

## 5 Considerações Finais

Nesta dissertação, estudamos, empiricamente, o funcionamento de um dos mecanismos de transmissão da política monetária, que atua pelo efeito da taxa real de juros sobre o nível de atividade. Como nosso foco foi sobre a relevância prática deste mecanismo para a formulação da política monetária, utilizamos dados agregados.

Inicialmente, verificamos se os dados brasileiros corroboram a relevância prática deste mecanismo de transmissão. Encontramos evidência disso no segundo capítulo, onde estimamos uma curva de demanda agregada para o Brasil com uma dinâmica *backward-looking* e cujo efeito médio da taxa real de juros sobre o hiato do produto ao longo da amostra foi de -0,298: uma taxa real de juros 1 ponto percentual mais alta implica num nível de atividade 0,298 ponto percentual mais fraco, em média.

Após esse primeiro passo, verificamos se haveria evidência empírica de flutuações do efeito da taxa real de juros sobre o produto ao longo da amostra, procurando ligar essas possíveis flutuações a variáveis que acreditamos poderem ter esse tipo de efeito. Em particular, examinamos o efeito de uma medida de eficiência da atividade de intermediação financeira, e da situação fiscal do governo.

Trabalhando com uma medida derivada dos *spreads* bancários, com que medimos a eficiência estrutural da atividade de fornecimento de crédito, encontramos uma relação estatisticamente significativa entre ganhos de eficiência dessa atividade e o efeito da taxa real de juros sobre o produto. Uma redução de 1 ponto percentual nos *spreads* bancários advinda de um ganho estrutural de eficiência aumenta o efeito recessivo da taxa real de juros sobre o produto em 0,0075 ponto percentual. Não conseguimos, no entanto, determinar com certeza o quanto da flutuação captada nos *spreads* bancários se deve à evolução geral das condições da economia brasileira e o quanto se deve a ganhos de eficiência das firmas bancárias, mas à medida em que o efeito de ambos os fenômenos seria reduzir os custos dos empréstimos, o resultado encontrado pode ser interpretado como o impacto da redução estrutural desses custos sobre o efeito da taxa real de juros sobre o produto.

Ao analisar o impacto de variáveis fiscais sobre o efeito da taxa real de juros sobre o nível de atividade, no entanto, não conseguimos encontrar evidência empírica que confirme sua existência. Trabalhamos com variáveis fiscais de fluxo e de estoque, e em nenhum dos casos encontramos apoio para a hipótese de que essas variáveis afetam a

capacidade da política monetária de afetar o nível de atividade. Esse resultado não pode ser interpretado, no entanto, como um sinal de irrelevância da política fiscal para a conduta da política monetária, já que uma extensa literatura já demonstrou que, na presença de política fiscal fora de controle, a política monetária não consegue controlar a taxa de inflação da economia. A divergência entre esses resultados e o resultado encontrado nesta dissertação pode vir do fato de que nos restringimos à interação entre políticas fiscal e monetária no controle do nível de atividade, ignorando outras ligações entre a política fiscal e a determinação dos preços na economia.

Dessa forma, a melhor equação estimada nesta dissertação, apresentada no capítulo 3, é dada por:

$$h_t = 1,55 + 0,47h_{t-1} - 0,36h_{t-2} + 0,31h_{t-3} + (-0,89 + 0,0075eficiencia_t)[i_t - E_t\pi_{t+1}] + u_t \quad (8)$$

Onde  $h_t$  é o hiato do produto em  $t$ ,  $eficiencia_t$  é a nossa medida de eficiência da intermediação financeira da economia em  $t$ ,  $[i_t - E_t\pi_{t+1}]$  são os juros reais, e  $u_t$  é o distúrbio estocástico.

Os resultados encontrados nesta dissertação sobre a interação entre a eficiência da intermediação financeira e a potência da política monetária confirmam a intuição de que o prosseguimento do crescimento do mercado de crédito, que se espera com o avanço do desenvolvimento da economia brasileira, deve levar ao aumento da capacidade da política monetária de afetar o nível de atividade da economia. Com isso, o Banco Central pode se ver cada vez mais à vontade em trabalhar apenas com esse instrumento de política monetária, deixando de usar outros instrumentos, como a fixação da alíquota dos recolhimentos compulsórios.