

Taxa de juros estrutural e condução da política monetária no Brasil

Este boxe discute o conceito de taxa de juros estrutural e o seu uso na condução e análise da política monetária. Apresenta também um resumo de pesquisa conduzida em abril de 2017 pelo Banco Central do Brasil (BCB) junto a participantes da pesquisa Focus para conhecer suas estimativas da taxa de juros estrutural de curto prazo da economia brasileira à época da pesquisa, e suas expectativas para a evolução dessa taxa nos próximos anos.

A taxa de juros estrutural, também denominada taxa de juros neutra, é um ponto de referência para a condução da política monetária. Quando a taxa de juros real se encontra abaixo da taxa de juros estrutural, ela exerce um efeito estimulativo – impulsionando a atividade econômica e contribuindo para um aumento da inflação. Por outro lado, quando a taxa de juros real se encontra acima da taxa estrutural, seu efeito é contracionista – contém a atividade econômica e contribui para a redução da inflação.

A taxa de juros neutra depende fundamentalmente de determinantes estruturais, como a taxa de crescimento do produto potencial, a taxa de crescimento populacional, preferências da população quanto a consumir mais hoje *versus* amanhã, perspectivas de longo prazo da política fiscal e eficiência do sistema financeiro. Reformas e ajustes na economia afetam a taxa estrutural, que independe de fatores cíclicos, como movimentos do hiato do produto ou desvios da inflação em relação à meta. Entretanto, a taxa estrutural não é invariante no tempo, pois seus determinantes têm dinâmica própria.

No regime de metas para a inflação, a política monetária deve ser conduzida para manter a inflação na meta no horizonte relevante. Se a trajetória prospectiva da inflação indica níveis acima da meta no horizonte relevante para a política monetária, o banco central deve conduzir sua política de juros e sua comunicação de modo que as taxas de juros reais *ex-ante* situem-se em terreno contracionista, ou seja,

acima da taxa neutra. O oposto vale se a trajetória prospectiva da inflação aponta para níveis abaixo da meta no horizonte relevante. Nesse caso, o banco central deve conduzir sua política de juros e comunicação de modo que a política monetária se torne estimulativa. O quão acima ou abaixo da taxa neutra o banco central deve mirar nessas circunstâncias depende, dentre outros fatores, da efetividade da transmissão da política monetária, do hiato do produto, do balanço de riscos e, de forma geral, da velocidade almejada para convergência da inflação à meta.

Em longos períodos de tempo, é de se esperar que, em uma economia com expectativas de inflação ancoradas, a inflação flutue ao redor da meta, alternando entre períodos com inflação acima da meta e períodos em que a inflação se situe abaixo da meta. Reagindo prospectivamente a essas oscilações, espera-se que o banco central induza taxas de juros reais que alternarão períodos acima da taxa neutra com períodos abaixo da taxa neutra. Reduções sustentáveis das taxas de juros reais praticadas numa economia dependem, portanto, de reduções na sua taxa de juros estrutural.

Entretanto, uma das dificuldades na condução da política monetária decorre do fato de que a taxa de juros neutra não é observável. Portanto, esse importante ponto de referência precisa ser estimado a partir de um amplo conjunto de informações e modelos. É amplamente reconhecido na literatura econômica e na prática da política monetária que estimativas da taxa neutra envolvem elevado grau de incerteza e devem ser reavaliadas continuamente.

Visando ampliar seu conjunto de informações sobre as avaliações e expectativas dos participantes da pesquisa Focus, em abril do corrente ano, o BCB realizou levantamento junto aos participantes dessa pesquisa sobre suas estimativas da taxa de juros neutra no curto prazo e dentro de dois e de cinco anos (Tabela 1).

Cabe ressaltar que a pesquisa foi efetuada em abril deste ano, o que significa que os prazos de dois e cinco anos devem ser computados a partir dessa

Tabela 1 – Estatísticas da pesquisa sobre taxa real de juros neutra

Discriminação	Curto prazo	2 anos	5 anos
Moda (%)	5,00	4,00	4,00
Mediana (%)	5,00	4,50	4,00
Número de respostas	82	79	75

Fonte: BCB.

Obs: Pesquisa realizada pelo BCB junto aos participantes do Sistema Expectativas de Mercado em abril de 2017.

data¹. Além disso, percepções sobre a taxa neutra podem ter se modificado desde então.

A moda das respostas indica que a percepção dos participantes da pesquisa é de que a taxa real de juros neutra no curto prazo é em torno de 5,0% a.a. Apenas 4% das 82 instituições que responderam a essa questão indicaram uma taxa inferior a 4,0% a.a.

As instituições pesquisadas revelaram, ainda, confiança na queda da taxa de juros neutra ao longo do tempo. A moda das respostas é de uma taxa real neutra de 4,0% a.a. dentro de dois e cinco anos. Respostas abaixo de 4,0% a.a. foram verificadas em 6% dos que responderam à pergunta referente a dois anos e em 39% dos que responderam à questão para o prazo de cinco anos.

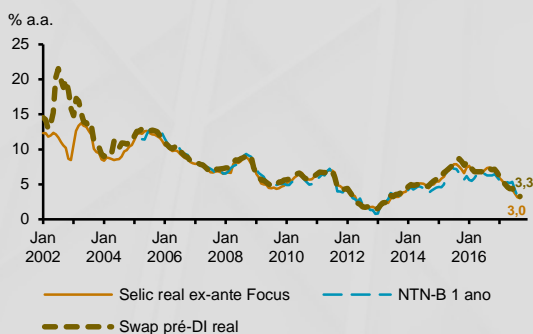
É importante ressaltar que as estimativas da taxa de juros estrutural do Copom (e seus membros) podem diferir das respostas dos analistas da pesquisa Focus.

É interessante contrastar as estimativas de taxa de juros neutra reportadas na pesquisa com o atual nível das taxas de juros reais *ex-ante*, que pode ser medido a partir de uma série de indicadores, alguns dos quais são reportados no Gráfico 1.

Nesse gráfico, a taxa Selic real *ex-ante* representa a expectativa da taxa Selic para os próximos doze meses, descontada da expectativa de inflação para o mesmo período, ambas oriundas da pesquisa Focus. Por sua vez, a taxa do *swap* pré-DI real de 360 dias reflete a taxa Selic esperada ao longo desse período mais um prêmio de risco, deflacionada pela taxa esperada de inflação da pesquisa Focus. Também é apresentada a taxa real de juros associada aos títulos NTN-B com prazo de um ano, que, por serem de prazo curto, também tendem a acompanhar os movimentos da taxa Selic real esperada.

Verificando as três medidas, pode-se perceber que atualmente a taxa de juros real *ex-ante* situa-se em torno de 3%. Considerando a trajetória implícita na pesquisa Focus, a taxa real *ex-ante* chegaria a 2,7% no final do ano².

Gráfico 1 – Taxas reais de juros: Selic real *ex-ante* 1 ano, *swap* pré-DI real de 360 dias e NTN-B real de 1 ano



Obs: Os valores das taxas do *swap* e da NTN-B de setembro referem-se às médias até 15.9.2017.

- 1/ A pergunta "Qual sua estimativa para a taxa de juros neutra da economia brasileira, no curto prazo, daqui a 2 anos e daqui a 5 anos?" fez parte do questionário pré-Copom enviado em 31.3.2017 aos participantes do Sistema Expectativas de Mercado, respondido durante a primeira semana de abril.
- 2/ Calculada usando as expectativas da taxa Selic acumulada em 2018, oriunda da pesquisa Focus, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, usando a mesma pesquisa.

Em resumo, embora seja uma variável não observável, a taxa de juros estrutural é uma importante referência na condução da política monetária. A sua dinâmica depende de fatores estruturais que variam ao longo do tempo. Visando manter a transparência que caracteriza as ações do BCB, apresentou-se uma síntese das estimativas para essa variável reportadas por participantes da pesquisa Focus.