

Estrutura a Termo e Efetividade da Política Monetária

O boxe “Taxa de Juros, Custo do Crédito e Atividade Econômica”, publicado no “Relatório de Inflação” de setembro de 2003, examinou o impacto da estrutura a termo de taxa de juros sobre o custo do crédito, e deste sobre o nível de demanda da economia. No “Relatório de Inflação” de março de 2005, o boxe “Taxa de Juros, Estrutura a Termo e Custo do Crédito” voltou a tratar do assunto. Este boxe revisita o tema, incorporando novos dados a alguns dos gráficos então apresentados e atualizando a análise à luz dos desenvolvimentos mais recentes da política monetária.

De forma resumida, os pontos levantados em setembro de 2003 foram: a) a autoridade monetária só fixa diretamente a taxa de juros nominal de curtíssimo prazo (taxa *overnight* ou taxa básica) e influencia indiretamente taxas mais longas através da sinalização sobre a trajetória futura da taxa básica. Mesmo para prazos ainda razoavelmente curtos, a taxa de juros pode se desviar da taxa de curtíssimo prazo, como ocorre quando os agentes de mercado antecipam mudanças na postura de política monetária; b) a estrutura a termo de taxas de juros determina o custo nominal do crédito para as diferentes modalidades/prazos contratuais; c) as decisões de consumo e investimento privados são afetadas, entre outros fatores, pelo custo esperado da tomada de crédito em termos reais; d) a transmissão da política monetária envolve defasagens temporais. Dessa forma, alterações na taxa básica não afetam instantaneamente o custo real do crédito, nem, por conseguinte, a própria demanda agregada.

No boxe de setembro de 2003, foram apresentadas evidências de retomada da atividade econômica, em resposta à queda das taxas de juros longas a partir de março daquele ano, que, por sua

Tabela 1 – Ciclo de flexibilização de 2003/2004

	Nominal (% a.a.)			Real (% a.a.) ^{1/}		
	Selic	360d	Spread (p.b.)	Selic	360d	Spread (p.b.)
Dez/2002	25,00	29,07	407	11,26	14,97	371
Jan/2003	25,50	29,13	363	13,11	16,49	338
Fev/2003	26,50	29,24	274	14,46	17,14	268
Mar/2003	26,50	27,14	64	15,57	16,32	75
Abr/2003	26,50	23,96	-254	16,40	14,23	-217
Mai/2003	26,50	24,19	-231	16,72	14,80	-192
Jun/2003	26,00	22,70	-330	17,39	14,53	-286
Jul/2003	24,50	21,32	-318	16,53	13,73	-279
Ago/2003	22,00	18,99	-301	14,58	11,91	-267
Set/2003	20,00	18,06	-194	12,67	11,00	-167
Out/2003	19,00	17,59	-141	12,04	10,85	-119
Nov/2003	17,50	16,02	-148	10,77	9,55	-123
Dez/2003	16,50	15,88	-62	9,90	9,48	-42

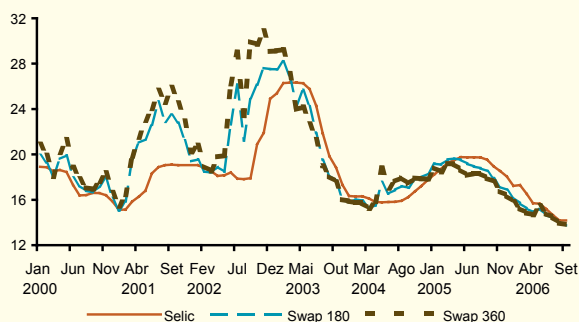
1/ Deflacionada pela expectativa de inflação 12 meses à frente, suavizada.

Tabela 2 – Ciclo de flexibilização de 2005/2006

	Nominal (% a.a.)			Real (% a.a.) ^{1/}		
	Selic	360d	Spread (p.b.)	Selic	360d	Spread (p.b.)
Mar/2005	19,25	19,19	-6	13,08	13,02	-6
Abr/2005	19,50	19,16	-34	13,17	12,85	-32
Mai/2005	19,75	18,65	-110	13,83	12,77	-106
Jun/2005	19,75	18,15	-160	14,04	12,52	-151
Jul/2005	19,75	18,33	-142	14,05	12,71	-134
Ago/2005	19,75	18,32	-143	14,12	12,77	-134
Set/2005	19,50	17,91	-159	14,18	12,63	-155
Out/2005	19,00	17,60	-140	13,68	12,39	-129
Nov/2005	18,50	16,75	-175	13,28	11,58	-170
Dez/2005	18,00	16,38	-162	12,94	11,35	-160
Jan/2006	17,25	15,83	-142	12,11	10,77	-134
Fev/2006	17,25	15,23	-202	12,31	10,34	-197
Mar/2006	16,50	14,84	-166	11,79	10,16	-163

1/ Deflacionada pela expectativa de inflação 12 meses à frente, suavizada.

Gráfico 1 – Taxa Selic, taxa swap de 180 e de 360 dias (%)



vez, deveu-se à antecipação pelos agentes privados do relaxamento monetário iniciado em junho pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Com efeito, a curva de juros de mercado tornou-se negativamente inclinada no segundo trimestre de 2003 (Tabela 1). Esse fato criou condições para a redução da taxa de juros das operações de crédito, impulsionando a retomada da atividade econômica a partir do terceiro trimestre.

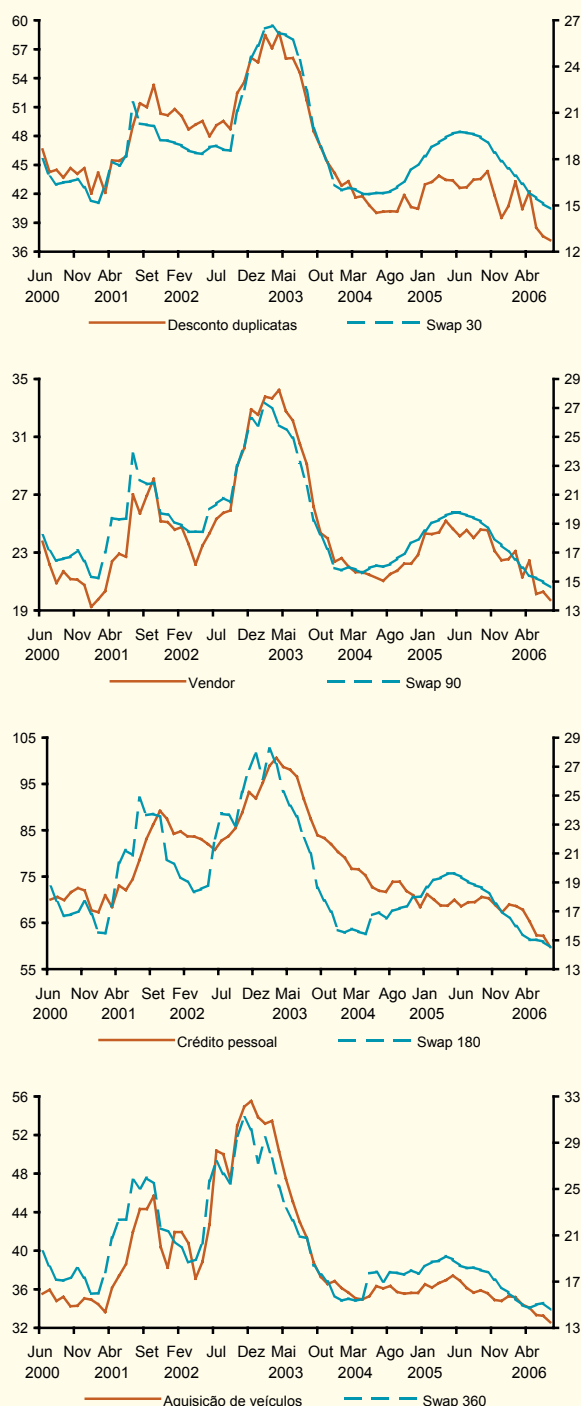
Esse movimento de antecipação da redução das taxas longas (o *swap* de 360 dias) também ocorreu em 2005 (Tabela 2). As taxas longas começaram a cair a partir de abril de 2005, cinco meses antes do início do processo de relaxamento monetário, mas o fizeram inicialmente de forma menos pronunciada do que no ciclo de 2003. Quando do início do ciclo de flexibilização em junho de 2003, o *spread* entre a taxa longa e a taxa básica era de -330 p.b.; no início do ciclo atual, o *spread* era de -159 p.b. Nos dois ciclos, a estrutura a termo das taxas de juros foi se tornando progressivamente menos inclinada, mas essa transição começou relativamente mais cedo durante o ciclo de 2003 a 2004.

Ainda em relação à estrutura a termo, o Gráfico 1 mostra que, entre fevereiro e abril de 2005, as taxas de juros de mercado encontravam-se um pouco abaixo da taxa básica, quando o ciclo de elevação da Selic aproximava-se de seu final. A partir de maio de 2005, com a estabilidade da Selic, a estrutura a termo ficou mais invertida. De fato, as taxas longas de juros passaram gradualmente a antecipar um processo de flexibilização monetária, na medida em que as expectativas de inflação começaram a convergir em direção à trajetória das metas, como resultado da postura adotada pelo Banco Central desde 2004.

Outra diferença nítida em relação à flexibilização monetária de 2003 refere-se ao comportamento das taxas longas reais, deflacionadas pela inflação esperada para os próximos doze meses. Assim como para as taxas nominais, o efeito antecipação também foi mais pronunciado no primeiro episódio. Nos quatro meses anteriores ao início da flexibilização de 2003, a taxa real de um ano caiu mais de 250 p.b.; no ciclo de 2005, a redução foi de apenas 14 p.b. A redução posterior das taxas reais longas também foi mais acelerada no ciclo de 2003 a 2004.

Figura 1 – Taxa de juros e custo do crédito (%)

Modalidades alternativas



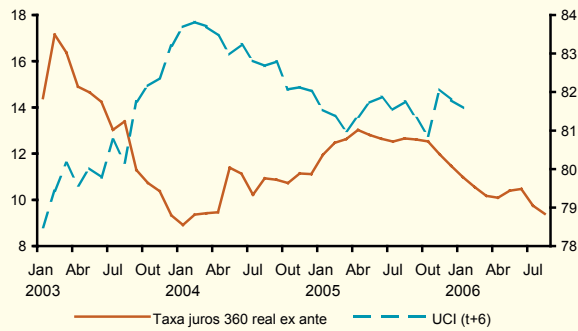
Diante do exposto, a evolução recente da estrutura a termo não constitui desenvolvimento inédito, nem configura perda de efetividade da política monetária. Ao contrário, o que se observa é que a trajetória das taxas longas parece ter ficado mais sensível aos movimentos correntes e esperados da taxa básica de juros, o que é consistente com a hipótese de ganho de credibilidade da política monetária e também com um cenário em que, diante da redução da vulnerabilidade da economia a choques, os prêmios de risco encontram-se em níveis mais razoáveis (e apresentam menor volatilidade).

Em relação ao impacto das inovações no mercado de crédito sobre a taxa ao tomador, a Figura 1 apresenta quatro gráficos que ilustram os vínculos entre as taxas de juros de mercado para diferentes maturidades e o custo do crédito ao tomador em modalidades específicas. A figura deixa claro que as taxas praticadas nas diversas modalidades de crédito mantêm uma dependência importante em relação às taxas de mercado. Embora fatores estruturais tenham provavelmente contribuído para a redução da aderência das curvas em 2004/2005, tal descolamento parece ter diminuído no período mais recente. Esse recente aumento da aderência foi particularmente nítido no caso de operações de crédito pessoal, aquisição de veículos e *vendedor*, ilustrando um possível esgotamento dos efeitos das inovações estruturais.

Note-se que a busca por maior eficiência da intermediação financeira é, há vários anos, um objetivo explícito de política econômica no Brasil, e avanços estruturais nessa área devem proporcionar inclusive um aumento da efetividade da política monetária no médio prazo. Uma vez consolidadas as mudanças estruturais no mercado de crédito, desvios da inflação esperada em relação à trajetória de metas poderão vir a ser corrigidos mediante uma variação menos expressiva na taxa de juros real.

Finalmente, em relação à resposta da atividade econômica aos estímulos da política monetária, também há evidência de efetividade. Como revela o Gráfico 2, que apresenta a taxa de juros 360 dias em termos reais (deflacionada pela inflação esperada), comparada à utilização da capacidade instalada na indústria (CNI) dessazonalizada, seis

Gráfico 2 – Taxa de juros reais (360 dias) e Utilização da Capacidade Instalada (t+6)



meses à frente, nota-se que a flexibilização monetária efetuada a partir do terceiro trimestre de 2005 tem permitido adequar o crescimento do produto ao ritmo de expansão da capacidade produtiva. Note-se que a redução dos índices de utilização parece ter sido estancada, em que pese o incremento de capacidade produtiva na indústria. Vale registrar também que, se continuam valendo as defasagens usuais, os últimos indicadores de utilização divulgados refletem as condições monetárias observadas no início do ano, e não capturam plenamente os efeitos da flexibilização ocorrida desde então.