

4

Conclusões

O objetivo central deste trabalho foi identificar a relação entre variáveis macroeconômicas e a estrutura a termo da taxa de juros no Brasil. No capítulo 1, apresentamos a motivação para estudarmos o caso brasileiro e a evolução da literatura internacional. No capítulo 2, fizemos uma primeira avaliação dos dados, que indicaram uma forte conexão entre o ambiente macroeconômico e a curva de juros e verificamos a presença de conteúdo informacional na inclinação da curva de juros com relação a diferentes medidas de nível de atividade futuro e avaliamos os principais determinantes deste poder de previsão. No capítulo 3, estimamos um modelo afim tradicional para o caso brasileiro, verificando sua aplicabilidade ao caso brasileiro e ampliamos posteriormente o modelo para incorporar fatores macroeconômicos referentes ao nível de atividade, inflação e setor externo.

Uma série de conclusões podem ser obtidas. Primeiramente, pudemos verificar que existe um importante conteúdo informacional sobre a atividade econômica futura na estrutura a termo da taxa de juros. A inclinação da curva de juros tem poder de previsão adicional ao de diversas variáveis macroeconômicas como o instrumento de política monetária, o crescimento passado e a taxa de inflação corrente, tanto para a produção industrial quanto para o consumo. Já para o emprego formal, o poder de previsão se reduz consideravelmente com a inclusão das demais variáveis. Além disso, dentre os componentes da produção industrial, o conteúdo informacional é crescente com a durabilidade dos bens. Estes resultados são condizentes com a compreensão tradicional do mecanismo de transmissão da política monetária, que atribuiu defasagens no efeito da política monetária sobre o emprego (e conseqüentemente sobre os chamados bens-salário). Finalmente, verificou-se que o poder de previsão é decorrente essencialmente de expectativas de variações futuras na taxa de curto-prazo, não havendo influência relevante do prêmio a termo.

Podemos concluir também que um modelo afim com dois fatores latentes fornece uma boa aproximação para a estrutura a termo da taxa de juros brasileira com prazos inferiores ou iguais a 1 ano, com exceção dos períodos de

grande volatilidade¹. Além disso, pudemos observar que a inclusão de variáveis macroeconômicas consegue resolver este problema, o que corrobora a intuição de que a maior volatilidade das taxas numa economia emergente é decorrente da maior variabilidade dos fundamentos macroeconômicos.

Outro resultado importante é que, num contexto de economia emergente, os fundamentos macroeconômicos (representados neste caso pelo hiato do produto, inflação e variação do câmbio nominal) explicam até 53% da variação das taxas. A noção de grande vulnerabilidade externa também é confirmada pelo papel relevante da variação do câmbio nominal, que explica até 41% da variação das taxas. Além disso, a resposta das taxas aos choques macroeconômicos ocorre da forma esperada, com um aumento nas taxas após choques na inflação e câmbio nominal. Finalmente, os fatores latentes de nível e inclinação parecem estar relacionados, respectivamente, com as expectativas de inflação 12 meses adiante e uma medida de aversão ao risco internacional.

Assim, apesar de todas as questões relacionadas à eficácia do mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil (devido à uma baixa proporção de crédito com relação ao PIB e da presença de uma dívida pública alta e fortemente indexada ao instrumento de política monetária, entre outros fatores), a dinâmica da curva de juros mostrou-se intimamente ligada ao ambiente macroeconômico, tanto pelas formas tradicionais de transmissão da política monetária quanto pelo efeito que crises externas têm nas variáveis. Esta dissertação é um primeiro passo na compreensão desta dinâmica conjunta. Com a consolidação da estabilização e consequente fortalecimento de um mercado de crédito de maior prazo, serão criadas condições para estudos com taxas mais longas, permitindo uma compreensão ainda mais profunda desta relação, essencial para a condução da política monetária no país.

¹A inclusão de taxas de maior prazo provavelmente levaria à necessidade de ao menos mais um fator.