

Política Monetária e Defasagens do Mecanismo de Transmissão

A política monetária opera com defasagens, isto é, o efeito máximo sobre a economia de mudanças na taxa de juros básica não ocorre imediatamente. Esse é um aspecto sobre o qual há consenso entre os macroeconomistas, e que tem importantes implicações para a condução da política monetária.

A política monetária afeta a trajetória dos preços por intermédio de diferentes canais. Os principais canais são o produto/atividade, a taxa de câmbio, o crédito, o mercado de ativos em geral e as expectativas. Cada canal tem seu tempo de processamento. A intensidade do efeito da política monetária também pode variar de acordo com determinados condicionantes institucionais. Por exemplo, em economias em que o crédito é parcela insignificante do PIB, o canal de crédito é menos importante. De forma análoga, quando, por exemplo, em função da existência de mecanismos de direcionamento, a parcela do crédito total sensível a movimentos da taxa básica de juros for limitada, a efetividade deste canal de transmissão também será reduzida.

O canal do produto é o canal mais tradicional e o que opera com maior defasagem. Variações na taxa de juros alteram o ritmo de expansão econômica, por meio principalmente da demanda agregada, afetando com isso a disposição de os agentes aumentarem ou diminuírem preços. Esse canal também atua sobre o processo de negociação salarial, repercutindo assim, ainda que indiretamente, sobre os custos das empresas. Usando modelos estruturais, normalmente se observa que o hiato do produto (medido como a diferença entre os produtos efetivo e potencial) reage inicialmente com um trimestre de defasagem em relação a

variações da taxa de juros. A resposta da inflação ao hiato do produto, por sua vez, ocorre um ou dois trimestres depois. Portanto, usando modelos estruturais, observa-se que a *primeira* reação da inflação ao hiato do produto ocorre somente dois ou três trimestres depois da variação da taxa de juros. O efeito máximo sobre a inflação ainda ocorre nos trimestres seguintes. Isso significa que a inflação corrente reflete predominantemente decisões de política monetária tomadas há nove meses.

O canal da taxa de câmbio tende a operar com menos defasagem. Variações na taxa de juros doméstica afetam o rendimento de títulos domésticos em relação a títulos externos, gerando movimentos na taxa de câmbio para equalizar o rendimento relativo (ajustado pelo prêmio de risco). Numa outra perspectiva, variações no rendimento relativo de ativos geram variações nos fluxos líquidos de capitais, afetando assim a taxa de câmbio.¹ Os preços dos produtos importados, em moeda nacional, são afetados diretamente pela taxa de câmbio. De forma semelhante, bens que são *commodities* também têm seu preço afetado pela taxa de câmbio. O canal da taxa de câmbio tende a operar mais rapidamente que o canal do produto, pois ele afeta diretamente o custo das empresas (no caso de bens importados) e as cotações em moeda nacional, no caso das *commodities*. Assim, variações na taxa de câmbio tendem a afetar a inflação já no trimestre corrente ou no trimestre seguinte. Entretanto, essa defasagem dependerá muito da percepção dos agentes sobre quão persistente é a variação na taxa de câmbio. Por exemplo, se um aumento ou diminuição da taxa de câmbio for considerado como sendo temporário, haverá menor incentivo para os agentes repassarem para os preços. Isso pode gerar um comportamento de “aguardar para ver”, gerando assim uma maior defasagem no mecanismo. Existem evidências também de que a rapidez do repasse cambial depende da posição da economia no ciclo econômico. Isso significa que uma depreciação cambial ocorrida em momento de demanda aquecida tende a ter impacto mais rápido sobre os preços do que em períodos de atividade econômica moderada.

1/ Isso não quer dizer que a evolução da taxa de câmbio dependa exclusivamente de diferenciais de retorno. No caso brasileiro, por exemplo, há amplas evidências de que o comportamento do prêmio de risco e dos fluxos comerciais tem tido papel mais importante na determinação da taxa de câmbio.

O canal de crédito é definido na literatura como relacionado ao efeito de balanço patrimonial e do canal de empréstimos de bancos. Variações na taxa de juros afetariam decisões de agentes não somente por meio do custo do crédito e do custo de oportunidade, mas também por intermédio dos seus efeitos na situação patrimonial das empresas e sobre a disposição de os agentes financeiros concederem crédito. No caso do Brasil, o significativo aumento do volume de crédito em relação ao PIB tem aumentado a importância desse canal. Entretanto, ele ainda é pequeno se comparado a outros países. De forma semelhante, o efeito da taxa de juros sobre os ativos financeiros (por exemplo, ações) tem impacto menor na economia brasileira do que em outras economias em virtude do menor desenvolvimento do mercado de ações.

O canal das expectativas está relacionado a todos os outros canais. Ele refere-se ao fato de as expectativas dos agentes sobre a evolução futura da inflação (e, portanto, a evolução futura do produto, da taxa de câmbio e, em última análise, da própria política monetária e fiscal) afetarem o comportamento corrente de preços. Ao definirem preços, as empresas geralmente tomam em consideração o ambiente prospectivo. Por exemplo, se as firmas acreditam que a inflação futura será de 20%, seu reajuste de preços levará em consideração esse elemento. Algo semelhante ocorre nas negociações salariais. Como os contratos salariais em geral são válidos por no mínimo um ano, certamente a inflação prospectiva entra nos cálculos dos agentes. A importância do canal de expectativas depende de quão relevante é para os agentes a avaliação do cenário futuro nas suas decisões e da maior ou menor presença de mecanismos institucionais com cláusulas voltadas para o passado. Por sua vez, a defasagem com a qual esse mecanismo opera depende do grau de rigidez de preços. Em outras palavras, depende da frequência com que os preços são reajustados.

A mensuração precisa das defasagens é difícil, pois modelos são apenas aproximações da realidade e estimativas envolvem um razoável grau de imprecisão. Entretanto, a evidência empírica para um conjunto de países, em geral, aponta para uma defasagem de três a cinco trimestres entre o momento de uma mudança na taxa de juros e o efeito total sobre

a inflação ter alcançado 50%. O Banco da Inglaterra, por exemplo, estima que somente após cerca de um ano se pode observar o efeito máximo de um ajuste da taxa de juros básica sobre a atividade econômica – a defasagem do efeito sobre a inflação seria bem mais longa, cerca de dois anos. O Riskbank da Suécia assume que uma mudança na taxa básica de juros tem seu maior impacto sobre a inflação depois de um ou dois anos. O Banco Central Europeu, por sua vez, estimou que o impacto de mudanças na taxa de política sobre o PIB atinge o ponto máximo em dois ou três anos, e que o impacto sobre a inflação é ainda mais defasado. A noção de que a defasagem do mecanismo de transmissão é longa vale também para economias em desenvolvimento. O Banco Central da Colômbia, por exemplo, estima que a transmissão das decisões de política sobre a economia ocorre com defasagem entre 12 e 24 meses. Estimativas para o Chile apontam para um período de 24 meses.

A defasagem no mecanismo de transmissão tem implicações importantes para a condução da política monetária. Nessas condições, a política monetária tem de ser conduzida “olhando para frente” (*forward-looking*), isto é, o banco central deve atuar buscando fazer com que a previsão de inflação encontre-se ao redor da meta para a inflação vários trimestres adiante. Desenvolvimentos recentes da economia devem ser avaliados não somente do ponto de vista do seu impacto sobre a inflação corrente, mas especialmente considerando seus desdobramentos e efeitos futuros.

Se a autoridade monetária desconsiderar as defasagens existentes, teremos pelo menos duas consequências importantes. A primeira delas é a não antecipação de possíveis desdobramentos futuros da inflação, apesar de correntemente existirem indicadores ou elementos antecedentes apontando nesse sentido. Por exemplo, pressões sobre a utilização da capacidade instalada ou sinais de superaquecimento do mercado de trabalho tendem a ser seguidos por aumento da inflação no futuro. Se o banco central desprezar esses movimentos e reagir somente quando a inflação se efetivar no futuro, devido à defasagem dos mecanismos de transmissão, ele não conseguirá evitar tempestivamente esse aumento da inflação. No regime de metas para a inflação, o resultado pode ser o não cumprimento das metas.

A segunda conseqüência é a geração de desnecessária instabilidade na economia ao se reagir somente à inflação corrente. Em particular isso ocorre quando os movimentos correntes da inflação têm natureza temporária. Um exemplo pode ser uma diminuição no preço de alimentos devido a condições excepcionais da safra agrícola, reduzindo assim a inflação corrente. Se o banco central desconsiderar que se trata de fenômeno temporário - e que, portanto, no futuro a inflação não mais se beneficiará de tal fator - e praticar uma política monetária leniente, essa política poderá afetar mais intensamente a inflação quando aqueles efeitos positivos, mas temporários, sobre a inflação estiverem esgotados. O resultado será a geração de pressões inflacionárias no futuro. Nesse instante, o banco central reagirá novamente, gerando um novo ciclo. O resultado será movimentos oscilatórios da inflação e do produto que poderiam ter sido evitados caso a autoridade monetária atuasse olhando para frente. Gera-se assim instabilidade desnecessária na economia, num movimento de *stop-and-go* da política monetária.

Uma situação semelhante ocorre ao longo de um ciclo de afrouxamento ou endurecimento da política monetária. Diante de uma melhora nas perspectivas para a inflação, a autoridade monetária inicia um processo de redução da taxa de juros. Em determinado ponto do processo, em virtude das defasagens existentes, os efeitos sobre a inflação se efetivaram apenas parcialmente, dando margem para se inferir que é necessária a continuidade do ciclo, sem levar em consideração os efeitos que ainda estão por vir. Se essa percepção for usada para a condução da política monetária, a inflação futura pode ultrapassar o valor perseguido (*overshooting*), gerando a necessidade de um novo ciclo de endurecimento monetário e conseqüentemente maior instabilidade na economia.

Em resumo, a existência de defasagens temporais importantes no mecanismo de transmissão requer que a política monetária seja voltada para o futuro, e que os bancos centrais privilegiem estratégias preventivas e não meramente reativas.