

A Importância do Tempo na Política Monetária

Claudio Contador

Economista

Há mais de uma década, as taxas de juros figuram como uma das principais vedetes da economia brasileira e suscitam reações diversas. Pelo lado mais simples da questão, os tomadores de empréstimos reclamam e sofrem os constrangimentos e prejuízos causados pelo crédito mais caro. De outro lado, os poupadores líquidos são beneficiados pelos retornos nas aplicações financeiras. Pelo lado mais complexo da questão, além do processo de distribuição de renda, todos – consumidores e empresas – são perdedores com os efeitos dos juros elevados sobre a atividade econômica.

Abatendo a inflação – medida pelo IGP-M – as taxas de juros reais capitalizadas em 12 meses mostram um *spread* variável entre as cobradas aos tomadores e as remuneradas aos emprestadores líquidos, sensível ao nível da taxa de inflação. A Figura 1 abaixo reproduz as taxas reais de juros SELIC e cobrada no desconto de dupli-

catas, e a cunha entre elas tende a acompanhar a inflação, mormente nos períodos mais críticos. Nos anos 1998 e 1999, com o repique da inflação, o *spread* era maior do que nos períodos seguintes de inflação mais baixa.

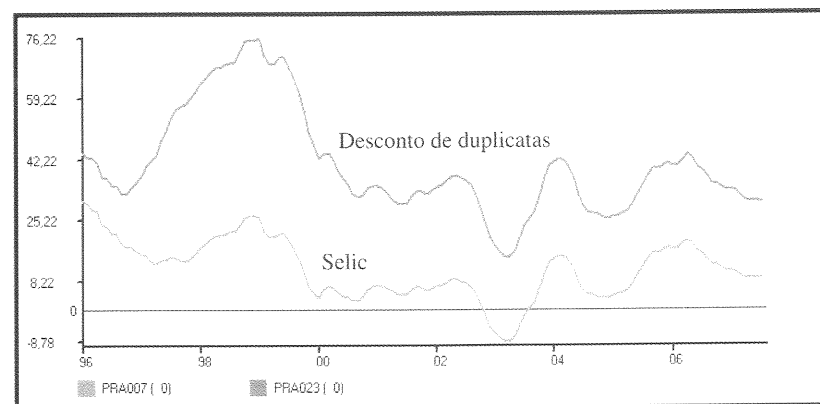


Figura 1 – Taxas reais de juros, capitalizadas em 12 meses.

Mais de uma década de juros elevados e polêmicas e debates tiveram pelo menos um efeito positivo: é impossível encontrar alguém indiferente à política de juros. Pelo bem ou pelo mal, há que reconhecer que os juros têm efeitos significantes na vida dos consumidores e das empresas. Esta é uma das razões por que as decisões do Banco Central atraem tanto as atenções, não só dos economistas mas também dos políticos e dos cidadãos mais esclarecidos.

No aspecto geral, há razoável concordância de que o sistema de metas inflacionárias é um avanço, mas no varejo o ponto sensível é o nível da taxa de juros, considerada elevada desnecessariamente. O Banco Central rebate que o nível elevado serve como uma prevenção para eventuais choques externos e para garantir a atratividade da economia brasileira aos capitais de curto prazo.

Este artigo aborda um tema menos lembrado: o horizonte da inflação. A revista *Conjuntura Económica*, da Fundação Getúlio Vargas, publicou um artigo com sugestões para o aperfeiçoamento da política monetária, no qual menciona a questão do horizonte como um dos aspectos sensíveis.¹ Nakano recomenda que o Banco Central mire a taxa de inflação futura – cobrindo um período de 18 a 24 meses – e minimize a preocupação com os movimentos transitórios da inflação. A tentação da “sintonia fina” no curto prazo – ou seja, a busca de resultados imediatos – pode causar efeitos inesperados no médio e longo prazos e ampliar as flutuações cíclicas.

Este artigo procura dar uma fundamentação empírica à questão.² Faz todo sentido monitorar a inflação futura em um horizonte mais amplo, mas é exigir muito que o Banco Central desenvolva modelos capazes de prever a inflação em um horizonte de até dois anos. Existem, entretanto outros sistemas de previsão que podem fornecer os sinais da tendência da taxa de inflação em um horizonte de vários meses à frente.

A política de juros, da mesma forma que a liquidez, crédito, gastos e outras medidas, gera efeitos na economia que se estendem e se distribuem por vários períodos. Parte dos efeitos da variação nominal destas variáveis atua em preços e parte nas quantidades. Para o agregado da economia, as pesquisas empíricas apontam que as evidências dos efeitos dos juros no curto e médio prazos sobre a taxa de inflação são tênues, instáveis ou indefinidos. Os efeitos percorrem caminhos indiretos, afetando a demanda agregada – com efeitos setoriais distintos – e a partir desta, os preços básicos da economia. Neste percurso, os efeitos se confundem e dificultam a estabilidade e a sensibilidade dos preços aos juros. Por estes motivos, as evidências empíricas de modelos que procuram explicar a inflação

mensal – medida pelo IPCA, o índice básico para a política de metas – pela taxa de juros Selic não são satisfatórias: apontam coeficientes com sinais trocados e/ou não estatisticamente significantes.

Os juros nominais Selic *per se* são pouco importantes para a atividade econômica, se esta não for acompanhada por mudanças paralelas nos juros reais na ponta do mutuário. Por exemplo, se o objetivo é afetar a atividade econômica geral, representada pelo crescimento da produção da Indústria de Transformação, o conceito relevante de juros é o cobrado no desconto de duplicatas, com retardo de cinco meses. A Figura 2 mostra que as duas variáveis estão associadas de forma invertida: em geral um aumento (queda) dos juros tende a diminuir (aumentar) o crescimento do produto industrial cerca de cinco meses após a mudança nos juros. Sem apelar para uma estimação multivariada, a correlação (-73,2%) entre as duas variáveis é inversa, com significância estatística superior a 5%. Esta questão foi explorada num trabalho recente,³ inclusive com evidências empíricas para outros países, o que sugere conclusões mais gerais. Resultados similares são obtidos com a taxa nominal de juros deflacionada pela inflação IGP-M, em um simulacro da taxa real de juros *ex post*.

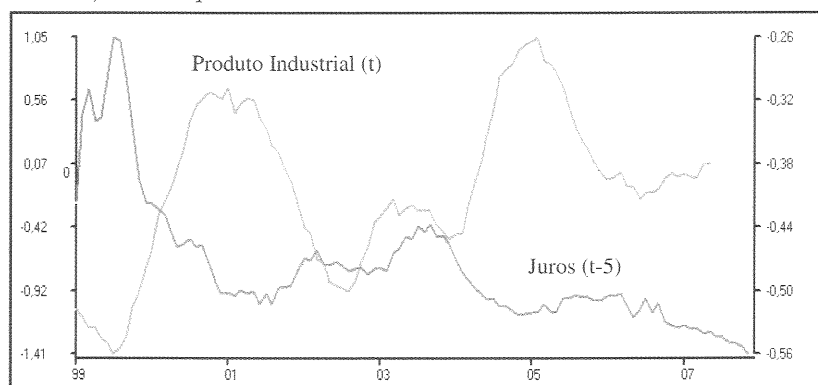


Figura 2 – Juros cobrados em desconto de duplicatas e produção industrial.

Ao deslocar a atenção para os efeitos de médio prazo em um horizonte de seis a 18 meses, a previsão da taxa de inflação pode se beneficiar de evidências empíricas mais robustas, ironicamente não distintas das fornecidas pelos modelos monetaristas tradicionais. A taxa de inflação corrente acaba sendo explicada pela variação da liquidez nominal, do câmbio, e de preços de *commodities*, para citar as mais relevantes. A liquidez (medida pela base monetária ou pelo conceito de M2) tem um retardo de 5-6 meses; os preços de *commodities* agrícolas, 2-4 meses; e câmbio, de 2 meses. A taxa nominal Selic, que no modelo de metas inflacionárias deveria ter efeito negativo, aparece sempre com efeito positivo e significativo, como esperado nos modelos monetaristas tradicionais, refletindo o efeito negativo dos juros sobre a demanda por moeda real.

Todas estas evidências, principalmente das variáveis com maior antecedência, podem ser utilizados, junto com outras, na montagem de indicadores antecedentes⁴ para a inflação. O tema não é novo e já foi inclusive explorado pelo Banco Central.⁵ Já existe, portanto alguma experiência no Brasil, que aumentou desde 2000.

O indicador antecedente composto para a taxa mensal de inflação IPCA é formado por 11 variáveis e tem avanço médio de 10 meses, reduzido para oito meses devido ao atraso na divulgação das estatísticas. As variáveis-insumo compreendem as pressões no mercado de trabalho, utilização da capacidade instalada da Indústria, liquidez, câmbio, preços de *commodities*, mercado financeiro, vendas no varejo e insolvência de empresas.⁶ As previsões do indicador composto retratam basicamente as tendências da inflação mensal e captam os principais movimentos da inflação. A Figura 3 mostra os resultados do indicador antecedente para o período desde 1999.

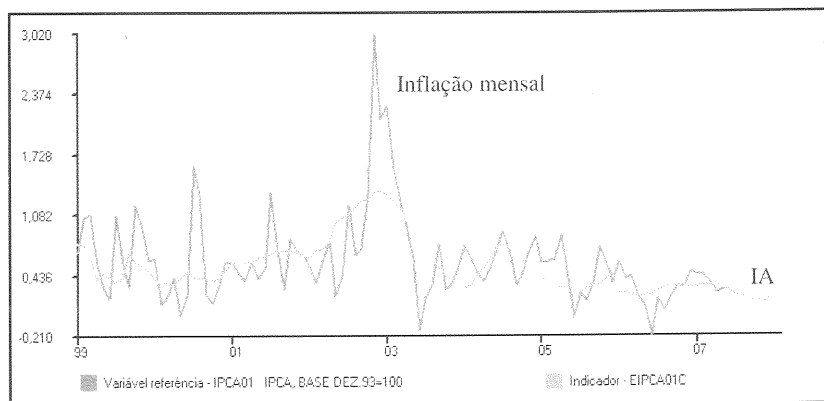


Figura 3 – Indicador antecedente para a tendência da inflação mensal, IPCA

Os sinais do indicador, antecedentes, apontam claramente que a taxa mensal de inflação pelo IPCA tem uma tendência decrescente até o final de 2007. Lançam também suspeitas de que a meta de 3,5% proposta para 2008 é elevada, e o governo poderia ousar uma meta menor e ainda assim afrouxar os juros básicos. Ou seja, as projeções com o indicador antecedente reforçam os argumentos de que a política monetária pode reduzir os juros sem maiores ameaças à estabilidade. A redução dos juros permitiria depreciar a taxa de câmbio; reduziria o custo de rolagem da dívida pública; reduziria a fragilidade financeira de empresas e famílias; e daria mais chances à formação de capital fixo. São todos efeitos positivos. Não são ainda suficientes para lançar a economia brasileira em um círculo virtuoso, mas podem conceder ao governo federal alguns pontos na opinião pública.

Como o nível da taxa de juros é ainda o centro de uma discussão estéril entre economistas e entre políticos, a redução dos juros permite que as discussões se concentrem nos temas de interesse mais sério: maior consistência entre as políticas monetária, fiscal e cambial e maior liberdade para o fluxo de capitais.

Notas

1 Nakano, Yoshiaki. “Aperfeiçoar o sistema de metas de inflação”. *Conjuntura Econômica*, julho de 2007, p. 10-11.

2 O tema foi abordado de forma mais detalhada em Contador, Claudio R., *Conjuntura Econômica*, outubro de 2007, p. 19-21, de onde foram extraídos trechos selecionados.

3 Contador, Claudio. “Juros e atividade econômica: evidências empíricas para reflexão”. *Carta Mensal CNC*, v. 53, n.627, junho de 2007, p. 29-43.

4 A metodologia dos indicadores antecedentes explora a qualidade de certas variáveis anteciparem outras séries em um número determinado de períodos e aproveita o conteúdo informacional contido neste grupo de variáveis (denominadas variáveis-insumo), sem se preocupar com a causalidade e a formalização de modelos econométricos mais elaborados.

5 Em julho de 2000, o Banco Central montou o Seminário “One Year of Inflation Targeting in Brazil”. Alguns trabalhos apresentados versaram sobre o emprego de indicadores antecedentes na previsão da inflação: Chauvet, Marcelle; Solange Gouvea; Marta Baltar Moreira e Jose Ricardo da Costa e Silva; “Two methodologies to build inflation leading indicators for Brazil”; e Contador, Claudio R.; “Inflation targeting and leading indicators : some notes”.

6 As referências no final do artigo listam alguns textos relacionados com o emprego de indicadores antecedentes na previsão da inflação.

Bibliografia

BOUGHTO, J.M., BRANSON, W.H. Commodity prices as a leading indicator of inflation. In: LAHIRI, Kajal, MOORE, Geoffrey (eds.). [*Leading Economic Indicators*]. [S.l.], [1991]. p.305-338.

CABRERO, A., DELRIEU, J.C. *Construction of a composite indicator for predicting inflation in Spain*. [Espanha]: Banco de Espana, 1996. (Documento de Trabajo, n.9619).

CECCHETTI, S.G. *Practical issues in monetary policy targeting*. [E.U.A.]: Federal Reserve Bank of Cleveland, 1996. P. 2-15. (Economic Review, v.32).

_____. *Leading inflation indicators for Brazil: final report*. [Brasília]: Banco Central do Brasil, dez. 1999.

CHAUVET, Marcelle. *Turning point analysis of the leading inflation Indicators*; Activity Report. [Brasília]: Banco Central do Brasil, abr./maio 2000.

_____. et al. Two methodologies to build inflation leading indicators for Brazil. In: SEMINÁRIO ONE YEAR OF INFLATION TARGETING IN BRAZIL. [Brasília], 10 e 11 de julho de 2000. [Brasília]: Banco Central do Brasil, jul. 2000.

_____. Economic activity in 2001: what the leading indicators forecast. In: SEMINÁRIO SOBRE INDICADORES ANTECEDENTES, Rio de Janeiro, 4 e 5 de dezembro de 2000. Rio de

Janeiro: IPEA/CEPAL/OECD, DEZ. 2000.

CONTADOR, Cláudio R. Atividade e inflação : o que esperar da política de juros. *Carta Mensal*, Rio de Janeiro. v.51, n. 605, p. 31-45, ago. 2005.

_____. Inflation targeting and leading indicators : some notes. IN: SEMINÁRIO ONE YEAR OF INFLATION TARGETING IN BRAZIL. [Brasília], 10 e 11 de julho de 2000. [Brasília]: Banco Central do Brasil, jul. 2000.

_____. Juros e atividade econômica: evidências empíricas para reflexão. *Carta Mensal*, Rio de Janeiro, v.53, n.627, p. 29-43, jun. 2007.

DASGUPTA, S., LAHIRI, K.A leading indicator based on interest rates. In: LAHIRI, Kajal, MOORE, Geoffrey (eds.). [*Leading Economic Indicators*]. [S.l.], [1991]. p.339-354

GOUVEA, Solange; BALTAR, Marta, ALBUQUERQUE, Pedro. Indicadores antecedentes para inflação. In: SEMINÁRIO SOBRE INDICADORES, Rio de Janeiro, 4 e 5 de dezembro de 2000. Rio de Janeiro: IPEA/CEPAL/OECD, dez. 2000.

LAHIRI, Kajal, MOORE, Geoffrey (eds.). *Leading economic indicators: new approaches and forecasting records*. Cambridge: Cambridge University Press, 1991.

LEEuw, Frank de. Toward a theory of leading indicators. In: LAHIRI, K., MOORE, Geoffrey, (eds.). [*Leading Economic Indicators*]. [S.l.], [1991]. p.15-56.

RAPATTI, A. *Leading inflation indicators in Finland: pairwise analysis of Granger-causality and co-integration*. [Finlândia]: Bank of Finland, 1995. (Discussion Paper, n.24/96).

ROBERTSON, D. Term structure forecasts of inflation. *The Economic Journal*, [S.l.], v.102, p. 1083-1093, 1992.

WICKENS, M., TZAVALIS, E. *Forecasting inflation from the term structure: a co-integration approach*. [Londres]: London Business School, 1992. (LBS Discussion Paper).

Palestra pronunciada em agosto de 2007