

O mecanismo de transmissão de política monetária numa economia em processo de estabilização: notas sobre o caso do Brasil*

*The transmission mechanism of monetary policy
in a stabilizing economy: notes on the case of Brazil*

FRANCISCO LOPES**

RESUMO: Esta nota apresenta algumas considerações sobre a dificuldade de compreensão do mecanismo de transmissão da política monetária. Essa dificuldade se torna ainda mais acentuada no caso de economias que passam por uma mudança de ambiente de taxas de inflação altas para baixas, com uma análise para o caso brasileiro.

PALAVRAS-CHAVE: Política monetária; inflação; estabilização; taxa de câmbio.

ABSTRACT: This note presents some considerations about the difficulty to understand the transmission mechanism of monetary policy. This difficulty becomes even more accentuated in case of economies experiencing a change in an environment from high to low rates of inflation, with an analysis to the Brazilian case.

KEYWORDS: Monetary policy; inflation; stabilization; exchange rate.

JEL Classification: E52; E58.

Trabalhos recentes têm mostrado que a compreensão do mecanismo de transmissão de política monetária é ainda uma tarefa amplamente incompleta e difícil.¹ A compreensão desse mecanismo no contexto de uma economia em processo de estabilização é um desafio ainda mais desanimador porque a estabilização produz importantes mudanças de ordem estrutural e comportamental na economia. Durante a estabilização, a natureza do mecanismo de transmissão é modificada; na verdade, uma estabilização em larga escala tem a ver com o restabelecimento de uma política monetária eficiente.

* Artigo traduzido por Maria Thomé.

** Diretor do Banco Central do Brasil. chlopes@ajato.com.br

¹ Ver por exemplo Mishkin (1995) e os trabalhos do simpósio supracitado sobre o mecanismo de transmissão monetária.

Uma economia que tem vivido, por um longo tempo, sob uma inflação crônica alta cria uma série de adaptações na sua vida econômica que tendem a reduzir o poder da política monetária. Quando a inflação é reduzida, essas adaptações tornam-se ineficazes e precisam ser substituídas por condições normais de preços estáveis. Conseqüentemente, quando a estabilização evolui, partes importantes do mecanismo de transmissão precisam ser reconstruídas de maneira que a eficiência da política monetária possa ser gradualmente restaurada.

Entre essas adaptações às condições de inflação alta, no caso do Brasil, três delas são particularmente importantes para nossa discussão. Primeiro, uma âncora foi adotada. A taxa de câmbio ficou vinculada a um índice geral de preços, que resultou no congelamento da taxa de câmbio real.

Segundo, houve uma ampla substituição da moeda por meio do desenvolvimento de mecanismos sofisticados de indexação financeira.² Como resultado, a dívida de longo prazo, estabelecida em moeda nacional não indexada, desapareceu. A taxa de mercado do *overnight* lastreada em títulos da dívida pública – taxa conhecida como SELIC – passou a ser a taxa sinalizadora do mercado, e quase toda a dívida, de origem pública ou privada, passou a ficar atrelada àquela taxa. Isto significou que a duração³ de todos os instrumentos da dívida, incluindo os créditos operacionais, convergiu para zero.

E, terceiro, o sistema bancário tornou-se dependente do *float* financeiro. Embora depósitos não-remunerados tenham diminuído com o tempo, os bancos eram ainda capazes de arrecadar uma considerável receita devido às altas taxas de inflação. Eles obtiveram grandes lucros, não somente oriundos dos depósitos à vista, como também (geralmente de modo implícito) por intermédio de “taxas de administração” sobre depósitos remunerados, sempre que estes eram utilizados como substitutos dos depósitos à vista. Essas “taxas” eram pagas pelos clientes porque as únicas alternativas disponíveis eram dinheiro, depósitos à vista e moeda estrangeira. Dessas alternativas, somente a moeda estrangeira oferecia uma proteção contra a inflação; mesmo assim ela induziu operações fora do sistema bancário formal (ou seja, sem cheques ou outros serviços bancários). Esses custos de transação criaram depósitos remunerados que ofereciam uma alternativa de proteção à inflação claramente superior à moeda estrangeira. Mas isso também significou que os bancos poderiam cobrar uma remuneração sobre esses depósitos (ou seja, poderiam pagar menos que a inflação), desde que o limite não fosse alcançado. Esse sistema bancário dependente do *float* era caracterizado por uma baixa alavancagem. Crédito não era uma importante fonte de receita, já que ativos e passivos eram

² Ver Dias Carneiro e Garcia (1993) e Garcia (1996) para detalhes sobre a experiência brasileira.

³ Duração é definida como uma média ponderada dos componentes de um fluxo de caixa em que o tempo de recebimento de cada pagamento é ponderado pelo valor presente do pagamento. Pode ser vista como uma medida aproximada da mudança do valor de um ativo ou passivo pela mudança por uma base de 100 pontos na taxa de juros.

igualmente de curto prazo (com duração de quase zero). Dessa forma, os riscos da folha de balanço eram menores.

A seguir, será feita uma descrição das principais mudanças ocorridas nos mecanismos de transmissão de política monetária durante o processo de estabilização e de algumas questões relacionadas com o caso brasileiro.

1. O CANAL DA TAXA DE JUROS

O canal da taxa de juros da transmissão por meio da política monetária foi claramente exposto na Teoria Geral de Keynes. O valor presente dos bens de capital e de consumo duráveis está inversamente relacionado com a taxa de juros (eficiência marginal do capital). Uma taxa de juros mais baixa implica um valor presente dos bens de capital e de consumo maior e um aumento na razão entre os preços dos estoques existentes e os preços dos bens recém-produzidos (o “q” de Tobin). Dessa forma, um estímulo é dado para a produção corrente de bens duráveis e, por meio do multiplicador, para a demanda agregada.

Numa economia de inflação alta, o canal da taxa de juros perde força porque o conceito relevante de taxa real de juros precisa ser modificado para que a alta volatilidade da inflação seja levada em conta. O conceito relevante de custo de capital precisa levar em conta a taxa nominal de juros, descontando um valor equivalente à taxa de inflação. Se a inflação é muito volátil, essa taxa equivalente à taxa de inflação irá exceder o valor esperado pelo prêmio de “volatilidade”. Entretanto, uma alta taxa real de juros não é necessariamente sinônimo de uma política monetária restritiva se o prêmio de “volatilidade” for igualmente alto.

Quando a inflação se reduz, o canal da taxa de juros é fortalecido porque inflação baixa frequentemente implica menos volatilidade da inflação. Consequentemente, o prêmio pela volatilidade cai. Uma dada taxa real de juros irá produzir uma restrição monetária muito maior quando a inflação for baixa e menos volátil do que quando a inflação for alta e mais volátil.

2. O CANAL RIQUEZA

O mecanismo de transmissão da política monetária por meio do efeito riqueza tem sido analisado pela ótica da tradição de Pigou-Metzler-Patinkin. Nesta seção, queremos enfocar o componente riqueza da dívida pública.

Numa economia de inflação alta, não existe dívida de longo prazo. Nessa circunstância, já que a duração de toda a dívida pública é muito próxima a zero, mudanças na taxa de juros produzem pequeno impacto sobre seu valor presente. Um modo simples de modelar essa descrição é assumir que toda a dívida pública está na forma de um título perpétuo vinculado a uma taxa de juros corrente de curto prazo). Dessa forma, o estoque de dívida pública tem valor presente “B”, pagando a cada período um total de juros de “iB”, onde “i” é a taxa de juros para

o período (que, naturalmente, pode mudar com o tempo). Note que, embora a dívida tenha maturação infinita, ela é realmente de curto prazo, porque sua duração é de somente um período.⁴

Sob esse pressuposto, o componente riqueza da dívida pública é insensível à taxa de juros. Riqueza financeira pode ser definida como “ $W = m + B$ ”, onde “ m ” é o valor real do dinheiro. Assumindo que a demanda agregada é dada por:

$$Y = D(i, W) + G + iB,$$

onde a demanda privada é inversamente relacionada com a taxa de juros e positivamente relacionada com a renda disponível; a riqueza financeira ($D_i < 0, D_y > 0, D_w > 0$) e a demanda pública são determinadas por gastos não-financeiros, “ G ”. A renda disponível é determinada por GDP, “ Y ”, mais taxas de juros sobre a dívida do governo, isto é, $Y_d = Y + iB$. Suponhamos que haja um relacionamento inverso normal entre dinheiro real e taxa de juros. Conseqüentemente, um aumento na taxa de juros reduz a demanda, tanto diretamente como pelo seu efeito sobre a riqueza (porque m e W caem quando i aumenta), mas, ao mesmo tempo, aumenta a demanda pelo seu efeito sobre a renda disponível. O resultado líquido sobre a demanda agregada é bastante ambíguo.

Tal resultado é modificado quando passamos para uma economia de baixa inflação, na qual a dívida de longo prazo foi restabelecida. Para verificar isso mais claramente, tomemos como pressuposto que toda a dívida pública esteja na forma de títulos perpétuos de taxa de juros fixa (como os títulos de dívidas públicas britânicos). Nesse caso, o estoque da dívida pública possui um atual valor “ B/i ”, pagando para cada período um total de juros “ B ”. A riqueza financeira é definida como $W = m + B/i$, e a renda disponível é determinada por $Y_d = Y + B$. Assim, um aumento da taxa de juros reduz a demanda agregada por meio do seu efeito sobre a riqueza, enquanto deixa a renda disponível inalterada. Não existe qualquer dúvida de que o resultado líquido seja, evidentemente, restritivo.

$$Y = D(i, W) + G + B$$

Nesse caso, um aumento da taxa de juros reduz a demanda privada enquanto deixa a demanda pública inalterada.⁵ O efeito líquido sobre a demanda agregada é, sem dúvida, restritivo.

Essa análise de casos extremos de duração zero e infinita nos permite concluir que, quando a estabilização se consolida e a duração da dívida pública cresce, a política monetária torna-se mais poderosa devido à sua transmissão pelo canal riqueza.

⁴No período anterior ao Plano Real, a maior parte da dívida pública era na forma de LFTs, as Letras Financeiras do Tesouro, que podiam ter prazo de maturação de mais de um ano, mas elas estavam vinculadas às taxas de juros do *overnight* (SELIC), que tinham duração próxima de zero (mais exatamente de um dia).

⁵Observe que, aqui, mudanças na taxa de câmbio são transmitidas para a demanda agregada pelo efeito sobre a riqueza financeira das mudanças resultantes no valor presente da dívida pública.

3. O CANAL DO CRÉDITO

É reconhecido na literatura que a política monetária afeta não somente a taxa de juros, mas, também, o “prêmio pelo financiamento externo”, definido como a diferença entre o custo de fundos levantados externamente pelas empresas ou pelos consumidores (por exemplo, por empréstimos garantidos em valores ou títulos, de forma irregular) e o custo de oportunidade dos fundos internos. Esse prêmio é muito semelhante aos *spreads* cobrados pelos empréstimos, constituindo um importante fator determinante nas decisões de consumo e investimento. Como foi ressaltado por Bernanke e Gertler (1995), o canal do crédito não é realmente uma alternativa independente ao tradicional mecanismo da taxa de juros, mas, sim, um mecanismo amplificado.

Dois mecanismos têm sido considerados na literatura a respeito de canal do crédito: o mecanismo do balanço e o mecanismo do empréstimo bancário. O mecanismo do balanço é baseado em fato bem documentado, em que um mutuário com uma posição financeira forte paga um prêmio financeiro externo baixo. Sabemos, também, que o valor presente é mais sensível a uma mudança na taxa de juros quando o fluxo de pagamentos é mais longo. Em outras palavras, a elasticidade dos juros sobre o preço de um ativo é maior quando o fluxo de pagamentos derivados daquele ativo tem uma duração maior. Quando empresas e consumidores se utilizam do mecanismo do balanço, em que a duração dos ativos excede a duração dos empréstimos, o resultado líquido torna-se inversamente relacionado com a taxa de juros. Esse pode ser o caso, por exemplo, se uma grande parcela dos empréstimos for de curto prazo. Além disso, se o crescimento da taxa de juros causar declínio no preço dos ativos, o valor do empréstimo diminuirá. O resultado é que uma taxa de juros alta piora a situação financeira da maioria das empresas e dos consumidores, aumentando seu prêmio financeiro externo e contraindo os gastos.

Numa economia de inflação alta, esse mecanismo do balanço perde a força porque as dívidas de longo prazo desaparecem. Num ambiente em que a duração de todos os instrumentos de dívida, incluindo operação de crédito, é próxima a zero, mudanças na taxa de juros produzem pouco impacto sobre os preços dos ativos financeiros e sobre a avaliação relativa dos ativos; dessa forma, seus efeitos sobre o resultado líquido podem ser negligenciados. Por outro lado, em economias em processo de estabilização, à medida que as dívidas de longo prazo são gradualmente recriadas, o canal do balanço volta a operar.

O outro mecanismo do canal de crédito, o mecanismo do empréstimo bancário, funciona por meio das condições de oferta dos empréstimos bancários. Um aperto de política monetária reduz a oferta de empréstimos para pequenas e médias empresas dependentes dos bancos, que são forçadas a procurar por novos emprestadores e a construir novas relações de crédito. Essas atividades, que são custosas, poderão aumentar o seu prêmio financeiro externo, afetando, conseqüentemente, suas decisões de gastos.

Numa economia de inflação alta, em que os bancos são dependentes do *float* financeiro e assumem riscos de créditos mínimos, esse mecanismo pode não ser

muito poderoso. Com a queda da inflação, as receitas com *float* desaparecem e o sistema bancário fica, então, superdimensionado. Reduzir custos para equiparar-se com os já reduzidos níveis de receitas constitui um lento e doloroso processo, em que existe um óbvio dilema do prisioneiro: qualquer banco que evitar reduzir custos no início, por exemplo, não extinguindo atividades não-lucrativas, pode acabar ganhando participação no mercado. Consequentemente, existe um lucro por não ser o primeiro a se ajustar por meio da redução dos custos, a típica solução não-cooperativa para o jogo de soma zero.

Para manter a lucratividade nesse novo ambiente de inflação baixa, os bancos tentam criar novas fontes de receita, em vez de cortar custos dramaticamente. Eles são obrigados a assumir mais riscos, por meio do aumento da alavancagem e da transformação de operações de crédito numa importante fonte de receita. Nesse processo, eles estão expondo-se ao risco de contraírem empréstimos estrangeiros de baixo custo, como alternativa aos fundos domésticos. Por causa disso, o mecanismo de empréstimo bancário torna-se mais poderoso, existindo também um crescente risco de desastre para os bancos.

4. O CANAL DA TAXA DE CÂMBIO

Numa economia de inflação alta, em que uma âncora está em operação, o que acontece na maioria dos casos é que o canal da taxa de câmbio torna-se menos poderoso. A estabilização da inflação ocorre por meio do *currency board*, como na Argentina, ou por meio de uma taxa de câmbio flutuante vinculada a altas taxas de juros, como no caso do Brasil. No primeiro exemplo, existe uma restrição auto-imposta sobre a aplicação da política monetária: a taxa de juros doméstica é determinada pela taxa de juros sobre a moeda à qual a moeda doméstica está vinculada. O canal da taxa de câmbio é claramente determinado.

No Brasil, o Plano Real, iniciado em julho de 1994, manteve uma taxa de câmbio flutuante com uma taxa real de juros de 27% (taxa anual) nos seis primeiros meses. A taxa nominal de câmbio (R\$/US\$) ficou apreciada em 16% e a balança comercial passou de um superávit de R\$ 12,9 bilhões, nos doze meses terminados em junho de 1994, para um déficit de US\$ 600 milhões, nos doze meses terminados em junho de 1995, e em torno de US\$ 5 bilhões em 1996. A natureza recessiva desse movimento no comércio não podia ser vista nas estatísticas do PIB porque o crescimento de produção sofreu um forte impacto pelo aumento do consumo típico que se segue após as estabilizações. Mas as taxas de crescimento do PIB de 5,8% em 1994 e de 4,3% em 1995 poderiam, certamente, ser muito maiores sem essa mudança contracionista na balança comercial (com base na experiência argentina, talvez cerca de 2% a 3% a cada ano). Não há dúvida, aqui, de que o canal da taxa de câmbio foi plenamente operativo.

Desde 1995, o Banco Central vem empregando uma política de intervenção no mercado de câmbio a fim de evitar uma futura valorização da moeda, reduzindo assim até certo ponto o contraditório impulso que se dá pelo canal da taxa de câmbio.

bio, evitando (*ceteris paribus!*) uma deteriorização posterior adicional da balança comercial. O mecanismo de bandas foi adotado no primeiro semestre de 1995 (com amplitude em torno de 8%). Uma flutuação “artificial” foi utilizada desde o segundo semestre de 1995, com intervenções quase semanais, com a aplicação de mini-bandas informais muito pequenas (com amplitude não maior que 0,5%, entre compra e venda). No entanto, a maioria das intervenções objetivou evitar uma valorização da taxa de câmbio, o que não é surpreendente, considerando-se que a taxa real de juros atingiu um patamar de 33% em 1995 e 17% em 1996. O Banco Central durante a maior parte do tempo atuou no mercado ofertante e o balanço dos pagamentos apresentou superávits de US\$ 13 bilhões em 1995 e US\$ 10 bilhões em 1996.

O canal da taxa de câmbio foi, provavelmente, o mecanismo-chave de transmissão da política monetária na recente experiência brasileira. A combinação de uma grande acumulação de reservas estratégicas (de US\$ 42,9 bilhões em junho de 1994 para US\$ 60,5 bilhões em novembro de 1996) com taxas reais de juros extremamente altas não deixa qualquer dúvida de que esta política vem sendo de longe uma política monetária baseada na estabilização. À medida que a estabilização evolui, e outros canais de transmissão de política monetária são gradativamente recuperados, pode-se esperar que a necessidade de taxa de juros altas seja reduzida de certa forma. Uma política monetária rígida num regime de taxa de câmbio flutuante só será possível com taxas de juros comparáveis àquelas usadas por países com economias estáveis. Somente nessas circunstâncias a estabilização será verdadeiramente consolidada no Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERNANKE, Ben & GERTLER, Mark (1995) “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, *Journal of Economics Perspectives*, vol. 4, outono, pp. 27-48.
- DIAS CARNEIRO, Dionísio & GARCIA, Márcio (1996) “Capital Flows and Monetary Control under Domestic Currency Substitution Regime: The Recent Brazilian Experience”. In Steiner, Roberto (org.), *Afluencia de Capitales y Estabilizacion en America Latina*, Bogotá, Colômbia, Fedesarollo.
- GARCIA, Márcio (1996) “Avoiding Some Costs of Inflation and Crawling toward Hyperinflation: The Case of the Brazilian Domestic Currency Substitute”. *Journal of Development Economics*, vol. 51, n° 1, out.
- MISHKIN, Frederic S. (1995) “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, outono, pp. 4-10.

