

1 Introdução

A política monetária brasileira opera, desde 1999, sob o regime de metas para a inflação, em que a taxa real de juros é o principal instrumento utilizado para o cumprimento das metas. Para desempenhar essa tarefa, o Banco Central conta com diversos mecanismos de transmissão da taxa de juros à inflação. Nesta dissertação, estudamos o comportamento de um desses mecanismos, que opera através do efeito da política monetária sobre o nível de atividade e, deste, para a taxa de inflação. Em particular, questionamos se o desenvolvimento do mercado de crédito e o comportamento da política fiscal afetam o impacto da taxa real de juros sobre o nível de atividade.

Em termos de um modelo novo-keynesiano simples, como o apresentado em Clarida, Galí e Gertler (1999), reproduzido abaixo (com notação alterada para refletir a notação utilizada no restante desta dissertação), onde h_t é o hiato do produto, i_t é a taxa nominal de juros, π_t a taxa de inflação, $E_t \cdot$ indica expectativa em t e g_t e u_t são choques da economia, nosso interesse neste trabalho é sobre o efeito da taxa real de juros sobre o nível de atividade, medido pelo coeficiente φ :

$$\begin{cases} h_t = -\varphi[i_t - E_t\pi_{t+1}] + E_t h_{t+1} + g_t \\ \pi_t = \lambda h_t + \beta E_t \pi_{t+1} + u_t \end{cases}$$

Neste modelo simples, a inflação depende exclusivamente do nível de atividade atual e futuro, e dos choques esperados. Aqui, a capacidade da política monetária de influenciar o produto é o único fator que determina sua capacidade de controlar a inflação. Com a adição de outras características, como a abertura da economia (que tornaria a inflação dependente da taxa nominal de câmbio, e a demanda agregada, da demanda externa por bens e serviços), outros mecanismos de transmissão ganham força, e a política monetária passa a ter vários canais através de que afeta a taxa de inflação.

Nesta dissertação, estudamos o efeito da política monetária sobre o nível de atividade no Brasil, e os fatores que possam fazê-lo flutuar. Em um modelo cuja

única imperfeição é a rigidez nominal, não há lugar para essas flutuações, já que o efeito da política monetária sobre o nível de atividade é definido pelas preferências dos agentes. Assim, há necessidade de se considerar outras imperfeições. Dessa forma, olhamos para dois tipos dessas imperfeições: as associadas ao mercado de crédito e ao mercado de dívida pública.

Inicialmente, identificamos uma curva de demanda agregada básica para o Brasil, que relaciona o nível de atividade a algumas variáveis macroeconômicas, nos concentrando sobre o efeito da taxa real de juros sobre o produto. O resultado encontrado é que um aumento de um ponto percentual da taxa real de juros reduz o hiato do produto (a diferença entre o nível de atividade da economia e o produto potencial), em média, em 0,298 ponto percentual.

Em seguida, estudamos se características do mercado de crédito, como a assimetria informacional entre tomadores e emprestadores, fazem com que o mecanismo de transmissão da política monetária à atividade econômica dependa da estrutura desse mercado. Argumentamos que os *spreads* bancários refletem (inversamente) uma medida de eficiência da atividade de intermediação financeira que o modelo teórico de Bernanke e Gertler (1986) prevê ter influência sobre o efeito da taxa real de juros sobre o produto. Especificamente, quanto maior as flutuações dessa medida de eficiência ao longo do ciclo econômico, maior a potência da política monetária. Mostramos que os *spreads* têm o comportamento esperado com relação ao ciclo econômico, e argumentamos que a redução estrutural dos *spreads* deve aumentar sua resposta ao crescimento da economia e, com isso, a potência da política monetária. O teste empírico realizado confirma essa hipótese, e o resultado encontrado é que a redução de um ponto percentual na trajetória de longo-prazo dos *spreads* bancários aumenta a magnitude do coeficiente que mede o efeito da taxa real de juros sobre o produto em 0,0075. Por exemplo, se, para uma dada situação no mercado de crédito e uma dada estrutura da economia, o coeficiente da taxa real de juros na equação de demanda agregada é igual a -0,298 (o valor médio estimado na primeira regressão), um aumento de eficiência que reduza os *spreads* bancários de longo prazo em 1 ponto percentual leva esse coeficiente a -0,3055.

Já os testes com as variáveis relacionadas à política fiscal não encontram relação entre estas e o efeito da taxa real de juros sobre o nível de atividade. A delimitação deste trabalho a um dos canais de transmissão da política monetária à

inflação inspira, no entanto, cuidado na interpretação desse resultado. É possível que uma variável que pareça, neste trabalho, não ter importância seja vital para o funcionamento de outro mecanismo de transmissão; assim, um Banco Central preocupado em controlar a inflação, e não apenas o nível de atividade, não pode deixar de olhar para o efeito das variáveis macroeconômicas sobre todos os mecanismos de transmissão com que opera. Embora não tenhamos encontrado evidência de impacto das variáveis fiscais sobre o efeito da taxa real de juros sobre o produto, essas variáveis podem afetar a capacidade de o Banco Central controlar a inflação através de outros mecanismos, como explora, por exemplo, toda a literatura de dominância fiscal.

Em termos práticos, os resultados encontrados sugerem que a evolução estrutural da economia brasileira caminha para tornar o instrumento convencional de política monetária, a taxa de juros, mais eficaz em sua tarefa de orientar a política de metas para a inflação. Ao aumentar seu efeito sobre o produto, a evolução do mercado de crédito permite que o Banco Central concentre progressivamente sua atenção sobre a definição da taxa real de juros, como ele já vem fazendo nos últimos anos, e vá deixando de utilizar outros instrumentos secundários de política monetária, como a alíquota dos recolhimentos compulsórios, refletindo uma maior maturidade da economia brasileira. Como, ao final da amostra utilizada, no segundo trimestre de 2006, a medida de eficiência estrutural da atividade de intermediação financeira encontrava-se em 37,5 pontos percentuais, parece haver, ainda bastante espaço para a continuidade deste processo.

Outra delimitação desta dissertação, além da concentração sobre a ligação da política monetária ao nível de atividade, é trabalhar com dados agregados. Embora dados desagregados possam ser mais apropriados para verificar diretamente a existência de alguns mecanismos, os dados agregados fornecem uma melhor medida de suas relevâncias para a formulação da política monetária. Assim, a melhor maneira de interpretar as questões formuladas e os resultados encontrados nesta dissertação é como interessadas em verificar se a magnitude dos mecanismos estudados é grande o suficiente para seus efeitos aparecerem, de forma relevante para a política monetária, na dinâmica dos dados agregados.