

O mecanismo de transmissão da política monetária

Ao longo dos últimos anos, começou-se a formar um consenso, entre economistas e bancos centrais, que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e a manutenção da estabilidade de preços. Com esse intuito, começou a ganhar importância a adoção, pelo Banco Central, de uma estratégia de política monetária cuja característica principal é antecipar-se a quaisquer pressões inflacionárias futuras.

O caráter preventivo da política monetária justifica-se não apenas pelo menor custo social associado a uma política prospectiva que se antecipa a eventos futuros mas, sobretudo, às suas próprias limitações no controle da inflação. Dentro dessa nova estratégia, um aspecto chave é o conhecimento do mecanismo de transmissão da política monetária, isto é, o estudo dos diversos efeitos produzidos pela política monetária na economia.

Apesar da maioria dos economistas concordarem em relação aos efeitos qualitativos da política monetária (e.g. um aumento da taxa de juros deprime, no curto prazo, a atividade econômica e diminui a inflação) sobre a economia, persistem discordâncias a respeito da magnitude desses efeitos e, principalmente, dos canais pelos quais esses efeitos se propagam na economia.

Vale observar que a despeito da identificação dos canais pelos quais a política monetária propaga-se pela economia, e a intensidade de cada um deles, o mecanismo de transmissão varia de acordo com as características de cada economia. Por exemplo, a taxa de câmbio, reconhecida como um importante canal de transmissão da política monetária, perde relevância em economias cujas taxas de câmbio são fixas. Da mesma forma, naquelas economias com sistemas financeiros pouco desenvolvidos, o canal de crédito tem pouca importância.

Os principais canais de transmissão da política monetária são: taxa de juros, taxa de câmbio, preço dos ativos, crédito e expectativas¹. Ao afetar essas variáveis, as decisões de política monetária influem sobre os níveis de poupança, investimento e gasto de pessoas e empresas, que, por sua vez, afetam a demanda agregada e, por último, a taxa de inflação.

Antes de começar a descrever como funciona cada um desses canais, é importante ressaltar que a política monetária produz efeitos reais apenas no curto e médio prazos, ou seja, no longo prazo a moeda é neutra. O único efeito existente no longo prazo é sobre o nível de preços da economia. Deve-se notar que outros fatores também influem no nível de preços da economia no curto prazo como, por exemplo, um choque agrícola ou um aumento de impostos.

Como foi dito acima, a simples expectativa de mudanças na taxa de juros já é capaz de produzir efeitos na economia, por exemplo, as demais taxas de juros podem começar a se ajustar antes mesmo do banco

¹ Quando se fala em preços de ativos, quer-se dizer outros preços de ativos além das taxas de câmbio e de juros.

central mudar oficialmente a taxa de juros. Portanto, em benefício da clareza analítica, supor-se-á que as mudanças na taxa de juros não são antecipadas pelo mercado.

O canal de transmissão por intermédio das taxas de juros é o canal mais conhecido da política monetária, sendo o mais utilizado nos livros-texto². Ao subir a taxa nominal de juros de curtíssimo prazo, que é a taxa de juros que o banco central controla, o aumento se propaga por toda a estrutura a termo da taxa de juros, principalmente para as taxas de prazo mais curto, onde são verificados os maiores efeitos. Considerando-se que no curto prazo os preços são rígidos, a ação do banco central também eleva as taxas reais de juros.

Por sua vez, a taxa real de juros é a taxa relevante para as decisões de investimento. Dessa forma, ao elevar o custo do capital, a subida da taxa real de juros diminui o investimento, seja em capital fixo, seja em estoques. Por sua vez, a queda do investimento reduz a demanda agregada. Além disso, a literatura sobre o mecanismo de transmissão da política monetária mostra claramente que as decisões dos consumidores em relação à compra de bens duráveis também podem ser encaradas como decisões de investimento. Portanto, a subida da taxa real de juros também diminui o consumo de bens duráveis.

Outro canal importante de transmissão da política monetária é o da taxa de câmbio, principalmente para economias abertas. Não obstante a economia brasileira ser relativamente fechada, o canal da taxa de câmbio produz efeitos importantes, valendo a pena descrever seu funcionamento. Como sabemos, ao subir a taxa de juros, o banco central ocasiona a valorização da moeda doméstica. Por sua vez, a valorização da taxa de câmbio transmite os efeitos da política monetária de três maneiras distintas.

Ao contrário dos demais canais, a taxa de câmbio exerce influência direta sobre o nível de preços através do preço doméstico dos bens comercializáveis internacionalmente. Com alguns produtos, como as mercadorias ("commodities"), esse efeito é particularmente rápido. Além disso, ela exerce efeitos indiretos sobre o nível de preços de duas maneiras. Primeiro, por meio dos bens produzidos internamente que se utilizam de matérias-primas importadas. Nesse caso, a valorização da taxa de câmbio diminui o custo de produção desses bens, ocasionando queda de seus preços. Segundo, a taxa de câmbio afeta indiretamente o nível de preços através da demanda agregada. Ao valorizar-se, a taxa de câmbio torna os produtos importados mais baratos, deslocando a demanda dos bens domésticos por similares importados, diminuindo a demanda agregada e a pressão sobre o nível de preços.

Outro canal importante, nem sempre abordado nos estudos sobre o mecanismo de transmissão da política monetária, é o canal das expectativas. Ao alterar a taxa de juros, a ação do banco central pode alterar as expectativas dos agentes econômicos quanto à evolução presente e futura da economia. Por exemplo, ao elevar a taxa de juros de curto prazo para evitar o surgimento da inflação, o banco central pode restabelecer a confiança no desempenho futuro da economia, e provocar uma queda nas taxas de juros esperadas para prazos mais longos. A queda da taxa de juros durante uma recessão pode significar que tempos

² O canal da taxa de juros é o tradicional canal implícito nas análises keynesianas sobre os efeitos da política monetária sobre a demanda agregada, sendo abordado na análise do conhecido modelo IS-LM.

melhores virão, estimulando o consumo da população. Por outro lado, vale observar que devido à incerteza inerente aos efeitos da política monetária e à evolução da economia, muitas vezes uma mudança na taxa de juros pode produzir efeitos opostos aos esperados.

O quarto canal de transmissão da política monetária é o canal do crédito, que tem grande importância nos países industrializados. Ele pode ser representado pelos empréstimos bancários, e funciona da seguinte maneira: ao diminuir a taxa de juros, e aumentar o volume de reservas na economia, o banco central permite que os bancos comerciais aumentem seus empréstimos. Esses empréstimos são particularmente importantes para as pequenas empresas, que não têm acesso direto ao mercado de capitais (e.g. emissão de ações, debêntures etc.).

Portanto, o canal de crédito incentiva os gastos com investimento e, além disso, pode ser importante também para o consumo das pessoas. No Brasil, em decorrência do elevado grau de incerteza da economia no passado, das elevadas alíquotas dos depósitos compulsórios e dos impostos incidentes sobre a intermediação financeira, esse canal de transmissão da política monetária tem sido bastante prejudicado. Contudo, à medida em que a economia estabilize-se e volte a crescer, ele pode vir a ser extremamente importante.

O último canal de transmissão da política monetária atua através de variações na riqueza dos agentes econômicos, em virtude de alterações da taxa de juros. Por exemplo, geralmente uma queda das taxas de juros eleva o preço das ações, pois estimula o crescimento da economia e o lucro das empresas, mais ainda, o valor dos títulos públicos pré-fixados aumenta. Nessa situação, o aumento do volume de riqueza financeira faz com que as pessoas sintam-se mais ricas, estimulando o nível de consumo. Em alguns países, como nos Estados Unidos e na Inglaterra, esse canal tem alguma relevância. Contudo, não existem indícios suficientes de que esse seja um canal relevante na transmissão da política monetária no Brasil. O gráfico abaixo mostra, de maneira simplificada, os principais mecanismos de transmissão da política monetária.

