

Relatório Interno

COORDENAÇÃO: POLÍTICA MACROECONÔMICA - CPM Nº 02/92



DATA: Abril/92 AUTOR: Eduardo Felipe Ohana *

TÍTULO: A POLÍTICA DE JUROS E O AFLUXO DE CAPITAIS EXTERNOS: EXISTE UM PROBLEMA?

A literatura econômica registra que a demanda por títulos depende dos preços relativos, da taxa de juros, dos valores presente e futuro da renda do comprador, do estoque de títulos adquiridos previamente e do montante de moeda, refletindo o fato de que essa demanda sinaliza a diferença entre os padrões temporais do consumo e da renda.¹

Em uma economia com inflação crônica, a dispersão dos preços relativos é bastante instável, descaracterizando essa variável como sinalizadora de alocações de recursos. Nesta mesma condição, tornam-se difíceis de serem identificados o ciclo da renda, o valor real do estoque de títulos e a demanda por moeda. Resta, portanto, como principal elemento condicionador da procura por títulos, a taxa real de juros esperada de curto prazo.

A atual economia brasileira, além de inflação crônica, apresenta a característica de ter no setor público (especialmente o Federal) a configuração de principal devedor, vale dizer, o maior ofertante de títulos. Nessa circunstância, o credor lida com um devedor com perfil de instituição soberana que, portanto, pode lançar mão de instrumentos excepcionais - impostos específicos, diferimento compulsório das obrigações, emissão monetária abusiva, etc - para se financiar, sempre que não tiver capacidade de pagamento. Contra a perspectiva de um crédito de risco elevado, a taxa real de juros demandada é alta. No Brasil, a dificuldade operacional de se manter a equivalência risco-taxa de juros provocou o encurtamento do período de crédito, aproximando-se de um sistema de *clean-up* (quando o devedor deve comprovar a capacidade de pagamento) diário. Afinal, a oferta de fundos para esse devedor soberano só se materializa porque esta é a principal forma de se garantir a indexação dos ativos financeiros do setor privado, mantendo-se a liquidez. Esse sistema gera a figura da moeda indexada na economia brasileira.

Caso a taxa real de juros praticada e os indicadores de curto prazo quanto à estabilidade econômica e institucional sejam elevados, o período de crédito ao

setor público passa a ser, na prática, alongado. A liquidez dos títulos não é exercida e a demanda no mercado de bens é postergada, como prevê a teoria econômica convencional.

O crédito de longo prazo, contudo, dependeria da percepção dos credores sobre o estado de solvência do setor público. Este pode ser o principal elemento para explicar o fato do governo brasileiro não conseguir financiar sua dívida de aproximadamente 45% do PIB, enquanto na Itália, com dívida próxima a 120%, o crédito ao setor público flui. Na prática, a racionalidade dos credores é formada através do mercado de capitais que, no Brasil, atingiu um padrão de sofisticação bastante elevado em termos internacionais.

No curto prazo, a taxa de juros real demandada pelo setor privado depende do nível do déficit, uma vez que quanto maior o déficit, maior a demanda por fundos e a perspectiva de um financiamento inflacionário; do hiato cambial, por prever desajustes na taxa de câmbio; e do grau de liquidez internacional do setor público, por representar lastro para uma imediata liquidação de seu passivo, se necessário (*cash collateral*).

O argumento sobre a liquidez sugere que, tudo o mais constante, o setor público se depara com uma curva de oferta de fundos perfeitamente elástica, permitindo-lhe acumular reservas internacionais indefinidamente. Esta seria uma solução para o problema do *Dutch Disease*, isto é, excesso de entrada de divisas, perante um dado nível da atividade econômica.

Contudo, é importante salientar - a exemplo do que vem ocorrendo no Brasil desde o final de 1991 - que o afluxo de capitais externos, em parte, decorre do diferencial de taxa real de juros observado no país em relação aos mercados financeiros internacionais. Assim, a entrada de recursos externos provoca aumento líquido da dívida pública em poder do setor privado (déficit abaixo da linha), no montante equivalente ao diferencial de taxas aplicado ao total

RELATÓRIO INTERNO tem o objetivo de possibilitar melhor aproveitamento, em discussões e decisões de política econômica, da experiência acumulada pelos pesquisadores. Divulga, no IPEA, os pontos de vista dos técnicos sobre temas econômicos atuais.

1 Embora existam outras diversas formalizações, ver PATINKIN, D. *Money, Interest and Prices*. Harper e Row. Publ. N. York, 1965. (p. 68).

do ingresso de capitais (não há recursos fiscais para bancar essa despesa). Essa oneração das finanças públicas influi na oferta de fundos ao setor público, tornando-a progressivamente mais cara.

O problema conjuntural é que, com a perspectiva de desaceleração da taxa de inflação e a elevada ociosidade na economia, o Banco Central não pode sinalizar aumento na taxa real de juros, mesmo porque isto acentuaria o efeito atração de capitais. Aparentemente por esta razão, desde fevereiro o Banco Central suspendeu os ACCs de 360 dias, aumentou de 24 para 30 meses o prazo de emissão de títulos no exterior com isenção de imposto de renda e reduziu, através da Circular 2.149, as posições vendidas dos bancos. São medidas corretas de ajuste fino que demonstram a desconfiança do BACEN em relação ao argumento do *cash collateral* sobre a oferta de fundos ao setor público.

O cálculo do custo líquido financeiro de carregamento da reserva de divisas excedentes, ao que determinaria a Resolução 82 do Senado, é feito pela aplicação da taxa interna real de juros sobre o montante de dívida pública correspondente ao adicional de reservas, descontado o retorno sobre a aplicação, no exterior, dessas divisas, e acrescendo-se a perda/ganho de capital sobre o estoque de divisas adicionais, decorrente da flutuação da taxa real de câmbio. A valorização real dessa taxa provoca diminuição do *cash collateral* em cruzeiros, sendo, portanto, uma perda de capital.²

O custo real líquido da estratégia de sustentação das taxas reais de juros e cambial, perante a entrada acentuada de divisas nos três meses analisados, foi de US\$ 408,5 milhões. Em termos anualizados, equivale a cerca de 0,4% do PIB, face aos 4,1% do PIB estipulado no programa com o FMI para gastos com juros reais

BRASIL: CUSTO REAL DO CARREGAMENTO DAS RESERVAS
INTERNACIONAIS EXCEDENTES A REGULAMENTAÇÃO
DA RESOLUÇÃO 82 DO SENADO
(US\$ MILHÕES)

PERÍODO	DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FED. FORA DO BACEN	RESERVAS EXCEDENTES(2)	TAXA REAL DE JUROS DOMÉSTICA(3) (%)	CUSTO BRUTO DE CARREGAMENTO	RENDIMENTO REAL DE RESERVA(4)	VARIAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO REAL(5) (%)	GANHO DE CAPITAL	CUSTO LÍQUIDO TOTAL DO CARREGAMENTO
DEZ/91	10,700.00	2,035.00	4.80	97.70	1.2	3.8	77 300	19.20
JAN/92	15,500.00	3,185.00	2.20	69.60	1.9	-2.8	-88 600	156.30
FEV/92(1)	17,000.00	6,980.00	3.40	237.30	4.2	0.1	0 006	233.00
TOTAL								408.50

FONTES: NOTA PARA IMPRENSA DO BACEN - MAR/92 e IMPRENSA ESPECIALIZADA.

NOTAS: (1)- Foi estimado o valor de US\$ 13.500.0 milhões para as reservas de fevereiro/92.
(2)- O montante das reservas requeridas é de US\$ 6.517.0 milhões, segundo a Resolução 82 do Senado.
(3)- A taxa real refere-se à taxa efetiva dos BBAs descontada pelo IGP.
(4)- O rendimento real das reservas pressupõe Libor de 4,6 a.a. e inflação OCDE de 3,8% a.a.
(5)- Variação da taxa real de câmbio em relação ao IGP.

Para quantificar o recente impacto sobre as finanças públicas do dilema política de juros - política cambial, o quadro abaixo apresenta, em dólares correntes, o acréscimo de reservas no BACEN, no período dezembro-fevereiro (último dado disponível), bem como os respectivos custos mensais de carregamento dessa reserva.

A dívida pública mobiliária federal, fora do Banco Central, aumentou US\$ 6,3 bilhões entre dezembro e fevereiro, enquanto as reservas internacionais (conceito caixa) cresceram cerca de US\$ 6,0 bilhões. Esse incremento marginal no endividamento público interno foi essencialmente com propósito de sustentação das taxas de juros e de câmbio reais.

internos, nesse ano. Dificilmente, o elemento esterilização de entrada de divisas nesse volume estava considerado nas simulações do programa.

Por outro lado, quando referido à receita disponível do Tesouro Nacional - US\$ 5.694,0 milhões, acumulada nos três últimos meses, - o custo real líquido do carregamento equivale a 7,2%, enquanto despesas vinculadas (transferências a estados e municípios) representaram cerca de 60% daquela receita.

O custo incorrido nos três meses analisados (cerca de 0,1% do PIB) não representa um impacto fiscal significativo. A grande questão, contudo, refere-se à sensibilidade da taxa real de juros interna frente a

² Curiando notar que a resolução do Senado nº 82, Parágrafo único do Artigo 2º, não especifica o conceito de *imprudent* sobre o qual as reservas devem ser referenciadas. Adotamos, como aparentemente faz o BACEN, a indicação do câmbio contratado para importação de bens.

uma continuada tendência de acumulação de reservas às taxas observadas no trimestre, dados o nível de atividade econômica e a paridade do câmbio.

Como a economia brasileira experimenta um problema fiscal, a estratégia de sustentação da taxa cambial, com endividamento interno, sinaliza o agravamento dos custos fiscais, tendo como principal consequência a contaminação da credibilidade nas finanças públicas. Essa contaminação, por teoria, aumenta a taxa real de juros demandada para oferta de fundos ao setor público.

O mais importante, portanto, é reconhecer a existência de custos fiscais relacionados à estratégia de se financiar a acumulação de reservas com endividamento público interno. Esses custos, dada a capacidade de pagamento do setor público, se contrapõem ao efeito *cash collateral*, desfazendo a hipótese de uma curva de oferta de fundos perfeitamente elástica para formação de reservas. Por isso, a sintonia fina, restritiva à entrada de novos

capitais de curto prazo e aplicada pelo BACEN, é apropriada.

Essas medidas restritivas deverão permanecer enquanto persistirem o diferencial nas taxas de juros e a credibilidade na trajetória da economia brasileira. Um dos fatores responsáveis pelo otimismo a respeito da estabilização na economia brasileira - fator fundamental para a atração de capitais - tem sido a sustentação da taxa real de juros, ajustando expectativas inflacionárias. A entrada excessiva de divisas funciona como efeito perverso no curto prazo, enquanto o nível de atividade não puder ser reativado. Assim, as medidas restritivas à entrada de capital funcionam como sinalização de problemas, podendo provocar expectativas adversas quanto à capacidade de se manter o programa de estabilização. Para esse cenário tipo *catch 22*, são necessárias medidas fiscais austeras, exaustivamente propostas pelo Governo.

