ANEXOS

Processo de definição da taxa de juros

A taxa de juros constitui-se no mais importante instrumento de política monetária à disposição do Banco Central. Através dela, a autoridade monetária afeta o nível de atividade econômica e de preços. Em virtude dos efeitos significativos que a taxa de juros provoca sobre toda a economia, a opinião pública, em geral, acompanha de perto as decisões do Banco Central sobre o seu nível e trajetória. A simples expectativa de mudança já é suficiente para causar efeitos econômicos.

Há na economia vários tipos de taxas de juros: taxas de poupança, taxas de empréstimo, taxas de financiamento etc. Além disso, elas diferem de acordo com o prazo, sendo classificadas como de curto, médio e longo prazos. Na verdade, apesar das várias taxas existentes, o Banco Central controla diretamente apenas a taxa de juros do mercado de reservas bancárias. É nesse mercado específico, e pouco conhecido pela população, que ele pratica a política monetária e influencia as demais taxas da economia.

Contudo, são as taxas de juros vigentes no sistema financeiro, em particular no sistema bancário, como taxas de aplicações financeiras, de empréstimo e de financiamento, que são relevantes para a população. É com base nessas taxas que pessoas e empresas tomam decisões de poupança e investimento. Então, por que o Banco Central não as controla diretamente? A pergunta encerra sua própria resposta: porque o Banco Central somente as controla de maneira indireta. Elas dependem também de fatores fora do controle do Banco Central, como margens de lucro, risco de crédito e expectativas quanto ao desempenho futuro da economia. Mais ainda, esse controle torna-se cada vez mais limitado à medida em que o prazo das taxas se amplia.

Para entender o que significa e qual a importância da taxa de juros do mercado de reservas bancárias, a chamada taxa Selic, é preciso saber o que é e como funciona esse mercado. Assim como as pessoas e firmas possuem depósitos à vista nos bancos com carteira comercial, com os quais podem efetuar pagamentos, esses bancos possuem depósitos no Banco Central. Esses recursos, chamados de reservas bancárias, são depositados numa espécie de conta corrente dos bancos junto ao Banco Central, denominada conta Reservas Bancárias. É por meio delas que os bancos realizam transações entre si, em nome próprio ou de terceiros, e com o Banco Central. A característica principal das reservas bancárias é que elas constituem recursos imediatamente disponíveis.

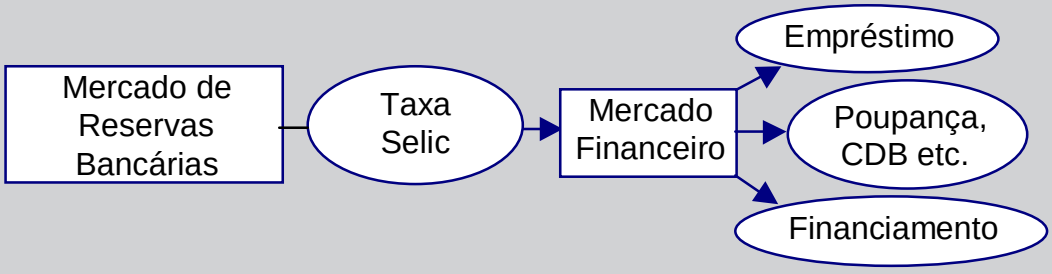
Qualquer transação que ocorre no sistema bancário passa, necessariamente, pela conta Reservas Bancárias. A compensação de cheques e a compra e venda de moeda estrangeira, por exemplo. Vale observar que

as reservas depositadas no Banco Central não rendem juros. Dessa maneira, por que motivo os bancos mantém recursos junto ao Banco Central? A demanda de reservas tem dois componentes: primeiro, os bancos são obrigados a manter no Banco Central um percentual sobre os depósitos à vista, o chamado depósito compulsório; segundo, eles precisam de reservas para realizar transações rotineiras. Por outro lado, a oferta de reservas provém exclusivamente do Banco Central, seja através de operações de mercado aberto, seja através do redesconto. Apenas o Banco Central pode afetar a liquidez do sistema como um todo, dado que operações entre bancos apenas representam troca de titularidade de reservas bancárias e não criação ou destruição das mesmas.

No gerenciamento diário de liquidez, geralmente, alguns bancos encontram-se em situação superavitária enquanto outros em situação deficitária. Desse modo, durante o dia eles trocam reservas entre si de forma a suprir necessidades opostas. Contudo, raramente o valor desse saldo é zero, ou seja, o sistema está sempre com sobras ou falta de reservas. Nesse caso, sem a atuação do Banco Central a taxa de juros cairia ou subiria; entretanto, devido à sua posição monopolista, ele tem o poder de fixar a taxa de juros do mercado de reservas.

Ele fixa a taxa de juros da mesma maneira que, por exemplo, determina a taxa de câmbio num regime de câmbio fixo, ou seja, vende e compra reservas a uma taxa de juros determinada. Suponha, por exemplo, que o Banco Central fixe a taxa de juros em 21%. Caso o sistema esteja com excesso de reservas, nenhum banco superavitário iria emprestar reservas a uma taxa inferior a 21%, e nenhum banco deficitário pagaria mais que 21% de juros, de forma que a taxa de juros do mercado será igual a 21%. Vale observar que essa é uma taxa de um dia; todo dia a situação de liquidez do mercado muda, ou seja, os bancos emprestam e tomam emprestado pelo prazo de um dia.

A taxa de juros do mercado de reservas bancárias tem duas características básicas que a torna extremamente importante: a) é a taxa de juros que o Banco Central controla diretamente; e b) é a partir dela que as demais taxas de juros são formadas. É por isso que ela é chamada de taxa primária ou taxa básica de juros. Assim que o Banco Central a determina, as demais taxas são afetadas indiretamente, por arbitragem. O gráfico abaixo mostra o mecanismo pelo qual isso acontece.



O mecanismo de transmissão da política monetária

Ao longo dos últimos anos, começou-se a formar um consenso, entre economistas e bancos centrais, que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e a manutenção da estabilidade de preços. Com esse intuito, começou a ganhar importância a adoção, pelo Banco Central, de uma estratégia de política monetária cuja característica principal é antecipar-se a quaisquer pressões inflacionárias futuras.

O caráter preventivo da política monetária justifica-se não apenas pelo menor custo social associado a uma política prospectiva que se antecipa a eventos futuros mas, sobretudo, às suas próprias limitações no controle da inflação. Dentro dessa nova estratégia, um aspecto chave é o conhecimento do mecanismo de transmissão da política monetária, isto é, o estudo dos diversos efeitos produzidos pela política monetária na economia.

Apesar da maioria dos economistas concordarem em relação aos efeitos qualitativos da política monetária (e.g. um aumento da taxa de juros deprime, no curto prazo, a atividade econômica e diminui a inflação) sobre a economia, persistem discordâncias a respeito da magnitude desses efeitos e, principalmente, dos canais pelos quais esses efeitos se propagam na economia.

Vale observar que a despeito da identificação dos canais pelos quais a política monetária propaga-se pela economia, e a intensidade de cada um deles, o mecanismo de transmissão varia de acordo com as características de cada economia. Por exemplo, a taxa de câmbio, reconhecida como um importante canal de transmissão da política monetária, perde relevância em economias cujas taxas de câmbio são fixas. Da mesma forma, naquelas economias com sistemas financeiros pouco desenvolvidos, o canal de crédito tem pouca importância.

Os principais canais de transmissão da política monetária são: taxa de juros, taxa de câmbio, preço dos ativos, crédito e expectativas[1]. Ao afetar essas variáveis, as decisões de política monetária influem sobre os níveis de poupança, investimento e gasto de pessoas e empresas, que, por sua vez, afetam a demanda agregada e, por último, a taxa de inflação.

Antes de começar a descrever como funciona cada um desses canais, é importante ressaltar que a política monetária produz efeitos reais apenas no curto e médio prazos, ou seja, no longo prazo a moeda é neutra. O único efeito existente no longo prazo é sobre o nível de preços da economia. Deve-se notar que outros fatores também influem no nível de preços da economia no curto prazo como, por exemplo, um choque agrícola ou um aumento de impostos.

Como foi dito acima, a simples expectativa de mudanças na taxa de juros já é capaz de produzir efeitos na economia, por exemplo, as demais taxas de juros podem começar a se ajustar antes mesmo do banco

[1] Quando se fala em preços de ativos, quer-se dizer outros preços de ativos além das taxas de câmbio e de juros.

central mudar oficialmente a taxa de juros. Portanto, em benefício da clareza analítica, supor-se-á que as mudanças na taxa de juros não são antecipadas pelo mercado.

O canal de transmissão por intermédio das taxas de juros é o canal mais conhecido da política monetária, sendo o mais utilizado nos livros-texto[2]. Ao subir a taxa nominal de juros de curtíssimo prazo, que é a taxa de juros que o banco central controla, o aumento se propaga por toda a estrutura a termo da taxa de juros, principalmente para as taxas de prazo mais curto, onde são verificados os maiores efeitos. Considerando-se que no curto prazo os preços são rígidos, a ação do banco central também eleva as taxas reais de juros.

Por sua vez, a taxa real de juros é a taxa relevante para as decisões de investimento. Dessa forma, ao elevar o custo do capital, a subida da taxa real de juros diminui o investimento, seja em capital fixo, seja em estoques. Por sua vez, a queda do investimento reduz a demanda agregada. Além disso, a literatura sobre o mecanismo de transmissão da política monetária mostra claramente que as decisões dos consumidores em relação à compra de bens duráveis também podem ser encaradas como decisões de investimento. Portanto, a subida da taxa real de juros também diminui o consumo de bens duráveis.

Outro canal importante de transmissão da política monetária é o da taxa de câmbio, principalmente para economias abertas. Não obstante a economia brasileira ser relativamente fechada, o canal da taxa de câmbio produz efeitos importantes, valendo a pena descrever seu funcionamento. Como sabemos, ao subir a taxa de juros, o banco central ocasiona a valorização da moeda doméstica. Por sua vez, a valorização da taxa de câmbio transmite os efeitos da política monetária de três maneiras distintas.

Ao contrário dos demais canais, a taxa de câmbio exerce influência direta sobre o nível de preços através do preço doméstico dos bens comercializáveis internacionalmente. Com alguns produtos, como as mercadorias ("commodities"), esse efeito é particularmente rápido. Além disso, ela exerce efeitos indiretos sobre o nível de preços de duas maneiras. Primeiro, por meio dos bens produzidos internamente que se utilizam de matérias-primas importadas. Nesse caso, a valorização da taxa de câmbio diminui o custo de produção desses bens, ocasionando queda de seus preços. Segundo, a taxa de câmbio afeta indiretamente o nível de preços através da demanda agregada. Ao valorizar-se, a taxa de câmbio torna os produtos importados mais baratos, deslocando a demanda dos bens domésticos por similares importados, diminuindo a demanda agregada e a pressão sobre o nível de preços.

Outro canal importante, nem sempre abordado nos estudos sobre o mecanismo de transmissão da política monetária, é o canal das expectativas. Ao alterar a taxa de juros, a ação do banco central pode alterar as expectativas dos agentes econômicos quanto à evolução presente e futura da economia. Por exemplo, ao elevar a taxa de juros de curto prazo para evitar o surgimento da inflação, o banco central pode restabelecer a confiança no desempenho futuro da economia, e provocar uma queda nas taxas de juros esperadas para prazos mais longos. A queda da taxa de juros durante uma recessão pode significar que tempos

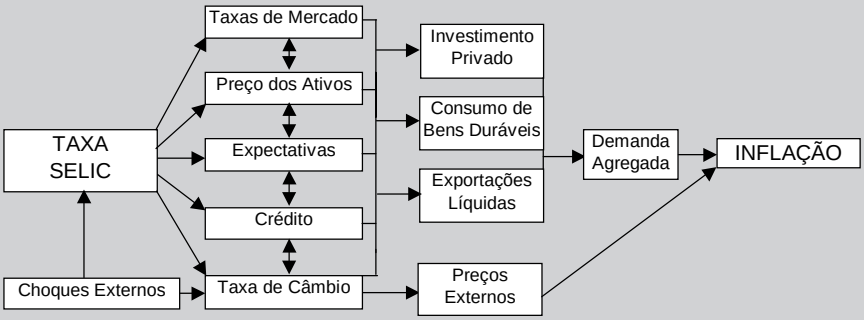
[2] O canal da taxa de juros é o tradicional canal implícito nas análises keynesianas sobre os efeitos da política monetária sobre a demanda agregada, sendo abordado na análise do conhecido modelo IS-LM.

melhores virão, estimulando o consumo da população. Por outro lado, vale observar que devido à incerteza inerente aos efeitos da política monetária e à evolução da economia, muitas vezes uma mudança na taxa de juros pode produzir efeitos opostos aos esperados.

O quarto canal de transmissão da política monetária é o canal do crédito, que tem grande importância nos países industrializados. Ele pode ser representado pelos empréstimos bancários, e funciona da seguinte maneira: ao diminuir a taxa de juros, e aumentar o volume de reservas na economia, o banco central permite que os bancos comerciais aumentem seus empréstimos. Esses empréstimos são particularmente importantes para as pequenas empresas, que não têm acesso direto ao mercado de capitais (e.g. emissão de ações, debêntures etc.).

Portanto, o canal de crédito incentiva os gastos com investimento e, além disso, pode ser importante também para o consumo das pessoas. No Brasil, em decorrência do elevado grau de incerteza da economia no passado, das elevadas alíquotas dos depósitos compulsórios e dos impostos incidentes sobre a intermediação financeira, esse canal de transmissão da política monetária tem sido bastante prejudicado. Contudo, à medida em que a economia estabilize-se e volte a crescer, ele pode vir a ser extremamente importante.

O último canal de transmissão da política monetária atua através de variações na riqueza dos agentes econômicos, em virtude de alterações da taxa de juros. Por exemplo, geralmente uma queda das taxas de juros eleva o preço das ações, pois estimula o crescimento da economia e o lucro das empresas, mais ainda, o valor dos títulos públicos pré-fixados aumenta. Nessa situação, o aumento do volume de riqueza financeira faz com que as pessoas sintam-se mais ricas, estimulando o nível de consumo. Em alguns países, como nos Estados Unidos e na Inglaterra, esse canal tem alguma relevância. Contudo, não existem indícios suficientes de que esse seja um canal relevante na transmissão da política monetária no Brasil. O gráfico abaixo mostra, de maneira simplificada, os principais mecanismos de transmissão da política monetária.



Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências.

O Presidente da República, no uso da atribuições que lhe confere o artigo 84, inciso IV, da Constituição, e tendo em vista o disposto no artigo 4º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e no artigo 14, inciso IX, alínea "a", da Lei nº 9.649, de 27 de maio de 1998, Decreta:

Art. 1º Fica estabelecida, como diretriz para fixação do regime de política monetária, a sistemática de "metas para inflação".

§ 1º As metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação.

§ 2º As metas e os respectivos intervalos de tolerância serão fixados pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda, observando-se que a fixação deverá ocorrer:

I – para os anos de 1999, 2000 e 2001, até 30 de junho de 1999; e

II – para os anos de 2002 e seguintes, até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior.

Art. 2º Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas.

Art. 3º O índice de preços a ser adotado para os fins previstos neste Decreto será escolhido pelo CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda.

Art. 4º Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação – medida pelo índice de preços referido no artigo anterior, relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário – situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância.

Parágrafo único. Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:

I – descrição detalhada das causas do descumprimento;

II – providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e

III – o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

Art. 5º O Banco Central do Brasil divulgará, até o último dia de cada trimestre civil, relatório de inflação abordando o desempenho do regime de "metas para a inflação", os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

Art. 6º Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 21 de junho de 1999; 178º da Independência e 111º da República.

Fernando Henrique Cardoso
Pedro Sampaio Malan