

Trabalho de Economia Monetária - UDESC

Análise do comportamento da taxa de juros

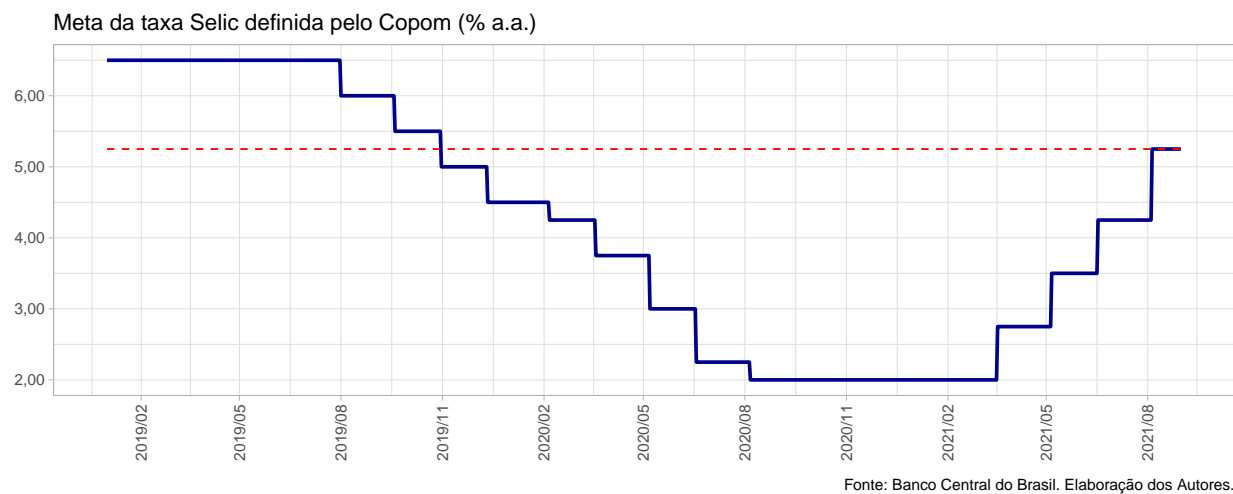
Cairê Britto Barletta e Gabriel Akira

08/08/2021

1. Introdução

A taxa básica de juros brasileira (Selic) após a mudança de governo em 2019 sofreu diversas alterações. A Selic Meta era 6,50% a.a em janeiro de 2019 chegando ao vale de 2,00% a.a em agosto de 2020, e no período vigente a taxa é de 5,25% a.a, conforme o *Gráfico 1*. No presente trabalho, iremos analisar o comportamento da taxa de juros no período, e entender as movimentações feitas pelo Banco Central.

Gráfico 1



2. Regime de metas de inflação e Regra de Taylor

Antes de começarmos a analisar os dados, é necessária uma revisão teórica para entender quais são os motivos que levam o Banco Central a alterar a meta da taxa de juros. Assim faremos uma breve análise sobre o regime de **metas de inflação e a Regra de Taylor**.

A partir de 1990, bancos centrais do mundo todo começaram a basear sua política monetária no regime de metas de inflação, o Brasil por sua vez, adotou o regime em 1999.

Segundo documento do Banco Central do Brasil: “O regime de metas para a inflação é um regime monetário no qual o banco central se compromete a atuar de forma a garantir que a inflação efetiva esteja em linha com uma meta pré-estabelecida, anunciada publicamente.” (Banco central, 2016). Na prática, o Banco Central determina uma meta de inflação, e altera as taxas de juros para atingir a meta. Para entender o processo de forma mais clara vejamos a Regra de Taylor:

$$i_t = i^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) - \beta(\mu_t - \mu_n)$$

Onde: i_t é a taxa nominal de juros; i^* é a meta da taxa nominal de juros; π_t é a taxa de inflação; π^* é a meta da taxa de inflação; μ_t é a taxa de desemprego; e μ_n é a taxa natural de desemprego.

A regra de Taylor é uma regra proposta por John Taylor, no qual ele sugere que o Banco Central deve escolher uma meta para inflação, e fixar uma taxa de juros para atingir essa meta. Por exemplo, supondo uma situação na qual $\pi_t > \pi^*$, seguindo a regra de Taylor, para manter a inflação dentro da meta, o Banco central deve fazer alterações em $(\mu_t - \mu_n)$, em que uma das formas seria aumentar a meta da taxa de juros i^* , o que levaria a uma redução no investimento agregado, que por sua vez, aumentaria o desemprego, levando a uma diminuição da inflação.

Outra situação é quando, por exemplo $\mu_t > \mu_n$, onde nesse caso o desemprego está menor que o natural, de forma que seguindo a regra de Taylor, o Banco central, para manter a inflação dentro da meta, deve diminuir a meta da taxa de juros i^* , para diminuir o desemprego, e manter a inflação na meta.

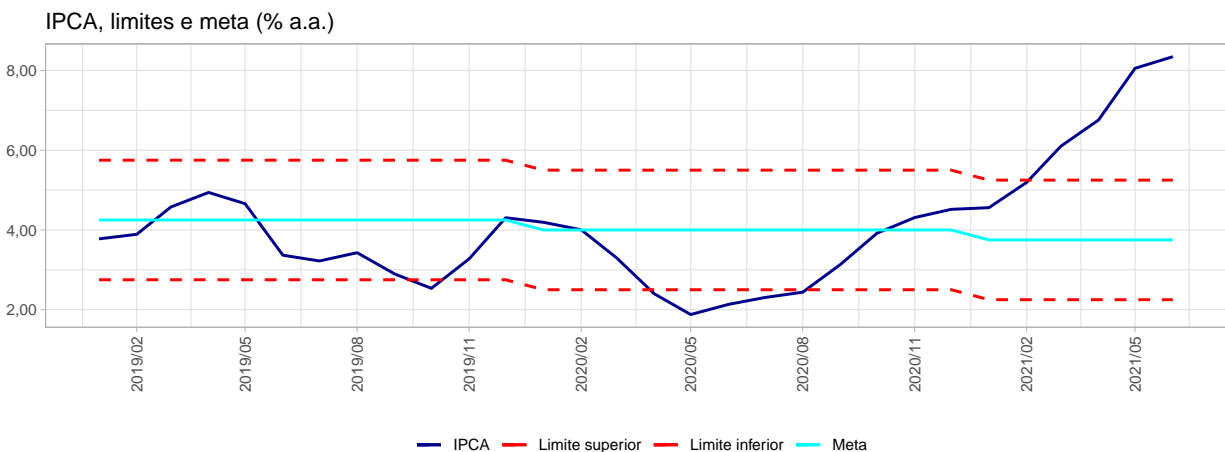
Taylor ainda propõe que o termo α da equação deve ser maior que um, uma vez que as decisões de investimento são tomadas em relação a taxa real de juros. Assim, para diminuir a inflação, o Banco Central deve fazer um aumento de proporção maior na taxa de juros nominal, até ultrapassar o efeito da inflação sobre a taxa de juros real. O exemplo todo é inspirado em (BLANCHARD , 2004).

3. Análise dos dados

O Banco Central do Brasil não segue exatamente a regra de Taylor para decidir a Selic Meta. No entanto, a regra pode dar uma boa noção do comportamento dos Bancos Centrais que seguem o regime de meta de inflação.

Como visto no exemplo anterior, caso $\pi_t > \pi^*$, o Banco Central deverá aumentar a taxa de juros, e de forma análoga caso $\pi_t < \pi^*$, o Banco central deverá reduzir a taxa de juros. Essas duas situações aconteceram no Brasil no período analisado, conforme podemos observar no *Gráfico 2*.

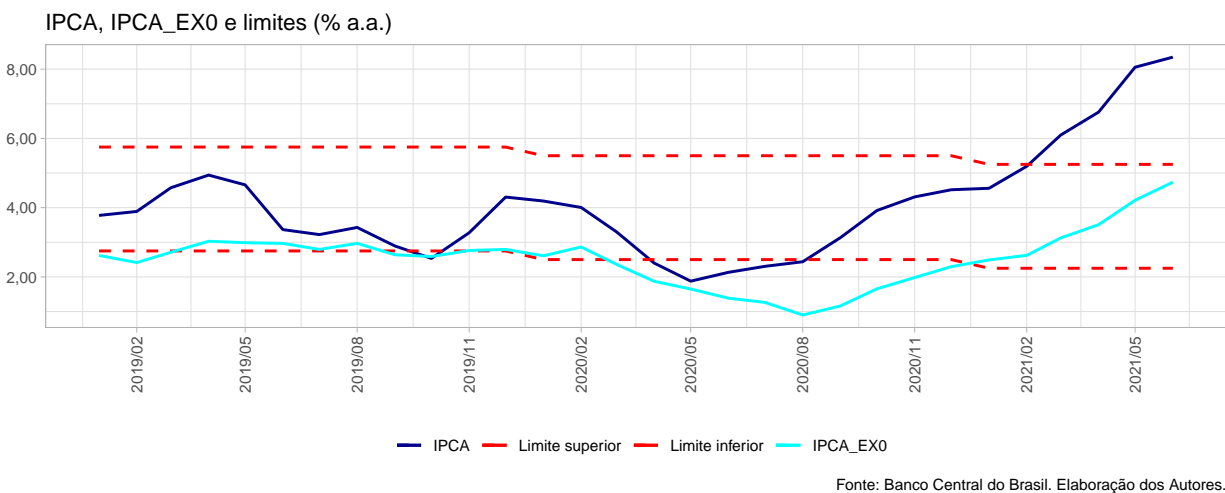
Gráfico 2



Como podemos observar, a inflação estava abaixo do limite inferior em outubro de 2019, entre abril e julho de 2020, e estava acima da meta, a partir de março de 2021 até o período atual. De forma a aprofundar um pouco mais a análise, podemos verificar os núcleos de inflação, dado que essa diferença entre inflação real e a meta, pode ocorrer pela diferença de preços em apenas alguns produtos (núcleos), de forma que o IPCA cheio, não representaria de forma real a inflação do país.

O Gráfico 3, semelhante ao Gráfico 2, mostra o índice de preço e seus limites, com o acréscimo nos núcleos de inflação *IPCA_EX0*.

Gráfico 3



Nota-se que o *IPCA_EX0*, que exclui os preços de alimentação em domicílio e os preços administrados, está para todo período, bem abaixo do IPCA cheio. Isso significa que grande

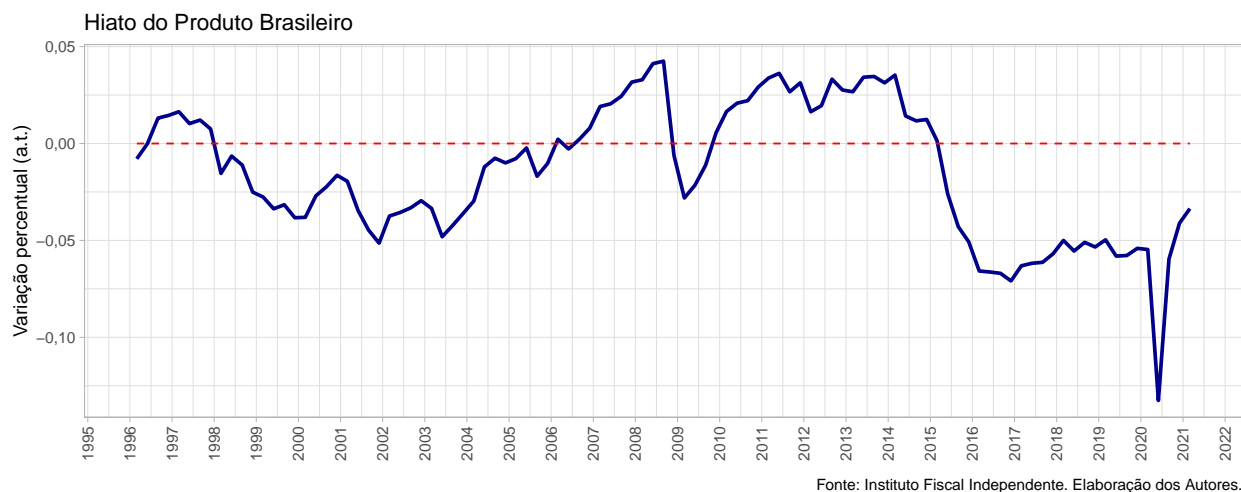
parte da inflação do período pode ser explicada, pelos preços de alimentação e administrados, de forma que a diferença entre a inflação e o limite inferior entre abril e julho de 2020 era ainda maior, e que a inflação atual está fora da meta, também muita por conta desses preços. Assim, qual foi a reação observada do Banco Central nesses momentos?

No primeiro momento de destaque (outubro de 2019), a inflação estava abaixo do limite inferior, no entanto, o IPCA já vinha em constante queda desde julho de 2019. Assim, como esperado pela regra de Taylor, as reuniões do Copom 224, 225 e 226 reduziram a taxa de juros de 6,50% até 5,00%. A justificativa do Banco Central foi justamente a constante queda nos preços, devido a ociosidade do produto brasileiro, devido aos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, pela alta taxa de desemprego. Note-se que de acordo com a Regra de Taylor, quando têm-se $\mu_t > \mu_n$, o Banco Central deve reduzir os juros, e que uma alta no desemprego é equivalente a um produto abaixo do potencial.

Os mesmos fatores podem ser vistos no segundo momento destacado (abril e julho de 2020). No entanto, com um grande agravante do *lockdown*. Assim, nas reuniões do Copom 227 até 232, o Banco Central decidiu por reduzir a Meta da Selic, de 5,00% até 2,00%.

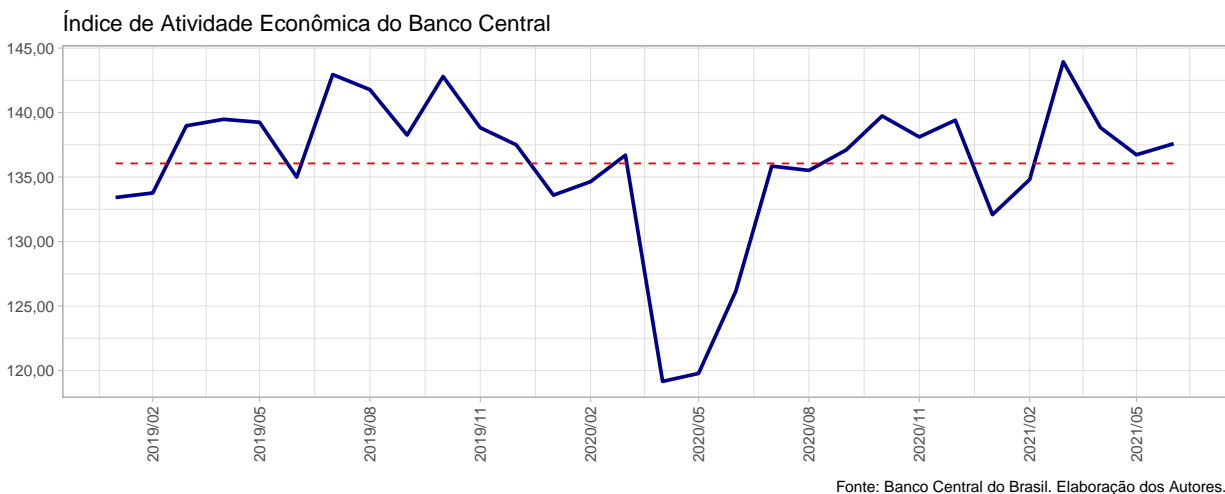
No Gráfico 4, temos o hiato do produto, que é a diferença do PIB efetivo e do PIB potencial. Assim, em setembro de 2019 o hiato era -5,80% e em junho de 2020 o hiato era de -13,30%, o que confirma as justificativas do Banco Central para reduzir a taxa de juros.

Gráfico 4



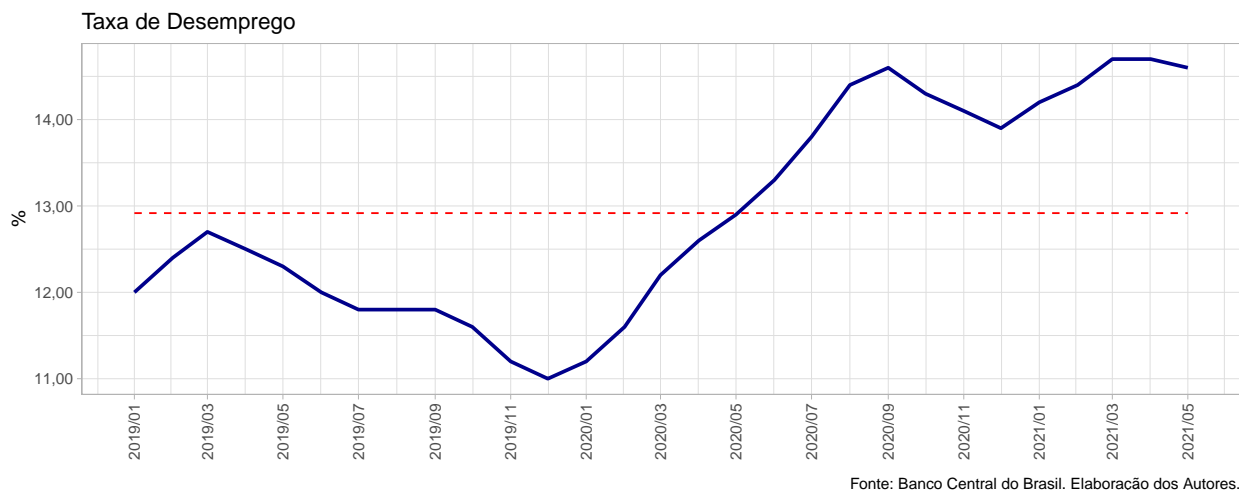
Uma variável que pode verificar a ociosidade do PIB é o IBC-br, que é construído com base em *proxies* representativas dos índices de volume da produção da agropecuária, da indústria e do setor de serviços, além do índice de volume dos impostos sobre a produção. Assim, o Gráfico 5 mostra o índice ao longo do período.

Gráfico 5



Outra variável para verificar a ociosidade do PIB, com o mesmo intuito, é a taxa de desemprego, onde o *Gráfico 6* mostra a taxa ao longo do período.

Gráfico 6



Verificando os dados, fica evidente que o Banco Central, segundo a regra de Taylor, tomou uma decisão adequada, de reduzir a taxa de juros, porém vale se questionar: “Será que o Banco Central demorou muito para reduzir essa taxa? E será que a redução foi na magnitude correta?”.

Para responder essas perguntas, a Regra de Taylor não nos ajuda muito, uma vez que a única informação que o modelo traz a respeito do valor da redução, é que o parâmetro α deve ser maior que 1. No entanto, principalmente para um país subdesenvolvido e com histórico de hiperinflação como o Brasil, seguir a recomendação de $\alpha > 1$, ou seja, a reduzir a taxa

de juros em proporção maior que diferença da inflação meta e inflação real, nem sempre é o mais recomendável, pois outros fatores devem ser levados em consideração, como o câmbio, o risco-país e a inflação esperada, vejamos.

Supondo um cenário em que o Banco Central ao invés de ter reduzido de forma gradual a Selic de 6,50% para 2,00%, fizesse isso de uma vez, em abril de 2020. Nesse cenário, se considerarmos que o câmbio no curto prazo segue a hipótese da paridade descoberta da taxa de juros, a baixa taxa de juros brasileira faria com que os títulos ficassem menos atraentes, sendo assim, teríamos uma redução na demanda por Reais (R\$), de forma que o câmbio dispararia de uma vez, causando um forte aumento nos preços dos produtos relacionados ao dólar, e com isso, teríamos aumento da inflação. De forma parecida, o risco do país também reduz a demanda por títulos brasileiros, e pode levar ao mesmo efeito.

Já no terceiro momento (março de 2021 até o período atual), a inflação se encontrava acima da meta. Entretanto, como visto no *Gráfico 3*, muito por conta dos preços de alimentação e dos preços administrados. Assim, o Banco Central nas reuniões do Copom 237 (em março de 2021) até a 240, aumentou a meta da Selic de 2,00% para 5,25%. A principal justificativa desse aumento foi a recuperação da economia mundial devido aos avanços na implementação dos programas de imunização contra a Covid-19, a retomada econômica brasileira e a reversão da expectativa de inflação. Portanto, no terceiro momento analisado, o Banco Central agiu novamente de acordo com a Regra de Taylor, conforme o *Gráfico 4*.

4 Aprofundando a análise: o impacto das expectativas de inflação

A Regra de Taylor, apresentada na Sessão 2, não levava em consideração as expectativas de inflação. No entanto, as discussões de política monetária, principalmente depois da conhecida crítica de Lucas, começaram a levar em consideração as hipóteses de expectativas racionais. Assim, modelos como o de viés inflacionário Barro-Gordon (1983), Kydland e Prescott (1977) e Sargent e Wallace (1981) tratam do problema.

De qualquer maneira, nesse trabalho será feito apenas um ajuste na Regra de Taylor, para analisar o comportamento da taxa de juros com base nos dados de expectativas de inflação.

Se substituirmos π_t por π^e e μ_t por μ^e na Regra de Taylor apresentada na Sessão 2, temos uma nova Regra de Taylor, na qual o Banco Central deve decidir uma meta na taxa de juros com base na diferença entre inflação esperada e meta de inflação. Temos então:

$$i_t = i^* + \alpha(\pi^e - \pi^*) - \beta(\mu^e - \mu_n)$$

A [Tabela 1](#) mostra a mediana da expectativa de inflação de curto prazo das top cinco empresas do boletim Focus nos períodos de mudança da taxa de juros.

Tabela 1

	Nº da Ata	Data da Previsão	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Mudança na Selic (%)
Primeiro Momento	224ª	01/08/2019	3,8300	4,0000	3,7500	3,5000	3,5000	-	-	6,50 - 6,00
	225ª	19/09/2019	3,3600	3,7400	3,7500	3,5000	3,3800	-	-	6,00 - 5,50
	226ª	31/10/2019	3,3200	3,6900	3,7300	3,5000	3,3800	-	-	5,50 - 5,00
	227ª	12/12/2019	3,9000	3,6800	3,7500	3,5000	3,3800	-	-	5,00 - 4,50
Segundo Momento	228ª	06/02/2020	-	3,2300	3,7000	3,5000	3,2500	3,0000	-	4,50 - 4,25
	229ª	19/03/2020	-	2,9200	3,4800	3,5000	3,5000	3,2500	-	4,25 - 3,75
	230ª	07/05/2020	-	1,5600	2,8500	3,5000	3,2500	3,0000	-	3,75 - 3,00
	231ª	18/06/2020	-	1,7600	3,0800	3,5000	3,2500	3,0000	-	3,00 - 2,25
	232ª	06/08/2020	-	1,5400	3,0100	3,5000	3,2500	3,2500	-	2,25 - 2,00
Terceiro Momento	237ª	17/03/2021	-	-	5,1200	3,4100	3,2500	3,0000	3,0000	2,00 - 2,75
	238ª	05/05/2021	-	-	5,2767	3,5023	3,2500	3,1250	3,1250	2,75 - 3,50
	239ª	16/06/2021	-	-	6,3018	3,8716	3,2500	3,1200	3,0000	3,25 - 4,25
	240ª	30/07/2021	-	-	7,2200	3,9906	3,5000	3,5000	3,5000	4,25 - 5,25

Por fim, é possível verificar que todas as vezes que ocorreu uma mudança nas expectativas de inflação, o Banco Central reagiu de acordo, reduzindo a meta da taxa de juros no primeiro e segundo e momento, e aumentando a taxa de juros no terceiro momento, o que vai de acordo com a Regra de Taylor, considerando as expectativas de inflação.

Referências

- BLANCHARD, Olivier. “Macroeconomia. Tradução de Mônica Rosemberg.” (2004), Cap 25.
- WILHER.V, “Definindo o hiato do produto” disponível no link: <https://analysemacro.com.br/economia/pib/definindo-o-hiato-do-produto/>
- Barro, Robert J., and David B. Gordon. “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy.” *Journal of monetary economics* 12.1 (1983): 101-121.
- Kydland, Finn E., and Edward C. Prescott. “Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans.” *Journal of political economy* 85.3 (1977): 473-491.
- Sargent, Thomas J., and Neil Wallace. “Some unpleasant monetarist arithmetic.” *Federal reserve bank of minneapolis quarterly review* 5.3 (1981): 1-17.