – que a autoridade monetária acreditava, nos primeiros meses do ano, que alcançaria a meta de 5,5%¹⁰¹ – acumula uma inflação de 7,6%, ainda dentro do limite superior de 8% do intervalo de confiança estabelecido pelo CMN. Após os sucessivos e moderados aumentos iniciados em setembro, a taxa SELIC atinge, na última reunião do ano, o nível de 17,75%.

Para 2005, o BC passa a perseguir uma inflação de 5,1%, acima da meta de 4,5%, optando, assim, por flexibilizar o regime de metas para a inflação, combatendo naquele ano apenas um terço da inércia inflacionária de 2004, estimada em 0,9%. O

⁹⁹ Ver atas do Copom, de setembro, outubro e novembro de 2004.

¹⁰⁰ Segundo IPEA (2005): “Sem essa mudança na política econômica (...) havia o risco claro não apenas de a taxa de inflação de 2005 ser superior ao centro da meta, mas também de que ela ultrapassasse o teto de tolerância de 7%, definido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o ano em curso”.

¹⁰¹ A Resolução nº 3.108, de junho de 2003, adotou a meta ajustada do BC para 2004 como nova meta do CMN, com intervalo de tolerância de 2,5 p.p. e fixa a meta de 2005 em 4,5%, com o mesmo intervalo.

ajuste moderado da política monetária – com aumentos sucessivos nos juros – se mantém até maio de 2005, quando a taxa SELIC é aumentada para o patamar de 19,75% a.a., no qual permanece até setembro do mesmo ano¹⁰².

O nível de atividade, apesar da redução no ritmo de expansão verificado no ano anterior – com o PIB registrando variação de 2,9% em 2005 – continuou a ser fonte de preocupação por parte da autoridade monetária, em termos de ameaça ao cumprimento da meta para a inflação. Assim, os aumentos dos juros (ou sua permanência em patamares elevados), eram em parte justificados pelo BC devido à necessidade de evitar pressões inflacionárias pelo lado da demanda, já que a capacidade ociosa se mantinha em níveis historicamente baixos.

As expectativas para a inflação de 2005 somente em junho passam a ser sensibilizadas de forma mais perceptível pelos desenvolvimentos favoráveis, que vinham sendo verificados desde o início do ano¹⁰³, tais como os sinais de desaceleração no ritmo de crescimento da economia; a apreciação da taxa de câmbio¹⁰⁴; a queda nos preços internacionais de importantes *commodities*; a abundante liquidez global, somada à baixa aversão ao risco; e, finalmente, a postura mais restritiva por parte a autoridade monetária.

No que se refere à estrutura da dívida pública, também há uma melhora em seu perfil, já a partir do final de 2004, com aumento no prazo de vencimento das emissões; redução da parcela da DPMFi a vencer em até 12 meses; redução do percentual indexado à SELIC; e prosseguimento da trajetória declinante da dívida cambial – esta iniciada no final de 2002. Esses aspectos também poderiam estar contribuindo favoravelmente com a formação das expectativas e a atuação da autoridade monetária.

¹⁰² Embora, já em fevereiro, a SELIC ter atingido nível próximo ao que, na avaliação do Copom, promoveria a convergência da inflação para a trajetória das metas, a autoridade monetária manteve o ajuste iniciado em setembro de 2004, seguindo-o de um período de manutenção nos juros. Acreditava-se que tal postura evitaria que fatores de risco, que possivelmente seriam revertidos em breve (como, por exemplo, aumentos nos preços do petróleo), contaminassem de forma duradoura as expectativas de inflação (ver atas do Copom, 2005).

¹⁰³ Desenvolvimentos favoráveis no sentido de permitir que a autoridade monetária conseguisse alcançar a meta estabelecida para inflação naquele ano.

¹⁰⁴ Apesar da valorização cambial, os fluxos do comércio exterior constituíram-se, no ano de 2005, em recordes históricos, com exportações de US\$118,3 bilhões, importações de US\$73,5 bilhões, totalizando saldo comercial de US\$44,8 bilhões (Fonte: IPEA).

Dessa forma, a partir de meados de 2005, vai-se configurando, de maneira mais definida, um cenário benigno para a evolução da inflação e se consolidando um ambiente macroeconômico cada vez mais favorável, não só para o curto prazo, como também para horizontes mais longos. É nesse contexto, que o Copom afirma que: “a política monetária passa a se defrontar com o desafio de garantir a consolidação dos desenvolvimentos favoráveis que se antecipam para o futuro”¹⁰⁵ e, já em setembro, a mesma passa a ser flexibilizada, com a SELIC encerrando o ano em 18%.

Pela terceira vez consecutiva, a inflação encerrou o ano em queda, alcançando 5,69%, a menor variação registrada desde a introdução do regime de metas no país. Dado que o limite superior da meta estabelecida pelo CMN era 7%, seu cumprimento, assim como em 2004, foi novamente observado.

Com relação à política fiscal, esta se manteve austera, registrando superávit primário de 4,84% no ano, com aumento de 0,25% em relação ao observado em 2004. Entretanto, devido à maior taxa de juros média, o déficit nominal cresceu de 2,67% para 3,67% de 2004 para 2005. Essa elevação impediu que a relação dívida/PIB mantivesse a trajetória de queda iniciada no ano anterior. Devido aos efeitos compensatórios do crescimento do PIB e da valorização cambial sobre o maior déficit nominal, a DLSP atingiu, em dezembro de 2005, o patamar de 51,5% do PIB (ante 51,7% registrados no mesmo mês do ano anterior), mantendo-se praticamente estável. Entretanto, a melhora em seu perfil no decorrer do ano, antes mencionada, poderia ser caracterizada como uma conquista do TN.

Já em 2006, a dívida pública volta a cair, com a DLSP/PIB registrando 49.97% em dezembro, devido aos efeitos novamente positivos da valorização cambial e do crescimento de 3,7% do produto, além de uma redução no efeito negativo provocado pelas NFSP – no conceito nominal. A trajetória de redução da dívida indexada à SELIC e ao câmbio, bem como da dívida de curto prazo, se mantém.

A redução no déficit nominal, posto que o superávit primário também se reduziu, para 4,3%, foi exclusivamente consequência da redução no pagamento dos juros, devido à

¹⁰⁵ Ata da 110ª Reunião do Copom, de 20 de julho de 2005.

continuidade dada à flexibilização da política monetária, iniciada em setembro de 2005. Com a manutenção dessa postura, são realizados cortes na SELIC em todas as reuniões do Copom de 2006 e a taxa encerra o ano no patamar de 13,25%, 4,75 p.p. abaixo do observado no final do ano anterior.

A redução persistente na taxa básica de juros foi possível devido à queda substancial da inflação – o que permitia que o cumprimento das metas não ficasse mais ameaçado – paralelamente à consolidação de um cenário de estabilidade macroeconômica duradoura, com a progressiva redução nas medidas de risco e a manutenção do câmbio em níveis valorizados, que continuou não impedindo os bons resultados no setor externo.

Deve-se acrescentar ainda que a valorização cambial, a redução no risco-país e nas taxas de juros e o sucesso da autoridade monetária no regime de metas, coincidiram com um momento favorável na gestão da dívida pública – que se traduziam em um aumento da parcela pré-fixada e indexada a índices de preços, em detrimento da dívida corrigida pela SELIC e pela taxa de câmbio (Gráfico 9). Essa coincidência de fatos pode indicar que a dívida pública também estava influenciando, agora de forma positiva, o desempenho da política monetária.

Os bons resultados da política monetária com relação à estabilidade de preços se traduzem na evolução de uma “convergência ininterrupta da inflação para a trajetória de metas” para a “manutenção de taxas de inflação consistentes com a trajetória de metas”, constatada em outubro de 2006¹⁰⁶. De fato e, ao contrário dos anos anteriores, as projeções para o IPCA foram sistematicamente revistas para baixo e o índice acumulou no ano uma variação de 3,14%, abaixo, portanto, do centro da meta, de 4,5%, embora ainda dentro do intervalo de confiança estabelecido pelo CMN¹⁰⁷.

Um estudo recente sobre a formação de expectativas de inflação no Brasil (Cerisola & Gelos, 2005) revelou que a meta de inflação foi um dos mais importantes determinantes da inflação esperada, e numa extensão que chega próxima de permitir

¹⁰⁶ Ver atas das reuniões do Copom, desde setembro de 2005 até outubro de 2006.

¹⁰⁷ A Resolução nº 3.210, de junho de 2004, fixou em 4,5%, com intervalo de mais ou menos 2%, a meta para o IPCA no ano de 2006.

caracterizá-la como plenamente crível. Esse papel das metas como âncora das expectativas não foi desempenhado, entretanto, entre meados de 2002 e o final de 2003, quando a inflação passada (últimos 12 meses) e a austeridade fiscal¹⁰⁸ ocuparam aquele espaço, mostrando que a autoridade monetária teve sua credibilidade ameaçada. Entretanto, a convergência ininterrupta da inflação (e das expectativas) para a trajetória de metas, a partir de meados de 2003, mostra que o BC gradualmente recuperou o papel das metas na formação das expectativas.

O fato de que os efeitos do corte de juros não terem refletido uma melhora substancial no nível de atividade – principalmente se compararmos a taxa de crescimento do produto brasileiro com a mundial e, inclusive, com a de outros países emergentes¹⁰⁹ – é justificada pela existência de defasagens importantes entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre o lado real da economia^{110 111}. Havendo, portanto, uma expectativa de um melhor desempenho econômico, com a manutenção dos baixos níveis de inflação, para o ano de 2007¹¹².

Nesse contexto a autoridade monetária passa a afirmar que a taxa básica de juros tem se aproximado daquela que deverá vigorar em equilíbrio no médio prazo, o que indica que a flexibilização que vinha sendo levada em sua atuação deveria ser conduzida com maior parcimônia a partir daquele ano. Entretanto, em 2007 a SELIC continua a cair, tendo sua trajetória de queda interrompida somente na reunião do Copom realizada em outubro, quando a taxa é mantida no patamar de 11,25% a.a.¹¹³.

¹⁰⁸ Representada pelo superávit primário como proporção do PIB.

¹⁰⁹ O PIB mundial e o latino-americano registraram crescimento de, respectivamente, 5,4% e 5,3% no ano de 2006.

¹¹⁰ Essa justificativa é feita pelo BC em seus documentos como, por exemplo, a ata da 123ª Reunião do Copom, de 29 de novembro de 2006, na qual se afirma: “Desde o início do ciclo de flexibilização da política monetária, em setembro de 2005, a taxa de juros básica já foi reduzida em 600 p.b., com a maior parte da redução concentrada em 2006. Assim, uma parcela importante dos efeitos dos cortes de juros ainda não se refletiu no nível de atividade, assim como os efeitos da atividade sobre a inflação também não tiveram tempo de se materializar”.

¹¹¹ Como já mencionado em nota anterior, Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) fazem a seguinte estimativa da defasagem do mecanismo de transmissão da política monetária: as taxas de juros afetam o consumo de duráveis e o investimento num período entre 3 a 6 meses, além disso, o hiato do produto leva mais 3 meses para ter um impacto significativo sobre a inflação.

¹¹² Segundo IPEA (2007), a projeção para o final do ano de 2007 é que o PIB tenha um crescimento de 4,5% e o IPCA registre 4,0%.

¹¹³ O Copom justifica a interrupção dos cortes na taxa SELIC afirmando que visa consolidar um ambiente de estabilidade e previsibilidade, buscando, portanto evitar uma trajetória inflacionária volátil e ainda, que existem ameaças à estabilidade buscada: “A demanda doméstica continua se expandindo a taxas robustas e sustenta a recuperação da atividade econômica, inclusive em setores pouco expostos à competição externa, quando os efeitos de importantes fatores de estímulo, como a flexibilização

Tabela 1: A Evolução da Economia no Regime de Metas

Principais Indicadores	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Superávit Primário (% PIB)	3,23	3,46	3,64	3,89	4,25	4,59	4,83	4,32
DLSP (% PIB)*	48,68	48,78	52,63	55,5	57,18	51,67	51,49	49,97
EMBI Brasil*	1.039	728	890	1.367	839	541	398	192
SELIC (%)*	19	15,75	19	25	16,5	17,75	18	13,25
Variação IPCA (%)	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1
Variação Real PIB (%)**	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	2,9	3,7
Saldo Comercial (US\$ bilhões)	-1,19	-0,69	2,65	13,12	24,79	33,64	44,70	46,07
Câmbio Nominal (R\$/US\$)*	1,79	1,96	2,32	3,53	2,89	2,65	2,34	2,15

*Final de período.

**Nova Série de Contas Nacionais, segundo metodologia divulgada pelo IBGE em março de 2006.

Fonte: IPEADData (superávit primário, DLSP, saldo comercial, câmbio nominal); JP Morgan (EMBI); Banco Central do Brasil (SELIC); e IBGE (variação PIB e IPCA).

Gráfico 9 - Composição da DPMFi em Poder do Público por Tipo de Rentabilidade

Fonte: Tesouro Nacional.

monetária já implementada, ainda estão por se fazer sentir em sua plenitude. Por sua vez, ainda que aparentemente não constitua risco iminente para as perspectivas de inflação, a contribuição do setor externo para um cenário inflacionário benigno pode estar se tornando menos efetiva, em um momento no qual os efeitos do investimento sobre a capacidade produtiva da economia ainda precisam se consolidar. Nesse ambiente, cabe à política monetária manter-se especialmente vigilante para evitar que a maior incerteza detectada em horizontes mais curtos se propague para horizontes mais longos..” Ata da 130ª Reunião do Copom, de outubro de 2007.

3.3 A Gestão da Dívida: prazos, indexadores e influências sobre a política monetária.

Após ser analisada a atuação da autoridade monetária desde a implementação do regime de metas para a inflação, faz-se necessário, dentro dos objetivos desta dissertação, analisar também a gestão da dívida pública no período. O foco dessa análise será dado no papel do TN no sentido de, além de perseguir seu objetivo de gerir as finanças do Governo Central de forma ótima, criar um ambiente o mais saudável possível para o bom funcionamento da política monetária, permitindo que o controle inflacionário seja realizado, sem a necessidade de usar taxas de juros excessivamente elevadas, como as que vigoraram ao longo do período em questão.

Assim como no caso do BC, o TN também vem buscando dar à sua gestão as qualidades de transparência e previsibilidade, apresentando, desde 2001, o seu Plano Anual de Financiamento (PAF) e, a partir de 2003, o Relatório Anual da Dívida Pública, além de relatórios mensais que detalham a evolução da administração da DPMFi. Nesses documentos, o público pode acompanhar os planos, as estratégias para alcançá-los, os resultados obtidos e as justificativas para o não cumprimento de determinados objetivos do gestor da dívida pública brasileira. Essas medidas se mostram importantes para aumentar a credibilidade do Governo Central, diminuindo as medidas de riscos associadas à possibilidade de não cumprimento de suas obrigações.

O TN, ao realizar sua função de gestor da dívida, buscou, no período analisado, “minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos”.¹¹⁴ Em relação aos riscos considerados, sempre receberam destaque, por parte da instituição, os riscos de refinanciamento e de mercado:

O primeiro refere-se à capacidade do emissor de dívida em refinanciá-la ou, ainda, à sujeição às variações de custo para seu refinanciamento em função da concentração de grande volume de dívida vencendo em um período específico. Seus principais índices de mensuração são o prazo médio da dívida e o percentual vincendo no curto prazo (12 meses). O segundo refere-se aos custos esperados de determinado instrumento de financiamento em decorrência de fatores de mercado, refletidos nos efeitos que oscilações nas taxas de juros e câmbio, principalmente, provocam sobre os valores dos vencimentos da dívida pública¹¹⁵.

¹¹⁴ Ver Tesouro Nacional, Plano Anual de Financiamento (2001 a 2006).

¹¹⁵ Tesouro Nacional, PAF (2001, p. 11).

Tendo em vista esse objetivo central, o TN atuou seguindo determinadas diretrizes básicas, quais sejam: alongamento do prazo médio da dívida pública e redução de seu percentual vincendo em 12 meses; substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa SELIC e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada e vinculada a índices de preços; suavização do perfil do endividamento público externo; incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais nos mercados interno e externo; e ampliação da base de investidores domésticos e externos.

Mais especificamente, a atuação do TN, guiada pelas diretrizes mencionadas, tem buscado a emissão de títulos prefixados (LTN e NTN-F) em volumes e prazos que permitam aumentar sua participação na composição da dívida pública e o alongamento gradual do seu prazo médio de emissão; o aumento do volume de emissão dos títulos referenciados ao IPCA (as NTN-B), em resposta à reestruturação da demanda por títulos públicos que vem se esboçando; a efetuação de resgates líquidos dos títulos remunerados pela taxa SELIC (as LFT), com aumento dos seus prazos médios de emissão; e a continuação da política adotada desde de 2003 de não emitir NTN-D, títulos remunerados pela taxa de câmbio (Tesouro Nacional, PAF, 2006).

Apesar de o impacto da estrutura da dívida pública sobre o funcionamento da política monetária não ser levado em conta pelo TN – ou ao menos não ser explicitado em seus documentos como uma de suas preocupações – suas diretrizes, ao buscar a redução dos riscos de refinanciamento e de mercado, vão ao encontro das recomendações da literatura sobre como minimizar aquele impacto. Logo, o TN parece estar buscando a mesma mudança de indexadores apresentada no capítulo anterior, como proposta de diversos autores – por exemplo, Bevilaqua e Garcia (2002), Missale e Giavazzi (2004) e Sobreira (2005) – apesar das motivações aparentemente não serem as mesmas que aquelas por eles mencionadas.

Outra diretriz do TN ainda não mencionada, também tem como desdobramento a necessidade de aumentar a parcela da dívida pré-fixada e corrigida por índices de preços, em detrimento da remunerada pela SELIC e pelo câmbio. Essa diretriz

consiste no Gerenciamento de Ativos e Passivos do Governo Central (GAP), que, em síntese, propõe a redução dos descasamentos entre os estoques de ativos e passivos financeiros para se imunizarem riscos relacionados a fatores de mercado, como aqueles provenientes de variações nas taxas de juros e de câmbio. E, ainda, em um sentido mais amplo, dado que os passivos são muito maiores que os ativos, considera-se também a natureza dos superávits futuros do governo e sua suscetibilidade aos principais índices e variáveis de risco. Dessa forma, a diferença entre ativos e passivos deve ser coberta pelo valor presente dos resultados fiscais futuros.

A contraposição feita entre os ativos e os passivos do Governo Central, no período analisado, revelou que os principais descasamentos correspondiam a ativos líquidos remunerados por índices de preços e passivos líquidos em câmbio e taxa de juros. E, por isso, a recomendação do GAP se dá no sentido já mencionado de mudança na composição dos indexadores da dívida pública. Essa recomendação é ainda reforçada pela constatação de que, para que o passivo líquido não adicione volatilidade aos fluxos de vencimento do governo, suas características devem ser semelhantes às dos tributos, base do superávit. Ou seja, o argumento de que a estratégia de emissão do TN deve se concentrar em títulos de médio e longo prazo indexados à inflação e prefixados mais longos – que permitem fluxos mais homogêneos – é fortalecido, já que os tributos têm como principais características “serem denominados em moeda doméstica e bem distribuídos ao longo do tempo, variando com certa defasagem temporal em relação ao crescimento nominal do PIB¹¹⁶”, cuja evolução acompanha os índices de preços.

Entretanto, o que se tem observado, a partir da análise da evolução da dívida pública nos últimos anos, é que o TN enfrentou dificuldades em conseguir cumprir simultaneamente todas as diretrizes estabelecidas pela instituição. Tais dificuldades têm origem não apenas nos choques, não previstos pelos PAFs, que a economia brasileira sofreu no período¹¹⁷, como também no fato de que os múltiplos objetivos estabelecidos pelo TN muitas vezes são incompatíveis entre si.

¹¹⁶ Tesouro Nacional, Plano Anual de Financiamento (2002: 22).

¹¹⁷ Os choques tiveram grande relevância nos anos de 2001 e 2002, impondo, então, dificuldades à implementação da estratégia do Tesouro Nacional: “no cenário externo, o fraco desempenho da economia dos EUA, as tensões no Oriente Médio, a elevação do preço do petróleo no mercado internacional e o contínuo agravamento da crise argentina foram fatores que imprimiram maior

Conforme pode ser observado pela Tabela 2, a maior dificuldade enfrentada pelo TN tem sido o alongamento da dívida pública, tarefa na qual ainda não foram obtidos resultados realmente expressivos¹¹⁸. É importante ressaltar o significado que tem o aumento do prazo da dívida pública no que se refere às interferências sobre a atuação da autoridade monetária. O fato de que a ampliação da duração da dívida pública a tornaria menos sensível a variações nas taxas de juros de curto prazo, pode levar a um aumento da eficiência da política monetária, já que os efeitos indesejados de um aumento da taxa de juros sobre a dívida teriam menor impacto e, portanto, a autoridade monetária poderia não considerar a dívida pública em suas preocupações – ou dar menor peso à mesma ao determinar a taxa de juros.

Tabela 2: Evolução do Perfil da DPMFi

Indicadores	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06	ago/07
Estoque da DPMFi (R\$ bi)	441,4	510,7	624,1	623,2	731,4	810,3	979,7	1.093,5	1.189,1
DPMFi (% PIB)	38,1	41,3	45,7	35,7	41,9	39,8	45,4	46,0	46,8
Prazo Médio (meses)	27,1	29,8	35	33,2	31,3	28,1	27,4	31,1	35,3
% vencendo em 12 meses*	53	42,4	25,6	41,1	35,3	46,1	41,6	35,7	34,1

Fonte: Tesouro Nacional

*A partir de 2002, é usada nova metodologia, que inclui nos vencimentos em 12 meses os cupons de juros.

Fonte: Tesouro Nacional

As limitações ao aumento do prazo da DPMFi ocorreram, pois muitas vezes a instituição privilegiou a captação de recursos com papéis mais curtos, buscando evitar aumentos nos custos e o surgimento de uma crise decorrente da volatilidade excessiva dos títulos de mais longo prazo. O alongamento do perfil da dívida pública brasileira também foi dificultado, em determinados momentos, pela mudança de composição na indexação da dívida. Com a opção de aumentar a parcela da dívida prefixada, de

volatilidade aos mercados e contribuíram para a desaceleração econômica. Além disso, no cenário interno, o aumento do risco-país, a depreciação cambial, a elevação da taxa Selic para conter a inflação e a retração da demanda por LFT, decorrente da crise que afetou os fundos de investimento, prejudicaram a implementação integral da estratégia planejada pelo Tesouro Nacional” (Tesouro Nacional, Plano Anual de Financiamento, 2003, p. 15).

Nesse contexto, ao privilegiar a redução do risco de refinanciamento – seja o efetivo, seja o percebido – a administração da dívida pública foi bem sucedida, no ano de 2001, no alongamento do prazo médio da dívida pública e na redução do percentual a vencer em 12 meses, em detrimento da melhora na composição dos indexadores. Já no ano seguinte, não obteve sucesso nem mesmo quanto à melhora nos prazos da dívida pública (ver Tabela 2 e Gráficos 1 e 9).

¹¹⁸ Apesar do insucesso no aumento do prazo da DPMFi, houve uma importante evolução nesse aspecto após a implementação do Plano Real. Até então, a maturidade máxima dos títulos públicos era de dois meses (ver Mendonça, 2005 p. 57).

prazo historicamente inferior às demais, criou-se um obstáculo ao aumento do prazo médio da DPMFi. Ou, ao contrário, em determinados momentos optou-se por aceitar uma redução no percentual de dívida prefixada, também mais cara, para alongar o prazo médio e reduzir o custo da dívida pública, dificultando a estratégia de substituição da dívida remunerada pela taxa SELIC¹¹⁹.

Com relação a essa última estratégia, somada à de redução da dívida remunerada pelo câmbio, o TN vem tentando implementá-las visando à redução do risco de mercado¹²⁰. Como resultado, houve uma redução de mais de 60% no risco entre dezembro de 2002 e o mesmo mês de 2005, devido a uma queda da sensibilidade da DPMFi às situações em que juros e câmbio são submetidos a uma forte pressão¹²¹.

Após a observação do Gráfico 9, pode ser concluído que esse resultado positivo é, quase que integralmente, consequência da redução da dívida cambial¹²², ao passo que a parcela atrelada à SELIC obteve redução menos expressiva até o final de 2005¹²³. Ao longo dos anos de 2006 e 2007 o TN veio anunciando em seus documentos uma tendência natural de queda nesse último percentual, estimulada pela menor representatividade das LFTs em suas novas emissões.¹²⁴

Como contrapartida da redução da dívida corrigida pela SELIC e pelo câmbio, ocorreu um aumento da dívida prefixada e também da corrigida por índices de preços.

¹¹⁹ Esse foi o caso do ano de 2001, quando a incerteza levou ao aumento dos prêmios e queda de prazos e de demanda para as LTN (título pré-fixado), o que fez com que o TN optasse por reduzir o volume ofertado de títulos com rentabilidade prefixada de curto prazo, buscando evitar o aumento do risco de refinanciamento. A redução da participação percentual da dívida prefixada, que passou de 14,8% em dezembro de 2000 para 7,8% em dezembro de 2001, pode ser observada pelo gráfico 9 (ver PAF 2002).

¹²⁰ Cabe ressaltar aqui, mais uma vez, que o TN não menciona a possível perturbação ao funcionamento da política monetária da atual estrutura da dívida pública brasileira, mas somente a importância da redução do elevado risco de mercado, decorrente da existência de um elevado percentual de títulos corrigidos pela SELIC, no total da dívida. Portanto, nos momentos em que optou-se, por exemplo, por aceitar a redução da parcela prefixada para não aumentar o custo e reduzir o prazo da dívida pública, talvez a opção teria sido diferente se também fosse levado em conta seu impacto sobre a política monetária.

¹²¹ Ver PAF 2005 (p. 24): “A importância da melhora na composição da dívida é capturada por um exercício em que juros e câmbio são submetidos a uma forte pressão, convencionalmente chamado de *stress test*. Este teste mostra que a evolução da composição da dívida tem permitido uma crescente imunização da dívida contra choques nessas variáveis”.

¹²² A parcela da DPMFi atrelada ao câmbio passou de 22,38% em dezembro de 2002 para 2,7% em dezembro de 2005 e 1,09% em agosto de 2007, tendo atingido o pico de 32,85% em outubro de 2001.

¹²³ Em dezembro de 2002 a parcela da DPMFi corrigida pela SELIC era de 60,83%, em abril de 2003 atingiu o pico de 67,68%, passando a declinar persistentemente, atingindo 51,8% em dezembro de 2005 e 35,31% em agosto de 2007.

¹²⁴ Ver, por exemplo, Relatório da Dívida 2006.

Somadas, ambas parcelas já representavam mais 60% do total da DPMFi em agosto de 2007, o que pode também ser observado no Gráfico 9¹²⁵. Ainda que a taxa SELIC continue sendo o indexador de maior peso no total da dívida e uma substancial redução dessa participação seja imprescindível para minimizar os problemas apresentados nesta dissertação, também não pode ser negado que o perfil da dívida apresentou nos últimos anos uma considerável melhora, no sentido aqui proposto.

O TN destacou, como estratégia relevante para a obtenção do resultado alcançado, medidas do lado da demanda pelos títulos públicos, em termos gerais, a ampliação e a diversificação da base de investidores, com ênfase para a sua aproximação com entidades abertas e fechadas de previdência complementar, que são tradicionais demandantes de títulos públicos com prazos mais longos, principalmente aqueles indexados ao IPCA (as NTN-B), já que o título, tipicamente, é usado para respaldar os passivos dessas instituições, que são essencialmente indexados pela inflação ao consumidor.

Como mencionado no Capítulo I, um aumento na demanda, por parte desses ‘investidores estratégicos’ é importante também para reduzir o custo esperado da dívida pública, por meio de uma queda do prêmio sobre o IPCA. Não bastaria que o governo acreditasse na importância de aumentar a parcela da dívida indexada a índices de preços se esses títulos não fossem aceitos pelo público, ou se este cobrasse um alto preço para poder carregá-los. Portanto, se o governo busca uma mudança na composição da dívida pública e se essa uma tem boa aceitação por parte dos demandantes de títulos, o resultado pode ser uma estratégia bem sucedida do TN, com melhoria na composição de indexadores e redução do custo esperado da DPMFi, como afirmam Bevilacqua e Garcia (2002).

Em outras palavras, esse tipo de estratégia ‘do lado da demanda’ é complementar às estratégias de emissão e resgate dos diferentes tipos de títulos públicos – com seus respectivos prazos e indexadores, ou seja, às estratégias ‘do lado da oferta’ e é de fundamental importância no sentido de buscar aceitação, por parte do mercado, para o

¹²⁵ A participação da dívida prefixada passou de 9% em dezembro de 1999, para 2,19% em dezembro de 2002 e, em agosto de 2007 alcançou 36,43%; enquanto a dívida remunerada por índices de preços registrou, respectivamente, os valores de 5,58%, 12,54% e 24,85%, nos mesmos meses.

aumento no prazo e a mudança de peso entre os indexadores da DPMFi. Mudanças essas necessárias tanto para redução dos riscos enfrentados pelo Tesouro Nacional, quanto para evitar que a dívida pública cause constrangimentos ao funcionamento da política monetária.

4. Conclusões

Na seção anterior, foi feita uma descrição das atuações tanto da autoridade monetária, como do gestor da dívida pública brasileira no período que se inicia com a implementação do regime de metas para a inflação e se encerra no final do ano de 2006. Cabe destacar aqui dois aspectos relevantes no que diz respeito à institucionalidade da gestão da política econômica – mais especificamente à gestão da política monetária e da dívida pública – vigentes no período em questão.

O primeiro refere-se à suposta separação operacional completa entre o TN e o BC, cada vez mais buscada, visando o aumento da transparência, com a separação entre as políticas monetária e fiscal. Somada à separação operacional, se observa, ao menos no discurso dos documentos oficiais, uma discriminação de objetivos entre as duas instituições. Enquanto o BC enfatiza recorrentemente que seu objetivo primeiro é a manutenção da estabilidade de preços, o TN afirma que a gestão da dívida pública brasileira procura minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco. Essa separação operacional parece ser um aspecto benéfico, que configuraria uma estrutura institucional saudável para a gestão da política econômica no país.

Por outro lado, o segundo aspecto diz respeito ao uso comum, entre ambas as instituições, de instrumentos na condução de suas políticas. O principal instrumento utilizado pela autoridade monetária na perseguição das metas inflacionárias é a taxa SELIC. Essa mesma taxa foi também, durante todo período analisado, em termos de proporções, o principal indexador da DPMFi. Esse aspecto – o fato da dívida pública, em grande parte, ser indexada ao instrumento de política monetária – será o principal objeto de investigação na análise empírica, que buscará responder quais foram as implicações do mesmo sobre atuação da autoridade monetária no período analisado.

Se, por um lado, o TN e o BC possuem objetivos distintos – respectivamente, o melhor financiamento possível para o país e baixas taxas de inflação – mas, por outro, suas atuações são mutuamente influenciadas, a consequência inevitável dessa configuração institucional é a influência recíproca da gestão da política monetária e da administração da dívida pública brasileira, criando uma perturbação potencial ao bom funcionamento de ambas.

Vimos que as opções de política monetária, feitas desde a implementação do Plano Real, contribuíram para a dinâmica explosiva assumida pela relação dívida/PIB a partir de então – que começou a se estabilizar e mostrar possibilidades de entrar em uma trajetória sustentável de redução apenas em 2004. Vimos também como a estrutura vigente para a dívida pública pode estar influenciando o funcionamento da política monetária, fato que, não sendo levado em conta pelo TN, acaba impedindo uma gestão ótima, em seu sentido mais amplo, para a dívida¹²⁶.

Assim, como exposto no capítulo I, pode ter havido uma diminuição da eficácia do uso do instrumento pela autoridade monetária, seja por um “efeito riqueza” gerado por um aumento na SELIC; seja pela inclusão, ainda que não explicitada pelo BC, da dívida pública em sua regra de juros; ou pela necessidade de embutir no cálculo da SELIC um prêmio de risco para os títulos públicos; ou ainda por uma probabilidade de ocorrência do fenômeno de dominância fiscal potencializada; ou, finalmente, por uma redução da credibilidade da conduta anti-inflacionária da autoridade monetária, devido à possibilidade de que a mesma coordene sua atuação limitada pelos efeitos nocivos sobre a dívida pública de um aumento nos juros. Essas possíveis perturbações teriam como resultado a imposição de dificuldades e maiores custos para o alcance das metas inflacionárias. Tais custos se traduziriam em maiores taxas de sacrifício, em termos de produto, e/ou na necessidade de uma taxa de juros maior do que a que seria necessária, no caso de uma vigência de outra estrutura para a dívida pública. Entretanto, por essas relações de causalidade não poderem ser diretamente inferidas

¹²⁶ A gestão ótima compreenderia não apenas a busca por um perfil mais saudável para a dívida pública brasileira, como também o aumento da eficiência dos canais de transmissão da política monetária, permitindo que os objetivos inflacionários fossem alcançados com menores oscilações na SELIC e que, no longo prazo, essa taxa se estabilizasse em um nível consideravelmente mais baixo – já que tanto os fundamentos macroeconômicos (pela melhora no perfil da dívida), como o mecanismo de transmissão da política monetária, estariam mais saudáveis.

da descrição da gestão da política econômica feita nas seções precedentes, as mesmas serão objeto de avaliação empírica, realizada no Capítulo III.

A análise da gestão da política econômica no regime de metas, descrita na seção anterior, pode apresentar indícios da influência negativa da estrutura da dívida pública brasileira sobre a atuação da autoridade monetária, contribuindo para justificar a procedência e a relevância das proposições apresentadas no Capítulo I e resumidas no parágrafo anterior. Uma das formas de avaliar o papel da dívida sobre o funcionamento da política monetária é ver como aquela pode estar relacionada com as causas do não cumprimento das metas inflacionárias.

Vimos anteriormente que a depreciação cambial foi o fator de maior contribuição percentual para a inflação em 2001 e, principalmente, em 2002¹²⁷, anos em que as metas não foram alcançadas (Tabela 3). Na medida em que a desvalorização do câmbio ocorreu em uma conjuntura de forte crise de confiança na economia brasileira e significativo aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais, a estrutura da DPMFi pode ter tido papel relevante nessa desvalorização, bem como na gestão da política monetária, por meio de alguns caminhos. Em primeiro lugar, o BC, mesmo que não explicitamente, pode ter levado em conta a dívida pública em sua função de reação. As decisões de aumentar a taxa SELIC não podiam deixar de levar em conta o fato de que esses aumentos implicariam crescimento da dívida, com conseqüente elevação na percepção de risco e pressões sobre a taxa de câmbio. Assim, revela-se também uma conjuntura propícia para a ocorrência do fenômeno de dominância fiscal.

Tabela 3: Intervalos Estipulados para as Metas e Resultados Alcançados

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Piso	6%	4%	2%	1,5%	1,5%	3%	2%	2,5%
Centro	8%	6%	4%	3,5%	4%*	5,5%**	4,5%	4,5%
Teto	10%	8%	6%	5,5%	6,5%	8%	7%	6,5%
Meta Ajustada	—	—	—	—	8,5%	5,5%	5,1%***	—
IPCA Registrado	8,9%	6,0%	7,7%	12,5%	9,3%	7,6%	5,7%	3,2%
Cumprimento	SIM	SIM	NÃO	NÃO	NÃO	SIM	SIM	SIM

Fonte: Banco Central do Brasil

*Originalmente fixada em 3,25%, +/- 2%.

**Originalmente fixada em 3,75%, +/- 2,5%.

***A meta de 5,1%, perseguida pelo BC para o ano de 2005, não foi definida como meta ajustada, na medida em que não foi construída a partir da mesma metodologia de cálculo que aquela usada nos dois anos anteriores. Para maiores detalhes, ver subseção 3.2, deste capítulo.

¹²⁷ Ver Cartas Abertas do Banco Central do Ministro da Fazenda (2002 e 2003).

Já no ano de 2003, o principal componente de contribuição para o IPCA foi a inércia inflacionária, que aumentou a partir de meados de 2002, devido à incerteza dos agentes quanto à forma com que a política econômica viria a ser conduzida¹²⁸. Ou seja, a maior percepção de risco com relação à economia brasileira levou a uma deterioração na formação de expectativas dos agentes e a um aumento dos custos do processo de desinflação. Nesse sentido, a estrutura da dívida pública pode ter contribuído para reduzir a credibilidade da autoridade monetária perante o público, se este entendesse que a gestão daquela política estava limitada pelos efeitos nocivos de um aumento dos juros sobre o endividamento, o que acabaria por afetar as expectativas e as próprias taxas de inflação. Vale lembrar, para validar a relevância dessa proposição no contexto mencionado, que nos primeiros meses daquele ano, o novo governo realizou aumentos na já elevada SELIC, que eram aparentemente injustificados, argumentando a necessidade de uma atuação firme por parte do BC para reverter as expectativas.

Nesses anos em que as metas para a inflação não foram alcançadas, a autoridade monetária justificou a “falta de uma intervenção mais severa”, por sua preocupação com o nível de atividade econômica, já que taxas de juros excessivamente elevadas poderiam levar a um crescimento negativo do produto, além de níveis muito baixos para a inflação nos anos posteriores, devido aos efeitos defasados da política monetária. Pelo fato da DPMFi ser preponderantemente indexada à SELIC e, numa conjuntura de elevada aversão ao risco, essa taxa poderia estar incorporando um significativo prêmio para os detentores dos títulos públicos corrigidos pela mesma. Tal prêmio, somado ao aperto monetário necessário para que a inflação pudesse retornar à trajetória das metas, pode ajudar a explicar os elevados níveis observados para a taxa básica de juros no período e suas implicações negativas sobre o lado real da economia brasileira.

Apesar de a meta não ter sido cumprida em boa parte do período, pode-se considerar que a autoridade monetária foi bem sucedida no controle da inflação desde a adoção do regime de metas. Dada a magnitude dos choques sofridos pela economia brasileira,

¹²⁸ Ver Tombini e Alves (2006).

a autoridade monetária não tinha capacidade de evitar os aumentos verificados nos índices de inflação e tampouco o desvio das expectativas em relação às metas preestabelecidas. As taxas de inflação não só não chegaram a níveis alarmantes, como também o BC foi capaz de levá-las de volta para a trajetória das metas.

Um estudo empírico de Bevilaqua, Mesquita & Minella (2007), que analisa a implementação da política monetária e a convergência da inflação e suas expectativas para as metas, a partir da crise de 2002, mostra que as metas desempenharam importante papel de atrator para as expectativas¹²⁹. Como pode ser observado pelo gráfico abaixo, a partir de meados de 2003 tanto as expectativas, como a própria taxa de inflação entram em trajetória de convergência para as metas estipuladas pelo CMN. Segundo os autores, a rigidez da atuação da autoridade monetária nos primeiros meses do novo governo, somada à melhora nos fundamentos macroeconômicos, permitiram a recuperação de sua credibilidade, fazendo com que as metas para a inflação pudessem recuperar o papel de âncora nominal na busca pela estabilidade de preços.

Fontes: IBGE e Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

*IPCA acumulado nos últimos 12 meses e expectativas para os 12 meses seguintes – Desvios em Relação à meta estabelecida pelo CMN para o respectivo período, ponderada pelo número de meses de cada ano calendário incluído no mesmo período.

¹²⁹ Corroborando, portanto, os resultados obtidos por Cerisola & Gelos (2005).

Ainda que a autoridade monetária tenha sido bem sucedida, pode ter havido alguma influência negativa da institucionalidade vigente para a dívida pública naqueles anos em que a meta inflacionária não foi atingida. E, também, sobre os custos do processo de desinflação e sobre as elevadas taxas de juros praticadas pela autoridade monetária no período, visando cumprir as metas ou retornar à sua trajetória, com as conseqüentes perdas no que diz respeito ao nível de atividade. O sucesso do processo de desinflação, por sua vez, pode ter contado com a colaboração de uma mudança gradual do perfil da dívida pública, que foi se tornando mais saudável, no sentido aqui proposto, a partir do final de 2004. Dessa forma, a investigação das proposições apresentadas mostra-se procedente e, portanto, as mesmas serão objeto de avaliação empírica no próximo capítulo.

CAPÍTULO III – ANÁLISE EMPÍRICA

1. Introdução

As anomalias da estrutura institucional da dívida pública brasileira, assim como os possíveis canais por meio dos quais as mesmas podem estar gerando perturbações à gestão da política monetária foram apresentados no primeiro e no segundo capítulos desta dissertação, respectivamente. Para que a influência da estrutura da dívida sobre a atuação da autoridade monetária possa ser compreendida de forma mais completa, resta ainda avaliar as proposições anteriormente apresentadas¹³⁰, quais sejam:

- ✓ *Inclusão da dívida na regra de reação do BC e redução de sua credibilidade na conduta antiinflacionária*, levando a um amortecimento do impacto da política monetária sobre os níveis de inflação e produto;
- ✓ *Incorporação do prêmio de risco à taxa SELIC*, que, devido à possível interferência mútua entre as duas séries, será avaliada conjuntamente com a conjectura de que *maiores juros levam um aumento nas medidas de risco*, devido à maior probabilidade de *default* atribuída ao país;
- ✓ *Efeito riqueza dos aumentos na taxa de juros*, que diminui o poder da política monetária de controlar a demanda agregada e, portanto, a inflação; e
- ✓ *Maior sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros*, levando a que um aumento nos juros, provoque redução nos empréstimos, nos investimentos e no produto.

O presente capítulo está dividido em quatro seções, incluindo esta introdução. A próxima seção mostra por que as proposições anteriormente apresentadas são relevantes e, portanto, justifica que as mesmas sejam objeto de análise econométrica.

¹³⁰ Vale mencionar que esses canais indicam algumas hipóteses de interferência da estrutura da dívida pública sobre a política monetária, já que, por necessidade de delimitação e focalização do tema, nem todas as hipóteses presentes na literatura puderam ser apresentadas e testadas.

Por sua vez, a avaliação empírica é apresentada e seus resultados analisados na terceira seção. E, concluindo, na última seção são abordadas as considerações finais.

2. Por Que Avaliar os Impactos da Dívida Pública Sobre a Política Monetária

Pela relevância do tema para a economia brasileira nos dias de hoje e por acreditar que a questão da institucionalidade da DPMFi e seus efeitos sobre o exercício da política monetária ainda parecem ser pouco explorados, esta dissertação busca contribuir para os estudos a respeito do tema. Este capítulo, mais especificamente, dedica especial atenção à estimação empírica das implicações efetivas do problema, já que as mesmas ainda carecem de explicações satisfatórias na literatura.

No Capítulo I, foram expostas análises de diversos autores a respeito das interferências da estrutura institucional da dívida pública sobre a gestão da política monetária no Brasil, apontando diversos canais por meio dos quais essas interferências podem se concretizar.

A primeira proposição – de que a possível inclusão da dívida pública na regra de reação do BC e a redução de sua credibilidade na conduta antiinflacionária podem estar levando ao amortecimento do impacto da política monetária sobre os níveis de produto e inflação – é apoiada, por exemplo, pelos trabalhos de Garcia (2001b), Bevilaqua e Garcia (2002) e Gomes e Holland (2003). Para os autores, a credibilidade da autoridade monetária, na busca por atingir o intervalo estipulado para a meta de inflação, pode ser ameaçada, já que a mesma está mais exposta a escolhas e *trade-offs* entre uma política monetária apertada para conter a inflação ou evitar o impacto orçamentário de maiores taxas de juros de curto prazo. Em outras palavras, ao estipular a taxa SELIC, o BC leva também em consideração o nível e a composição da dívida pública do país e não apenas o hiato do produto e o desvio da inflação em relação à meta.

Com relação ao segundo grupo de conjecturas – quais sejam, aquelas que indicam haver interferência mútua entre a taxa SELIC e as medidas de risco-país – também se pode afirmar que o mesmo está embasado pela literatura. Barbosa (2005b), afirma que

a indexação de parcela expressiva da dívida pública à taxa SELIC faz com que o BC tenha que embutir no cálculo dessa taxa um prêmio de risco para a remuneração dos títulos do governo. Ou seja, maiores medidas de risco, levariam a aumentos na taxa de juros básica. Por outro lado, dada a magnitude da dívida pública brasileira e seu perfil majoritariamente atrelado à SELIC, aumentos nos juros podem ter o efeito indesejado de aumento nas medidas de risco, devido à deterioração das condições efetivas de solvência e sustentabilidade da dívida e, conseqüentemente, a uma maior probabilidade de *default* atribuída ao país. Ou seja, há endogeneidade na determinação do risco-Brasil e da taxa de juros, como conclui Leichsenring (2004). Essa dinâmica é apontada também por autores como Blanchard (2003), Carneiro e Wu (2005) e Nakano (2005b), que mostram que um maior risco percebido de moratória pode, por sua vez, levar a uma crise cambial, gerando pressões inflacionárias. O que pode ser avaliado aqui, indo além das análises dos autores acima citados, é em que medida a conexão entre a taxa de juros e o risco-país pode ser afetada pela composição da dívida pública brasileira.

Mattos (2005) e Nepomuceno (2005) mostram em seus artigos a relevância da terceira proposição aqui apresentada – de que a estrutura da dívida pública brasileira cria um efeito riqueza dos aumentos na taxa de juros, que diminui o poder da política monetária de controlar a demanda agregada e, portanto, a inflação. Ou seja, a elevada participação dos títulos pós-fixados eleva o efeito renda expansionista – de um aumento nos juros – quando se deseja criar um efeito contracionista. Assim, o bom funcionamento do canal de transmissão da política monetária – das taxas de curto prazo para as de longo prazo, que afetam o lado real da economia – é prejudicado, conforme argumenta Nepomuceno (2005).

Outro mecanismo de transmissão de constrangimentos à gestão da política monetária, representado pela quarta proposição, opera através da sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros. Nossa suposição é que quanto maior for a parcela da dívida atrelada à taxa de juros, maior será tal sensibilidade, conseqüentemente maior será também o efeito contracionista de um aumento na taxa de juros sobre a oferta de crédito para a economia nacional, numa estrutura de endividamento como a brasileira. Aghion, Bacchetta e Banerjee (2000) afirmam que taxas de juros mais elevadas, ao aumentarem o serviço da dívida e, assim, o seu estoque, reduzem a capacidade do país

de tomar empréstimos futuramente, devido a uma maior probabilidade de *default* percebida. O nível de investimento agregado é, então, negativamente afetado, bem como o produto potencial da economia. Sobrinho (2003), apesar de não considerar o aumento nas medidas de risco, mostra como um aperto monetário pode afetar o produto, usando argumentos que passam pela dívida pública: um aumento na taxa básica de juros torna a dívida pública mais atrativa, aumentando a carteira de títulos públicos em poder dos bancos, o que reduz os recursos disponíveis para empréstimos, elevando o custo do crédito, afetando, então, o ritmo da atividade econômica de forma negativa.

A descrição da evolução da gestão da política monetária e da dívida pública no período recente, realizada no segundo capítulo, mostrou que, além das proposições apresentadas estarem respaldadas pela literatura, as mesmas também são procedentes do ponto de vista da análise histórica. Tal análise, feita a partir do estudo dos documentos oficiais do TN e do BC, contribuiu para revelar indícios da influência negativa da estrutura da dívida pública brasileira sobre a atuação da autoridade monetária, no regime de metas para a inflação. Sua importância se deve, ainda, por a mesma revelar quais as variáveis têm influenciado as decisões e os resultados da política monetária, permitindo que tais variáveis sejam incorporadas à avaliação econométrica e fazendo com que a mesma retrate a realidade, o tão mais próxima quanto possível.

Na última seção daquele capítulo foi apresentada a conclusão de que se, por um lado, essas duas instituições possuem objetivos distintos – para o TN o melhor financiamento possível para o país, enquanto para o BC baixas taxas de inflação – e, por outro, suas ações são mutuamente influenciadas, tal configuração tem como resultado a influência recíproca da gestão da política monetária e da administração da dívida pública brasileira, criando uma perturbação potencial ao bom funcionamento de ambas.

Tal perturbação se manifestaria através das conjecturas, que são objetos da análise empírica do presente capítulo. A relevância dessa análise é destacada, mais uma vez, por acreditarmos que, apesar de a autoridade monetária ter sido relativamente bem

sucedida no controle da inflação desde a adoção do regime de metas¹³¹, pode ter havido alguma influência negativa da institucionalidade vigente para a dívida pública naqueles anos em que a meta inflacionária não foi atingida, ou ainda, sobre os custos do processo de desinflação e sobre as elevadas taxas de juros praticadas pela autoridade monetária no período, visando cumprir as metas ou retornar à sua trajetória, com as conseqüentes perdas no que diz respeito ao nível de atividade.

3. Análise Empírica

Depois de apresentadas as justificativas para a realização de uma estimação empírica das implicações efetivas do problema, causado pela estrutura institucional da dívida pública brasileira, esta seção se dedica a essa estimação propriamente dita. Para tanto, na primeira subseção, serão apresentados a metodologia e os dados a serem trabalhados. Na subseção seguinte, serão feitos testes de raiz unitária, para verificar a estacionariedade das séries apresentadas. A terceira subseção apresenta os modelos a serem avaliados, sendo dividida em quatro outras subseções, cada uma abordando uma das proposições apresentadas na introdução a este capítulo. Por fim, a subseção 3.4 discute os resultados encontrados pela avaliação empírica.

3.1 Metodologia e Dados

A análise empírica desta dissertação está baseada na Econometria de Séries Temporais e, mais especificamente, na metodologia de Vetores Auto-Regressivos (VAR). Um VAR é um modelo multi-variado, no qual todas variáveis são tratadas como endógenas e cada variável é explicada por seus próprios valores defasados e também por outras variáveis e pelos valores defasados destas, além de um termo de erro. Cada equação pode ser estimada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e o número de defasagens a ser incluído em cada uma varia de acordo com adequação ao modelo, podendo ser determinado por diversos métodos, recomendando-se a parcimônia, para evitar a perda de muitos graus de liberdade.

¹³¹ Como já mencionado no Capítulo II, o sucesso da autoridade monetária no período analisado se justifica não apenas pelo fato de que as taxas de inflação não terem chegado a níveis alarmantes, como também pelo BC ter sido capaz de levá-las de volta para a trajetória das metas.

Para o caso de cointegração entre as séries, utilizou-se o modelo VEC – *Vector Error Correction*. O VEC é um VAR restrito, criado para ser usado em séries não-estacionárias e cointegradas¹³². Esse modelo contém, além das especificações do VAR, um termo de cointegração, que é chamado de ‘termo de correção do erro’, por corrigir gradualmente os desvios do equilíbrio de longo prazo, através de uma série de ajustamentos parciais de curto prazo.

A escolha das defasagens dos modelos foi determinada por critérios de informação, como os de Akaike, Schwarz e Hannan-Quinn. Dentre eles, a opção sempre foi feita com base na teoria econômica e nos estudos empíricos sobre a defasagem do mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil. Por isso, os modelos estimados têm nove defasagens – tempo estimado de resposta a ações de política monetária – exceto no caso do modelo 2 (seção 3.4.2), que foi estimado com seis defasagens, devido ao maior número de variáveis incluídas.

Após estimadas as equações, a análise dos modelos VAR e VEC é realizada através de Funções de Resposta a Impulso e Decomposições de Variância dos Erros de Previsão. Além desses e fora do modelo VAR/VEC estimado, são realizados também Testes de Causalidade de Granger, para as variáveis em nível, buscando não desperdiçar o conteúdo informacional das séries, mesmo que as mesmas sejam não-estacionárias¹³³.

Os *Testes de Causalidade de Granger* avaliam o quanto os valores defasados de uma variável ajudam a prever outra variável. O que se busca mostrar nesse teste é, na verdade, se há precedência temporal entre uma variável e aquela que se testa se estaria sendo causada pela primeira. As *Respostas a Impulso*, por seu turno, mostram a resposta dos valores presentes e futuros de cada uma das variáveis ao aumento de uma unidade no valor corrente de um dos termos de erro do modelo, assumindo que todos os outros erros são iguais a zero e que nos períodos subsequentes o erro que gerou o impulso retorna a zero. O método usado para obter as funções resposta será o do

¹³² A cointegração das séries foi detectada por testes de Johansen.

¹³³ Conforme sugerido por Sims, Stock & Watson (1990), que afirmam que o uso da série em primeira diferença ‘joga fora’ informações relevantes para a análise.

*Impulso Generalizado*¹³⁴. Por fim, a *Decomposição da Variância dos Erros* provê informação sobre a importância relativa de um choque aleatório em determinada variável sobre a variância das outras variáveis do modelo, inclusive a própria.

As variáveis a serem utilizadas nos modelos serão descritas a seguir, sendo todas de periodicidade mensal, abrangendo o período de janeiro de 2000 a agosto de 2007¹³⁵:

- 1. RISCO:** Risco-Brasil medido pelo *Emerging Market Bond Index* (EMBI+ Brasil), média mensal de valores diários. Fonte: JP Morgan.
- 2. SPRIM:** Valor em Módulo da Necessidade de Financiamento do Setor Público, conceito primário – sem desvalorização cambial – acumulado 12 meses (% PIB). Fonte: Banco Central do Brasil.
- 3. DPMFi:** Dívida Mobiliária Federal Interna (% PIB). Fonte: Banco Central do Brasil (PIB) e Tesouro Nacional (DPMFi).
- 4. DIVSELIC:** Percentual da DPMFi corrigida pela taxa SELIC. Fonte: Tesouro Nacional.¹³⁶
- 5. DIVCB:** Percentual da DPMFi corrigida pela taxa de câmbio. Fonte: Tesouro Nacional.
- 6. DIVPRÉ:** Percentual da DPMFi pré-fixada. Fonte: Tesouro Nacional.
- 7. DIVIPCA**¹³⁷: Percentual da DPMFi corrigida por índices de preços. Fonte: Tesouro Nacional.
- 8. PRAZO:** Prazo médio das emissões da DPMFi em ofertas públicas. Fonte: Tesouro Nacional.
- 9. SELIC:** Média mensal das taxas de juros anuais apuradas diariamente no SELIC. Fonte: Banco Central do Brasil.

¹³⁴ O impulso generalizado, como descrito por Pesaran and Shin (1998) constrói um conjunto ortogonal de inovações que não dependem do ordenamento do VAR. A resposta ao impulso de uma inovação na j -ésima variável é derivada pela aplicação de um fator específico de Cholesky, calculado com a j -ésima variável no topo da ordenação de Cholesky. Ou seja, para cada impulso que é calculado, a variável que gera o impulso é tomada como a ‘menos endógena’ e todas as outras variáveis, portanto, podem responder contemporaneamente a suas inovações. Esse método foi escolhido aqui por eliminar a necessidade de se definir *a priori* uma ‘ordem de endogeneidade’ entre as séries analisadas.

¹³⁵ A escolha do período foi definida pela disponibilidade de dados, já que os dados mensais para a dívida pública só estavam disponíveis a partir de dezembro de 1999, enquanto os dados para as expectativas de inflação estavam disponíveis a partir de janeiro de 2000. O mês de agosto de 2007 foi a data mais recente, para qual todos os dados já estavam divulgados, quando da elaboração dos testes.

¹³⁶ Para composição da DPMFi: valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos. Retirou-se o valor de referência para ajuste do swap do estoque de títulos atualizados pela taxa Selic, incorporando-se ao estoque de cambiais.

¹³⁷ O nome IPCA é apenas ilustrativo, já que além dos títulos corrigidos por esse índice (NTN-B), existem também os corrigidos pelo IGP-M (NTN-C).

10. CÂMBIO: Taxa de Câmbio Nominal – Livre – Dólar americano (venda) – médio de período. Fonte: Banco Central do Brasil.

11. IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor-Amplo. Acumulado no ano (Percentual). Fonte: IBGE.

12. DESVIO_EXPEC_META: Desvio, da mediana das expectativas de mercado, coletadas pela pesquisa FOCUS, com relação à meta de inflação determinada pelo CMN, ponderada para os doze meses seguintes¹³⁸. Fonte: Banco Central do Brasil.

13. CAPACIDADE: Utilização da capacidade instalada da indústria – média móvel de 12 meses. Fonte: Confederação Nacional da Indústria.

14. PRODUTO: Produção física industrial (Número índice) Índice acumulado de 12 meses (Base: últimos 12 meses anteriores = 100). Fonte: IBGE.

15. HIATO: Hiato do Produto – diferença entre a série PRODUTO e uma série de tendência (representando o produto potencial)¹³⁹.

16. CRÉDITO: Total de operações de crédito do sistema financeiro – em R\$(milhões) e deflacionado pelo IPCA. Fonte: IPEADData.

3.2 Testes de Raiz Unitária

Antes de serem construídos os modelos, foram construídos os testes de raiz unitária para as séries a serem estudadas. Como pode ser observado pela Tabela 4, todas as séries se revelaram integradas de primeira ordem, à exceção das séries do prazo, do desvio das expectativas em relação à meta, da utilização da capacidade instalada (que rejeitaram a hipótese nula de não serem estacionárias, ao nível de significância de 5%) e as séries produto e hiato (que rejeitaram hipótese nula a 1% de significância).

¹³⁸ A fórmula usada para calcular a série foi a seguinte:

$$D_j = \frac{(12-j)}{12} (E_j \pi_t - \pi_t^*) + \frac{j}{12} (E_j \pi_{t+1} - \pi_{t+1}^*),$$
 onde D_j é a medida do desvio, j indica o mês e t indica o ano. Tal metodologia de cálculo foi sugerida por Minella *et al* (2003).

¹³⁹ A série de produto potencial foi construída a partir de um filtro Hodrick-Prescott (com $\lambda=14.400$).

Tabela 4: Testes de Raiz Unitária

Variável	Defasagem	Constante	Tendência	ADF	N	Valor Crítico		Resultado	
						1%	5%	1%	5%
RISCO	1	sim	sim	-2.96	92	-4.07	-3.46	ñ rejeita	ñ rejeita
SPRIM	0	sim	não	-2.12	92	-3.5	-2.89	ñ rejeita	ñ rejeita
DPMFI	0	não	não	0.89	92	-2.59	-1.94	ñ rejeita	ñ rejeita
DIVSELIC	0	não	não	-1.5	92	-2.59	-1.94	ñ rejeita	ñ rejeita
DIVCB	0	não	não	-1.72	92	-2.59	-1.94	ñ rejeita	ñ rejeita
DIVPRÉ	6	sim	sim	-2.65	92	-4.06	-3.46	ñ rejeita	ñ rejeita
DIVIPCA	1	sim	sim	-2.2	92	-4.06	-3.46	ñ rejeita	ñ rejeita
PRAZO	0	sim	não	-3.27	92	-3.5	-2.89	ñ rejeita	rejeita
SELIC	1	sim	não	-2.46	92	-3.5	-2.89	ñ rejeita	ñ rejeita
CÂMBIO	1	não	não	-0.17	92	-2.59	-1.94	ñ rejeita	ñ rejeita
IPCA	1	sim	não	-2.46	92	-3.5	-2.89	ñ rejeita	ñ rejeita
DESVIO_EXP_M.	1	não	não	-2.31	90	-2.59	-1.94	ñ rejeita	rejeita
CAPACIDADE	1	sim	não	-3.02	92	-3.5	-2.89	ñ rejeita	rejeita
PRODUTO	3	sim	não	-4.21	92	-3.5	-2.89	rejeita	rejeita
HIATO	3	não	não	-4.72	88	-2.59	-1.94	rejeita	rejeita
CRÉDITO	0	sim	não	2.83	91	-3.5	-2.89	ñ rejeita	ñ rejeita
DRISCO	0	não	não	-5.34	92	-2.59	-1.94	rejeita	rejeita
DSPRIM	0	não	não	-9.63	92	-2.59	-1.94	rejeita	rejeita
DDPMFI	0	não	não	-41.88	92	-2.59	-1.94	rejeita	rejeita
DDIVSELIC	0	não	não	-40.83	92	-2.59	-1.94	rejeita	rejeita
DDIVCB	0	sim	não	-22.58	92	-3.5	-2.89	rejeita	rejeita
DDIVPRÉ	5	não	não	-3.31	92	-2.59	-1.94	rejeita	rejeita
DDIVIPCA	0	sim	não	-11.71	92	-3.5	-2.89	rejeita	rejeita
DPRAZO	0	não	não	-9.48	90	-2.59	-1.94	rejeita	rejeita
DSELIC	0	não	não	-3.4	92	-2.59	-1.94	rejeita	rejeita
DCÂMBIO	0	não	não	-7.13	92	-2.59	-1.94	rejeita	rejeita
DIPCA	0	não	não	-4.12	92	-2.59	-1.94	rejeita	rejeita
DCRÉDITO	0	sim	sim	-9.36	91	-4.06	-3.46	rejeita	rejeita

3.3 *Modelo 1* - Inclusão da dívida na regra de reação do BC e redução de sua credibilidade na conduta antiinflacionária

A primeira proposição a ser avaliada consiste na inclusão da dívida pública brasileira na regra de reação do BC – devido ao impacto das alterações da taxa de juros sobre a mesma. Tal suposição teria como consequência a redução da credibilidade dessa instituição na conduta antiinflacionária – pelo *trade off* por ela enfrentado entre os objetivos antiinflacionários e os de redução da DPMFi – levando, assim, a um amortecimento nas decisões da autoridade monetária quanto ao nível a ser estabelecido para a SELIC e à redução do impacto da política monetária sobre a os níveis de inflação e produto.

Antes de ser iniciada a análise empírica da proposição acima apresentada, cabe observar que o objetivo aqui é avaliar se, de alguma forma, a autoridade monetária tem suas decisões de alteração da taxa de juros afetadas pela dívida pública e sua composição. A estimação de uma regra de reação para o BC esta fora do escopo deste

trabalho, não fazendo parte de seus objetivos. Entretanto, a conjectura aqui avaliada terá como base teórica a literatura que aponta para um comportamento da autoridade monetária que segue uma regra de juros ‘tipo Taylor’ e, a essa regra, será acrescido um componente de resposta a variações na dívida pública e em sua composição.

Woodford (2001) apresenta uma regra de juros na seguinte forma:

$$(1) \quad i_t = i_t^* + \phi_\pi (\pi_t - \bar{\pi}) + \phi_y (y_t - y_t^n - \bar{x}),$$

onde i_t^* é um processo estocástico exógeno para o intercepto¹⁴⁰; $\bar{\pi}$ e $\bar{x}$ são metas constantes para a inflação e o hiato de produto, representados, respectivamente, por π_t e $y_t - y_t^n$. E os coeficientes de resposta dos juros nominais (i_t) às flutuações na inflação e no hiato de produto (respectivamente, ϕ_π e ϕ_y) devem ser tais que levem à estabilização dessas variáveis, sendo essa estabilização o objetivo da autoridade monetária.

A inclusão da dívida na regra de reação do BC, levaria a mesma a assumir a seguinte forma:

$$(2) \quad i_t = i_t^* + \phi_\pi (\pi_t - \bar{\pi}) + \phi_y (y_t - y_t^n - \bar{x}) + \phi_d (d_t - d_{t-1}),$$

onde o coeficiente de resposta às variações na dívida pública (ϕ_d) deve ser negativo e, também, ser função da proporção da dívida indexada à SELIC.

Se ainda for levado em conta que os efeitos da política monetária sobre o hiato do produto e sobre a inflação são defasados¹⁴¹ e sobre a dívida são contemporâneos – já que no momento em que há um aumento na SELIC, aumentam também os compromissos do TN – a equação (2) pode incluir um componente expectacional (E_t):

$$(3) \quad i_t = i_t^* + \phi_\pi (E_t[\pi_t / I_t] - \bar{\pi}) + \phi_y (E_t[(y_t - y_t^n) / I_t] - \bar{x}) + \phi_d (d_t - d_{t-1}),$$

onde I_t é o conjunto informacional, que a autoridade monetária tem disponível no período t .

¹⁴⁰ O autor afirma que, entretanto, esse intercepto deve ser ajustado em resposta a flutuações na taxa natural de juros que, por sua vez, varia em resposta a um conjunto de distúrbios reais.

¹⁴¹ Como mencionado em nota no Capítulo II, Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) estimam um período entre três e seis meses a defasagem da resposta do hiato de produto a um aumento na taxa de juros e mais três meses para a resposta da inflação ao hiato do produto.

Tendo em vista esse tipo de comportamento por parte da autoridade monetária, o VAR estimado terá as seguintes variáveis: DSELIC; DESVIO_EXPEC_META; CAPACIDADE; DDPMFI; DDIVSELIC e DCÂMBIO. Sendo que ‘D’ representa as variáveis em primeira diferença. Por não existir uma meta explícita para o hiato produto, a série utilizada será a da utilização percentual da capacidade instalada da indústria, que parece representar bem as pressões da atividade econômica sobre o nível de preços e parece ser levada em conta nas decisões da autoridade monetária¹⁴². Portanto, será analisado como a autoridade monetária responde a oscilações nessa variável¹⁴³. Ainda deve ser mencionado que a inclusão da taxa de câmbio no modelo também se justifica a partir da análise da história recente da gestão da política monetária, que mostra que essa variável é um dos principais componentes na formação das expectativas de inflação, bem como do próprio índice de preços¹⁴⁴.

A análise procurará responder quais séries influenciam o comportamento da taxa SELIC, bem como o das expectativas de inflação. Assim poderemos analisar se a atuação e a credibilidade da autoridade monetária são de alguma forma afetadas pela dívida e por sua composição.

3.3.1 Testes de Causalidade e Granger

Primeiramente, os Testes de Causalidade de Granger, calculados para até nove defasagens, mostram que a autoridade monetária responde a desvios da expectativa de inflação em relação à meta, já que os valores defasados desta variável explicam valores atuais da taxa SELIC. A recíproca também é válida, o que pode significar que alterações no instrumento de política monetária são eficientes na ancoragem das expectativas sobre o IPCA.

¹⁴² Ver Atas do Copom.

¹⁴³ Os mesmos testes foram feitos substituindo a série CAPACIDADE pela série PRODUTO e também substituindo a série CAPACIDADE pela série HIATO, com resultados muito similares nos três casos.

¹⁴⁴ Ver Atas do Copom e Cartas Abertas do Presidente do Banco Central do Brasil ao Ministro da Fazenda.

Tabela 5
Teste de Causalidade de Granger - Modelo 1*

Hipótese Nula	Defasagens								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
DESVIO_EXPEC_META não Granger-Causa SELIC	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00001	0,00008
SELIC não Granger-Causa DESVIO_EXPEC_META	0,00160	0,07411	0,01138	0,01022	0,01926	0,02166	0,01787	0,03618	0,02920
CAPACIDADE não Granger-Causa SELIC	0,00006	0,13721	0,22890	0,32843	0,43103	0,41450	0,52412	0,57446	0,72320
SELIC não Granger-Causa CAPACIDADE	0,00000	0,00003	0,00002	0,00005	0,00007	0,00013	0,00034	0,00156	0,00197
DPMFI não Granger-Causa SELIC	0,00023	0,03146	0,04284	0,07625	0,14702	0,26589	0,34080	0,09320	0,12153
SELIC não Granger-Causa DPMFI	0,33813	0,63571	0,53932	0,72122	0,21403	0,29533	0,16640	0,17946	0,21791
DIVSELIC não Granger-Causa SELIC	0,82855	0,24243	0,29254	0,35635	0,49732	0,63274	0,67636	0,35889	0,35946
SELIC não Granger-Causa DIVSELIC	0,02150	0,00016	0,00046	0,00133	0,00215	0,00462	0,01085	0,01186	0,02519
CAMBIO não Granger-Causa SELIC	0,00015	0,00566	0,01135	0,00022	0,00018	0,00037	0,00063	0,00032	0,00133
SELIC não Granger-Causa CAMBIO	0,17833	0,81594	0,97045	0,67934	0,45954	0,56290	0,51904	0,20960	0,29640
CAPACIDADE não Granger-Causa DESVIO_EXPEC_META	0,08152	0,85154	0,80136	0,94218	0,88477	0,76840	0,82166	0,86256	0,62065
DESVIO_EXPEC_META não Granger-Causa CAPACIDADE	0,00003	0,00024	0,00010	0,00015	0,00004	0,00001	0,00002	0,00009	0,00025
DPMFI não Granger-Causa DESVIO_EXPEC_META	0,06643	0,00133	0,00396	0,00009	0,00044	0,00093	0,00117	0,00157	0,00485
DESVIO_EXPEC_META não Granger-Causa DPMFI	0,78767	0,28550	0,98152	0,54263	0,53048	0,65511	0,19438	0,12221	0,22273
DIVSELIC não Granger-Causa DESVIO_EXPEC_META	0,07255	0,86095	0,89139	0,22457	0,00706	0,01743	0,03408	0,03647	0,00557
DESVIO_EXPEC_META não Granger-Causa DIVSELIC	0,00003	0,00001	0,00000	0,00012	0,00027	0,00151	0,00130	0,01154	0,01395
CAMBIO não Granger-Causa DESVIO_EXPEC_META	0,00002	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000
DESVIO_EXPEC_META não Granger-Causa CAMBIO	0,06561	0,76714	0,78335	0,54277	0,32996	0,08647	0,31718	0,29212	0,24701

*Valores reportados se referem ao p-valor da estatística do Teste F.

Com relação à influência de outras variáveis sobre a SELIC, pode ser observado que o CÂMBIO também a precede temporalmente, em todas as defasagens testadas a um nível de significância de 1%. Resultado que indica a preocupação da autoridade monetária com os efeitos daquela variável sobre o nível de preços. A taxa de câmbio, por outro lado, parece não sofrer precedência temporal da SELIC.

A hipótese de que a utilização da capacidade instalada não Granger-cause a SELIC só foi rejeitada para o teste com uma defasagem, o que pode indicar uma resposta quase que imediata da autoridade monetária a pressões do lado real da economia sobre a inflação. A relação de causalidade no sentido da SELIC para a utilização da capacidade se confirma em todas as defasagens testadas, a um nível de significância de 1%.

Pode ser observado ainda que a SELIC também sofre precedência temporal da DPMFI, contribuindo para corroborar a proposição apresentada de inclusão da dívida pública na regra de reação do BC. Os valores defasados da parcela da dívida indexada à taxa de juros, contudo, não se mostram como relevantes na determinação dos valores atuais da própria taxa. Por outro lado, aqueles valores parecem ter importância na formação das expectativas de inflação, já que a hipótese de que DIVSELIC não Granger-cause DESVIO_EXPEC_META é rejeitada para os modelos com mais de

quatro defasagens a um nível de significância de até 5% e para o modelo com uma defasagem a um nível de significância inferior a 10%.

Além da composição da dívida preceder temporalmente as expectativas, a própria dívida também o faz, contribuindo para reforçar a conjectura de influência dessa variável sobre as decisões de política monetária, já que os documentos oficiais do BC mostram que sua atuação leva sempre em conta o comportamento das expectativas de inflação.

Os resultados para a causalidade da taxa de câmbio para as expectativas também ocorrem no sentido esperado, em todas as defasagens, com valores expressivos para a estatística do teste F. Esse resultado pode significar que o câmbio foi, no período analisado, um dos principais determinantes no processo de formação das expectativas de inflação e na determinação do instrumento de política monetária pelo BC.

3.3.2 Funções Impulso-Resposta e Decomposição de Variância

O passo seguinte para a análise da proposição foi a estimação do VAR e o cálculo das Funções Impulso-Resposta. Como pode ser observado pelos gráficos abaixo, a reposta mais expressiva da taxa SELIC ocorre em relação à taxa de câmbio. As expectativas de inflação também respondem positivamente a choques no câmbio, confirmando o resultado obtido no teste de Causalidade de Granger.

Função Impulso-Resposta

Resposta de DSELIC

Função Impulso-Resposta

Resposta de DESVIO_EXPEC_META

Já as respostas à dívida pública, tanto da SELIC, como das expectativas, se revelam negativas. No primeiro caso, o resultado corrobora a incorporação da DPMFi na regra de reação do BC, diminuindo a intensidade da resposta do instrumento de política monetária a choques nas outras variáveis relevantes. No segundo caso, o resultado parece ser contra-intuitivo, já que se um aumento na dívida pública impacta negativamente o comprometimento da autoridade monetária com a inflação, se

esperaria que tal choque levasse a uma deterioração nas expectativas, não o contrário. Uma possível explicação passaria pela questão fiscal: um aumento na dívida pública levaria a um aumento do superávit primário, para evitar uma dinâmica explosiva da primeira variável; um maior superávit primário, por sua vez, criaria expectativas de menores pressões de demanda sobre a taxa de inflação.

Os choques provocados pela parcela da dívida atrelada à SELIC tiveram resposta positiva, tanto da SELIC como das expectativas, o que indica que o coeficiente de resposta da SELIC à dívida pública não pode ser função de DIVSELIC, como suposto anteriormente. Se essa suposição fosse válida, um aumento na DIVSELIC, intensificaria a resposta da taxa à DPMFi, reposta essa que é negativa. Logo, um aumento na DIVSELIC deveria diminuir a taxa de juros e não o contrário. Entretanto, a dinâmica conjunta dessas duas variáveis é influenciada por uma série de outros fatores, relacionados ao mercado de títulos públicos. O que pode ser intuído, sim, é que a dívida corrigida pela SELIC influencia de forma perversa o funcionamento da política monetária, provocando aumentos nos juros e afetando a credibilidade de seu gestor, com a conseqüente deterioração das expectativas de inflação.

A resposta da SELIC aos desvios nas expectativas se mostra positiva, num primeiro momento, depois decaindo e oscilando em torno de zero. É, portanto, menos significativa do que se poderia imaginar, quando se supõe que o BC segue uma regra de reação a componentes expectacionais. Talvez o que pode estar acontecendo é que as respostas à taxa de câmbio, que também afetam as expectativas, expurguem as manifestações dos juros em resposta às oscilações da variável DESVIO_EXPEC_META.

Ainda pode ser destacado que as respostas a choques na utilização da capacidade produtiva se revelaram pouco expressivas, o mesmo acontecendo para a participação dessa variação na decomposição da variância de DSELIC e DESVIO_EXPEC_META.

As demais variáveis – exceto CAPACIDADE – parecem ter participação significativa na decomposição da variância de DSELIC e DESVIO_EXPEC_META, sendo os

valores mais expressivos apresentados pela taxa de câmbio e pela dívida pública, em ambos os casos, além da participação das próprias variáveis.

Decomposição de Variância

Variância de DSELIC

Decomposição de Variância

Variância de DESVIO_EXPEC_META

3.3.3 Observações Finais

Esta subseção procurou investigar empiricamente a necessidade de inclusão da dívida pública entre as variáveis que a autoridade monetária leva em conta ao manipular a taxa de juros. Ao ser mostrado que as oscilações na dívida pública e em seu percentual corrigido pela SELIC afetam as decisões de política monetária, pode-se concluir que o impacto dessa política é influenciado negativamente pela estrutura da dívida. E, ainda, o impacto daquelas variáveis sobre as expectativas de inflação pode significar que a estrutura da dívida afeta a credibilidade do BC na busca pela estabilidade do nível de preços.

Tais constatações corroboram a hipótese apresentada, embora não testada, por Garcia (2001b) e Bevilaqua e Garcia (2002) de que credibilidade da autoridade monetária, na busca por atingir o intervalo estipulado para a meta de inflação, pode ser ameaçada, por a mesma estar mais exposta a escolhas e *trade-offs* entre uma política monetária apertada para conter a inflação ou evitar o impacto orçamentário de maiores taxas de juros de curto prazo¹⁴⁵. Gomes e Holland (2003) já haviam testado as respostas da taxa de juros à dívida pública, utilizando também um modelo VAR que, entretanto, não incluía componentes expectacionais e tampouco a parcela da dívida indexada à SELIC, abrangendo o período de janeiro de 1999 a maio de 2003¹⁴⁶. Os autores chegam a resultados semelhantes, quais sejam, que a dívida pública influencia a taxa de juros e a inflação – que estaria aqui representada pelos desvios das expectativas em relação à meta de inflação.

A próxima seção dará prosseguimento à análise empírica dos efeitos perversos da estrutura da dívida pública sobre a gestão da política monetária, com a investigação de outras conjecturas.

¹⁴⁵ Hipótese que já havia sido reforçada pela análise histórica da gestão da política monetária, que mostrou a preocupação do BC, em determinados momentos, com as consequências das altas taxas de juros sobre a dívida pública.

¹⁴⁶ As variáveis utilizadas pelos autores foram: taxa SELIC, taxa de câmbio, IPCA, PIB e DLSP (%PIB).

3.4 Modelo 2 – *Influência mútua entre a taxa básica de juros e as medidas de risco-país*

Nesse segundo bloco da avaliação empírica, serão analisadas conjuntamente as seguintes proposições: 1) pelo fato da taxa SELIC corrigir a dívida, a mesma deve incorporar um prêmio pelo risco dos títulos públicos; e 2) maiores juros implicam numa maior probabilidade de *default* atribuída ao país, levando a um aumento nas medidas de risco. Em outras palavras, será avaliada a proposição de que a SELIC e o risco-país se afetam mutuamente.

Barbosa (2005b) decompõe a taxa SELIC nominal entre os seguintes componentes: aperto monetário; risco país; imposto de renda pago pelos detentores dos títulos públicos; inflação esperada e taxa SELIC real (líquida desses outros componentes). A taxa real é obtida como um resíduo e reflete o patamar mínimo que poderia ser atingido, em momentos em que a autoridade monetária não realiza uma política apertada – portanto, quando a economia não sofre pressões inflacionárias - e caso a dívida pública não fosse indexada à SELIC.

Essa taxa (r^*), somada à inflação esperada ($E_t[\pi_t / I_t]$), pode ser comparada ao intercepto da taxa de juros nominal (i_t^*), apresentado na equação (3). Como o imposto de renda, ao menos no curto prazo, é dado, o mesmo também pode ser incorporado ao intercepto. O aperto monetário pode ser considerado como a resposta da autoridade monetária aos desvios da inflação e do hiato de produto às suas metas, cuja intensidade é representada pelos coeficientes ϕ_π e ϕ_y , respectivamente. Como visto na seção anterior, esse aperto pode estar sendo amortecido pelo coeficiente de resposta às variações na dívida pública (ϕ_d). Entretanto, um novo elemento ainda não incorporado ao modelo é o prêmio, que deve ser pago aos detentores de títulos públicos, pelo risco país (rp):

$$(4) \quad i_t = i_t^* + \phi_\pi (E_t[\pi_t / I_t] - \bar{\pi}) + \phi_y (E_t[(y_t - y_t^n) / I_t] - \bar{x}) + \phi_d (d_t - d_{t-1}) + \phi_{rp} rp_t,$$

Que pode ser resumida por:

$$(5) \quad i_t = i_t^* + \phi_{am} am_t + \phi_{rp} rp_t,$$

onde am_t é o aperto monetário, amortecido pelas considerações da autoridade monetária sobre o impacto dos juros sobre a dívida pública e ϕ_{am} é a soma ponderada de ϕ_π , ϕ_y e ϕ_d .

Dado que a avaliação da reação da taxa de juros a choques na inflação, no produto e na dívida pública já foram realizados, em um primeiro momento serão avaliadas apenas as interações entre a SELIC e o risco-país, em um modelo bi-variado, que incorpora as variáveis SELIC e RISCO.

Já o sentido de causalidade dos juros para o prêmio de risco, exposto na revisão da literatura que analisa a existência do fenômeno de dominância fiscal, em países com nível de endividamento elevado¹⁴⁷, pode ser expresso pela seguinte equação:

$$(6) \quad rp_t = f(i_t, d_t, sp_t, e_t, X_t),$$

onde sp_t é o superávit primário, e_t é a taxa de cambio e X_t é um fator exógeno, que representa a aversão global ao risco. Como apontado pela literatura, variações nesses fatores podem afetar a probabilidade percebida de moratória, afetando as medidas de risco país. A intensidade da resposta do risco país a flutuações nessas variáveis depende da magnitude, do prazo e da composição da dívida pública. Por isso, para complementar a análise bi-variada entre taxa de juros e risco-país, será desenvolvido também um modelo multi-variado, que contemple as seguintes séries: SPRIM, DIVSELIC, DIVPRE, DIVIPCA, DIVCB, DPMFI, PRAZO, SELIC, RISCO, e CAMBIO¹⁴⁸. Por serem todas as séries integradas de primeira ordem – I(1), utilizou-se o modelo VEC.

3.4.1 Caso bi-variado

Pelos Testes de Causalidade de Granger, a suposição de influência mútua entre as duas variáveis foi confirmada, no modelo com uma defasagem e nos modelos com duas e três defasagens. Nos dois últimos, entretanto, a hipótese de que a SELIC não

¹⁴⁷ Ver, por exemplo, Blanchard (2003), Bresser Pereira e Nakano (2002), Schwartzman (2002) e Carneiro e Wu (2005).

¹⁴⁸ Cabe destacar que, apesar da inclusão de um número elevado de variáveis e suas defasagens poder levar à imprecisão na estimação de alguns parâmetros individuais, a perda não é tão grande se for considerado que o interesse maior é no comportamento global do modelo.

Granger-causa RISCO não foi rejeitada a um nível de significância de 5%, mas apenas a 10%, como pode ser observado pela tabela:

Tabela 6
Teste de Causalidade de Granger - Modelo 2 (bi-variado)*

Hipótese Nula	Defasagens											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
SELIC não Granger-Causa RISCO	0,00542	0,09746	0,05783	0,32773	0,79763	0,67578	0,60380	0,64871	0,67039	0,45860	0,35397	0,28852
RISCO não Granger-Causa SELIC	0,00060	0,00006	0,00000	0,00008	0,00000	0,00003	0,00002	0,00003	0,00005	0,00002	0,00002	0,00004

*Valores reportados se referem ao p-valor da estatística do Teste F.

Ao ser incluído um número maior de defasagens, a hipótese nula de que SELIC não Granger-causa RISCO não é mais rejeitada, enquanto o RISCO não deixa de ser Granger-causado pela SELIC. Isso significa que a hipótese conjunta de que todos os coeficientes dos valores passados de RISCO – na equação da taxa SELIC – são nulos é rejeitada, mesmo para um número alto de defasagens (doze, por exemplo). Já os valores passados de SELIC podem explicar o valor atual de RISCO, apenas com uma pequena defasagem, de até três meses.

A intuição para esse resultado é que as medidas de risco-país são feitas diariamente e são muito sensíveis a choques positivos e negativos na conjuntura macroeconômica, não guardando informações de choques mais distantes no tempo. Já a taxa de juros contém um componente de inércia, que pode ser observado empiricamente pela atuação da autoridade monetária que, ao decidir adotar um processo de ajuste (aperto) ou flexibilização (afrouxamento), o faz de forma gradual, com aumentos e cortes pouco expressivos na SELIC, exceto em momentos de crises mais agudas – como o primeiro semestre de 1999 e o período entre o último trimestre de 2002 e o primeiro de 2003¹⁴⁹.

As Funções Impulso-Resposta revelaram também a influência mútua entre as séries, sendo a resposta da SELIC a inovações no RISCO mais fortes do que o caso inverso.

¹⁴⁹ Para um modelo teórico da ‘Inércia da Taxa de Juros na Política Monetária’, ver Barbosa (2004).

Função Impulso-Resposta Generalizada

Complementando a análise da inter-relação entre a taxa de juros e o prêmio de risco, a análise de Decomposição da Variância, mostra o RISCO como responsável por um percentual expressivo da variância da SELIC. A recíproca, entretanto não é verdadeira, pois a variância do RISCO parece ser explicada quase que integralmente pela própria variável.

Decomposição da Variância

Os dois tipos de avaliações mostraram que a SELIC é afetada pelo risco, sustentando a primeira das duas hipóteses, porém no sentido inverso a influência deixa de ser

verificada. Portanto, o efeito indesejado de um aumento nas taxas de juros sobre as medidas de risco parece não ser verificado.

3.4.2 Caso multi-variado

Ao ampliar o modelo, incluindo as variáveis que refletem composição, prazo e tamanho da dívida pública, além da taxa de câmbio, foram encontrados resultados que reforçam a proposição apresentada nesta subseção e complementam os resultados já obtidos na análise do caso bi-variado.

Como um primeiro passo da análise, os testes de causalidade de Granger para variável RISCO, mostraram que a mesma sofre precedência temporal, a um nível de significância de até 10%, de todas as outras séries, em pelo menos um dos modelos – que incluem entre uma a seis defasagens. Entretanto, os valores para a estatística F são mais expressivos, analisando todas as defasagens testadas, apenas para CÂMBIO, DIVCB e SPRIM.

Tabela 7
Teste de Causalidade de Granger - Modelo 2 (multi-variado)*

Hipótese Nula	Defasagens					
	1	2	3	4	5	6
SELIC não Granger-Causa RISCO	0,02406	0,98026	0,97690	0,97918	0,92206	0,67020
RISCO não Granger-Causa SELIC	0,00000	0,00004	0,00001	0,00001	0,00001	0,00003
DIVSELIC não Granger-Causa RISCO	0,09327	0,91011	0,86157	0,87466	0,81778	0,83833
RISCO não Granger-Causa DIVSELIC	0,00000	0,00001	0,00004	0,00003	0,00006	0,00018
DIVPRE não Granger-Causa RISCO	0,95907	0,13932	0,09208	0,16639	0,16966	0,45288
RISCO não Granger-Causa DIVPRE	0,00001	0,00002	0,00003	0,00296	0,00582	0,00944
DIVCB não Granger-Causa RISCO	0,00214	0,00234	0,00064	0,00157	0,00232	0,00700
RISCO não Granger-Causa DIVCB	0,00100	0,00087	0,00079	0,00043	0,00201	0,00705
DIVIPCA não Granger-Causa RISCO	0,04708	0,07059	0,07567	0,17108	0,11090	0,25955
RISCO não Granger-Causa DIVIPCA	0,19647	0,45816	0,58764	0,35927	0,27825	0,39727
DPMFI não Granger-Causa RISCO	0,00066	0,11575	0,26061	0,31965	0,23363	0,26015
RISCO não Granger-Causa DPMFI	0,00002	0,00018	0,00006	0,00016	0,00023	0,00055
CAMBIO não Granger-Causa RISCO	0,00231	0,00387	0,01374	0,04634	0,06795	0,14345
RISCO não Granger-Causa CAMBIO	0,00031	0,00167	0,00095	0,00310	0,00250	0,00059
PRAZO não Granger-Causa RISCO	0,67454	0,08727	0,11813	0,16794	0,15389	0,12641
RISCO não Granger-Causa PRAZO	0,00788	0,04296	0,06807	0,05669	0,15696	0,21346
SPRIM não Granger-Causa RISCO	0,00008	0,00216	0,00172	0,00527	0,01297	0,03554
RISCO não Granger-Causa SPRIM	0,57878	0,64558	0,70535	0,54216	0,60637	0,50934
DIVSELIC não Granger-Causa SELIC	0,82855	0,24243	0,29254	0,35635	0,49732	0,63274
SELIC não Granger-Causa DIVSELIC	0,02150	0,00016	0,00046	0,00133	0,00215	0,00462
DIVPRE não Granger-Causa SELIC	0,00564	0,00421	0,00826	0,00945	0,02344	0,04687
SELIC não Granger-Causa DIVPRE	0,03100	0,00106	0,00123	0,02037	0,04203	0,06262
DIVCB não Granger-Causa SELIC	0,00501	0,11582	0,14415	0,24449	0,35677	0,43901
SELIC não Granger-Causa DIVCB	0,00271	0,00699	0,00281	0,00750	0,02216	0,04672
DIVIPCA não Granger-Causa SELIC	0,12180	0,20626	0,26834	0,39530	0,48209	0,63027
SELIC não Granger-Causa DIVIPCA	0,71649	0,63624	0,72232	0,76520	0,80051	0,73476
DPMFI não Granger-Causa SELIC	0,00023	0,03146	0,04284	0,07625	0,14702	0,26589
SELIC não Granger-Causa DPMFI	0,33813	0,63571	0,53932	0,72122	0,21403	0,29533
CAMBIO não Granger-Causa SELIC	0,00015	0,00566	0,01135	0,07625	0,00018	0,00037
SELIC não Granger-Causa CAMBIO	0,17833	0,81594	0,97045	0,72122	0,45954	0,56290
PRAZO não Granger-Causa SELIC	0,00310	0,06437	0,10771	0,00022	0,17596	0,21712
SELIC não Granger-Causa PRAZO	0,09162	0,20691	0,44879	0,67934	0,64264	0,46697
SPRIM não Granger-Causa SELIC	0,45574	0,39822	0,51613	0,12897	0,40797	0,53149
SELIC não Granger-Causa SPRIM	0,85082	0,16452	0,16026	0,37966	0,37923	0,58070

*Valores reportados se referem ao p-valor da estatística do Teste F.

Esses resultados são indícios de que a estrutura da dívida pública tem afetado as medidas de risco-país¹⁵⁰ e que também pode ter contribuído para a ocorrência da dominância fiscal, já que o RISCO também Granger-cause a taxa de câmbio e esta, por sua vez, foi um dos componentes que mais afetou a taxa de inflação no período analisado, como mostrado anteriormente. Em outras palavras, o controle da inflação, pela autoridade monetária, pode estar sendo afetado pelos aspectos fiscais, que diminuem a potência do uso do instrumento de política monetária¹⁵¹.

Os efeitos das variáveis em questão sobre esse instrumento, foram analisados nos testes para a SELIC, que mostram que a mesma sofre precedência temporal, a um nível de significância de até 10%, de DIVPRE, DPMFI, CAMBIO, PRAZO, e RISCO, no modelo com duas defasagens. A SELIC, por seu turno, Granger-cause a DIVCB, a DIVPRÉ, e a DIVSELIC. A diferença em relação ao modelo com uma defasagem é que neste a SELIC também é Granger-causada pela DIVCB e também Granger-cause PRAZO e RISCO. Já nos modelos com entre três e seis defasagens, a SELIC é precedida temporalmente apenas por DIVPRÉ, CÂMBIO, RISCO e pela DPMFI – esta apenas para os casos de três e quatro defasagens.

Esses resultados contribuem para reforçar a proposição de que o instrumento de política monetária tem sido afetado pelas medidas de risco-país e pela dívida pública, em seus diversos componentes. Para aprofundar análise, um VEC é estimado e as Funções Impulso-Resposta calculadas, como pode ser observado nos gráficos a seguir:

¹⁵⁰ Mas, neste caso, a estrutura diz respeito principalmente à parcela da dívida indexada ao câmbio e não à SELIC, como enfatizado na maior parte da análise aqui realizada.

¹⁵¹ Resultado que vai ao encontro daquele obtido por Blanchard (2003), que mostrou que o nível e a composição da dívida pública, além da aversão global ao risco, estavam criando efeitos perversos da taxa de juros sobre a taxa de câmbio e sobre a inflação.

Função Impulso-Resposta Generalizada
Resposta de SELIC

A análise gráfica revela que a SELIC tem respondido a choques na composição da dívida no sentido esperado: aumentando quando a composição piora e diminuindo quando a composição fica mais saudável¹⁵². Como mostrado na seção anterior, a SELIC responde negativamente a aumentos na dívida pública, possivelmente por preocupação em relação à sustentabilidade da mesma, por parte da autoridade

¹⁵² Esse julgamento de valor a respeito da qualidade da composição da dívida tem por base a análise histórica e a revisão da literatura feita nos capítulos anteriores. Uma composição mais saudável seria uma maior proporção da dívida pública indexada a índices de preço e/ou pré-fixada, enquanto uma deterioração na composição se refletiria por um aumento da dívida atrelada à SELIC e à taxa de câmbio – instrumentos mais voláteis.

monetária. Com relação à resposta positiva ao prazo, essa possivelmente ocorre devido à maior maturidade das LFT em relação aos demais papéis. Portanto, dizer que a SELIC responde positivamente a choques em DIVSELIC pode ser o mesmo que dizer que a SELIC responde positivamente a choques em PRAZO.

A expressiva resposta da taxa de juros a aumentos no risco-país corrobora, mais uma vez, a suposição de inclusão na SELIC de um prêmio de risco pelos títulos públicos. Os choques nas outras variáveis – taxa de câmbio e superávit primário – aparentemente não têm uma resposta significativa, o que parece ser contra-intuitivo, principalmente no caso da primeira variável, já que a mesma tem forte influência sobre as taxas de inflação. No caso da segunda variável (SPRIM), seria esperada uma resposta negativa, já que maiores superávits minimizariam as interferências do lado fiscal sobre o mecanismo de transmissão da política monetária¹⁵³.

Passando para a análise das respostas do risco-país aos choques nas outras variáveis, observa-se comportamento similar ao da SELIC em relação às medidas de composição da dívida pública. Ou seja, o risco parece aumentar quando há uma deterioração no perfil da dívida e diminuir quando há uma melhora. Já em relação à própria dívida, a resposta é positiva, como era esperado: um choque positivo na DPMFi aumenta o risco-país. Para o prazo a resposta parece não ser expressiva, o que também é contra-intuitivo, já que um alongamento na dívida pública deveria diminuir a probabilidade esperada de *default* e, portanto, o risco-país. Uma possível explicação para esse resultado seria o fato de, no período analisado, o TN não ter sido bem sucedido no sentido de conseguir mudanças expressivas na maturidade da DPMFi¹⁵⁴.

¹⁵³ Como é argumentada, por exemplo, em Carneiro e Wu (2005).

¹⁵⁴ Como mostrado no capítulo anterior, o prazo médio da DPMFi passou de 27,1 meses em dezembro de 1999, para 35,3 meses em agosto de 2007, tendo oscilado em torno de 30 meses ao longo do período.

Função Impulso-Resposta Generalizada
Resposta de RISCO

As respostas positivas à SELIC e ao CÂMBIO se mostraram bastante expressivas, principalmente para a primeira variável. Esse resultado era esperado, já que a volatilidade dessas variáveis afeta diretamente o estoque da DPMFi e, portanto, a probabilidade de moratória. No caso do câmbio, essa afirmação não tem a mesma validade nos últimos anos, já que o TN tem conseguido reduzir substancialmente a dívida cambial¹⁵⁵ e, talvez por isso, a resposta das medidas de risco a choques na taxa de câmbio tenha se mostrado menos expressiva em relação à resposta a choques na SELIC.

¹⁵⁵ A proporção da DPMFi indexada ao câmbio tem declinado continuamente desde dezembro de 2002 e, desde janeiro de 2005, já se encontra em patamar inferior a 5%.

Por último, a resposta do risco-país a uma elevação no superávit primário se mostra, em um primeiro momento, negativa, como esperado. Entretanto, a partir do sexto mês, há uma reversão no sentido da resposta. Como uma tentativa de explicar essa reversão, pode-se intuir que um maior superávit primário leve a uma redução nos investimentos do governo, o que pode ter implicações negativas sobre o crescimento da economia – ou sobre a expectativa de crescimento, acabando por também impactar negativamente as medidas de risco – ou o grau de aversão ao risco do investidor.

Para complementar a análise, os últimos gráficos mostram a decomposição da variância de RISCO e SELIC. Pode-se observar que, para a primeira variável, a sua variância se deve em grande parte à composição da dívida – principalmente no que diz respeito ao seu componente cambial – e, em menor parte ao prazo da mesma. Outros fatores explicativos para a variância do risco são a taxa SELIC, a taxa de câmbio e, em menor medida, o superávit primário. Pode ser observado ainda que a participação da SELIC na variância do RISCO se revelou maior no modelo multivariado, em relação ao bi-variado, mostrando que a dívida, sua composição e os fundamentos fiscais em geral podem contribuir para potencializar as interferências da SELIC sobre o RISCO. E essa constatação também pode ser feita na análise das funções Impulso-Resposta.

Com relação à variância da SELIC, sua explicação também se deve em grande parte à dívida pública – em seu sentido mais amplo: indexadores, montante e prazo. Nesse caso, principalmente no que diz respeito à dívida indexada a índice de preços, o que tem muita relevância, pois pode indicar uma dinâmica virtuosa na divisão institucional das funções dos gestores de política econômica. A análise da Função Impulso-Resposta mostrou que a SELIC responde negativamente a choques em DIVIPCA, essa, por sua vez, tem participação expressiva na decomposição da variância daquela variável. Esses resultados em conjunto podem indicar que, com uma maior parcela da dívida pública indexada a índice de preços, a atuação da autoridade monetária estaria livre das interferências negativas da estrutura da dívida, tendo espaço para realizar reduções mais expressivas na taxa de juros, sem prejudicar seu objetivo de estabilidade de preços.

Ainda em relação à variância da SELIC, deve-se destacar que seus principais componentes são a própria SELIC e, principalmente, o RISCO. Resultado que era esperado e reforça os resultados obtidos na análise já realizada. Por outro lado, as participações de CÂMBIO e SPRIM somam aproximadamente 10% nos primeiros meses, tendendo a zero com o decorrer do tempo.

3.4.3 Observações Finais

A análise realizada nessa seção mostrou a consistência com a evidência empírica da proposição – apresentada pela literatura e reforçada pela reconstituição histórica – de que existe uma interação perversa entre a taxa de juros e as medidas de risco-país, que é potencializada pela estrutura vigente para a dívida pública brasileira. Tanto no modelo bi-variado, quanto no multi-variado, as variáveis SELIC e RISCO se mostram claramente relacionadas, para os três tipos de análises realizadas e para diferentes números de defasagens utilizados. Além disso, ambas variáveis sofrem influência dos fundamentos do lado fiscal da economia – estrutura da DPMFi e nível do superávit primário – e a indexação da dívida pública à SELIC parece ter efeitos indesejados sobre a dinâmica das variáveis.

Cabe destacar ainda que a resposta de maior intensidade é a da taxa de juros ao risco e não o contrário. Essa se mostrou bastante expressiva em todos os modelos analisados e indica que a suposição de inclusão do prêmio de risco sobre a dívida pública no

instrumento de política monetária – derivada do fato de que a mesma dívida é indexada a esse instrumento, conforme apresentado por Barbosa (2005b)¹⁵⁶ – parece ser crível. Dessa forma, claramente se apontam os efeitos indesejados da estrutura da dívida pública brasileira sobre a dinâmica da política monetária, no período analisado.

3.5 Modelo 3 – Efeito riqueza dos aumentos na taxa de juros

O terceiro modelo buscará analisar se, em alguma medida, o fato de um aumento na taxa de juros gerar um efeito riqueza sobre os detentores de títulos públicos tem diminuído o poder da política monetária de controlar a demanda agregada e, portanto, a inflação, como mostrado no diagrama abaixo:

$$\uparrow i \Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \uparrow \text{custo do crédito} \left\{ \begin{array}{l} \downarrow \text{investimento} \\ \downarrow \text{consumo de bens duráveis} \end{array} \right. \\ \uparrow \text{riqueza dos credores do governo} \Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \uparrow \text{poupança} \\ \uparrow \text{consumo} \end{array} \right. \end{array} \right\} \Rightarrow \uparrow \text{ ou } \downarrow \text{ demanda} \Rightarrow \uparrow \text{ ou } \downarrow \pi$$

Como ilustrado, a existência do efeito riqueza pode interferir no mecanismo de transmissão da política monetária, fazendo com que um aumento do juros (i) provoque inflação (π), ou, ao menos, reduza a inflação menos que o desejado. Dois argumentos, entretanto, podem ser usados para esse questionar a validade da proposição. O primeiro reside no fato de não ter havido no período significativas pressões de demanda sobre os índices de inflação, já que mesmo nos períodos em que houve crescimento mais forte da demanda, a capacidade instalada ainda suportava esse crescimento¹⁵⁷. O segundo diz respeito à relevância do impacto sobre a demanda agregada do aumento da renda de um estrato da população cuja elasticidade renda do consumo é muito baixa. Ou seja, um aumento na renda proveniente de uma maior remuneração pelos títulos públicos possivelmente não terá impacto significativo sobre

¹⁵⁶ O autor apenas apresenta a hipótese, sem realizar uma análise econométrica.

¹⁵⁷ A esse respeito, ver, por exemplo Ata da 123ª Reunião do Copom, de novembro de 2006: “a despeito da continuidade da expansão da demanda agregada, ainda não se antecipam descompassos relevantes no que se refere à evolução da oferta agregada ao longo dos próximos trimestres. Como ressaltado em Notas das reuniões do Copom, a trajetória da inflação mantém estreita relação com os desenvolvimentos correntes e prospectivos no tocante à ampliação da oferta de bens e serviços para o adequado atendimento à demanda”.

a demanda agregada. Ainda assim, a conjectura será investigada para verificar se tem procedência ou se os argumentos contrários à mesma são válidos.

A investigação feita será sobre o comportamento das vendas (que representam o consumo), da utilização da capacidade instalada e da inflação, em resposta a alterações na taxa de juros, na dívida pública e no percentual da dívida atrelado à SELIC. As séries utilizadas são, portanto: DVENDAS, CAPACIDADE, DIPCA, DSELIC, DDPMFI e DDIVSELIC.

3.5.1 Testes de Causalidade e Granger

Os testes de causalidade de Granger mostram que as vendas, a utilização da capacidade instalada e o IPCA sofrem precedência temporal da SELIC e da dívida pública – em alguns casos o resultado vale só para determinado número de defasagens. Com relação aos valores passados da parcela da dívida indexada à SELIC, esses influenciam apenas as vendas – para níveis de significância de até 10%, nas segunda, quarta e quinta defasagens – e a utilização da capacidade – com níveis de significância baixos. Além dessas variáveis, o IPCA também sofre influência de CAPACIDADE, mas apenas no modelo com uma defasagem.

Tabela 8
Teste de Causalidade de Granger - Modelo 3*

Hipótese Nula	Defasagens								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
SELIC não Granger-Causa VENDAS	0,66388	0,02922	0,03457	0,03235	0,08363	0,07940	0,13011	0,13497	0,17794
SELIC não Granger-Causa CAPACIDADE	0,00000	0,00003	0,00002	0,00005	0,00007	0,00013	0,00034	0,00156	0,00197
SELIC não Granger-Causa IPCA	0,01621	0,00739	0,00210	0,00135	0,00301	0,00455	0,00957	0,01273	0,00971
DPMFI não Granger-Causa VENDAS	0,24563	0,04742	0,10258	0,09196	0,13527	0,14891	0,19289	0,10208	0,15723
DPMFI não Granger-Causa CAPACIDADE	0,15127	0,10968	0,10473	0,00956	0,00255	0,00017	0,00034	0,00122	0,00248
DPMFI não Granger-Causa IPCA	0,00182	0,02982	0,02863	0,01892	0,01834	0,02586	0,04017	0,03598	0,03267
DIVSELIC não Granger-Causa VENDAS	0,23762	0,08313	0,10647	0,09095	0,07956	0,16980	0,21794	0,30251	0,39548
DIVSELIC não Granger-Causa CAPACIDADE	0,00066	0,03074	0,03745	0,00106	0,00088	0,00006	0,00012	0,00047	0,00115
DIVSELIC não Granger-Causa IPCA	0,31831	0,42131	0,39864	0,30500	0,24795	0,37168	0,42697	0,50165	0,64744
VENDAS não Granger-Causa IPCA	0,64849	0,12881	0,16921	0,20403	0,25186	0,52882	0,64563	0,70839	0,67193
CAPACIDADE não Granger-Causa IPCA	0,00018	0,49764	0,36286	0,13039	0,24009	0,32189	0,32390	0,37875	0,20594
VENDAS não Granger-Causa SELIC	0,12848	0,00758	0,01194	0,00578	0,01127	0,01840	0,02016	0,04570	0,05106
CAPACIDADE does not Granger Cause SELIC	0,00006	0,13721	0,22890	0,32843	0,43103	0,41450	0,52412	0,57446	0,72320
VENDAS não Granger-Causa CAPACIDADE	0,00134	0,02338	0,03875	0,01394	0,00455	0,00545	0,01417	0,01261	0,0211
CAPACIDADE não Granger-Causa VENDAS	0,00988	0,02036	0,02038	0,0225	0,0794	0,15708	0,15066	0,06522	0,07288

*Valores reportados se referem ao p-valor da estatística do Teste F.

Também pode ser comentado que a determinação do instrumento de política monetária é afetada pelas vendas e pelo grau de ociosidade da indústria – sendo que este último resultado é válido apenas para o modelo com uma defasagem e já havia sido encontrado na análise da primeira proposição apresentada nesse capítulo. E, ainda, como era de se esperar, vendas e utilização da capacidade são mutuamente influenciadas, em quase todas as defasagens.

Esses resultados mostram que as variáveis envolvidas na proposição estão relacionadas, influenciando umas às outras no decorrer do tempo. Para que tal conjectura seja confirmada, entretanto, é necessário investigar em qual sentido se dá essa influência. Se aumentos nos juros, na dívida e na dívida ‘selicada’ provocarem aumentos nas vendas e na inflação, a mesma poderá ser validada.

3.5.2 Funções Impulso-Resposta e Decomposição de Variância

O próximo passo, então é a estimação do VAR, para o cálculo das Funções Impulso-Resposta. O modelo escolhido tem nove defasagens, representando o tempo estimado para que alterações na taxa de juro provoquem algum impacto sobre o nível de preços. As variáveis com raiz unitária foram avaliadas em primeira diferença.

Ao se observar os gráficos, pode ser percebido que a maioria das respostas aos choques encontram-se próximas do eixo horizontal, sendo em grande parte não expressivas, quando também levados em conta os intervalos de confiança, representados pelas linhas pontilhadas. Uma resposta crescentemente negativa é a da utilização da capacidade a choques nos juros, o que pode revelar um temor do setor produtivo a cenários mais recessivos como consequência de juros mais altos. O aumento da ociosidade da indústria, por seu turno, teria efeitos benéficos sobre o IPCA, levando, de forma indireta, a que aumentos na SELIC provocassem quedas no índice de preços e não o contrário.

Outro impacto relevante – e positivo – é o da utilização da capacidade produtiva sobre o nível de preços, o que justifica a preocupação manifestada nas Atas do Copom com a evolução daquela variável. A composição da dívida pública também afeta positivamente o IPCA, mas isso não significa que o canal de transmissão de efeito

seja o ‘efeito riqueza’, analisado nesta subseção, já que o impacto de DIVSELIC sobre vendas não parece ser acentuado, oscilando em torno de zero.

A análise da decomposição da variância de vendas mostra que DSELIC, DDPMFI e DDIVSELIC contribuem – com aproximadamente 10% cada – para as oscilações naquela variável. Como o sentido da variação não está claro, já que foi visto que as vendas oscilam em torno de zero em resposta a choques nas variáveis em questão, não é possível comprovar que o ‘efeito riqueza’ opera, ou seja, que aumentos nos juros levem a um aumento no consumo em intensidade proporcional ao tamanho da dívida pública e de seu percentual indexado à SELIC. Logo, a hipótese de ocorrência de um

efeito riqueza aventada por autores como Mattos (2005) e Nepomuceno (2005) não foi corroborada pela evidência empírica.

A variância do IPCA, por sua vez, é composta principalmente por oscilações na utilização da capacidade instalada, no próprio índice e na dívida pública, além de contribuições relevantes também das vendas e da parcela da dívida corrigida pela SELIC, que se manifestam com alguns meses de defasagem.

A expressiva contribuição da utilização da capacidade sobre a variância do IPCA ocorre apesar de no período não terem sido observadas fortes pressões de demanda sobre a capacidade industrial. Esse fenômeno pode ser explicado pelo fato de que alterações no grau de ociosidade da indústria influenciam fortemente as decisões tomadas pela autoridade monetária, bem como o processo de formação de expectativas dos agentes. Assim, mesmo essas alterações não tendo sido um problema efetivo no período – do ponto de vista da estabilidade dos preços – acabaram por influenciar os mecanismos de formação dos preços.

Quanto à influência das vendas sobre a variância do índice de preços, era um resultado esperado, porém o que não pode ser afirmado é que essas vendas são influenciadas positivamente por aumentos na SELIC e que, portanto, é uma das perturbações geradas pela estrutura da dívida pública brasileira.

Já a contribuição da SELIC na variância do IPCA parece ser a menos expressiva, talvez por seus efeitos defasados e pela forma gradual como é conduzido o aperto ou a flexibilização da política monetária.

3.5.3 Observações Finais

Esta subseção procurou investigar a proposição que afirma que o fato de um aumento na taxa de juros gerar um efeito riqueza sobre os detentores de títulos públicos tem diminuído o poder da política monetária de controlar a demanda agregada e, portanto, a inflação. Apesar de ter sido mostrado que as variáveis taxa de juros, vendas e índice de preços estão relacionadas, sofrendo influência também da dívida pública e sua composição, não foi possível identificar um canal que revelasse que a taxa de juros tenha implicado em aumentos nas vendas, diminuindo o controle da autoridade monetária sobre a inflação. Portanto, a proposição apresentada não pôde ser corroborada pela análise empírica.

3.6 Modelo 4 – Maior sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros

O quarto bloco da avaliação empírica buscará analisar em que medida a estrutura vigente para a dívida é responsável por uma maior sensibilidade da oferta de crédito à

taxa de juros, o que implicaria em que um aumento nos juros, provocasse redução nos empréstimos, nos investimentos e no produto.

O modelo teórico analisado é:

(7)

$$credito_t = \alpha + \beta_1 credito_{t-1} + \mu_1 selic_t + \mu_2 selic_{t-1} + \phi_1 produto_t + \phi_2 produto_{t-1} + \varphi_1 risco_t + \varphi_2 risco_{t-1} + \varepsilon_t;$$

sendo α uma constante e ε_t representando os choques aleatórios ($\varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2)$). As variáveis seguidas por $t-1$ representam os valores defasados das mesmas, já que essa equação é apenas ilustrativa do modelo e a investigação do número mais apropriado de defasagens será feita apenas com a estimação do VAR.

Pode ainda ser acrescentado ao modelo que:

(8) $\mu_i = f(\Phi_i; DPMFI_i; DIVSELIC_i)$; sendo que Φ representa o conjunto das

outras informações relevantes para a determinação da sensibilidade do crédito à taxa de juros, além da dívida pública e sua composição.

A base teórica apresentada é fundamentada pelo trabalho de Aghion, Bacchetta e Banerjee (2000) e, a partir daí, se buscará analisar como as variáveis incluídas no modelo influenciam as operações de crédito no sistema financeiro e como estas afetam o produto, como o foco para o papel da estrutura da dívida pública nessa dinâmica.

3.6.1 Testes de Causalidade de Granger

Os testes de causalidade de Granger envolvendo essas variáveis procuraram responder por quais delas o produto é afetado e, ainda, se a composição da dívida e o nível dos indexadores têm afetado o PIB, por meio do impacto sobre o crédito. É importante também analisar se o crédito e o produto sofrem influência de alterações na taxa de juros.

Tabela 9
Teste de Causalidade de Granger - Modelo 4*

Hipótese Nula	Defasagens									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
SELIC não Granger-Causa CREDITO	0,33718	0,11390	0,09438	0,04030	0,02576	0,03511	0,05713	0,10805	0,14814	0,12643
DPMFI não Granger-Causa CREDITO	0,46437	0,70435	0,87360	0,95739	0,97806	0,73256	0,81418	0,89387	0,93701	0,95453
DIVSELIC não Granger-Causa CREDITO	0,50625	0,70891	0,74297	0,77937	0,85912	0,76497	0,83111	0,88901	0,91864	0,95342
RISCO não Granger-Causa CREDITO	0,02281	0,01326	0,01883	0,02173	0,01534	0,03940	0,06125	0,09416	0,13382	0,20110
PRODUTO não Granger-Causa CREDITO	0,91372	0,75002	0,91777	0,95944	0,77364	0,74774	0,81655	0,73663	0,81807	0,82859
CREDITO não Granger-Causa SELIC	0,20954	0,09138	0,12313	0,11351	0,03236	0,06681	0,05353	0,06510	0,12894	0,19036
CREDITO não Granger-Causa DPMFI	0,31597	0,14476	0,25828	0,08236	0,13335	0,16328	0,22797	0,20763	0,31380	0,40366
CREDITO não Granger-Causa DIVSELIC	0,01301	0,01379	0,03571	0,04665	0,07260	0,06964	0,06401	0,07425	0,07968	0,06824
CREDITO não Granger-Causa RISCO	0,48137	0,16726	0,07567	0,23088	0,14767	0,01937	0,03215	0,03979	0,05258	0,06239
CREDITO não Granger-Causa PRODUTO	0,83264	0,91616	0,61345	0,27036	0,15728	0,13444	0,04399	0,07512	0,08762	0,03881
DPMFI não Granger-Causa PRODUTO	0,00003	0,24768	0,60537	0,48128	0,46347	0,55183	0,55725	0,57748	0,70347	0,76302
DIVSELIC não Granger-Causa PRODUTO	0,88326	0,97053	0,44410	0,36553	0,31620	0,40862	0,51783	0,61145	0,72532	0,75231
RISCO não Granger-Causa PRODUTO	0,44582	0,83400	0,36453	0,17120	0,05358	0,02463	0,03511	0,08262	0,08516	0,12942
SELIC não Granger-Causa PRODUTO	0,00734	0,10889	0,08618	0,02182	0,01758	0,02291	0,02779	0,07440	0,10546	0,14780
DPMFI does not Granger Cause SELIC	0,00023	0,03146	0,04284	0,07625	0,14702	0,26589	0,34080	0,09320	0,12153	0,08856
DIVSELIC does not Granger Cause SELIC	0,82855	0,24243	0,29254	0,35635	0,49732	0,63274	0,67636	0,35889	0,35946	0,50149

*Valores reportados se referem ao p-valor da estatística do Teste F.

A primeira observação a ser feita, então, é que tanto o produto, quanto o crédito sofrem precedência temporal da taxa de juros¹⁵⁸, o que já era esperado. Ainda observa-se que o crédito Granger-causa o produto, resultado também esperado. Para buscar entender se a estrutura da dívida pública pode afetar a dinâmica dessas variáveis, pode-se observar como os valores passados de DPMFI e DIVSELIC podem influenciá-las. Os resultados a esse respeito mostram que: DPMFI Granger-causa SELIC e DIVSELIC não o faz; DPMFI e DIVSELIC não Granger-causam CRÉDITO; e DPMFI Granger-causa PRODUTO – na primeira defasagem - e DIVSELIC não o faz. Logo, não parece claro que a dívida pública afeta as respostas do crédito a variações na taxa de juros. Entretanto, a proposição continuará a ser investigada, para que seja mais bem compreendida.

3.6.2 Funções Impulso-Resposta e Decomposição de Variância

Após estimado um VAR, com as séries DCREDITO; DRISCO; DSELIC; DDPMFI; DDIVSELIC e PROD, foram calculadas as Funções Impulso-Resposta e a decomposição da variância das séries.

¹⁵⁸ Os valores para os quais a hipótese nula é rejeita a um nível de significância de até 10% estão marcados em negrito.

Função Impulso-Resposta Generalizada
Resposta de DCREDITO

Função Impulso-Resposta Generalizada
Resposta de PRODUTO

Crédito e produto se mostram negativamente influenciados por choques na SELIC, apesar da resposta não parecer ser muito expressiva. O produto, por sua vez, reage positivamente a choques no crédito. Essas duas constatações em conjunto mostram o resultado já anunciado, de que a SELIC afeta negativamente o produto.

Os choques na dívida pública e em sua parcela indexada à SELIC, também contribuem negativamente para o desempenho do produto; sobre o crédito, apesar de

gerarem uma resposta negativa nos primeiros meses, oscilam em torno de zero com o decorrer do tempo; e, ainda, sobre a taxa SELIC, a dívida pública parece provocar impacto negativo, apesar de não muito expressivo, e a dívida indexada à SELIC parece provocar aumento na taxa.

Função Impulso-Resposta Generalizada

Resposta de DSELIC

Para sintetizar os resultados encontrados, pode ser feito o seguinte esquema:

$$\uparrow DIVSELIC \Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \uparrow SELIC \Rightarrow \downarrow CRÉDITO; \downarrow PRODUTO \\ \downarrow CRÉDITO \Rightarrow \downarrow PRODUTO \\ \downarrow PRODUTO \end{array} \right.$$

$$\text{E, ainda: } \uparrow DPMFI \Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \downarrow CRÉDITO \\ \downarrow PRODUTO \\ \dots mas, \downarrow SELIC \end{array} \right.$$

As decomposições de variância de CRÉDITO e PRODUTO mostram igualmente que essas variáveis são influenciadas pela dívida pública e sua parcela ‘selicada’.

Decomposição de Variância de DCRÉDITO

Decomposição de Variância de Produto

3.6.3 Observações Finais

A partir dos resultados encontrados nesta subseção, pode ser concluído que a indexação da dívida pública à taxa SELIC contribui para uma dinâmica perversa, ao provocar aumentos na própria SELIC, tendo efeitos sobre o crédito e sobre o produto, além dos que os desejados pela autoridade monetária. Em outras palavras, a estrutura da dívida pública pode intensificar os efeitos recessivos de uma política monetária contracionista. Esses resultados, entretanto, não são capazes de mostrar explicitamente que a indexação à SELIC leva a uma maior sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros, mas apenas dão indícios da possibilidade da existência de tal relação. Outros fatores que também podem estar afetando essa sensibilidade seriam a magnitude da DPMFi e as medidas de risco-país, que conjuntamente têm grande participação na decomposição da variância do crédito e do produto.

4. Conclusões

O presente capítulo buscou investigar, a partir de uma análise econométrica, como a estrutura institucional da dívida pública tem interferido na atuação da política monetária. Quatro conjuntos de proposições, formulados a partir da análise histórica e da revisão da literatura, foram submetidos a uma avaliação empírica para que sua validade fosse comprovada ou questionada.

O primeiro conjunto, que procurou avaliar a conjectura de ‘inclusão da dívida na regra de reação do BC e redução de sua credibilidade na conduta antiinflacionária’, chegou ao resultado de que oscilações na dívida pública e em seu percentual corrigido pela SELIC afetam as decisões de política monetária, concluindo que o impacto dessa política é influenciado negativamente pela estrutura da dívida. Outro resultado importante foi que as expectativas de inflação também sofrem impacto daquelas variáveis, o que pode significar que a estrutura da dívida afeta a credibilidade do BC na busca pela estabilidade do nível de preços.

Já o segundo grupo de proposições procurou analisar a influência mútua entre as variáveis SELIC e risco-país: a SELIC incorpora um prêmio de risco pelos títulos públicos e, ao mesmo tempo, afeta a probabilidade percebida de *default*, aumentando

o risco. O resultado encontrado foi que existe uma interação perversa entre a taxa de juros e as medidas de risco-país, que pode estar sendo potencializada pela estrutura vigente para a dívida pública brasileira. Além disso, ambas as variáveis sofrem influência dos fundamentos do lado fiscal da economia e a indexação da dívida pública à SELIC parece ter efeitos indesejados sobre a dinâmica das mesmas.

Em relação ao terceiro conjunto, este analisou a existência de um ‘efeito riqueza dos aumentos na taxa de juros’, que poderia estar diminuindo o poder da política monetária de controlar a demanda agregada e, portanto, a inflação. Nesse caso, entretanto, não foi possível identificar um canal que revelasse que a taxa de juros tenha implicado em aumentos nas vendas (que representavam um aumento no consumo), e redução no controle da autoridade monetária sobre a inflação. Portanto, a hipótese apresentada não pôde ser corroborada pela análise empírica.

Por fim, o quarto modelo apresentado avaliou a proposição que a estrutura da dívida pública poderia implicar em uma maior sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros, levando a que um aumento nos juros, provocasse redução nos empréstimos, nos investimentos e no produto, além do desejado pela autoridade monetária. Os resultados encontrados mostram que existe uma dinâmica que relaciona, positivamente, a indexação da dívida à SELIC e a própria taxa, tendo efeitos negativos sobre o crédito e o produto. Entretanto, não foi possível mostrar explicitamente que a indexação à SELIC leva a uma maior sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros, mas apenas obter indícios da possibilidade da existência de tal relação. Em outras palavras, mostrou-se que a estrutura da dívida pública pode intensificar os efeitos recessivos de uma política monetária contracionista.

Depois de realizados os diversos conjuntos de avaliações econométricas, claramente se apontam os efeitos indesejados da estrutura da dívida pública brasileira sobre a dinâmica da política monetária no período analisado. Dessa forma, a partir de uma apreciação empírica, este capítulo contribui para complementar a análise histórica e a revisão da literatura, que já apontavam para a existência de tais efeitos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho fez um resgate histórico e da literatura a respeito das interações entre a dívida pública e a política monetária, para subsidiar a hipótese de que “a estrutura institucional da dívida pública brasileira tem causado constrangimentos à execução da política monetária”. O objetivo final era que, depois de colhidos os elementos necessários para embasar a hipótese, a mesma seria empiricamente avaliada, em seus diferentes desdobramentos.

Ao serem analisadas as origens da atual estrutura da dívida pública, foi possível compreender que havia uma funcionalidade para tal estrutura à época em que foi criada, quando a economia vivia um processo próximo ao de uma hiperinflação. Os títulos indexados à SELIC, por seguirem a trajetória da inflação muito de perto, passaram a funcionar como moeda indexada à taxa de juros – passando a assumir a função de reserva de valor da moeda. Com o desenvolvimento de aplicações de curtíssimo prazo no país pôde-se, portanto, evitar a fuga de ativos financeiros para ativos reais e a substituição da moeda nacional pela estrangeira – protegendo a economia da dolarização.

Entretanto, no contexto atual de estabilização dos níveis de preços por mais de uma década, essa estrutura não faz mais sentido. Os títulos remunerados pela SELIC não apenas não cumprem mais a funcionalidade do período de altas taxas de inflação, como podem estar gerando um expressivo ônus para a sociedade brasileira.

Esse ônus, objeto da presente investigação, foi então analisado, a partir da revisão da literatura. Feita a revisão, puderam ser montados quatro grupos de proposições, que representavam alguns dos canais pelos quais a dívida pública brasileira pode estar gerando interferências sobre a gestão da política monetária. As proposições e suas justificativas podem ser assim resumidas:

1. *Inclusão da dívida na regra de reação do BC e redução de sua credibilidade na conduta antiinflacionária*, levando a um amortecimento do impacto da política monetária sobre os níveis de inflação e produto. Para autores como Bevilaqua e Garcia (2002), a credibilidade da autoridade monetária, na busca

por atingir o intervalo estipulado para a meta de inflação, pode ser ameaçada, já que a mesma está mais exposta a escolhas e *trade-offs* entre uma política monetária apertada para conter a inflação ou evitar o impacto orçamentário de maiores taxas de juros de curto prazo. Em outras palavras, ao estipular a taxa SELIC, o BC leva também em consideração o nível e a composição da dívida pública do país e não apenas o hiato do produto e o desvio da inflação em relação à meta.

2. *Interferência mútua entre a taxa SELIC e as medidas de risco-país*, devido a, por um lado, a necessidade de incorporação de um prêmio de risco pelos títulos públicos à taxa SELIC e, por outro, a maior probabilidade esperada de *default* (e, portanto, maior risco) quanto maiores forem as taxas de juros. Barbosa (2005b), aponta para a primeira parte da proposição, ao afirmar que a indexação de parcela expressiva da dívida pública à taxa SELIC faz com que o BC tenha que embutir no cálculo dessa taxa um prêmio de risco para a remuneração dos títulos do governo. Ou seja, maiores medidas de risco, levariam a aumentos na taxa de juros básica. Por outro lado, dada a magnitude da dívida pública brasileira e seu perfil majoritariamente atrelado à SELIC, aumentos nos juros podem ter o efeito indesejado de aumento nas medidas de risco, devido à deterioração das condições efetivas de solvência e sustentabilidade da dívida e, conseqüentemente, a uma maior probabilidade de *default* atribuída ao país. Essa segunda parte da proposição é apontada por autores como Blanchard (2003), Carneiro e Wu (2005) e Nakano (2005b).
3. *Efeito riqueza dos aumentos na taxa de juros*, que diminui o poder da política monetária de controlar a demanda agregada e, portanto, a inflação. Conjectura apresentada por autores como Mattos (2005) e Nepomuceno (2005), que mostram que a elevada participação dos títulos pós-fixados eleva o efeito renda expansionista – de um aumento nos juros – quando se deseja criar um efeito contracionista.
4. *Maior sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros*, levando a que um aumento nos juros, provoque redução nos empréstimos, nos investimentos e no produto. Nossa suposição é que quanto maior for a parcela da dívida

atrelada à taxa de juros, maior será tal sensibilidade, conseqüentemente maior será também o efeito contracionista de um aumento na taxa de juros sobre a oferta de crédito para a economia nacional, numa estrutura de endividamento como a brasileira. Aghion, Bacchetta e Banerjee (2000) afirmam que taxas de juros mais elevadas, ao aumentarem o serviço da dívida e, assim, o seu estoque, reduzem a capacidade do país de tomar empréstimos futuramente, devido a uma maior probabilidade de *default* percebida. Sobrinho (2003), apesar de não considerar o aumento nas medidas de risco, mostra como um aperto monetário pode afetar o produto, usando argumentos que passam pela dívida pública: um aumento na taxa básica de juros torna a dívida pública mais atrativa, aumentando a carteira de títulos públicos em poder dos bancos, o que reduz os recursos disponíveis para empréstimos, elevando o custo do crédito, afetando, então, o ritmo da atividade econômica de forma negativa.

Para verificar a procedência dessas proposições a partir de outra perspectiva, além de buscar novos elementos para a definição dos exercícios empíricos, o capítulo seguinte à revisão da literatura fez uma reavaliação das conjecturas à luz de uma análise descritiva da gestão da dívida pública e da política monetária no período que se inicia com a implementação do regime de metas para a inflação. Essa análise se baseou na leitura dos documentos oficiais do BC e do TN, que revelavam suas próprias motivações e justificativas na condução da política econômica.

O exame da gestão da política econômica no período em questão mostrou que, por um lado, o TN e o BC possuem objetivos distintos – respectivamente, o melhor financiamento possível para o país e baixas taxas de inflação – mas, por outro, suas atuações são mutuamente influenciadas, devido ao uso comum, entre ambas as instituições, de instrumentos na condução de suas políticas. Deste modo, a consequência inevitável dessa configuração institucional é a influência recíproca da gestão da política monetária e da administração da dívida pública brasileira, criando uma perturbação potencial ao bom funcionamento de ambas.

Ao se analisar a atuação da autoridade monetária desde que entrou em vigor o regime de metas para a inflação, puderam ser extraídos alguns elementos que revelavam

indícios da influência da estrutura da dívida pública sobre os resultados da política monetária.

Um primeiro exemplo é o impacto da dívida pública sobre a desvalorização cambial – esta considerada como um dos fatores que mais contribuiu para a inflação em alguns anos em que a meta não foi atingida (2001 e 2002). Na medida em que a desvalorização do câmbio ocorreu em uma conjuntura de forte crise de confiança na economia brasileira e significativo aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais, a estrutura da DPMFi pode ter tido papel relevante nessa desvalorização. O BC, mesmo que não explicitamente, pode ter levado em conta a dívida pública em sua função de reação. As decisões de aumentar a taxa SELIC não podiam deixar de levar em conta o fato de que esses aumentos implicariam crescimento da dívida, com conseqüente elevação na percepção de risco e pressões sobre a taxa de câmbio. Assim, revela-se também uma conjuntura propícia para a ocorrência do fenômeno de dominância fiscal.

Em 2003, a maior percepção de risco com relação à economia brasileira levou a uma deterioração na formação de expectativas dos agentes e a um aumento dos custos do processo de desinflação. Nesse sentido, a estrutura da dívida pública pode ter contribuído para reduzir a credibilidade da autoridade monetária perante o público, se este entendesse que a gestão daquela política estava limitada pelos efeitos nocivos de um aumento dos juros sobre o endividamento, o que acabaria por afetar as expectativas e as próprias taxas de inflação¹⁵⁹.

Pelo fato da DPMFi ser preponderantemente indexada à SELIC e, numa conjuntura de elevada aversão ao risco – naqueles anos em que a meta não foi alcançada – essa taxa poderia estar incorporando um significativo prêmio para os detentores dos títulos públicos corrigidos pela mesma. Tal prêmio, somado ao aperto monetário necessário para que a inflação pudesse retornar à trajetória das metas, pode ajudar a explicar os elevados níveis observados para a taxa básica de juros no período, com suas implicações negativas sobre o lado real da economia brasileira.

¹⁵⁹ Para validar a relevância dessa hipótese no contexto mencionado, vale lembrar que nos primeiros meses daquele ano, o novo governo realizou aumentos na já elevada SELIC, que eram aparentemente injustificados, argumentando a necessidade de uma atuação firme por parte do BC para reverter as expectativas.

A partir de meados de 2003, tanto as expectativas, como a própria taxa de inflação, entram em trajetória de convergência para as metas estipuladas pelo CMN, que parecem recuperar o papel de âncora nominal na busca pela estabilidade de preços. Assim sendo, e apesar de a meta não ter sido cumprida em boa parte do período, pode-se considerar que a autoridade monetária foi bem sucedida no controle da inflação desde a adoção do regime de metas.

Ainda que a autoridade monetária tenha sido bem sucedida, pode ter havido alguma influência negativa da institucionalidade vigente para a dívida pública naqueles anos em que a meta inflacionária não foi atingida. E, além disso, sobre os custos do processo de desinflação e sobre as elevadas taxas de juros praticadas no período, visando cumprir as metas ou retornar à sua trajetória, com as conseqüentes perdas no que diz respeito ao nível de atividade. O sucesso do processo de desinflação, por sua vez, pode ter contado com a colaboração de uma mudança gradual do perfil da dívida pública, que foi se tornando mais saudável, no sentido aqui proposto, a partir do final de 2004. Dessa forma, a investigação das proposições apresentadas mostrou-se procedente e, portanto, as mesmas foram objeto de avaliação empírica no capítulo seguinte.

O último capítulo, então, se dedicou à investigação empírica dos quatro conjuntos de proposições apresentados. A metodologia empregada se baseou em modelos de Vetores Auto-Regressivos (VAR), com o uso de séries mensais de janeiro de 2000 a agosto de 2007¹⁶⁰. A análise dos modelos foi feita através de Testes de Causalidade de Granger, Funções Impulso-Resposta e Decomposições de Variância.

Depois de realizados os diversos conjuntos de análises econométricas, claramente puderam ser apontados diversos efeitos indesejados da estrutura da dívida pública brasileira sobre a dinâmica da política monetária no período analisado. Dessa forma, a apreciação empírica pôde contribuir para complementar a análise histórica e a revisão da literatura, corroborando algumas das proposições então apresentadas.

¹⁶⁰ Corte temporal delimitado pela disponibilidade de dados.

Dentre os principais resultados encontrados após a realização da avaliação empírica, podem ser apontados os seguintes:

- ✓ Oscilações na dívida pública e em seu percentual corrigido pela SELIC afetam as decisões de política monetária, quanto ao patamar a ser fixado para a taxa de juros. Esse resultado mostra que, no regime de metas para a inflação, o BC, ao determinar a SELIC, pode estar levando em conta os impactos de sua decisão sobre a DPMFi, podendo estar submetido a um *trade-off* entre menores taxas de inflação e menores níveis para a dívida pública.
- ✓ As expectativas de inflação também sofrem impacto da estrutura da dívida pública, que, portanto, pode estar afetando a credibilidade do BC na busca pela estabilidade do nível de preços. Nesse contexto, a diminuição da credibilidade da autoridade monetária no regime de metas pode ocorrer justamente pela percepção do público de que existe o *trade-off* mencionado
- ✓ A SELIC é influenciada pelas medidas de risco, e por isso, pode estar incorporando um prêmio de risco pelos títulos públicos. Ao mesmo tempo, a SELIC afeta as medidas de risco-país – por afetar a probabilidade percebida de *default*. E, ainda, essa interação perversa entre a taxa de juros e as medidas de risco-país é potencializada pela estrutura vigente para a dívida pública brasileira. Portanto, no caso da vigência de uma outra estrutura para a DPMFi, o patamar das taxas de juros, necessário para atingir os objetivos de política monetária, poderia ser menor do que o efetivamente observado. Menores taxas de juros, por sua vez, implicariam em menores medidas de risco e, em situações de crise, os impactos do risco sobre a taxa de câmbio e desta sobre a inflação também seriam menores.
- ✓ Além disso, as variáveis RISCO e SELIC sofrem influência dos fundamentos do lado fiscal da economia e a indexação da dívida pública à SELIC parece ter efeitos indesejados sobre a dinâmica das mesmas, confirmando que um perfil mais saudável para a dívida – e para os fundamentos fiscais, em geral – implica em uma dinâmica mais saudável para a política monetária.
- ✓ Não foi possível identificar um canal que revelasse que a taxa de juros tenha implicado em aumentos nas vendas (que representavam um aumento no consumo), e redução no controle da autoridade monetária sobre a inflação. Portanto, a proposição da existência de um ‘efeito riqueza’ dos aumentos na taxa de juros, apresentada na seção 3.5 (Capítulo III) não pôde ser corroborada

pela análise empírica. Essa proposição já havia sido previamente questionada por argumentos como: inexistência, no período analisado, de significativas pressões de demanda sobre os índices de inflação, já que mesmo nos períodos em que houve crescimento mais forte da demanda, a capacidade instalada ainda suportava esse crescimento; e pequena relevância do impacto sobre a demanda agregada do aumento da renda de um estrato da população cuja elasticidade renda do consumo é muito baixa.

- ✓ Por fim, existe uma dinâmica que relaciona, positivamente, a indexação da dívida à SELIC e a própria taxa, tendo efeitos negativos sobre o crédito e o produto. Essa dinâmica revela indícios de que a indexação à SELIC leva a uma maior sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros, ou em outras palavras, mostrou-se que a estrutura da dívida pública pode intensificar os efeitos recessivos de uma política monetária contracionista, numa intensidade superior à desejada. Outros fatores que parecem afetar negativamente o crédito e o produto são o próprio montante da DPMFi e as medidas de risco, o que reforça a suposição que a estrutura da dívida, em seu sentido mais amplo, tem impacto negativo sobre o lado real da economia.

O estudo realizado nesta dissertação, resumido nas páginas anteriores, foi motivado pela relevância do tema para a economia brasileira nos dias de hoje e por acreditar que a questão da institucionalidade da DPMFi e seus efeitos sobre o exercício da política monetária ainda parecem ser pouco explorados. Mais especificamente, a literatura a respeito do tema ainda carece de estimações empíricas das implicações efetivas do problema.

Os resultados encontrados na análise, em suas múltiplas formas – teórica, histórica e empírica – contribuíram para mostrar que a estrutura da dívida pública brasileira tem imposto constrangimentos à execução da política monetária. Os constrangimentos sofridos pela autoridade monetária expressam-se de diversas formas, como, por exemplo, pela necessidade de inclusão da dívida pública como uma das preocupações do BC, ao determinar a taxa de juros; ou pela incorporação de um prêmio de risco sobre os títulos públicos na taxa SELIC, fazendo com que a mesma seja maior do que o necessário.

Cabe lembrar que, nem a construção de uma função de reação para o BC, e tampouco uma avaliação crítica do regime de metas de inflação, fizeram parte dos objetivos deste trabalho. A análise aqui realizada se concentrou em mostrar, dado que a política monetária se baseia naquele regime, como a atuação do BC pode estar sendo influenciada pela DPMFi.

A dinâmica perversa encontrada, mostra que a estrutura institucional da dívida pública brasileira tem imposto dificuldades para que a autoridade monetária seja bem sucedida no controle da inflação, ou tem feito com que esse controle seja realizado com maiores taxas de sacrifício. Entretanto, a retomada das expectativas e da própria taxa de inflação para a trajetória das metas, a partir de meados de 2003, somada ao processo de flexibilização da política monetária, a partir do final de 2005, mostram que a conquista da estabilidade de preços pode estar sendo obtida com menores custos, podendo ser acompanhada de uma retomada do crescimento econômico, a taxas mais expressivas.

Essa nova dinâmica, pode indicar a entrada em um círculo virtuoso e, ao mesmo tempo, ajudar a corroborar a proposição de interação entre política monetária e dívida pública, já que esta também vem melhorando seu perfil – com o aumento da dívida pré-fixada e corrigida por índices de preços, em detrimento da dívida atrelada às taxas de juros e de câmbio. Com uma dívida mais saudável, o prêmio de risco incorporado à SELIC pode ser menor, a atuação da autoridade monetária se torna mais crível, entre outros benefícios, que levam à obtenção de baixas taxas de inflação com taxas de juros menores do que as antes vigentes. Menores juros, por sua vez, diminuem os compromissos do TN com seus credores, reduzindo não só a parcela da dívida indexada à SELIC, mas até mesmo a DPMFi como um todo.

Embora possa parecer que o problema aqui abordado deixou de existir, ou que a dívida pública não está mais causando constrangimentos à política monetária, deve ser ressaltado que apenas suas proporções mudaram, mas a estrutura hoje vigente é a mesma que a do início do período analisado – apenas menos problemática. Em outras palavras, não houve mudança institucional e TN e BC continuam a usar um instrumento em comum, apesar de possuírem diferentes objetivos de política econômica. No caso da emergência de uma necessidade de aperto monetário, a dívida

pode voltar a influenciar negativamente a atuação da autoridade monetária. Ou ainda, na incidência de uma crise externa, a composição da dívida pode deteriorar-se e o problema voltar a se manifestar.

Assim, espera-se que o resultado encontrado nesta dissertação colabore para mostrar que a política que vem sendo adotada pelo TN, de mudança na composição da dívida pública brasileira, tem sido acertada, não apenas por “minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco [de refinanciamento e de mercado] e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos”¹⁶¹, mas ainda por gerar um ambiente saudável para a gestão da política monetária e da política econômica, em geral.

¹⁶¹ Tesouro Nacional, Plano Anual de Financiamento (2001 a 2006).

ANEXO I: A DÍVIDA PÚBLICA E SEUS DIFERENTES COMPONENTES¹⁶²

A Dívida Líquida do Setor Público - DLSP corresponde às obrigações do setor público (dívidas interna e externa e base monetária, dentre outras), deduzidas do montante de seus créditos, ambos junto ao sistema financeiro, ao setor privado não financeiro e ao resto do mundo. A DLSP é desmembrada em dívida de responsabilidade do governo central (Tesouro Nacional, Banco Central e Previdência Social), dos governos estaduais, dos municípios e, por último, das empresas estatais que integram as três esferas de governo. Economicamente, constitui-se no principal indicador do endividamento público e de sua sustentabilidade ao longo do tempo, sendo analisada principalmente em relação ao Produto Interno Bruto (PIB).

A Dívida Líquida do Governo Central – DLGC é composta pelo total de obrigações internas e externas de responsabilidade do Tesouro Nacional, do Banco Central e da Previdência Social, deduzidos seus créditos financeiros junto à sociedade. Tais obrigações podem ser contraídas principalmente por meio da celebração de contratos ou por emissão de títulos. No âmbito da DLGC, a Dívida Mobiliária Federal (interna e externa) é o instrumento básico de gestão, sendo aquela que, em última instância, determina a dinâmica da evolução da composição, dos prazos e riscos do Governo Central.

A DPMFi inclui todos os títulos da **Dívida Pública Mobiliária Federal interna**, em circulação no mercado, emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central (NBC-E).

A Dívida Pública Federal – DPF corresponde à consolidação da DPMFi com a **Dívida Pública Federal externa – DPFe**. Essa última é composta pelas dívidas mobiliárias – tanto pela reestruturada (Bradies), como pelos novos bônus (Globais e Euros, dentre outros) – e pela Dívida Contratual Externa (BID/BIRD, Clube de Paris e Agências Governamentais).

¹⁶² Fonte: Tesouro Nacional, Plano Anual de Financiamento, vários números.

ANEXO II: DÍVIDA EXTERNA

Também merece menção a inclusão das diretrizes para o planejamento das emissões externas, cujo processo de transferência da atribuição de emissão para o Tesouro Nacional, em 2004, teve início com a criação do Comitê Estratégico de Gestão da Dívida Externa – CODEX.

O Tesouro Nacional e o Banco Central firmaram, em 7 de janeiro de 2004, um acordo regendo a operação da Dívida Pública Mobiliária Federal externa – DPMFe em 2004 e a transferência ao Tesouro Nacional de todos os temas relacionados à administração da dívida externa, a ser realizada ao longo desse ano (conforme o Diário Oficial da União, de 8 de janeiro de 2004 – seção 3).

Por este acordo, também foi criado o Comitê Estratégico de Gestão da Dívida Externa – CODEX, composto pelo Secretário do Tesouro Nacional, pelo Secretário-Adjunto responsável pela administração da Dívida Pública Federal – DPF, pelo Diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central e pelo Chefe do Departamento da Dívida Externa e de Relações Internacionais (DERIN) da referida instituição. A principal função deste comitê será estabelecer as diretrizes e aprovar as operações de emissão de títulos da República no mercado internacional e operações de recompra e de reestruturação de títulos da dívida externa brasileira.

O acordo estabelece os termos da plena transferência da atribuição do gerenciamento da dívida externa ao Tesouro Nacional, em conformidade com que o já havia sido estabelecido no Decreto nº 4.643, de 24.03.2003. Ao longo da última década, diversos elementos desta atividade vinham sendo desempenhados pelo Banco Central, através de convênio firmado entre as instituições. Segundo o TN, com o Acordo de Transição, dá-se um passo importante rumo ao aumento da transparência na separação entre as políticas monetária e fiscal. Os esforços da instituição, nesse sentido, são mostrados na seguinte passagem do PAF 2005:

A busca pela separação clara entre as funções de política fiscal e monetária, atribuindo-as ao Tesouro Nacional e ao Banco Central, respectivamente, vem sendo perseguida desde o início do processo de redemocratização. Neste sentido, desde 1993, têm sido impetrados esforços no intuito de centralizar em uma única unidade governamental a responsabilidade pelo gerenciamento de todos os compromissos financeiros do Governo Federal.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGHION, P., BACCHETTA, P., BANERJEE, A. “A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises”. *European Economic Review*, vol. 44, n° 4-6, p.: 728-738, 2000.

ARAÚJO, C. H. V. “Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil – Aspectos Históricos e Operacionais”. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n° 12, p. 1-60, janeiro, 2002.

ARVATE, P. R. & LEITE, M. G. “Uma Visão Institucional para a Dívida Pública no Brasil”. *Revista de Economia Política*. São Paulo, vol.22, n° 4 (88), outubro-dezembro/2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Atas do Copom, Vários Números, Relatórios de Inflação, Vários Números, Carta Aberta ao Ministro da Fazenda, Vários Números. (www.bcb.gov.br).

BARBOSA, F. H. *O Sistema Financeiro Brasileiro*. 1995 (mimeo).

_____. “A inércia da taxa de juros na política monetária”. *Ensaio Econômico EPGE*, n° 534. Rio de Janeiro, 2004.

_____. “The Contagion Effect of Public Debt on Monetary Policy: The Brazilian Experience”. *Ensaio Econômico EPGE*, n°591. Rio de Janeiro, junho, 2005a.

_____. “O Mistério da Taxa de Juros Real”. *Conjuntura Econômica*, vol. 59, n° 11, p.: 13, novembro, 2005b.

BARRO, R. J. & GORDON, D. B. “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”. *NBER Working Paper Series*, n° 1079, 1983.

BIASOTO JÚNIOR, G. “Plano Collor: A Necessidade Manipulada”. Em F. Mendonça (org.) *A Dívida Pública Brasileira*. Brasília, Ed. Plenarium, 2005.

BLANCHARD, O. “Monetary Policy and Unemployment”. *Remarks at the Conference Monetary policy and the labor market. A conference in honor of James Tobin*, New School, November, 2002.

_____. *Fiscal Dominance and Inflation Targeting: lesson from Brazil*. Versão preliminar. Jun. 2003. Disponível em <http://econ-www.mit.edu/faculty/blanchar/files/files/fiscal2003.pdf>

BLINDER, A. “What Central Bankers Could Learn from Academics – and vice-versa”. *Journal of Economic Perspectives*, v. 11, n°591

BEVILAQUA, A. S. & GARCIA, M. G. P. “Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead.” *International Journal of Finance and Economics*; jan. 2002.

BEVILAQUA, A., M. MESQUITA & A. MINELLA. "Brazil: taming inflation expectations", *Working Paper Series*, Banco Central do Brasil, Brasília, nº 129, janeiro, 2007.

BOGDANSKI, J. TOMBINI, A. A. & WERLANG, S. R. da C. "Implementing Inflation Targeting in Brazil". *Working Paper Series*, Banco Central do Brasil, Brasília, nº 1, julho, 2000.

BRESSER-PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. "Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade". *Revista de Economia Política*, vol. 22, nº 3, p.: 146-180, julho-setembro, 2002.

CANUTO, O. "Títulos Indexados ao PIB". *O Estado de São Paulo*, 18 de novembro de 2006.

CARNEIRO, D. D. & WU, T. Y. H. *Dominância Fiscal e Desgaste Do Instrumento Único de Política Monetária no Brasil*. Instituto de Estudos de Política Econômica Casa Das Garças, Texto Para Discussão nº 7, Maio de 2005.

CARVALHO, J. C. J. de *et al.* *Finanças Públicas Brasileiras: Algumas Questões e Desafios no Curto e no Médio Prazos*. IPEA, Texto para Discussão, nº 977. Brasília, Agosto/2003.

CASTRO, L. B. de. "Esperança, Frustração e Aprendizado: A História da Nova República (1985-1989)". Em Giambiagi *et alli* (org.), *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro. Elsevier, 2005.

CERISOLA, M. & GELOS, R.G. "What Drives Inflation Expectations in Brazil? An Empirical Analysis". *IMF Working Paper* nº 05/109, Washington, DC, 2005.

DELFIN NETTO, A. "Déficit Nominal Zero". *Economia e Tecnologia*, Centro de Pesquisas Econômicas da Universidade Federal do Paraná, ano 01, vol. 02, julho-agosto, 2005.

FAVERO, C. A. & GIAVAZZI, F. "Why are Brazil's Interest Rates so High?". *Working Paper Series*, nº 224, IGIER, Università Bocconi, Milano, julho, 2002.

FONSECA-NETO, F. de A. & TEIXEIRA, J. R. "Sustentabilidade da Dívida Pública no Brasil". *Revista Economia*, Brasília, v. 7, n. 1, p. 101-132, jan./jul. 2006.

FREITAS, P. S. de; MINELLA, A. & RIELLA, G. "Metodologia de Cálculo da Inércia Inflacionária e dos Efeitos dos Choques dos Preços Administrados". *Notas Técnicas do Banco Central*, nº 22, julho, 2002.

GARCIA, M. G. P. "Política Monetária e Cambial: algumas lições do período 1991-1994". *Estudos Econômicos*. São Paulo, vol. 25, nº 3, p. 329-353, setembro-dezembro, 1995.

_____. "Dívida Pública e Metas para Inflação". *Valor Econômico*, 08/01/2001 (2001a).

_____. “Dívida Pública: O Ótimo é Inimigo do Bom”. *Valor Econômico*, 22/06/2001 (2001b).

_____. “Public Debt Management, Monetary Policy and Financial Institutions”. Mimeo, PUC-RJ, junho, 2002.

GIAMBIAGI, F. “Rompendo com a Ruptura: o Governo Lula (2003-2004)”. Em Giambiagi *et alli* (org.), *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro. Elsevier, 2005.

GOMES, C. & HOLLAND, M. “Regra de Taylor e Política Monetária em Condições de Endividamento Público no Brasil”. *Economia*, Niterói (RJ), vol. 4, nº 2, p.: 333-361, jul./dez., 2003.

GRAGNANI, J. A. “Gestão da Dívida Pública no Brasil”. Em F. Mendonça (org.) *A Dívida Pública Brasileira*. Brasília, Ed. Plenarium, p.: 164-175, 2005.

HERMANN, J. “Reformas, Endividamento Externo e o ‘Milagre Econômico’ (1964-1973)”. Em Giambiagi *et alli* (org.), *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro. Elsevier, 2005.

HERRERA, S. “Policy Mix, Public Debt Management and Fiscal Rules: lessons from the 2002 brazilian crisis”. *W. B. Policy Research Working Paper*, nº 3515, fevereiro, 2005.

IPEA, *Boletim de Conjuntura*, nº 68, março, 2005.

_____, *Boletim de Conjuntura*, nº 78, setembro, 2007.

KYDLAND, F. E. & PRESCOTT, E. C. “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”. *The Journal of Political Economy*, vol. 85, nº 3, p. 473-492, jun. 1977.

KREGEL, J. A. *The Brazilian Crisis: From Inertial Inflation to Fiscal Fragility*. Mimeo, 2000.

_____. “Using Minsky to Analyse the Impact of International Development Finance on International Financial Stability”. *Working Papers Series*, nº 33, abr. 2004.

LEICHSENRING, D. R. *Endogeneidade e Mecanismos de Transmissão entre a Taxa de Juros Doméstica e o Risco Soberano: uma Revisita aos Determinantes do Risco-Brasil*. Dissertação de Mestrado. USP, São Paulo, 2004.

LLUSSÁ, F. A. J. *Credibilidade e Administração da Dívida Pública: um Estudo para o Brasil*. Dissertação de Mestrado, FGV, São Paulo, 1998.

LOUREIRO, A. S. & BARBOSA, F. H. *Dívida Pública e Prêmio de Risco dos Títulos Públicos no Brasil*. Notas Técnicas do Banco Central, nº 42, nov. 2003.

MCCALUM, B. T. “Two Fallacies Concerning Central Bank Independence”. *NBER Working Paper Series*, nº 5075, 1995.

MATTOS, C. “Aspectos Teóricos da Dívida Pública: Aplicações para o Brasil”. Em F. Mendonça (org.) *A Dívida Pública Brasileira*. Brasília, Ed. Plenarium, p.73-107, 2005.

MEIRELLES, B. B. e AFONSO, J. R. R. “Carga Tributária Global no Brasil, 2000/2005: cálculos revisitados”. Núcleo de Estudos de Políticas Públicas – NEPP, Caderno nº 61. Campinas, março, 2006

MENDONÇA, F. “Evolução Recente da Dívida Pública Brasileira”. Em F. Mendonça (org.) *A Dívida Pública Brasileira*. Brasília, Ed. Plenarium, p.: 21-70, 2005.

MENDONÇA, H. F. de. “A Teoria da Independência do Banco Central: uma interpretação crítica”. *Estudos Econômicos*. São Paulo, vol. 30, nº 1, p. 101-127, janeiro-março, 2000.

_____. “Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas: Vantagens e Desvantagens de Duas Estruturas para Estabilização”. *Revista de Economia Política*, vol. 23, nº 89, janeiro-março/2003.

MINELLA, A., FREITAS, P. S. de, GOLDFAJN, I. & MUINHOS, M. K. “Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility”. *Working Paper Series*, Banco Central do Brasil, Brasília, nº 77, julho, 2003.

MISSALE, A & GIAVAZZI, F. “Public Debt Management in Brazil”. *NBER Working Paper Series*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, março, 2004.

MODENESI, A. de M. Regimes Monetários – Teoria e a Experiência do Real. Barueri, Manole, 2005.

MODIANO, E. “A Ópera dos Três Cruzados”. Em. M. de P. Abreu (org.), *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro. Campus, 1989.

NAKANO, Y. “O Regime Monetário, a Dívida Pública e a Alta Taxa de Juros”. *Conjuntura Econômica*, vol. 59, no 11, p.: 10-12, novembro, 2005a.

_____. “Intolerância ao Endividamento”. Em F. Mendonça (org.) *A Dívida Pública Brasileira*. Brasília, Ed. Plenarium, p.: 129-130, 2005b.

NEPOMUCENO, E. M. *Gestão da Dívida Pública Pré Fixada no Regime de Metas de Inflação Brasileiro*. Dissertação de Mestrado, FGV, Rio de Janeiro, 2005.

NUNES, S. P. P. & NUNES, R. da C. “Relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central: aspectos da coordenação entre as políticas fiscal e monetária no Brasil.” *IV Prêmio de Monografia Tesouro Nacional*, Brasília, ESAF, 1999.

PASTORE, A. C. “A Reforma Monetária do Plano Collor”. Em C. de Faro (org.), *O Plano Collor – Avaliação e Perspectiva*. Rio de Janeiro. Livros Técnicos e Científicos Editora, 1990.

PAULA, L. F. R. DE “Liquidez e Zeragem Automática: Crítica da Crítica”. *Estudos Econômicos*. São Paulo, vol. 26, n° 3, p. 411-439, setembro-dezembro, 1996.

PIRES, M. C. de C. *Sustentabilidade da Dívida Pública e Choques Exógenos no Brasil*, Mimeo, 2005. Disponível em:
http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/sustentabilidade_da_divida_publica_e_choques_exogenos.pdf. Acesso em 15/09/2005.

RAZIN, A. & SADKA, E. “Country Risk and Capital Flow Reversals”. *NBER Working Paper Series*, n° 8171, 2001.

_____. “A Brazilian Debt-Crisis”. *NBER Working Paper Series*, n° 9160, 2002.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. & SAVASTANO, M. A. “Debt Intolerance”. *NBER Working Paper Series*, n° 9908, 2003.

ROGOFF, K. S. “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, n° 4, p. 1169-1189, November, 1985.

SAYAD, J. “Dívida Pública: Quarenta Anos de Frustrações”. Em F. Mendonça (org.) *A Dívida Pública Brasileira*. Brasília, Ed. Plenarium, p.: 124-128, 2005.

SCHWARTSMAN, A. “Inflation Targeting, Fiscal Feedbacks and Multiple Equilibria”. Seminários Acadêmicos IPE/USP, São Paulo, 2002.

SICSÚ, J. “A Tese da Independência do Banco Central e a Estabilidade de Preços: uma aplicação do Método-Cukierman à história do FED”. *Estudos Econômicos*. São Paulo, vol. 26, n° 1, p. 21-49, janeiro-abril, 1996.

_____. “Expectativas inflacionárias no regime de metas de inflação: uma análise preliminar do caso brasileiro”. *Economia Aplicada*, vol. 6, n° 4, p.: 703-11, 2002.

SIMS, C. A.; STOCK, J. H. & WATSON, M. W. “Inference in Linear Time Series Models with some Unit Roots”. *Econometrica*, vol. 58, n° 1, p.113-144, jan. 1990.

SOBRINHO, N. F. S. *Uma Avaliação do Canal de Crédito no Brasil*. Dissertação de Mestrado. USP, São Paulo, 2003.

STOCK, J. H. & WATSON, M. W. “Vector Autoregressions”. *Journal of Economic Perspectives*, março, 2001.

SOBREIRA, R. “Dívida Pública Federal Interna: Evolução e Perspectivas de Alongamento”, Em R. Sobreira e M. A. Ruediger (orgs.), *Desenvolvimento e Construção Nacional: política econômica*. Editora FGV, Rio de Janeiro, 2005.

TAYLOR, J. “Discretion versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214, 1993.

TESOURO NACIONAL. Plano Anual de Financiamento, Vários Números, Relatório Anual da Dívida Pública, Vários Números. (www.tesouro.fazenda.gov.br).

TOMBINI, A. A. & ALVES, S. A. L. “The Recent Brazilian Desinflation Process and Costs”. *Working Paper Series*, Banco Central do Brasil, Brasília, nº 109, junho, 2006.

VALOR ECONÔMICO. *Procura-se LFT*, em 10 de abril de 2006.

WOODFORD, “The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy”. *The American Economic Review*, vol. 91, nº 2, p. 232-237, may, 2001.