



UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
"JÚLIO DE MESQUITA FILHO"

FACULDADE DE CIÊNCIAS E LETRAS

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS E AS LFT'S NA
COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA: UM ESTUDO DE SUA
RELAÇÃO COM OS JUROS ELEVADOS BRASILEIROS NO
PERÍODO 2007-2015**

Aluno: Vinícius de Oliveira Alves

Orientador: Prof. Dr. Paulo Cesar Brigante

ARARAQUARA – SP

2017

VINÍCIUS DE OLIVEIRA ALVES

**AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS E AS LFT'S NA
COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA: UM ESTUDO DE SUA
RELAÇÃO COM OS JUROS ELEVADOS BRASILEIROS NO
PERÍODO 2007-2015**

Monografia apresentada ao Departamento de
Economia da Faculdade de Ciências e Letras –
UNESP/Araraquara, como requisito para
obtenção do título de bacharel em Ciências
Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Cesar Brigante

Examinador: Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande

ARARAQUARA – SP

2017

AGRADECIMENTOS

Inicialmente gostaria de agradecer a Deus, aquele que me deu a vida. A sua bênção possibilitou a presença de grandes pessoas no meu cotidiano e, além disso, o seu apoio permitiu a superação das dificuldades encontradas em toda a minha trajetória.

Aos meus pais, Jussara e Miguel, pelo apoio diário, ainda que estivessem distantes na maior parte do tempo. A ajuda deles foi determinante para a realização dos meus objetivos na universidade.

Aos meus colegas de curso, cujos caminhos se cruzaram com os meus. O convívio diário fortaleceu os nossos laços afetivos e tornou nossa graduação mais produtiva e divertida.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Paulo Cesar Brigante, pela dedicação, pela paciência e por muitos ensinamentos, desde as aulas das disciplinas de Economia Brasileira até a ajuda na construção desta monografia.

Por fim, sou muito grato ao apoio de todos os professores que passaram pela minha vida, em especial, os docentes da UNESP, cujos saberes foram e são fundamentais para a construção de novas etapas que virão pela frente.

A todos vocês, muito obrigado.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo examinar a relação entre desequilíbrios fiscais e persistência de elevadas taxas de juros no Brasil. A análise é feita para o período 2007-2015. Inicialmente, a monografia faz um apanhado geral das visões sobre teoria monetária, dando ênfase ao papel da moeda e dos juros nos modelos convencionais dos Bancos Centrais. Além disso, aponta a existência da chamada Teoria Fiscal do Nível de Preços como um fundamento teórico essencial para as conclusões do trabalho. Por fim, discute-se a relação da política monetária do período com a política fiscal enfocando o papel dos mecanismos de transmissão bem como da evolução da participação das Operações Compromissadas e das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) na Dívida Pública.

Palavras-chave: Operações Compromissadas. LFTs. Dívida Pública

ABSTRACT

The present study aims to examine the relationship between fiscal imbalances and persistence of high interest rates in Brazil. The analysis is done for the period 2007-2015. Initially, the monograph gives a general overview of the views on monetary theory, with emphasis on the role of money and interest in the conventional models of the Central Banks. In addition, it points to the existence of the so-called Price Theory Fiscal Theory as an essential theoretical basis for the conclusions of the work. Finally, the relationship between the monetary policy of the period and the fiscal policy is discussed, focusing on the role of the transmission mechanisms as well as the evolution of the participation of Commitments and Financial Treasury Bills (LFTs) in Public Debt.

Keywords: Compromised Operations. LFTs. Public debt.

SUMÁRIO

1. Introdução.....	8
2. A discussão sobre juros e inflação na literatura internacional.....	10
2.1. O papel da moeda na visão dos economistas monetaristas, pós-keynesianos, novos-clássicos e novos-keynesianos.....	10
2.2. A política monetária nos modelos usuais e sua relação com os juros elevados.....	13
2.3. Taxa de juros e inflação nos modelos baseados na Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP).....	16
2.4. A hipótese neofisheriana.....	18
3. Avaliação do caso brasileiro.....	22
3.1. Históricos das taxas de juros e o debate atual no Brasil.....	22
3.2. Os mecanismos de transmissão da política monetária.....	25
3.3. As Letras Financeiras do Tesouro e <i>Yield Curve</i>	28
3.4. Segmentação do mercado de crédito: o crédito direcionado e a ineficácia da política monetária.....	32
3.5. A relação entre o mercado monetário e o mercado de dívida pública.....	35
4. As operações compromissadas e as LFTs na composição da dívida pública no período 2007-2015.....	39
4.1. As operações compromissadas e sua evolução recente.....	39
4.2. A relação entre o BC e o TN: a dificuldade de rolagem dos títulos pré-fixados, o aumento das operações compromissadas e a redução das LFTs.....	42
4.3. Avaliação da evolução da taxa Selic e o agravamento do quadro fiscal atual.....	48
5. Considerações finais.....	51
6. Referências bibliográficas.....	53

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Taxa Selic fixada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) x Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) x Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) (1996-2015) (em % a.a).....	23
Gráfico 2: Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas (fluxos acumulados de 2007 a 2015).....	40
Gráfico 3: Percentual dos títulos indexados à taxa Selic (LFTs) na DPMFi (2007-2015)..	43
Gráfico 4: Saldo das LFTs na DPMFi (em R\$ milhões) (2007-2015).....	43
Gráfico 5: Saldo das operações compromissadas (em R\$ milhões) (2007-2015).....	44
Gráfico 6: Participação das operações compromissadas na composição da DLSP (2007-2015) (em % do PIB).....	46
Gráfico 7: Taxa Over Selic (2007-2015) (em % a.a).....	48
Gráfico 8: Dívida Bruta do Governo Geral (2007-2015) (em % do PIB).....	50

1. Introdução

O Brasil registra uma das maiores taxas de juros do mundo. Trata-se, na visão de diversos economistas, do principal problema da economia brasileira após o fim do período de inflação crônica (1980-1994), extirpado com o Plano Real. O tema é controverso e tem sido fonte de debates constantes entre os economistas, evidenciando sua relevância na Ciência Econômica.

A discussão é ampla e não há uma resposta definitiva para o dilema dos juros altos. Uma das possíveis explicações é a chamada concepção fiscalista, cujo argumento principal aponta que a rigidez monetária em uma economia é fruto de desequilíbrios fiscais. Contudo, há um sem-número de questões monetárias relacionadas aos aspectos fiscais.

No modelo atual de metas inflacionárias existem opiniões de que os juros sobem mais do que o necessário para ancorar as expectativas inflacionárias. O motivo para tal constatação é bastante debatido na literatura e tem relação com a chamada obstrução parcial dos mecanismos de transmissão da política monetária.

A utilização da taxa de juros de curto prazo perde eficácia por causa da existência de diversos fatores que atrapalham os denominados canais de transmissão da política monetária, entre eles: a segmentação do mercado de crédito, a truncada estrutura a termo da taxa de juros e a conexão “umbilical” entre o mercado monetário e mercado de dívida pública. Tais elementos causam impactos fiscais que, por sua vez, necessitam de juros mais elevados para contornar o problema.

A hipótese central deste trabalho é que os impactos fiscais derivados destes fatores decorrem não somente dos elevados níveis das taxas de juros, mas também da variação necessária para que seus efeitos se realizem sobre os índices de preços.

A anomalia mais discutida recentemente é a truncada estrutura a termo da taxa de juros. Esta é representada por uma curva de rendimentos, aquela que representa o prazo e a respectiva remuneração dos detentores de papéis do Tesouro Nacional (TN) e do Banco Central do Brasil (BCB), pouco alongada. Portanto, o formato da curva de rendimentos é concentrado no curto prazo e tem sérias implicações para a autoridade monetária.

Uma das implicações é a elevada demanda por títulos públicos indexados à taxa de juros, em especial as pós-fixadas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). A presença

elevada das LFTs na composição da dívida pública neutraliza o efeito-riqueza de seus detentores e dificulta o financiamento das contas públicas.

Desde 2006, o BCB tem feito políticas para reduzir a participação dos títulos pós-fixados e obteve relativo êxito. A participação das LFTs foi reduzida de 35% para 20% da dívida pública no período 2007-2015. Entretanto, por diversos motivos, o TN teve dificuldades para vender títulos prefixados, muito em função da existência das chamadas operações compromissadas. Este problema começa a se manifestar a partir da mudança de postura fiscal do governo após a crise de 2008/09, agravando o desequilíbrio fiscal subsequente.

As operações compromissadas são um dos mecanismos de controle de liquidez do BC. São operações de compra e venda de títulos públicos com compromisso de recompra. Tem remuneração atrelada à taxa Selic e prazo extremamente curto, lembrando muito as características das LFTs. Muitos são os motivos pelos quais tais operações cresceram. Importante destacar que estas passaram de 4% para 16% do PIB (Produto Interno Bruto) no período 2007-2015.

Por conseguinte, tanto a presença ainda expressiva das LFTs como o aumento das operações compromissadas são redutores da eficácia da política monetária porque obstruem os mecanismos de transmissão da mesma. Além disso, ambos causam impactos fiscais muito graves para a economia brasileira (cerca de 40 % da dívida total indexada à taxa Selic) que repercutem em juros cada vez mais exorbitantes.

Esta monografia está dividida em 3 partes, além desta introdução. O capítulo 2 promove uma discussão sobre a taxa de juros e a inflação na literatura internacional, tendo como tarefa encontrar fundamentos teóricos para o objetivo do trabalho, através da compreensão da forma como os bancos centrais fazem sua política monetária. O capítulo seguinte faz uma análise da situação brasileira, enfatizando a obstrução parcial dos mecanismos de transmissão da política monetária e sua relação com maior aperto monetário. O quarto capítulo faz uma análise dos dados da participação das operações compromissadas e das LFTs na dívida pública, mostrando como se dão os impactos fiscais que resultam em juros mais elevados.

2. A discussão sobre juros e inflação na literatura internacional

Neste capítulo abordam-se distintas visões teóricas sobre a coordenação das políticas monetária e fiscal, enfatizando o papel da moeda e dos juros na atividade econômica. O objetivo é, dentro dos limites propostos, mostrar as principais diferenças entre elas desde o enfoque monetarista até visões mais recentes como a Teoria Fiscal do Nível de Preços. Trata-se de um desdobramento da teoria convencional fundamental para a compreensão dos efeitos adversos dos aspectos fiscais sobre os juros elevados da economia brasileira.

2.1. O papel da moeda na visão dos economistas monetaristas, pós-keynesianos, novos-clássicos e novos-keynesianos

Na visão monetarista, a política monetária afeta as variáveis reais, como produto e emprego, apenas no curto prazo. Portanto, a moeda não é neutra inicialmente. Entretanto, no longo prazo, a mesma não afeta tais variáveis.

De acordo com Sayad (2015) e Friedman (1968), os monetaristas retomam a proposição clássica de que a moeda é apenas um véu, um meio de pagamento, um “passe escolar”. Eles supõem no curto prazo, que não existe ilusão monetária definitiva, assim como defasagens na correção de salários e preços nominais.

Tudo isso está relacionado à presença de expectativas adaptativas dos agentes, as quais reduzem a atuação da política monetária. Os agentes tem uma perspectiva retroativa e, portanto, reagem aos incentivos de políticas macroeconômicas. Contudo, admitem a hipótese de que o nível de preços geral da economia aumenta a uma velocidade maior que os reajustes salariais, com base retroativa.

Considere uma política monetária expansiva em um modelo de expectativas adaptativas. No curto prazo, os trabalhadores requerem salários nominais maiores. Os que estavam desempregados voltam para o mercado de trabalho, reduzindo a taxa de desemprego. O produto da economia cresce, mas ao custo de maior inflação.

Com isso, os salários reais caem. Inicialmente, os trabalhadores sofrem de ilusão monetária, todavia, no longo prazo, visualizam a perda de seu poder de compra. Os que

ingressaram no mercado de trabalho voltam a ficar desempregados, pois tem salários menores. A taxa de desemprego sobe, voltando ao seu nível natural. O produto volta ao patamar original. O nível de preços cresce ainda mais.

Segundo Friedman (1968), a conclusão que se segue é que a política monetária não deve ser usada para afetar as variáveis reais. Caso sejam utilizadas, o desemprego cai, porém com inflação mais elevada, no curto prazo. Posteriormente, o desemprego volta ao valor original com o nível de preços ainda mais alto. Portanto, a política monetária deve ser orientada somente para o controle inflacionário seguindo regras estáveis para a expansão monetária.

Em relação à política fiscal, os monetaristas afirmam que ela serve apenas para passar credibilidade aos agentes. O setor público deve manter uma relação dívida/PIB estável, isto é, o governo tem que evitar a insolvência das contas públicas. Portanto, a política fiscal deve ser sempre pró-cíclica e superavitária, haja vista que não afeta produto e emprego.

Os novos-clássicos compartilham da mesma visão dos monetaristas em relação às políticas fiscal e monetária. Entretanto, substituem as expectativas adaptativas pelas expectativas racionais. Além disso, afirmam que a política monetária pode ser ineficaz mesmo no seu objetivo principal, o controle inflacionário.

A partir da hipótese de expectativas racionais, tais economistas acreditam que os agentes conhecem o modelo macroeconômico usado pelas autoridades monetárias. Nesse ínterim, os agentes não cometem erros sistemáticos, exceto quando há situações que envolvem assimetria de informação, por exemplo.

No que se refere à política fiscal, suponha uma redução de impostos em t_0 . Dada a hipótese de expectativas racionais, os agentes sabem que haverá redução nos gastos do governo ou aumento de impostos em $t + 1$. A política se torna inócua, pois os agentes conhecem a restrição orçamentária intertemporal do governo.

Sayad (2015) aponta a seguinte questão em relação à política monetária: considere um aumento da oferta monetária. Trabalhadores e capitalistas pressionam pela correção de salários e preços reais, respectivamente. O raciocínio é semelhante ao dos monetaristas, no entanto, os agentes não sofrem de ilusão monetária, mesmo no curto prazo. Na visão dos

novos-clássicos, a política monetária só afeta as variáveis reais se for realizada “de surpresa”.

Assim como os novos-clássicos, os novos-keynesianos incorporam as expectativas racionais nos seus modelos macroeconômicos. Ambos são os atuais representantes da visão convencional da teoria monetária.

Inicialmente, os modelos neokeynesianos tradicionais deixaram a moeda de lado, mantendo toda a tradição clássica de neutralidade monetária. Eram, portanto, modelos que adotavam o pressuposto de que a realidade econômica deixa de depender da moeda.

Tempos depois, algumas evidências empíricas mostraram que a política monetária tem efeito sobre o comportamento de curto prazo da economia. A condução da política monetária tem efeitos importantes sobre a atividade econômica. Com isso, as expectativas racionais foram adaptadas ao novo postulado, ainda que a neutralidade monetária se mantenha no longo prazo.

A rigidez de preços e salários, um axioma resgatado da teoria keynesiana tradicional, foi introduzida aos modelos neokeynesianos, de modo que os fundamentos microeconômicos de racionalidade maximizadora fossem adaptados à existência de contratos nominais inflexíveis.

Os chamados modelos DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) representam fidedignamente o paradigma novo-keynesiano. As equações do modelo são compostas pela maximização dos comportamentos agregados, a qual resulta diretamente da otimização.

Como os preços são escalonados, em um cenário de preços totalmente flexíveis, o modelo DSGE se assemelha aos modelos de ciclos reais de negócios. Nesses modelos, a política monetária não tem efeitos sobre as variáveis reais da economia. Apenas as variáveis nominais são afetadas, logo, a neutralidade monetária existe também no curto prazo. Nesse caso particular, há uma retomada do modelo neokeynesiano inicial.

A visão sobre política fiscal é semelhante a que foi vista nas demais correntes. Veremos, entretanto, que a visão de estabilidade fiscal será mais bem desenvolvida no neofisherianismo, o qual está associado à Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP).

Por fim, os pós-keynesianos tem uma visão completamente distinta de todas as outras escolas citadas na discussão (monetarista, novo-clássica, novo-keynesiana). Tais economistas se intitulam como os fieis seguidores de Keynes, haja vista que adotam os

pressupostos vistos na grande obra do economista inglês, a Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (1936).

No que se refere à teoria monetária, os pós-keynesianos afirmam que a moeda não é neutra, mesmo no longo prazo. Tal hipótese revela que a moeda é um ativo com prêmio de liquidez máximo, cuja característica reforça sua concorrência com os ativos reais da economia. Por conseguinte, a moeda seria uma espécie de porto seguro contra a incerteza dos investimentos.

A partir disso, os pós-keynesianos afirmam que o desemprego é decorrente da insuficiência de demanda efetiva, diferentemente da visão de desemprego proveniente de rigidez de preços e salários dos neokeynesianos. A moeda concorre com o investimento porque o agente econômico busca o maior prêmio de liquidez possível, logo, é reduzida a absorção interna da economia.

Para mitigar o impasse, os fiéis seguidores de Keynes propõe o uso ativo de políticas monetária e fiscal para controlar o nível de produto e emprego. Tal medida vai a desacordo com o papel conservador da política fiscal e o direcionamento exclusivo da política de juros ao controle inflacionário das demais escolas de pensamento.

2.2. A política monetária nos modelos usuais e sua relação com os juros elevados

A política monetária dos modelos neokeynesianos utiliza uma “regra de bolso” para a utilização da taxa de juros de curto prazo, a chamada regra de Taylor. A regra é baseada em uma equação relativamente simples de ser testada e fornece as diretrizes para a ancoragem de expectativas inflacionárias.

Basicamente, a regra de Taylor propõe que a taxa de juros deve subir (cair) mais (menos) do que proporcionalmente a taxa de inflação corrente. Portanto, a causalidade se move da inflação para os juros. As expectativas são balizadas pela coordenação da política monetária dos bancos centrais com a taxa de inflação esperada pelos mercados.

O princípio de reação é que se as expectativas inflacionárias aumentam em um ponto percentual em relação à meta, é necessário um aumento nas taxas de juros reais que supere a unidade percentual, a fim de que a inflação caia.

Além disso, a regra de Taylor também considera o chamado hiato de produto, isto é, o desvio do produto potencial para o produto efetivo como um indicador de atividade econômica que serve de referência para futuras pressões de demanda.

A relação entre tais variáveis pode ser mostrada da seguinte forma:

$$i_t = \pi_t + r^* + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(y_t) \quad (1)$$

Em que:

i = taxa de juros do Banco Central;

r^* = taxa de juros de equilíbrio;

π = taxa de inflação (medida pelo deflator implícito do PIB);

π^* = meta de inflação;

y = desvio percentual do produto real em relação ao produto potencial.

Considerando que os agentes conhecem o modelo macroeconômico usado pelas autoridades monetárias e, dada a presença de expectativas racionais, a política monetária tem grandes dificuldades para controlar a inflação.

Analisando a visão dos novos-clássicos, vê-se que a política monetária não tem êxito ao mitigar os efeitos inflacionários da política fiscal. Em suma, o setor público deve ter um orçamento equilibrado e a política monetária deve ser austera.

A hipótese de dominância monetária dos novos-clássicos considera que é necessária uma política monetária restritiva do Banco Central, visando manter a inflação em níveis baixos, para obter uma política fiscal adequada.

A manutenção de uma política fiscal irresponsável leva a uma redução da confiança dos agentes sobre a solvência do setor público. Logo, haverá uma necessidade de subida da taxa de juros para conter a elevação do prêmio de risco da dívida, levando a um aumento do custo real da dívida pública.

Em artigo seminal, Sargent e Wallace mostram a interação das políticas monetária e fiscal no controle inflacionário:

In particular, suppose that demand for government bonds implies an interest rate on bonds greater than economy's rate of growth. Then, if the fiscal authority runs deficit, the monetary authority is unable to control either the growth rate of the monetary base or inflation forever. (SARGENT e WALLACE, 1981, p.4)

Em um contexto inflacionário, uma política monetária restritiva que é financiada por títulos de dívida pública leva a déficits fiscais os quais, por sua vez, ampliam a base monetária, elevando ainda mais a inflação. Logo, o nível de preços tem relação com a taxa de crescimento do estoque de moeda.

Uma política monetária pode, portanto, ser ineficaz para controlar a inflação, caso seja precedida por uma política fiscal irresponsável. Conseqüentemente, no longo prazo, a trajetória de inflação pode até se tornar explosiva.

Para Sayad (2015), em um cenário marcado pela racionalidade dos indivíduos, as políticas macroeconômicas se traduzem em um duelo. Os Bancos Centrais adotam suas políticas fiscais e monetárias sabendo que os agentes irão alterar suas “preferências” porque conhecem o modelo adotado.

A autoridade monetária assume uma posição conservadora. Não há uma preocupação com o nível de produto e com o desemprego. Tanto o hiato de produto quanto o nível de utilização da capacidade instalada são apenas indicadores para a definição da taxa de juros de curto prazo.

O único objetivo da política monetária é o controle inflacionário. Dado que o governo tem uma restrição orçamentária intertemporal, a política fiscal deve ser equilibrada para garantir credibilidade à atuação da política monetária. Há uma pressão dos mercados para a manutenção de sucessivos superávits primários.

Os ortodoxos tradicionais acreditam que uma taxa de juros mais elevada no curto prazo pode reduzir pressões inflacionárias as quais, posteriormente, tendem a permitir a redução dos juros de longo prazo na economia e, dessa forma, reduzir o déficit nominal.

O viés anti-inflacionário da política monetária leva a uma elevação mais do que proporcional da taxa de juros de curto prazo da economia. Os efeitos sobre as contas públicas são devastadores, ainda mais no caso brasileiro, haja vista que a taxa de juros que remunera os títulos públicos é a mesma taxa utilizada para conter a inflação.

O grande desafio das autoridades monetárias é calibrar a taxa de juros de curto prazo que, ao mesmo tempo, consiga amenizar o processo inflacionário e garantir menores impactos sobre a atividade econômica e as contas públicas. Nesse sentido, seria necessário levar em conta os indicadores fiscais do governo nos modelos de política monetária.

2.3. Taxa de juros e inflação nos modelos baseados na Teoria Fiscal do Nível de Preços (TFNP)

Para Mendonça (2003), segundo os novos-clássicos, bastaria apenas uma política monetária rígida da instituição monetária para a adoção de uma política fiscal adequada. Entretanto, os defensores da TFNP afirmam que é necessário ir além de uma política monetária severa. O sucesso no controle da inflação depende de uma política fiscal responsável, inicialmente.

A teoria monetária convencional, fortemente influenciada pelas ideias de Sargent & Wallace (1981), baseia-se na equação orçamentária intertemporal. Tal equação revela uma restrição para todos os tipos de preços. A equação abaixo mostra as variáveis relevantes para o equilíbrio fiscal:

$$B_t = (1 + i_t)B_{t-1} + G_t - T_t - \Delta M_t \quad (2)$$

Em que:

B = valor nominal do estoque de dívida pública no mercado;

i = taxa de juro nominal incidente sobre a dívida pública no período anterior;

G = gastos nominais correntes do governo em bens e serviços;

T = arrecadação nominal corrente do governo em impostos;

ΔM = receita com senhoriagem (“imposto inflacionário”).

Na visão fiscalista, entretanto, a equação orçamentária intertemporal é vista com uma condição que representa apenas um nível de preços de equilíbrio. A primeira é chamada hipótese ricardiana, enquanto a segunda é denominada hipótese não-ricardiana.

Resumidamente, a hipótese ricardiana aponta que o financiamento do gasto público a partir da emissão de dívida tem o mesmo efeito sobre o nível de atividade

econômica que seu financiamento por meio de tributos, visto que os agentes econômicos são racionais e antecipam os movimentos das políticas.

Já a hipótese não-ricardiana considera que o superávit primário é determinado de forma independente do valor da dívida pública, logo, a autoridade monetária não tem controle sobre o nível de preços e tem que ajustar a restrição orçamentária intertemporal pela receita de senhoriagem.

A existência de uma política fiscal que afeta o nível de preços está associada ao comportamento distinto das famílias e dos governos. Os fiscalistas argumentam que as famílias devem seguir sua restrição orçamentária intertemporal, enquanto o governo não tem necessidade de segui-la. Tal argumento é uma das fontes de contestação da TFNP, já que o não cumprimento da restrição orçamentária do governo pode levar a uma trajetória explosiva da dívida pública.

Como a política fiscal segue a hipótese não-ricardiana, a restrição orçamentária intertemporal do governo não segue todas as trajetórias de preços da economia, pois segue apenas uma delas. Não há equilíbrio e otimização das famílias, ao mesmo tempo. O governo pode, portanto, excluir algumas trajetórias de preços com base nesse argumento.

A restrição orçamentária do governo é importante na visão fiscalista, no entanto, ela não é satisfeita por não existir equilíbrio entre as famílias e o governo. Na verdade, há um só nível de preços de equilíbrio que garante a condição em que o valor real da dívida (considerando o nível de preços) iguala-se ao valor presente dos superávits primários.

Segundo Mendonça (2003), considerando que o risco de default não é encontrado na análise da TFNP, a equação orçamentária pode ser aplicada além do equilíbrio, ou seja, a mesma pode ser adotada em todos os preços e variáveis endógenas. Além disso, nem todos os elementos posteriores da despesa, como receita e senhoriagem podem ser definidos de forma exógena.

A TFNP tem uma característica peculiar em que é possível, através de sua estrutura, verificar o nível de preços em um cenário onde o governo não detém controle sobre a moeda, de acordo com Mendonça (2003). Assim, o aumento dos preços atua como se fosse um imposto sobre os detentores de títulos do governo, os quais ajudam a financiar suas atividades assim como na situação de aumento da tributação.

É necessário certo exercício de abstracionismo. Pensar em um governo que não tem o controle sobre a moeda é uma hipótese bastante simplificadora. No entanto, o pressuposto de que o aumento dos preços age como se fosse um imposto sobre os donos dos títulos públicos faz sentido quando analisamos o grau de aversão à inflação.

Destarte, é importante destacar que o Banco Central não tem o controle exógeno da oferta de moeda, como no caso convencional. Isso significa que ele sanciona a demanda por moeda. O que a autoridade determina é a taxa de juros de curto prazo, com já fora explicado neste trabalho.

Em diversas economias com histórico inflacionário, como a brasileira, o grau de aversão à inflação é alto. Tanto os agentes financeiros quanto os formuladores de política monetária tem muita preocupação com as perdas financeiras provenientes de títulos indexados a índices de preços.

Nesse sentido, a manutenção de uma política fiscal austera é um elemento que se faz necessário, dada a aversão à inflação. No entanto, a adoção de uma política monetária rígida gera efeitos nocivos sobre a atividade econômica.

Portanto, há uma crítica muito forte de que apenas a adoção de uma política monetária austera é suficiente para controlar a inflação. A questão fiscal é muito mais importante, haja vista que a ausência de um ajuste nas contas públicas que estabilize a relação dívida/PIB leva à expectativa de maior inflação no futuro e, com isso, a manutenção dos juros elevados no longo prazo.

A utilização de taxas de juros altas para controlar elevadas taxas de inflação se reflete, negativamente, tanto nas contas públicas quanto na atividade econômica. Os custos de estabilização são o aumento da dívida pública e a recessão. Os fiscalistas argumentam que é necessário um ajuste fiscal ex-ante para evitar os efeitos nocivos provenientes de uma política monetária contracionista.

2.4. A hipótese neofisheriana

A utilização da TFNP para ancorar o nível de preços encontra um desafio para os modelos neokeynesianos recentes. A inflação é indeterminada porque existe um sem-número de níveis de inflação compatíveis com certo hiato de produto (diferença entre o produto potencial e o produto efetivo).

A solução da indeterminação passa pela retomada da hipótese de Irving Fisher. Segundo ele, a taxa de juros nominal de equilíbrio é igual à taxa de juros real somada a expectativa de inflação futura. A literatura presente nos modelos neokeynesianos denomina a hipótese de neofisheriana. Abaixo temos a simples equação de Fisher:

$$i = r + \pi^e \quad (3)$$

i = taxa de juro nominal

r = taxa de juro real

π = expectativa de inflação futura

Tais modelos têm como hipóteses as expectativas racionais e a neutralidade da moeda no longo prazo. A taxa de juros de curto prazo representa tudo o que pode ser utilizado pelas autoridades monetárias. Os agentes econômicos não cometem erros sistemáticos porque conhecem os modelos macroeconômicos.

Cochrane (2016) explica que a hipótese neofisheriana propõe uma ruptura com a relação existente entre taxa de juros e inflação. Na visão tradicional, um aumento da taxa de juros reduz a taxa de inflação, permitindo uma queda posterior dos juros. A causalidade é da inflação para a taxa de juros. Na visão neofisheriana, um aumento da taxa de juros reduz a inflação, no curto prazo. No entanto, no longo prazo, uma taxa de juros elevada leva a um aumento da inflação. Neste caso, a causalidade é da taxa de juros para a inflação.

Isso causa certa perplexidade. Afinal, todos os modelos de política monetária estariam equivocados, segundo a abordagem da TFNP? A utilização da taxa de juros de curto prazo levaria a um aumento da inflação e não a uma queda, no longo prazo?

O argumento do autor está baseado nos efeitos da política de *quantitative easing* (QE) das economias europeias e norte-americana, as quais utilizaram taxas de juros baixas para promover um aumento de liquidez, tendo como objetivos salvar os mercados financeiros e retomar a atividade econômica.

Resumidamente, houve um afrouxamento monetário dos Bancos Centrais dos países desenvolvidos, conforme a afirmação abaixo:

The long period of quiet inflation at near-zero interest rates, with large quantitative easing, suggests that core monetary doctrines are wrong. It

suggests that inflation can be stable and determinate under a nominal interest rate peg, and that arbitrary amounts of interest-paying reserves are not inflationary. (COCHRANE, 2016, p.1)

Portanto, a inflação poderia ser controlada com taxas de juros de curto prazo mais baixas. Também é conclusiva a rejeição da premissa convencional de que o nível de preços segue a taxa de crescimento do estoque de moeda. A política de QE revela-se o contraponto da visão herdada dos monetaristas, baseada na Teoria Quantitativa da Moeda (TQM).

A premissa de que um aumento da oferta de moeda, acima da renda real da economia, levaria somente a um aumento do nível geral de preços, não pôde ser verificada nos países que adotaram tais políticas. O cenário é de deflação e desemprego persistentes nas economias europeias.

Ainda segundo Cochrane (2016), argumenta-se que das conhecidas alternativas de política monetária, dadas pela teoria ortodoxa convencional, apenas a TFNP é consistente com a simples interpretação dos fatos. A inflação é um fenômeno fiscal e deve ser tratada como tal. A política monetária não consegue prever a taxa de inflação, pois, inicialmente, não há como saber qual será a trajetória escolhida. Os modelos novo-keynesianos supõem que a trajetória é estável.

Em livro recente, Resende (2017) comenta sobre o debate acerca da utilização da TFNP para ancorar o nível de preços:

Cockrane demonstra que, ao combinar a TFNP com o modelo nekeynesiano de expectativas racionais, é possível dar uma explicação simples e logicamente robusta para o fato de que o efeito do juro sobre a inflação se inverte no longo prazo. Ou seja, que um aumento do juro reduza a inflação no curto prazo, ainda que aumente a inflação no longo prazo. (RESENDE, 2017, p.125)

A argumentação fiscalista não rompe com as premissas básicas dos modelos macroeconômicos. Estão presentes as expectativas racionais, o equilíbrio geral com pleno emprego, a neutralidade monetária, etc. O que muda em relação à visão convencional é a condução da política monetária e a natureza da inflação.

Todavia, há um enorme distanciamento da visão convencional no que diz respeito à trajetória da inflação. Na visão fiscalista, há um número enorme de trajetórias distintas de inflação compatíveis com a diferença entre os produtos potencial e efetivo.

Por conseguinte, no ponto de vista dos fiscalistas, a inflação é um fenômeno fiscal e está associada à ineficácia da política monetária, logo, deve ser combatida com ajustes fiscais que precedem e evitam uma elevação muito drástica da taxa de juros de curto prazo que, por sua vez, podem causar impactos sobre o estoque de dívida pública, agravando o quadro fiscal, invertendo a causalidade entre juros e inflação.

Na verdade, as políticas fiscal e monetária acabam sendo dois elementos que se unem formando um só. Ou seja, tanto a subida dos juros quanto a irresponsabilidade no gasto primário tem impactos sobre as contas públicas, revelando que as duas políticas mostram a persistência da denominada dominância fiscal.

Resende (2017) considera que é o toque dado pelas expectativas racionais que inverte o sinal do impacto dos juros sobre a inflação. A expectativa de inflação futura é sinalizada pela taxa nominal de juros fixada pela autoridade monetária. Entretanto, as evidências empíricas mostram que a alta dos juros reduz a inflação. Será preciso entender como a elevação da taxa de juros pode, no longo prazo, aumentar a inflação.

A ancoragem de expectativas inflacionárias se dá pelo equilíbrio fiscal de longo prazo. O nível de preços está associado à credibilidade do setor público em estabelecer uma trajetória sustentável de dívida pública. É de suma importância a coordenação das políticas monetária e fiscal. Uma taxa de juros mais elevada, no curto prazo, tem impactos fiscais, os quais, podem ser vetores inflacionários de longo prazo.

Mas a ineficácia da política monetária talvez decorra de outro problema. Para os fiscalistas, a ausência de equilíbrio fiscal de longo prazo deteriora as expectativas quanto à inflação futura, provocando a ineficácia. No caso brasileiro, é importante que se entenda o nível elevado das taxas de juros. Nesse sentido, fatores que atuam diretamente sobre os canais de transmissão contribuem para a baixa eficácia e, ao mesmo tempo, reforçam o desequilíbrio fiscal. O desequilíbrio fiscal “repõe” o problema, levando à suposição de que o mesmo ainda não foi resolvido.

3. Avaliação do caso brasileiro

O terceiro capítulo apresenta a situação brasileira, mostrando como a literatura nacional explica a persistência dos juros elevados no país e, conseqüentemente, a dificuldade na condução da política monetária do Banco Central. A ênfase do capítulo se dá na relação entre os aspectos fiscais e a rigidez monetária, no que se refere à eficácia e aos mecanismos de transmissão da política monetária.

3.1. Históricos das taxas de juros e o debate atual no Brasil

A persistência de uma política monetária com juros elevados sempre foi motivo de infundáveis debates entre os economistas. Neste ínterim, as bases teóricas dos diversos autores foram exibidas no primeiro capítulo desta monografia. Entretanto, para dar continuidade aos principais desafios deste trabalho, serão necessárias abordagens que ajudem a compreender as peculiaridades institucionais do caso brasileiro.

A manutenção de uma taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) em patamares elevados durante um longo período revela que, após a eliminação da hiperinflação com o Plano Real, o grande desafio da macroeconomia brasileira será levar as taxas de juros a patamares civilizados, de modo que sejam eficazes tanto no controle inflacionário quanto no incentivo ao consumo e ao investimento.

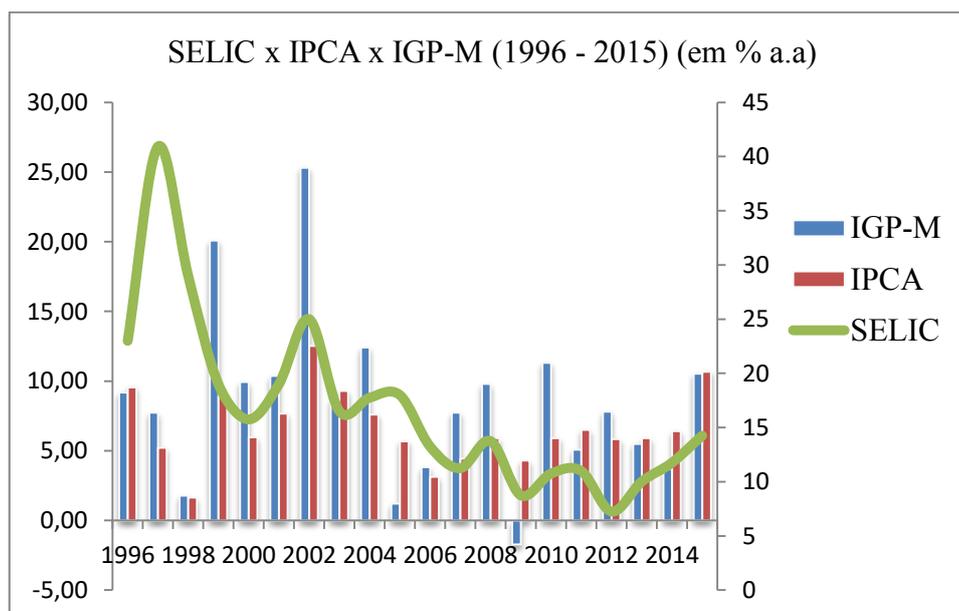
Muitos são os fatos históricos que ajudam a entender os motivos pelos quais a taxa de juros se manteve alta. Nos anos 80, em plena crise da dívida externa, os juros estiveram elevados para atrair divisas externas. Estas tiveram relativo êxito, sobretudo, ao mitigar crises cambiais e déficits sucessivos no balanço de pagamentos.

Já nos anos 90, principalmente após o Plano Real, a necessidade de manutenção da chamada âncora cambial levou o Banco Central a elevar a Selic a valores estratosféricos. O fez para manter a banda cambial assimétrica, absorvendo capitais externos. Com isso, conseguiu aumentar as reservas cambiais, as quais reduziram a especulação contra a moeda nacional, mantendo a paridade do real com o dólar por um longo tempo.

Mesmo com a adoção do Sistema de Metas de Inflação em 1999, a rigidez monetária persiste no Brasil, ainda que os valores sejam inferiores aos do período 1980-1998. Surge, a partir da consolidação das metas inflacionárias, uma discussão a respeito da baixa sensibilidade da inflação à taxa de juros.

Para ilustrar a discussão, o gráfico abaixo mostra uma comparação da evolução da taxa básica de juros e dos dois principais índices de inflação da economia brasileira no período 1996-2015:

Gráfico 1: Taxa Selic fixada pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) x Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) x Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) (1996-2015) (em % a.a)



Fonte: Elaboração própria, com dados extraídos do Ipeadata.

É possível identificar as seguintes conclusões do gráfico acima, a saber: quando os índices inflacionários vão caindo no Brasil, a redução das taxas de juros é mais lenta do que a queda dos dois índices de preços; da mesma forma, nos momentos em que há subida dos índices de inflação, o aumento das taxas de juros é maior do que a elevação do IPCA e do IGP-M (reflexo da reduzida sensibilidade da inflação em relação aos juros).

Neste ínterim, alguns economistas afirmam que a potência da política monetária brasileira é reduzida. Tal argumento se baseia, em outros fatores, na presença massiva de crédito direcionado na economia brasileira. Somente o crédito livre sofre os impactos de uma subida dos juros, enquanto o crédito direcionado não tem o seu efeito-riqueza diluído pela Selic.

Nesse contexto, surge um debate no Brasil sobre a redução do crédito direcionado da economia brasileira. O grande responsável pela aplicação de crédito subsidiado é o

BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). O banco aplica a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) cujo objetivo é financiar setores estratégicos da economia.

A grande questão é que a TJLP é inferior à SELIC e reduz a potência da política monetária. O atual governo pretende mudar a TJLP para a uma taxa que reduza a presença de crédito subsidiado no Brasil, a TLP (Taxa de Longo Prazo).

A questão é complexa e envolve uma série de argumentos. Foge um pouco do escopo desta monografia. No entanto, é importante frisar que os conceitos de eficácia da política monetária e segmentação do mercado de crédito são necessários para o conjunto de explicações para a persistência de juros elevados no Brasil.

Além disso, autores de diversas visões apontam que os mecanismos de política monetária são parcialmente obstruídos. Tal constatação demonstra que tanto o instrumento quanto o objetivo da política monetária (taxa de juros e inflação, respectivamente) se mostram presentes e persistentes, gerando distorções de natureza fiscal.

Veremos que tal condição tem sérias implicações nos desequilíbrios fiscais, haja vista a presença de títulos de curto prazo remunerados pela Selic, especialmente as chamadas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), herdadas do período de inflação elevada dos anos 80 e 90. Logo, as explicações históricas são imprescindíveis.

Outra questão relevante, abordada no debate internacional, é a discussão sobre a dominância fiscal. Partindo do pressuposto de que o Brasil tem uma alta percepção de risco, dada a elevada dívida pública, a política monetária perde força, pois, ao não conseguir controlar a inflação, a subida dos juros tem sérios impactos sobre a rolagem da dívida pública, agravando a crise fiscal.

A dominância fiscal está ligada a uma especificidade da economia brasileira. Esta particularidade consiste na conexão entre o mercado monetário e o mercado de dívida pública. O uso taxa de juros de curto prazo tem dois papéis: ancorar o nível de preços e remunerar os detentores de títulos do Tesouro Nacional (TN).

Os breves comentários realizados nesta seção visam dar ao leitor uma breve explicação acerca do debate atual sobre juros no Brasil, principalmente no que se refere ao tema principal deste trabalho (argumentos fiscais), ainda que não sejam abordadas todas as

questões, considerando a complexidade da discussão, cujo prosseguimento requer trabalhos de maior enredamento, como uma tese ou dissertação.

3.2 Os mecanismos de transmissão da política monetária

Os chamados mecanismos de transmissão da política monetária são o elo entre a variável que serve como âncora do nível de preços e o objetivo final da referida política (taxa de juros e taxa de inflação, respectivamente).

As duas variáveis se conectam por meio de cinco canais de transmissão de política monetária. Barboza (2015) considera os seguintes canais, a saber: canal do crédito; canal do valor dos ativos; canal das expectativas inflacionárias; canal do câmbio; canal das taxas de juros.

O canal do crédito tem sua transmissão relacionada movimentos das taxas de juros. A taxa básica de juros serve de referência para as diversas taxas aplicadas pelo mercado de crédito. Os consumidores, portanto, sentem os impactos da queda ou alta da Selic na formação do preço do crédito.

De acordo com Mendonça (2001), o canal do crédito tem importância reduzida nos mecanismos de transmissão dos juros. Tal canal tem um papel secundário por causa de três características, a saber: incerteza elevada; carga tributária incidente sobre o setor financeiro; altas alíquotas de empréstimos compulsórios.

O canal do valor dos ativos tem impactos diretos sobre o efeito-riqueza dos consumidores. As oscilações das taxas de juros afetam a riqueza financeira dos agentes, proporcionando ganhos ou perdas a eles, dependendo da composição de carteira dos mesmos (prefixados ou pós-fixados).

O canal das expectativas inflacionárias tem relação inversa com a taxa de juros. Um aumento (diminuição) da Selic é percebido como uma contração (expansão) da demanda agregada que é capaz de reduzir (aumentar) a inflação esperada.

Segundo Barboza (2015), as expectativas de inflação atuam na formação de preços de formas distintas, tais como: diretamente nos produtos e serviços; via salários nominais, revelando-se como custos para as empresas; e alterando a taxa de juros real ex-ante (antecipam os movimentos dos juros).

O canal do câmbio é relevante na medida em que é visualizado nas exportações da economia e nas variações de preços dos bens *tradebles* (conhecidos como bens comercializáveis no exterior).

Economias pouco inseridas no comércio internacional e com baixa mobilidade de capitais tem pequenos impactos do canal da taxa de câmbio. O Brasil é um caso intermediário, pois é um país cuja abertura comercial e financeira é relativamente recente. No entanto, o canal cambial tem importância destacada na economia brasileira.

O canal das taxas de juros é explicado pela estrutura a termo da taxa de juros, também conhecida como curva de rendimentos. A referida curva expressa os prazos de maturidade dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional. A partir disso, a autoridade monetária consegue controlar toda a estrutura temporal dos títulos através da taxa de curto prazo.

Modenesi et.al (2012) consideram fundamental a introdução de mais dois canais de transmissão da política monetária, a saber: crédito-custo e câmbio-custo. Os autores tem uma visão crítica dos canais usuais, pois acreditam que visão convencional deixa de lado os fatores microeconômicos de oferta dos mecanismos de transmissão.

Ao explicar detalhadamente os dois canais citados, os autores apontam alguns argumentos que seriam considerados “heterodoxos”, os quais estão relacionados à estrutura oligopolista das economias de mercado, como neste trecho:

Em outras palavras, taxas de juros mais elevadas ampliam a margem de perdas relativas ao aumento de preço a qual as firmas oligopolistas podem suportar (efeito substituição e efeito entrada), fazendo com que as mesmas pratiquem preços mais elevados e elevem mais intensamente os preços do que numa situação onde taxas de juros mais baixas vigorariam.
(MODENESI et.al, 2012, p.211)

Em suma, os autores propõem a inclusão de estruturas de mercado, padrões de concorrência e regras de formação de preço na determinação da inflação. A partir disso, a discussão sobre mecanismos de transmissão conseguiria incorporar fatos estilizados tanto de natureza macroeconômica como microeconômica.

Apesar de todos os elementos referentes aos canais de transmissão de política monetária ser importante para o estudo do caso brasileiro, é fundamental ressaltar que os

problemas institucionais derivados de alguns fatores apontados pela literatura, são os entraves que resultam em problemas fiscais e de operacionalização da política de juros.

Seguindo a estrutura feita por Barboza (2015), são cinco os dilemas institucionais que afetam a eficácia da política monetária os quais acarretam em juros maiores para fazer a inflação convergir à meta, a saber: segmentação do mercado de crédito; baixa penetração do crédito livre na determinação da renda; participação de LFTs na composição da dívida pública; truncada estrutura a termo da taxa de juros; participação dos preços administrados no índice oficial de inflação.

A ênfase desta monografia são os argumentos fiscais que podem ser responsáveis pela manutenção dos juros elevados na economia brasileira. A seção 3.3 trata especificamente das LFTs e sua relação com a curva de rendimentos. Já a seção 3.4 trata da segmentação do mercado de crédito.

Mesmo que os outros entraves institucionais não estejam diretamente ligados à hipótese deste trabalho, todos merecem breves comentários, haja vista sua importância no debate sobre os mecanismos de transmissão de política monetária.

Os preços administrados, também chamados de monitorados, são aqueles que sofrem menor impacto da subida da taxa de juros de curto prazo. Tais preços são menos sensíveis às variações de preços relativos e tem cerca de 30% da composição do índice oficial de inflação do país, o IPCA.

São diversos os exemplos de preços administrados na economia brasileira, a saber: transporte público, tarifas de telefonia e correios, energia elétrica, pedágios, planos e seguros de saúde, derivados do petróleo (gasolina, óleo diesel, gás para botijão e óleo para veículos), entre outros.

A Selic deve ser elevada mais do que o necessário para represar os preços livres, haja vista a grande composição de preços monitorados nos índices de preços. A eficácia da política monetária se torna reduzida, causando desequilíbrios fiscais sobre a dívida pública, encarecendo sua rolagem, devido ao aumento do déficit nominal.

Figueiredo (2002) aponta que a autoridade monetária deve mitigar os efeitos secundários dos choques dos preços administrados. Admitindo que os choques tem média

zero, a subida da taxa de juros tem impactos nulos sobre a demanda agregada e, por conseguinte, os preços administrados não conseguem ser represados.

A baixa penetração do crédito livre na determinação da renda pode ser considerada um subitem da segmentação do mercado de crédito. Breves palavras são importantes apenas para introduzir o leitor na seção 3.4.

O crédito livre tem uma participação pequena no crédito total da economia brasileira, ainda que tenha aumentado de 13% para 30% no período 2003-2013. O dado reforça o argumento mencionado no início desta seção de que o canal do crédito é pouco representativo no contexto da economia brasileira.

O caso da truncada estrutura a termo da taxa de juros está ligada a presença de títulos de curto prazo, como as LFTs. A seção 3.3 fará um estudo minucioso da literatura sobre a curva de rendimentos e a sua relação com os vencimentos dos títulos, dando ênfase aos impactos sobre a atuação do Banco Central e os impactos sobre o Tesouro.

3.3. As Letras Financeiras do Tesouro e a *Yield Curve*

As chamadas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) são um dos títulos emitidos pelo TN para financiar as despesas governamentais, juntamente com as LTNs, NTN-B e NTN-F (Letras do Tesouro Nacional e Notas do Tesouro Nacional, série B e F).

A LFT é um título pós-fixado cuja remuneração é indexada à SELIC somada a um prêmio de risco. Isso implica que uma subida da taxa de juros eleva o rendimento dos títulos. Além disso, a rentabilidade do título é de curtíssimo prazo, sendo atualizada quase diariamente pelo TN.

As LFTs foram criadas em meados dos anos 80, ainda com o nome de LBC (Letras do Banco Central). As LBCs foram adotadas devido ao descontrole inflacionário do período, às vésperas do Plano Cruzado. Elas funcionaram com uma espécie de depósito remunerado à vista. Havia a necessidade de proteger o setor bancário da escalada do nível de preços. Caso não fosse feita nenhuma medida, poderia ter havido paralisia na atividade bancária.

Entretanto, a presença de moeda indexada na economia se tornou uma anomalia, haja vista que se manteve mesmo após o Plano Real. A inflação se estabilizou, contudo, a

presença de um título com remuneração diária (alta liquidez e rentabilidade) tem sérias implicações sobre a política monetária.

Segundo Modenesi & Modenesi (2012), a junção dos mercados monetários e de dívida pública demonstra que a política monetária tem dois papéis: controlar a inflação e balizar a oferta de títulos do TN. Surge um impasse entre o BC e o TN, tendo em vista que o primeiro usa Selic para estabilizar a economia e o segundo depende dela para financiar as suas despesas.

A presença excessiva de LFTs na dívida pública causa outro problema. Ela dilui o efeito-riqueza da política monetária porque o aumento da taxa de juros de curto prazo faz crescer o poder de compra dos agentes que tem o título em sua carteira. Consequentemente, há uma pressão sobre a demanda agregada, elevando os preços.

Um detalhe importante é ressaltado tanto por Modenesi & Modenesi (2012) como por Nakano (2005), no que refere ao papel dos bancos na imperfeição do canal do crédito via LFT e sua relação com a política monetária:

Segundo Nakano (2005), a eficácia da PM seria limitada, ainda, pela imperfeição do crédito como canal de transmissão. Sendo os bancos grandes detentores de LFT, também estariam suscetíveis ao efeito renda às avessas: seus ativos e receitas também cresceriam quando se eleva a Selic. Com mais recursos disponíveis, poderiam ampliar seus empréstimos. Mas só até certo valor crítico da taxa de juros — a partir do qual aumentaria o risco de inadimplência, em virtude do *risco moral* e da *seleção adversa*. Somente a partir desse limite, aumentos da Selic levariam os bancos a racionarem a oferta de crédito. Vale dizer, apenas para níveis de juros suficientemente elevados, o canal do crédito funcionaria no sentido esperado. (MODENESI & MODENESI, 2012, p.395)

A análise dos autores mostra que os juros excessivamente elevados são nocivos mesmo para os bancos, sobretudo no que tange a assimetria de informação. Por outro lado, o mecanismo perverso das LFTs é um dos fatores responsáveis pela ineficácia da política monetária e, consequentemente, por uma rigidez monetária na economia brasileira.

A consequência direta da presença de títulos com prazo de maturidade mais curta é persistência de uma curva de rendimentos (*Yield Curve*) pouco longa. A curva de

rendimentos mostra que a estrutura da taxa de juros brasileira de curto prazo é superior à curva de juros de longo prazo.

Isso torna muito complicado o alongamento do perfil da dívida pública brasileira, pois o agente econômico não é incentivado a buscar títulos de prazos mais longos. A estrutura da *Yield Curve* reduz a efetividade da política monetária, levando o Banco Central a elevar a Selic mais do que o necessário para ancorar as expectativas, incorrendo assim em enormes déficits nominais.

Adotando uma análise diferente da usual, Carvalho (2005) aponta que as razões para a predominância de taxas de curto prazo podem ser diversas. A incerteza quanto ao futuro está na raiz do problema:

A instabilidade persistente que inviabilizou a construção de uma curva de rendimentos no sistema financeiro, contudo, atua no mesmo sentido com relação à decisão de investir em ativos reais. O encurtamento de horizontes temporais causado pela incerteza inflacionária, e depois pelas incertezas com relação ao comportamento futuro das taxas de juros diante das vulnerabilidades da economia brasileira, atinge todas as escolhas de ativos, não apenas os financeiros. (CARVALHO, 2005, p. 331-332)

No Brasil, os eventos passados tem um impacto muito forte sobre o presente. A história econômica brasileira aponta que o Plano Real zerou a memória inflacionária, ao dar um fim na indexação. Entretanto, persistem no país, certas configurações adotadas antes do plano, como a presença das LFTs e da curva de rendimentos de curtíssimo prazo, as quais não permitem que o dinheiro flua entre o futuro e o presente.

Somente a queda gradual da taxa de juros de curto prazo poderia viabilizar a preferência por títulos de maturidade mais longa. As LFTs seriam trocadas por títulos prefixados, assim como a curva de rendimentos teria um perfil mais longo, adequado e similar ao de economias com taxas de juros muito mais civilizadas.

Perfeito (2013) afirma que o investimento produtivo se torna viável com as mudanças ditas como necessárias. Na atual configuração, o dinheiro se estabiliza em contratos mais curtos e não se desloca para o investimento em capital físico.

A análise acima adota o pressuposto de que a moeda não é neutra no longo prazo, logo, o investimento não se mantém pelo motivo especulação. Os agentes preferem rentabilidade ao risco, revelando sua preferência pelo curto prazo.

Dadas as anomalias que levam à ineficácia da política monetária e aos desequilíbrios fiscais, a “escolha pelo presente” se traduz em uma taxa de juros muito elevada, na qual se reproduzem os elementos “vivenciados pelo passado”.

De acordo com Franco (2005), a destacada presença de LFTs na composição de carteira dos títulos públicos favorece o mecanismo de *crowding out* na economia. Trata-se da queda do investimento privado em função do aumento descontrolado dos gastos públicos.

A criação de regulamentações e o uso indiscriminado de instituições pelo governo favorece o mecanismo de *crowding out* e são vistos como distorcivos pelos ortodoxos. A disputa pela poupança nacional é deslocada para o setor público em detrimento ao setor privado.

São diversos os mecanismos que favorecem o deslocamento do gasto privado em direção ao gasto público, tais como: as vinculações de receita que “amarram” o orçamento; a tributação excessiva sobre os agentes; e, por fim, os gastos excessivos dos bancos públicos, como BNDES, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil.

A LFT dificulta a competição entre os títulos públicos e os papéis privados. A consequência é o descontrole dos gastos públicos, haja vista a periodicidade do título e sua remuneração atrelada à taxa básica de juros bem como o fortalecimento do mecanismo de *crowding out*.

Ainda segundo Franco (2005), é importante enfatizar que a LFT é um grande impasse para desenvolvimento do mercado de capitais. Todo o mecanismo do *overnight* é direcionado à estrutura a termo da taxa de juros, tornando-a cada vez mais truncada.

As empresas interessadas em financiar projetos mais longos, em especial os projetos de infraestrutura, nos quais a maturidade é mais longa, tem de renunciar a liquidez e tomar risco de crédito. Entretanto, isso se torna inviável, pois o mecanismo de maturidade mais curta das LFTs é muito mais atrativo.

Uma grande dificuldade resulta na possível eliminação das LFTs. A ruptura completa não pode ser brusca, em hipótese alguma. A dinâmica de curto prazo ainda persiste e torna-se difícil acabar com uma conveniência que resiste mesmo após o período de inflação crônica.

No entanto, os sérios problemas fiscais que as LFTs causam não podem ser ignorados, especialmente no que refere à conexão “umbilical” entre o mercado monetário e o mercado de dívida pública, como apontado abaixo:

A LFT, em si, não parece ser o problema, especialmente quando vista do ponto de vista dos aplicadores individualmente. Exatamente como a indexação, todavia, produz uma externalidade negativa, que é o travamento do mercado de capitais ou um reforço ao processo de expulsão do setor privado da competição pela poupança nacional. Em boa medida, a LFT oferece uma espécie de *anestesia* para o problema do crédito público, que atende o imperativo de preservar a vida financeira inteligente durante o vendaval hiperinflacionário, mas que oculta a verdadeira natureza do problema fiscal que enfrentamos. (FRANCO, 2005, p.20)

3.4. Segmentação do mercado de crédito: o crédito direcionado e a ineficácia da política monetária

O Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) tem dois segmentos em suas operações de crédito, a saber: o crédito livre e o crédito direcionado.

O crédito livre é aquele em que são negociadas, conhecidas as partes envolvidas (tomador e prestador), todas as características dos contratos (vencimento, preço, quantidade, duração, etc.). É concedido por instituições financeiras. Já o crédito direcionado é fornecido pelos bancos públicos, cujas taxas são reduzidas porque são dados subsídios para o tomador.

O crédito direcionado no Brasil tem como finalidades principais, a saber: financiar projetos de investimento por meio do BNDES, ofertar crédito habitacional através da Caixa Econômica Federal e fomentar o crédito rural pelo Banco do Brasil.

A grande diferença entre as duas modalidades de crédito consiste na seguinte característica: o preço que coordena as operações do crédito direcionado é insensível às variações na política monetária. Se o crédito direcionado tem parcela relevante no crédito total, como é o caso brasileiro (cerca de 1/3 do crédito total), a taxa de juros deve ser elevada em um patamar maior para conseguir afetar a demanda agregada e, posteriormente, o nível de preços.

É importante destacar que a distinção entre crédito livre e direcionado no Brasil tem uma maior complexidade apontada por Paes (2014):

Antes disso, é importante definir que a segmentação do mercado separa em livres, os créditos que não possuem destinação específica, sendo determinados pela oferta e procura de crédito no sistema financeiro e, portanto, têm os juros e os spreads decididos pelo mercado. Os direcionados, por sua vez, são créditos criados para atender determinada demanda, ficando mais voltados para os investimentos e para o crédito de longo prazo ao consumidor. Esta fonte de crédito é controlada pelo governo e, por isso, seus juros e spreads situam-se em patamares muito inferiores ao crédito livre. (PAES, 2014, p.53)

Levando em consideração tal característica, o mecanismo de transmissão da política monetária via canal do crédito se torna parcialmente obstruído. Conseqüentemente, o mercado de crédito tem sua segmentação ampliada e a política monetária perde eficácia.

Segundo Schwartzman (2011), a presença excessiva do crédito direcionado na economia brasileira e sua relação com a política monetária têm duas conseqüências negativas. A primeira consiste na convivência de uma taxa Selic elevada com uma forte pressão da demanda doméstica. Já a segunda considera que as taxas do crédito direcionado não mudam em função da taxa básica de juros, logo, os movimentos do instrumento de política monetária devem ser mais amplos, caso surjam choques exógenos.

Com o objetivo de ampliar o alcance da política monetária sobre a oferta de crédito, sobretudo o custo do crédito subsidiado, Bacha (2011) propõe que o volume de crédito direcionado seja determinado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), devendo levar em consideração a postura da política monetária de curto prazo, avaliada pelos movimentos da taxa Selic.

Por exemplo, caso o Banco Central abaixe a taxa de juros, o movimento seria acompanhado pela decisão do CMN, cujo comportamento seria aumentar a oferta de crédito direcionado da economia, sobretudo a oferta de crédito subsidiada pelo BNDES, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil.

O mecanismo proposto pelo economista Edmar Bacha é auspicioso. A oferta de crédito subsidiada levaria em conta as pressões inflacionárias de qualquer ordem, o nível de atividade econômica e ainda permitiria a continuidade da oferta de crédito direcionado, acrescida de maior efetividade da política monetária.

Todavia, a solução encontraria muitos empecilhos. Novamente, Schwartzman (2011) aponta que tanto a redução do crédito direcionado quanto do subsídio presente nele, sobretudo no caso do BNDES, apesar do benefício geral, afetaria interesses particulares de setores com forte poder de barganha política os quais seriam afetados pelas alterações.

Paes (2014) faz uma análise crítica à visão convencional, afirmando que a proposta de determinação da oferta de crédito direcionado pelo CMN não considera os limites para o crédito direcionado, baseados nos recursos do PIS/PASEP (Programa de Integração Social/Programa de Formação do Patrimônio do Setor Público), nos volumes de depósitos à vista e também nos suportes do Tesouro Nacional.

A proposta ortodoxa, além de tentar aumentar a eficácia da política monetária, tem um enfoque fiscal. A presença excessiva de crédito direcionado gera tanto subsídios implícitos quanto explícitos (via TJLP). São recursos que poderiam estar no orçamento da União, melhorando a relação dívida/PIB.

Partindo de uma abordagem heterodoxa, Modenesi e Modenesi (2012) consideram as distorções da segmentação do mercado de crédito como um dos fatores redutores da eficácia da política monetária. Contudo, argumentam que é reduzida a contribuição do financiamento de longo prazo dos bancos públicos para a obstrução dos mecanismos de transmissão da política de juros.

Os autores partem do pressuposto de que o investimento em capital fixo, ao aumentar o produto potencial da economia e, em um cenário de médio e longo prazo, expande a oferta agregada e auxilia na estabilidade monetária, ajustando os preços relativos.

A visão não convencional está baseada na crítica aos mercados eficientes. Há uma ênfase nas falhas de mercado - externalidades, custos de transação, informação assimétrica, concorrência imperfeita, etc - logo, é necessário o papel interventor do Estado, de forma a ajustar o equilíbrio entre os setores por meio de normas, regulações e procedimentos capazes de garantir estabilidade econômica e continuidade do investimento.

Ambas as análises concordam que é preciso aumentar a eficácia da política monetária, contudo, a forma como tal objetivo deve ser alcançado é motivo de controvérsia. Os ortodoxos apontam que o crédito direcionado deve ser reduzido para aumentar a presença do crédito livre, desobstruindo o canal do crédito. Os heterodoxos, por outro lado, argumentam que somente o fomento ao investimento será capaz de aumentar o crédito livre da economia, mesmo que para isso seja necessário manter o crédito direcionado.

O debate recente que culminou na substituição da TJLP para a TLP, mencionada na primeira seção deste capítulo, é mais um desdobramento da discussão acerca do papel do crédito direcionado na economia brasileira, bem como sobre os impactos nas políticas monetária e fiscal.

3.5. A relação entre o mercado monetário e mercado de dívida pública

O mercado de dívida pública, sobretudo a parte que envolve a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), tem seu financiamento baseado em quatro tipos de títulos, a saber: prefixados, indexados ao câmbio, indexados à inflação e indexados à taxa de juros básica (Selic).

Os títulos prefixados são aqueles que têm prazo de vencimento pré-determinado. Dada a sua estrutura, esta modalidade representa um menor risco para o governo e facilita a construção da curva de juros do país, facilitando a política monetária. Por outro lado, apresenta custos maiores e prazos menores, logo, traz maiores riscos aos investidores.

Negativamente, os títulos atrelados ao câmbio reproduzem o risco de uma eventual desvalorização cambial, cuja previsibilidade, sobretudo no caso brasileiro, é pouco comum. Um ponto positivo é a facilidade de alongamento desta modalidade, principalmente quando se usa o instrumento de *hedge* (proteção) cambial.

Os papéis indexados à taxa de inflação auxiliam no alongamento do prazo da dívida pública e revelam uma preocupação com a estabilidade monetária. No entanto, nos casos de inflação crônica, são altamente nocivos para as contas públicas porque aumentam consideravelmente as despesas do Tesouro.

Os títulos indexados à taxa Selic tem custos menores e prazos maiores. São muito atrativos no caso brasileiro, dada a presença de uma taxa de juros muito alta. Como já vimos no caso das LFTs, tais títulos representam riscos muitos elevados para o governo, haja vista a relação conflituosa entre a política fiscal e a política monetária.

De acordo com Mendonça (2001), nas situações em que boa parte da dívida pública é indexada pela taxa de juros, a redução da referida taxa permite um melhora do quadro fiscal. A redução da taxa básica ajuda na previsibilidade da flutuação da dívida pública e a torna menos abrupta.

Considerando as quatro formas de emissão de títulos, cabe ao governo escolher a composição que permita um financiamento do setor público com menor peso sobre a dívida pública do país. Além disso, é imprescindível um olhar sobre as características institucionais e estruturais do Brasil.

Para Horta e Bender (2011), uma combinação desejável das modalidades de emissão de títulos deve levar em consideração o *trade-off* entre o risco e o custo esperado. A partir disso, o governo deve estar atento a algumas variáveis, tais como: a sinalização de comprometimento da autoridade fiscal, os efeitos na política monetária, *hedge* do setor privado, risco de rolagem, liquidez e desenvolvimento do mercado de capitais.

O foco desta monografia é a relação de interdependência entre a questão monetária e os aspectos fiscais. Portanto, faremos uma análise dos efeitos na política monetária e do risco de rolagem, deixando de lado as variáveis que não estão relacionadas diretamente ao tema central deste trabalho, a despeito de sua importância para a discussão.

No que se refere à política monetária, a indexação da maior parte da dívida pública pela taxa Selic aumenta as despesas do Tesouro, tanto no caso de aumento da taxa de juros quanto via efeito-riqueza dos detentores de títulos públicos (mencionado no caso das LFTs). A eficácia da política monetária aumentará caso a parcela da dívida indexada à Selic seja reduzida, ainda que o governo tenha que arcar com os custos da mudança.

A questão da rolagem está diretamente relacionada com a estrutura da curva de rendimentos. O alongamento da maturidade dos títulos permite que a economia se torne mais resistente à presença de ataques especulativos, pois reduz parte da dívida a ser remunerada em condições adversas. Isso permitiria uma redução da vulnerabilidade do país e, conseqüentemente a diminuição do custo de rolagem da dívida.

Oreiro et.al (2012) argumentam que o Brasil é o único país do mundo onde o mercado monetário e o mercado de dívida pública estão umbilicalmente conectados. Na economia brasileira, o Banco Central determina as taxas de juros que ancoram as expectativas inflacionárias e, ao mesmo tempo, são as mesmas taxas que remuneram os detentores de dívida pública, haja vista a presença excessiva de papéis indexados à taxa Selic.

A anomalia presente no caso brasileiro é fruto do passado de inflação crônica. A estabilização está inacabada porque alguns mecanismos que foram criados para controlar a inflação, como a moeda indexada (depósitos remunerados), ainda estão presentes na economia brasileira, especialmente na persistência das LFTs e das operações compromissadas na composição de carteira dos detentores de títulos.

Parte da rigidez monetária brasileira, por conseguinte, seria fruto do aumento da remuneração dos fundos de renda fixa das famílias e empresas. O efeito-riqueza não é diluído totalmente e, com isso, há uma pressão sobre a demanda agregada, a qual necessita de maiores taxas de juros para ser reduzida.

Novamente, Oreiro et.al (2012) consideram que são duas as conseqüências deste modelo de política monetária adotado pelo Brasil:

Primeiro, de modo a ter impacto sobre a demanda, o BCB precisa elevar a taxa de juros numa magnitude suficientemente grande para que os bancos sejam forçados a racionar o crédito devido ao aumento do risco de inadimplência. Segundo, o aumento das taxas de juros, em um contexto de arbitragem entre as taxas doméstica e externa e de abundância na liquidez internacional, causa uma apreciação cambial. Isso funciona como um choque positivo no lado da oferta da economia, pois reduz os custos das matérias-primas importadas e dos preços dos bens comercializáveis no mercado doméstico. Conseqüentemente, e principalmente através do

efeito transmissor da taxa de câmbio que a política monetária tem tido efeito sobre a inflação no Brasil. (OREIRO et.al, 2012. p. 569-570)

Os juros mais elevados pressionam os bancos a reduzir a oferta de crédito, prejudicando assim a absorção interna da economia e, posteriormente, o nível de atividade. A taxa de câmbio se valoriza, o que permite a redução do repasse do câmbio ao nível de preços (*pass-through*). Entretanto, o país fica refém da volatilidade cambial presente nos mercados. Caso o cenário seja de desvalorização cambial, a autoridade monetária deve subir a taxa de juros mais do que necessário para estabilizar a taxa de inflação.

4. As operações compromissadas e as LFTs na composição da dívida pública no período 2007-2015

O quarto capítulo aborda o momento em que houve diminuição dos títulos prefixados no Governo Dilma, mostrando que o aumento das operações compromissadas esteve ligado a forte dificuldade de rolagem do Tesouro Nacional com esses títulos, dando destaque também à redução das LFTs. Além disso, identifica alguns fatores que estariam correlacionados com as taxas de juros, mostrando a evolução da Selic durante o momento em que houve as mudanças, as quais agravaram as contas públicas.

4.1. As operações compromissadas e sua evolução recente

Diversos são os instrumentos monetários capazes de controlar a liquidez da economia. Recentemente, a utilização das chamadas operações compromissadas pelo Banco Central do Brasil tem recebido grande destaque. Tais operações são realizadas sob a forma de compra e venda de títulos públicos no mercado secundário, atendendo o compromisso de recompra e revenda. O objetivo final é garantir que a taxa de juros de mercado seja compatível com a meta estabelecida pela autoridade monetária.

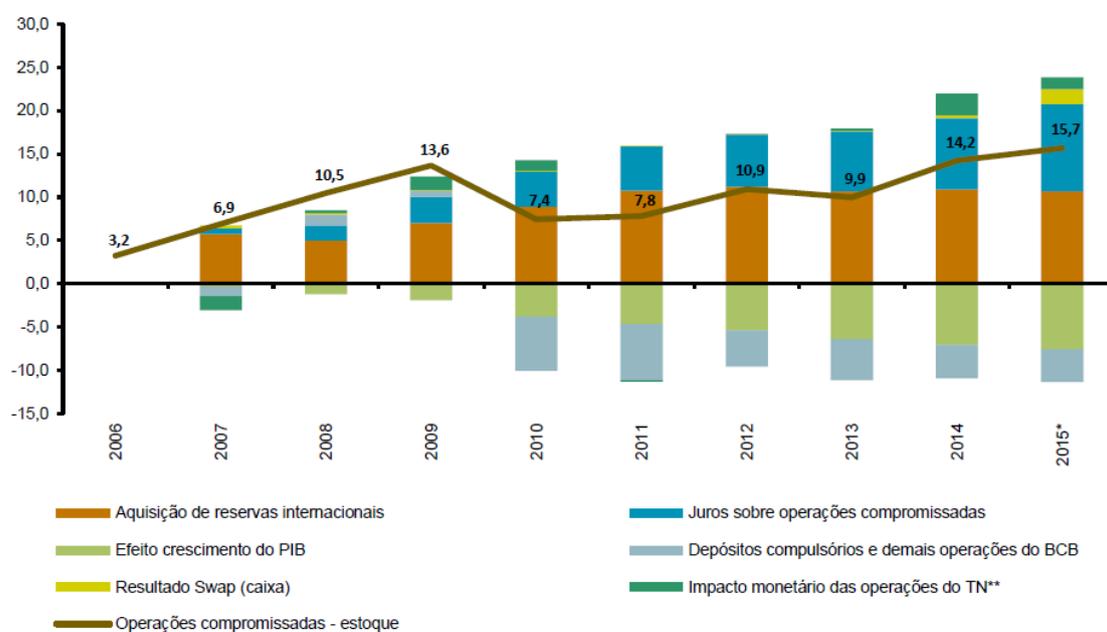
Leal (2016) explica que o valor da taxa Selic é resultado da média entre a taxa de rentabilidade dos papéis negociados no mercado interbancário diariamente e custodiados pela Selic, que são as LFTs e as operações compromissadas. A taxa de rentabilidade é medida através do cálculo do preço de compra e do preço de venda, com prazo, na maioria das vezes, de um dia útil. Portanto, as operações compromissadas são usadas para o controle da liquidez do mercado de reserva bancária.

As referidas operações são fruto de um mecanismo criado após a promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), a qual, dentre outras atribuições, proibiu o BCB de emitir títulos próprios. Dessa forma, a autoridade monetária não poderia financiar o Tesouro, logo, o mesmo não poderia emitir títulos para controlar a liquidez proveniente de uma política fiscal expansionista, por exemplo.

A partir disso, a política monetária deve lastrear suas operações em títulos emitidos pelo Tesouro. Assim surgiram as operações compromissadas, marcadas pela rentabilidade concentrada no curto prazo, similar ao caso das LFTs, contudo, as primeiras ganham remuneração prefixada, diferentemente das segundas.

Em relatório recente do Banco Central do Brasil (2016), foi divulgado que a participação das operações compromissadas aumentou de 3,2% do PIB em dezembro de 2006 para 15,7% em novembro de 2015, como mostra o gráfico abaixo:

Gráfico 2: Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas (fluxos acumulados de 2007 a 2015)



* Fluxos acumulados até novembro.

** Inclui resgate de títulos, primário do GC, recebimento das dívidas renegociadas dos governos regionais e aplicações no FAT, Fundos Constitucionais e outros fundos.

Fonte: Banco Central do Brasil (BCB)

O gráfico do relatório do BCB nos mostra que os principais fatores que determinam o crescimento das operações compromissadas são diversos, a saber: aquisição de reservas internacionais, juros sobre as operações compromissadas, o impacto monetário das operações do Tesouro Nacional e o resultado das operações de *swap cambial*, no período mais recente.

No que se refere à aquisição de reservas internacionais, seria esperado um aumento das operações compromissadas. Isso ocorre devido à necessidade de esterilização das reservas em dólar pela autoridade monetária, financiando a compra das mesmas. As compromissadas são utilizadas para este fim e, dado o enorme acúmulo de reservas cambiais pelo BC, foi necessário um aumento extraordinário dessas operações.

No que diz respeito aos swaps cambiais, a utilização desse mecanismo em 2013 e 2014 para conter a volatilidade da taxa de câmbio produziu efeitos fiscais graves em virtude da desvalorização cambial do período, haja vista que o mesmo processo descrito na aquisição de reservas cambiais tem como contrapartida o uso de operações compromissadas.

Em relação aos juros sobre as operações compromissadas, o aperto monetário iniciado em meados de 2013 contribuiu para o aumento da participação dos juros nas operações compromissadas que foram destinadas ao financiamento do Tesouro Nacional, já que os juros que remuneram os detentores de compromissadas são similares à taxa Selic.

O impacto monetário das operações do Tesouro Nacional se torna elevado a partir de 2014, revelando uma dependência maior do uso de compromissadas para financiar a dívida pública. Nesse ínterim, a dívida interna passa a ser monetizada via operações compromissadas e isso é visto na elevação da carteira de títulos públicos nas mãos do BC.

De acordo com Bacha (2016), o aumento da participação das operações compromissadas no financiamento das operações do Tesouro, em especial na dívida mobiliária federal interna, pode ser muito danosa para a economia brasileira. O autor considera alguns motivos para tal preocupação, entre eles: o aumento da percepção de risco soberano e a liquidez excessiva.

No primeiro caso, o autor afirma que o BC fica mais exposto ao TN. A partir disso, os desequilíbrios fiscais governamentais provenientes da utilização das operações compromissadas afetam a autoridade monetária. Logo, o mecanismo reforça o argumento de dominância fiscal no Brasil, responsável por reduzir a eficácia da política monetária, tendo em vista os aumentos sucessivos da taxa básica de juros.

Destarte, há uma relação da exposição do BC ao Tesouro com a participação elevada do crédito direcionado na economia brasileira. Há, sobretudo, um descasamento de ativos e passivos para o setor público, visto que o BNDES financia grande parte de seus empréstimos por meio do Tesouro. O problema reside na diferença de prazo médio das operações do BNDES (60 meses em 2015) e do governo (40 meses em 2015). Tal diferença se reproduz em um maior custo de financiamento da dívida interna.

Já no segundo caso, Bacha (2016) aponta que as obrigações de curto prazo da autoridade monetária no mercado crescem assustadoramente. As operações

compromissadas geram uma liquidez excessiva em virtude da característica de quase moeda, de forma muito similar ao das LFTs. Para agravar o problema, a velocidade de criação da “moeda indexada” é maior que a velocidade de crédito da economia.

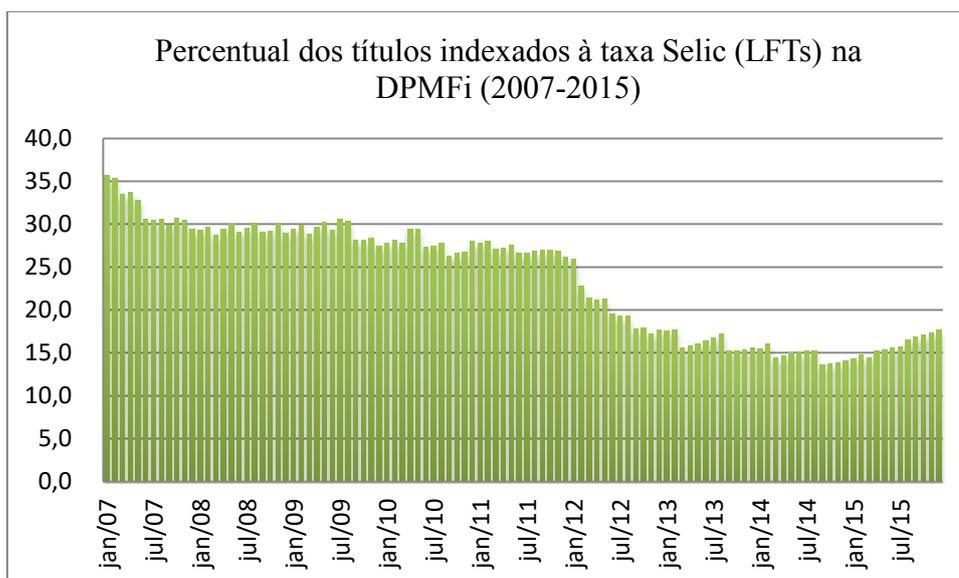
4.2. A relação entre o BC e o TN: a dificuldade de rolagem dos títulos pré-fixados, o aumento das operações compromissadas e a redução das LFTs

A relação entre Tesouro Nacional e Banco Central foi muito turbulenta no primeiro governo Dilma Rousseff (2011-2014). Foram inúmeras as críticas à gestão das contas públicas e da política monetária no período, evidenciadas por diversas medidas, entre elas: do ponto de vista fiscal, destacam-se a contabilidade criativa, as “pedaladas fiscais” e as desonerações; já do lado monetário, destaque para o represamento dos preços administrados e a redução descoordenada da taxa básica de juros.

Nesse contexto, a despeito de grandes equívocos da política macroeconômica, havia um processo de redução da participação das LFTs na composição da dívida mobiliária federal. Desde 2006, o Tesouro apontou como um dos seus objetivos principais a redução da participação dos títulos pós-fixados na economia brasileira, sobretudo os títulos indexados à taxa básica de juros.

O gráfico 3 mostra a queda da participação das LFTs na economia brasileira, no período 2007-2015. Contudo, nota-se que nos momentos em que houve elevação expressiva da taxa básica de juros (aperto monetário em 2014 e 2015), houve aumento da demanda por tais títulos:

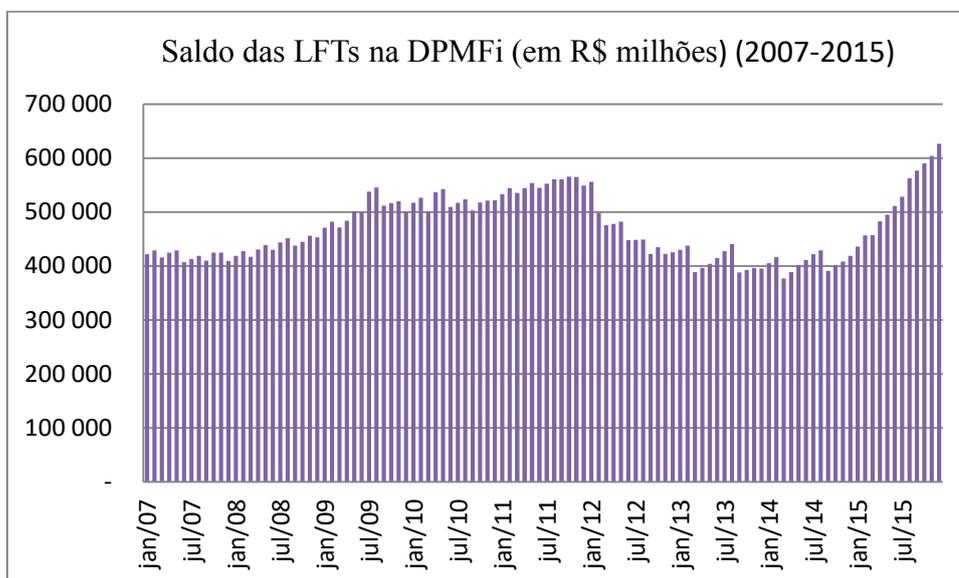
Gráfico 3: Percentual dos títulos indexados à taxa Selic (LFTs) na DPMFi (2007-2015)



Fonte: Elaboração própria, com dados extraídos do BCB.

A situação descrita fica mais evidente ao analisar o saldo das LFTs na DPMFi, sobretudo a partir de julho de 2014, como se vê no gráfico 4:

Gráfico 4: Saldo das LFTs na DPMFi (em R\$ milhões) (2007-2015)



Fonte: Elaboração própria, com dados extraídos do BCB.

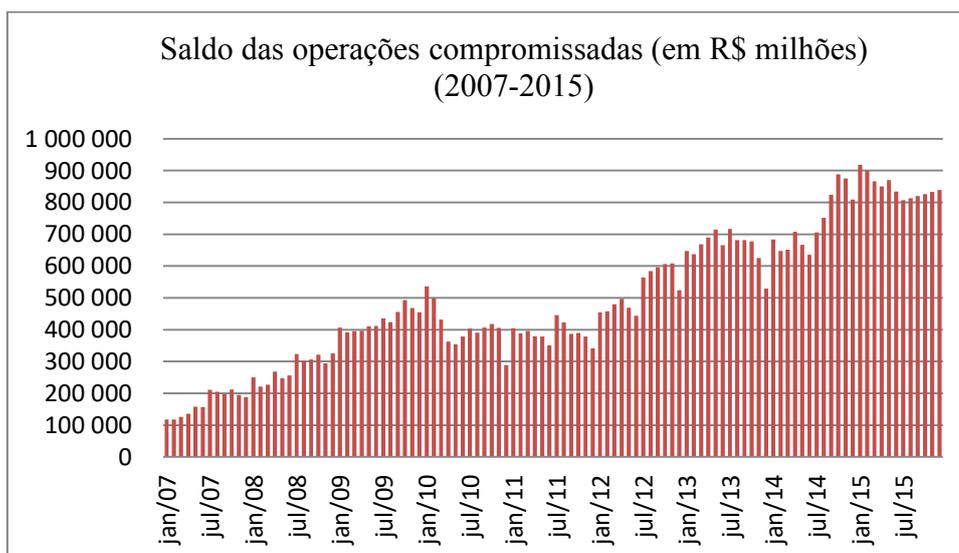
Entretanto, apesar da maior oferta de títulos pré-fixados (LTNs e NTN-Fs) e de prazo mais longo pelo Tesouro, não foi encontrada demanda suficiente para tais títulos. Segundo Paim (2015), a partir do momento em que os títulos do Tesouro venciam (eram

comprados diretamente pelas instituições financeiras), eles não eram trocados por novos títulos, como normalmente acontece no mercado. Logo, as instituições financeiras retiveram o dinheiro disponível.

O processo descrito causava uma elevação da liquidez no sistema financeiro, forçando uma redução na taxa de juros (mecanismo de determinação da taxa Selic explicado na seção 4.1). Para manter a taxa básica no nível desejado, o BC foi obrigado a vender títulos por meio das operações compromissadas, de forma a enxugar o excesso de liquidez. De certa forma, como afirma Salto e Ribeiro (2015), o BCB passa a tomar a responsabilidade do Tesouro na difícil tarefa de rolagem da dívida pública.

Como se vê pelo gráfico 5, o aumento extraordinário do saldo das operações compromissadas extraídos do BCB revela a maior dificuldade da condução das políticas monetária e fiscal pelo governo:

Gráfico 5: Saldo das operações compromissadas (em R\$ milhões) (2007-2015)



Fonte: Elaboração própria, com dados extraídos do BCB.

Novamente, de acordo com Paim (2015), o aumento das operações compromissadas está associado à dificuldade do Tesouro com a rolagem dos títulos pré-fixados, como ilustra a seguinte argumentação:

O que pode estar ocorrendo recentemente é que os títulos que estão sendo oferecidos pelo Tesouro Nacional não são atrativos o suficiente para as instituições financeiras, que preferem manter o dinheiro na tesouraria, com a certeza de que o Banco Central irá retirá-los de circulação,

oferecendo as operações compromissadas, agora ainda com taxa de juros crescente. Nesse caso, a operacionalização da política monetária oferece brechas que são aproveitadas — frisa-se, de forma legal — pelas instituições financeiras, para manterem o rendimento e a liquidez à qual estavam acostumadas quando da compra das Letras Financeiras do Tesouro Nacional. (PAIM, 2015, p.38)

Em resposta às críticas de diversos economistas na imprensa, o ex-diretor do Departamento de Mercado Aberto e de Títulos Públicos do Banco Central, José Júlio Senna, defendeu a utilização das compromissadas como um instrumento de controle da liquidez excessiva no mercado financeiro.

Segundo o economista, os fatores condicionantes da expansão das operações compromissadas como o aumento das reservas internacionais e, sobretudo, o resgate de títulos públicos foi determinante para o aumento do saldo das referidas operações. No caso dos títulos públicos, o ex-diretor afirmou que foi uma política do Tesouro para reduzir a participação das LFTs na composição da dívida pública.

Para Costa (2014), a escolha dos agentes por compromissadas em detrimento aos títulos públicos vai além da opção segura pelo curto prazo. O autor destaca a presença de fatores adicionais, entre eles: os prêmios embutidos na curva dos títulos do Tesouro e a diferença entre o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e a Selic.

Com a subida da taxa de juros, o prêmio que estava presente nos títulos pré-fixados (NTN-F e LTN) com prazo mais longo em tempos de Selic mais baixa (especialmente entre outubro de 2012 e março de 2013 - 7,25% a.a.) deixam de ser atrativos, tendo em vista as possibilidades de perda. A opção natural seria a LFT, todavia, o Tesouro tem feito medidas para reduzir o estoque dos títulos pós-fixados, como já foi explicado. Portanto, a opção mais rentável que resta são as operações compromissadas.

Além disso, a redução da atratividade dos títulos públicos também está ligada ao fato de que as taxas desses títulos são, na maioria das vezes, definidas como proporção do CDI e, portanto, acabam ignorando o aumento do *spread* entre o juro interbancário e a taxa de juros básica, de acordo com Costa (2014). Desse modo, a reduzida demanda por esses papéis se reflete no resgate líquido de títulos do Tesouro. A liquidez resultante desse processo retorna para as reservas bancárias e é enxugada pelas operações compromissadas, em prazos muito curtos, geralmente de 90 a 180 dias.

A questão é polêmica, contudo, a substituição das LFTs pelas operações compromissadas mostra que o perfil da remuneração dos agentes econômicos continua o mesmo desde o início da inflação crônica dos anos 80: prazo médio concentrado no curto prazo e remuneração indexada à taxa de juros. Por conseguinte, há uma incapacidade da autoridade monetária de mudar o perfil da dívida pública e, conseqüentemente, melhorar a efetividade da política monetária.

A análise acima pode ser explicada pela elevação da participação das operações compromissadas na composição da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), o que é um fator de dificuldade para a redução do endividamento público, dadas as características das referidas operações, prazos médios muito curtos e remuneração via taxa Selic:

Gráfico 6: Participação das operações compromissadas na composição da DLSP (2007-2015) (em % do PIB)



Fonte: Elaboração própria, com dados extraídos do BCB.

A grande questão que surge é a seguinte: como sair da armadilha das operações compromissadas? São dois os outros instrumentos, apontados pela literatura, capazes de substituí-las, a saber: a emissão de títulos do BCB e os depósitos voluntários remunerados do mercado financeiro no Banco Central.

Entretanto, os dois instrumentos não podem ser utilizados na economia brasileira. O primeiro, conforme visto, é vedado pela LRF por diversos motivos. O segundo sempre é avaliado pela autoridade monetária, mas ainda não foi adotado.

A emissão de títulos próprios pelo Banco Central é algo comum em muitos países. Foi permitida no Brasil até maio de 2002, quando foi impedida pela LRF. Com a volta da emissão de títulos do BCB, o controle de liquidez seria feito por esses títulos e não mais pelas operações compromissadas. As compromissadas seriam substituídas por esses “novos títulos” da autoridade monetária, visto que antes da proibição da LRF, o saldo das compromissadas era muito pequeno. No entanto, caberiam algumas preocupações.

Segundo a Instituição Fiscal Independente (IFI, 2017), se a dívida mobiliária do BCB fosse equivalente ao atual volume de compromissadas, haveria gestão segmentada dessa dívida e, conseqüentemente, dos títulos do Tesouro, da mesma forma que ocorre nos dias atuais com as compromissadas. Haveria ainda problemas de coordenação e concorrência entre os leilões de títulos públicos das duas autoridades.

A existência de depósitos voluntários remunerados realizados por instituições financeiras no BCB criaria uma terceira forma de intermediário monetário, juntamente com os depósitos compulsórios e as operações compromissadas. Os depósitos são remunerados como os compulsórios e são voluntários como as compromissadas. Com a permissão desses novos depósitos, a utilização de compromissadas teria uma redução porque haveria um novo instrumento de controle de liquidez cujas características são mistas.

Nos termos da IFI (2017), considera-se que a principal distinção entre os depósitos remunerados voluntários e os títulos emitidos pelo Banco Central seria a menor concorrência com os títulos do Tesouro. Contudo, assim como a emissão de títulos pela autoridade monetária e as compromissadas, caso os depósitos assumissem valores elevados (o que seria natural), passariam a ter caráter de dívida pública, como são as operações compromissadas existentes.

Apesar das alternativas citadas serem melhores que as operações compromissadas, todas, sem exceção, tornam-se mecanismos que impactam a dívida pública e, por consequência, resultam em maiores níveis de juros nominais. A mudança se daria, adotando o argumento apontado por Salto e Ribeiro (2015), pela melhor gestão da dívida do Tesouro e da dívida do BCB, além de estabilidade geral das contas públicas, via superávits primários.

O alongamento dos prazos das operações compromissadas e das LFTs são fundamentais. Entretanto, é possível que tal mudança necessite de maiores juros nominais

no curto prazo. Por outro lado, um ajuste fiscal posterior que consiga dar credibilidade à mudança, poderá ser um vetor de redução dos juros mais elevados no médio prazo.

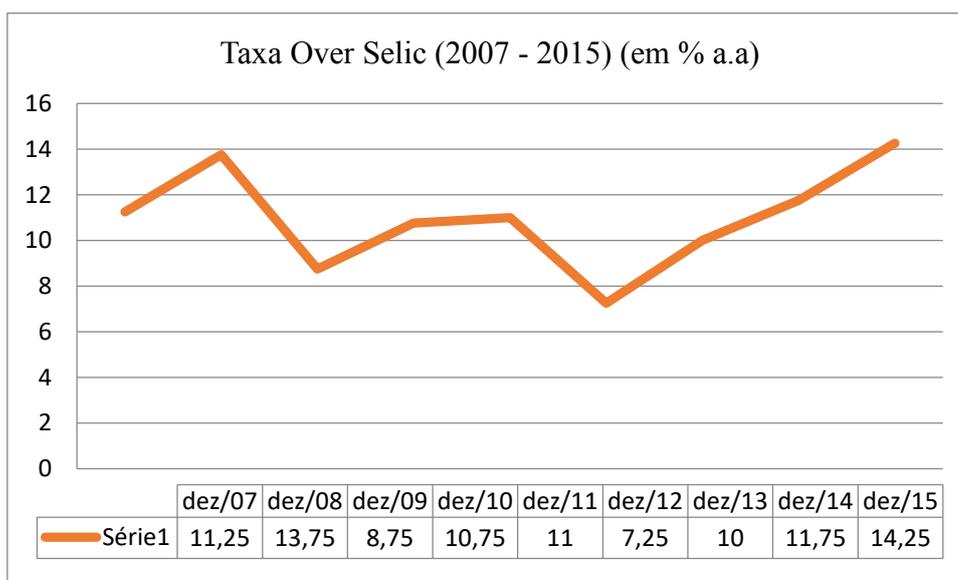
Assim, os juros poderão cair e, ao mesmo tempo, terão maior eficácia na ancoragem das expectativas inflacionárias, de modo que uma redução contínua da Selic possa ser crível, diferentemente do equívoco realizado pelo BCB em 2012-2013 o qual reduziu os juros simultaneamente ao agravamento do quadro fiscal, o que causou a volta da inflação e, conseqüentemente, a subida da taxa básica para dois dígitos em 2013-2014.

4.3. Avaliação da evolução da taxa Selic e o agravamento do quadro fiscal atual

A grande questão desta monografia é a seguinte: em que medida o problema dos juros excessivamente altos da economia brasileira está relacionado com os desequilíbrios da política fiscal?

No gráfico 7, apenas como ilustração da rigidez monetária brasileira, temos um recorte da excrescência que são os juros na economia brasileira, no mesmo período analisado nos gráficos que envolveram os mecanismos de controle da liquidez e do financiamento do endividamento:

Gráfico 7: Taxa Over Selic (2007-2015) (em % a.a)



Fonte: Elaboração própria, com dados extraídos do BCB.

A ênfase da presente monografia é a questão dos mecanismos de transmissão da política monetária, sobretudo no que se refere ao relacionamento do Tesouro Nacional com o Banco Central no controle da liquidez da economia por meio das operações compromissadas e das LFTs no período destacado.

Como foi vista, a utilização de tais instrumentos evidenciam que são muitas as distorções na condução da política monetária brasileira. Dessa forma, tanto o financiamento quanto a rolagem da dívida pública ficam comprometidos. Portanto, a partir dos problemas institucionais surgem os desequilíbrios fiscais, nos quais, ao menos em parte, explicam o motivo pelo qual as taxas de juros são tão elevadas na economia brasileira.

Nesse sentido, o destaque dado no primeiro capítulo para a chamada Teoria Fiscal do Nível de Preços é de suma importância. Resumidamente, a TNFP argumenta que os desequilíbrios fiscais, elevados déficit público e dívida pública, são a verdadeira âncora da política monetária.

A dúvida quanto à possibilidade de *default* da dívida pública no longo prazo se reflete na posição da autoridade monetária. O Banco Central ajusta os juros em função das expectativas de desvalorização nos preços dos títulos, de modo que a alta da taxa básica de juros seja maior do que o necessário.

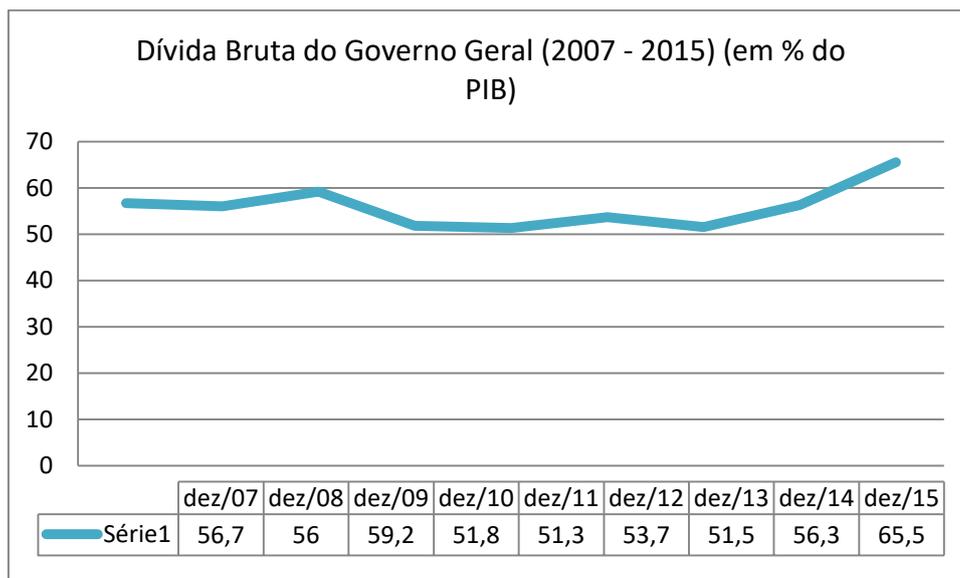
Entretanto, não é possível associar a institucionalidade das operações compromissadas e das LFTs aos axiomas da TFNP, ainda que existam consequências nocivas que envolvam os aspectos fiscais.

Um fato concreto é afirmar que a presença de uma dívida pública elevada leva ao aumento das taxas de juros (conforme a teoria fiscalista) e isso está de acordo com as evidências. Agora, dizer que os entraves vistos na colocação dos títulos pós-fixados agrava a questão fiscal e dificulta a queda da Selic é outra discussão.

Portanto, pode-se assumir a solvência das contas públicas no longo prazo, contudo, ao mesmo tempo, é possível conviver com a presença de títulos pós-fixados e de curto prazo cujo resultado é a redução da eficácia da política monetária via redução do efeito-riqueza mencionado.

Para completar, o dado mais relevante sobre a situação das contas públicas, a relação dívida/PIB, mostra que a trajetória da dívida pública é crescente no período analisado. Portanto, como está explicitado no gráfico 8, o agravamento do quadro fiscal repercute em uma taxa de juros muito mais elevada que o suficiente para estabilizar a moeda:

Gráfico 8: Dívida Bruta do Governo Geral (2007-2015) (em % do PIB)



Fonte: Elaboração própria, com dados extraídos do BCB.

Há, de fato, a necessidade um ajuste fiscal na economia brasileira. A grande questão é como realizar um ajuste que consiga reduzir o endividamento público sem causar maiores impactos sobre uma economia que passa por uma forte estagnação. Todavia, o que fica evidente é que a coordenação entre as políticas monetária e fiscal é fundamental para a existência de uma taxa de juros em um patamar mais civilizado.

5. Considerações Finais

A questão dos juros altos no Brasil sempre foi motivo de espanto e perplexidade para os economistas brasileiros, a despeito de toda a controvérsia entre os pensadores ortodoxos e heterodoxos. Ambos apontam que o problema é amplo e sua compreensão deve estar ancorada a argumentos históricos, institucionais, teóricos e empíricos.

É correto afirmar que a discussão sobre os mecanismos de transmissão da política monetária, em especial a existência das LFTs e das operações compromissadas na administração da dívida pública é quase uma unanimidade entre as diversas visões teóricas, ainda que haja espaço para algumas divergências quanto às soluções para a resolução dos problemas fiscais e monetários.

A existência de tais instrumentos em situações de certa normalidade inflacionária traz certos questionamentos. A economia brasileira estaria aprisionada em um cenário de liquidez concentrada no curto prazo? A partir disso, seria correto afirmar que os juros elevados são fruto, ao menos em parte, da estabilidade inacabada dos anos 90? Grande parte da rigidez monetária pode ser explicada por um agravamento das contas públicas? São questões muito controversas. Contudo, encontram respostas nos fatos.

Em relação à primeira questão, deve-se lembrar de que desde a criação das LBCs predomina no Brasil a existência de uma quase-moeda. Como já foi explicado, o período de inflação crônica demandou a utilização de depósitos remunerados a fim de evitar uma paralisia na economia brasileira. No entanto, a concentração da remuneração de papéis no curto prazo demonstra que os agentes econômicos mantêm um perfil de carteira muito semelhante ao verificado no período do caos inflacionário.

Portanto, respondendo a segunda questão, a economia brasileira pode estar vivendo um processo de estabilização inacabada. O país necessita de avanços institucionais capazes de alterar a extensão de sua curva de rendimentos, possibilitando assim uma melhor administração da dívida pública e uma redução dos juros praticados.

O objetivo desta monografia foi mostrar que parte da rigidez monetária da economia brasileira pode ser explicada por argumentos fiscais. Entretanto, embora a TFNP relacione os elevados juros como sendo uma consequência do aspecto fiscal, o que realmente buscou-se argumentar neste trabalho é que independente da questão das contas

públicas existe a institucionalidade (presença das operações compromissadas e das LFTs) que agrava o problema dos juros e, conseqüentemente, tende a agravar o problema fiscal.

Portanto, será necessário um ajuste fiscal amplo, que seja capaz tanto de aumentar a receita e a despesa pública. Além disso, é de suma importância corrigir as imperfeições existentes na relação entre o mercado monetário e o de dívida pública, em particular a redução da participação das LFTs e das operações compromissadas na dívida pública, de modo que seja possível levar os juros do país a patamares mais civilizados.

Argumenta-se que o Brasil é o país do futuro. Entretanto, no que se refere à estrutura a termo da taxa de juros, o mesmo é o país do presente. Portanto, em relação à questão monetária, o Brasil precisa se tornar o país do futuro e deixar de ser o país do presente. Se não obtiver êxito, as LFTs e as operações compromissadas estão aí para dar carona.

6. Referências Bibliográficas

BACHA, Edmar. **A crise fiscal e monetária brasileira**. 1ª edição. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. 2016.

BACHA, Edmar. **Além da tríade: como reduzir os juros?** Edmar Lisboa Bacha e Monica Baumgarten de Bolle (organizadores) Novos dilemas da política econômica: ensaios em homenagem à Dionísio Dias Carneiro, p. 130-139, 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB): Disponível em: “<http://www.bcb.gov.br/pt-br>”

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **“Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas e eventos correlatos”**. Brasília: BCB, 2016.

BARBOZA, RICARDO DE MENEZES. **Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil**. Revista de Economia Política, v. 35, n. 1, p. 133-155, 2015.

CARVALHO, Fernando J. **Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil**. Revista de Economia Política, v. 25, n. 4, p. 323-336, 2005.

COCHRANE, John H. **“Michelson-Morley, Occam and Fisher; The Radical Implication of Stable Inflation at Near-Zero Interest Rates.”** Dec, 2016.

DA COSTA, F.N. **Aumento das Operações Compromissadas: Efeito da Política Equivocada de Troca de Pós-fixados (LFTs) por Prefixados (LTNs/NTN-Bs)**. Disponível em < <https://fernandonogueiracosta.wordpress.com>>, p.1-4, 2013.

DE LIMA HORTA, Guilherme Tinoco; BENDER, Siegfried. **Administração da Dívida Pública: um estudo para o caso brasileiro**.

FIGUEIREDO, Francisco Marcos R. et al. **Os preços administrados e a inflação no Brasil**. 2002

FRANCO, Gustavo HB. **Notas sobre crowding out, juros altos e LFTs**. 2005

FRIEDMAN, M. **The role of monetary policy**. American Economic Review, v. 58, n. 1, p. 1-17, Mar.1968b.

INDEPENDENTE, Instituição Fiscal. **As operações compromissadas do Banco Central**. 2017.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA) Apresenta dados sobre PIB, coeficiente de gini, taxas de inflação. Disponível em: <www.ipeadata.gov.br>

LEAL, Lucas Edler. **As altas taxas de juros no Brasil e o problema da indexação da dívida mobiliária fiscal**. 2015.

NAKANO, Yoshiaki. **O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros**. Revista Conjuntura Econômica, v. 59, n. 11, p. 10-12, 2005.

MENDONÇA, H.F. **Teoria Fiscal da Determinação do Nível de Preços: uma resenha**. **Revista Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 2, p. 307-332, jul./dez. 2003 (b).

MENDONÇA, HF de. **Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro**. Economia e Sociedade, v. 16, n. 1, p. 65-81, 2001.

MODENESI, André de Melo; PIRES-ALVES, Camila Cabral; MARTINS, Norberto Montani. **Mecanismo de transmissão da política monetária: a importância dos fatores microeconômicos**. OIKOS (Rio de Janeiro), v. 11, n. 2, 2012.

MODENESI, A. D. M., & MODENESI, R. L. (2012). **Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa**. *Revista de Economia Política*, 32(3), 389-411.

OREIRO, José Luís et al. **Por que as taxas de juros são tão elevadas no Brasil?: uma avaliação empírica**. Revista de Economia Política, v. 32, n. 4, p. 557-579, 2012.

- PAES, TÂNIA APARECIDA GOMES. **Análise da eficácia da política monetária brasileira sob o regime de metas para inflação (1999-2013)**. 2014. Tese de Doutorado. Dissertação de Mestrado apresentada no Instituto de Economia da UFRJ. Rio de Janeiro
- PAIM, Bruno. **Política monetária e dívida pública federal no Brasil, de 2004 a 2015**. Indicadores Econômicos FEE, v. 43, n. 4, p. 23-40, 2016.
- PERFEITO, André Guilherme Pereira et al. **Hipóteses sobre a elevada taxa de juros brasileira: uma abordagem pós-keynesiana**. 2013.
- RESENDE, André Lara. **Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas** / André Lara Resende. — 1a ed. — São Paulo : Portfolio-Penguin, 2017
- SALTO, F; RIBEIRO, L. **Operações compromissadas, gosto de subdesenvolvimento**. Valor Econômico, Brasília, 8 de Junho de 2015.
- SARGENT, T; WALLACE, N. **Some Unpleasant Monetarist Arithmetic**. Federal Reserve Bank of Minneapolis, p. 1-18, 1981.
- SAYAD, J. **Dinheiro, Dinheiro Inflação, Desemprego, Crises Financeiras e Bancos**. Portifólio Penguin. Jun.2015
- SCHWARTSMAN, A. **Sobre jabutis e jabuticabas**. Jornal Valor Econômico, v. 7, n. 07, p. 2011, 2011.