



# O Quão Estimulativa é a Política Monetária Brasileira? um debate sobre a taxa neutra de juros

José Luis Oreiro

Professor Associado do Departamento de Economia da Universidade de  
Brasília

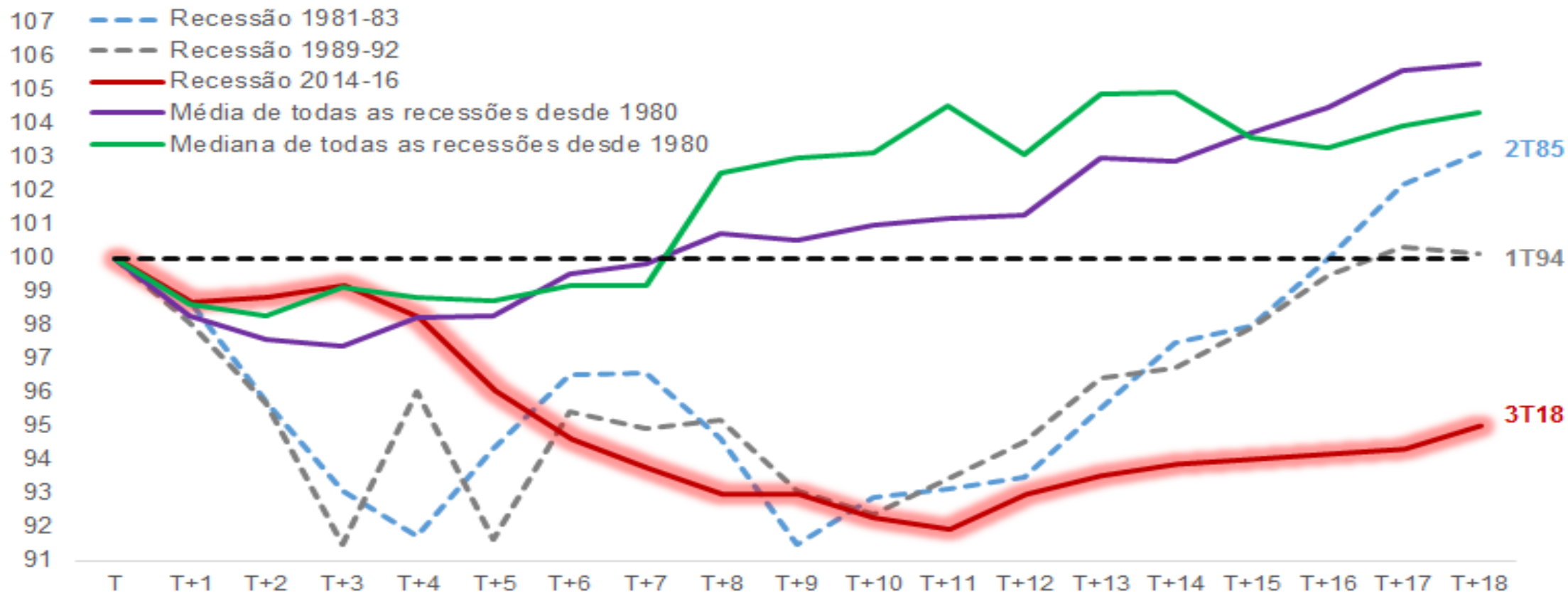
Pesquisador Nível IB do CNPq

# Debate sobre lentidão da recuperação da economia brasileira

- Borges e Borça Jr. (2019a): Segundo o BCB a política monetária brasileira se encontra em terreno estimulativo (taxa real de juros abaixo do nível neutro) desde 2017-3T; mas a atividade econômica ao final de 2018 apresentava uma recuperação bastante tímida.
  - O pico de atividade econômica foi atingido em 2014-1T; mas 18 trimestres depois a atividade econômica ainda se encontra 5% abaixo desse nível.
  - Em termos per-capita, o recuo com relação a 2014-1T é de 8,5%.
  - Já era para a economia ter recuperado o nível observado no início de 2014; de forma que a recessão 2014-2016 apresentou o padrão mais lento de recuperação observado desde o início da década de 1980.

# Gráfico 1: Padrão de evolução do PIB brasileiro dessazonalizado em recessões

Pico imediatamente anterior ao início da recessão = T = 100.



Fontes: Codace/FGV, IBGE e Ipea.

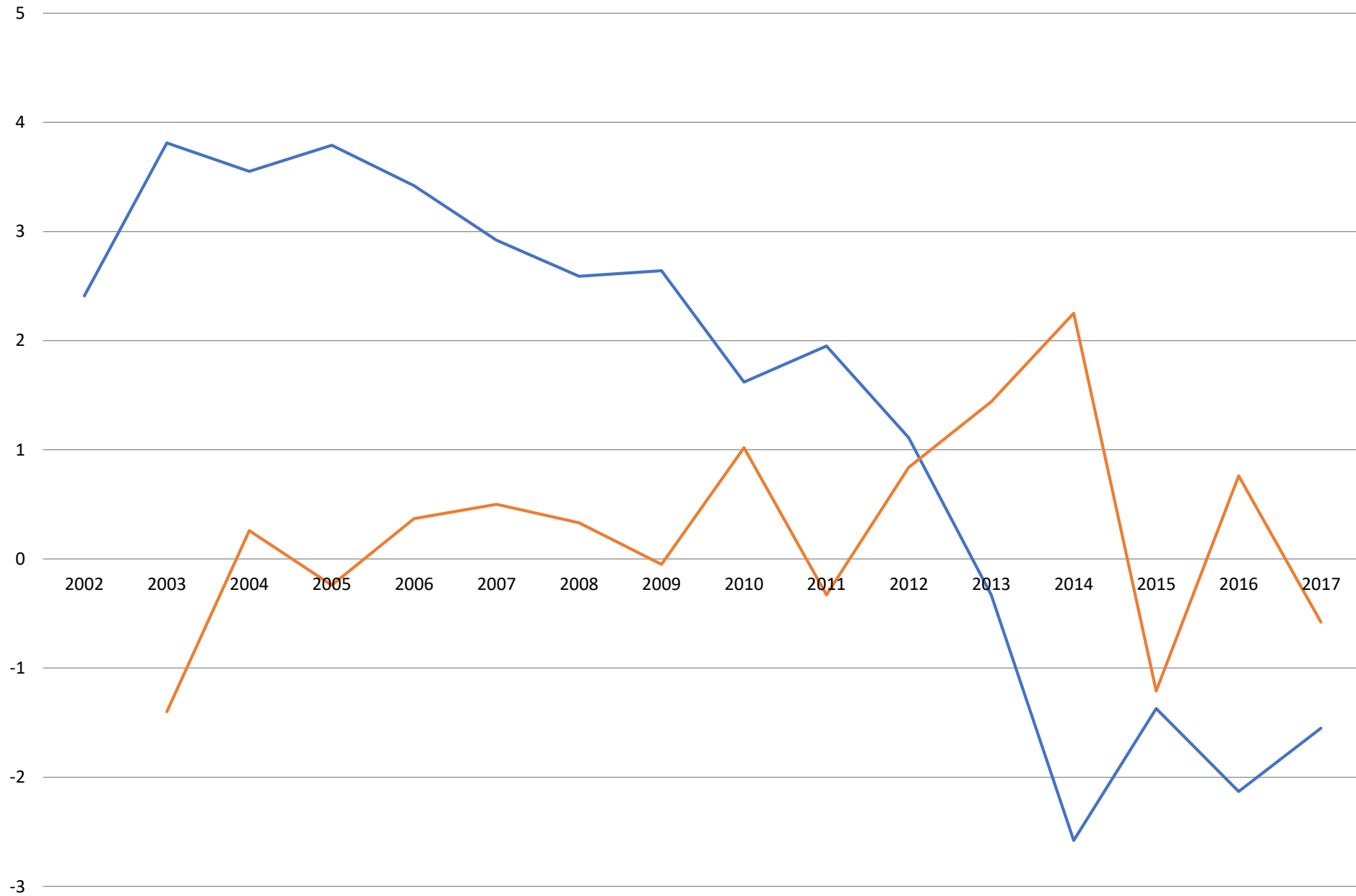
# Razões para a retomada lenta

- Elevada incerteza em função do processo político eleitoral
- Queda lenta dos spreads bancários
- Taxas de juros de longo-prazo muito rígidas ao longo de 2018
- Letargia atípica do setor de construção civil.
- Continuidade do processo de desalavancagem das empresas não-financeiras.

# Outra questão

- Quão estimulativa é a política monetária brasileira?
- Ou, em outros termos, a dosagem de estímulo monetária é grande o suficiente para o contexto da economia brasileira pós-recessão de 2014-2016; tendo em vista, não apenas o tamanho do hiato do produto formado durante essa crise, como também o fato de que as políticas fiscal e para-fiscal tem se mostrado contracionistas nos últimos anos?
- A resposta a essa pergunta vai depender da taxa de juros neutra.

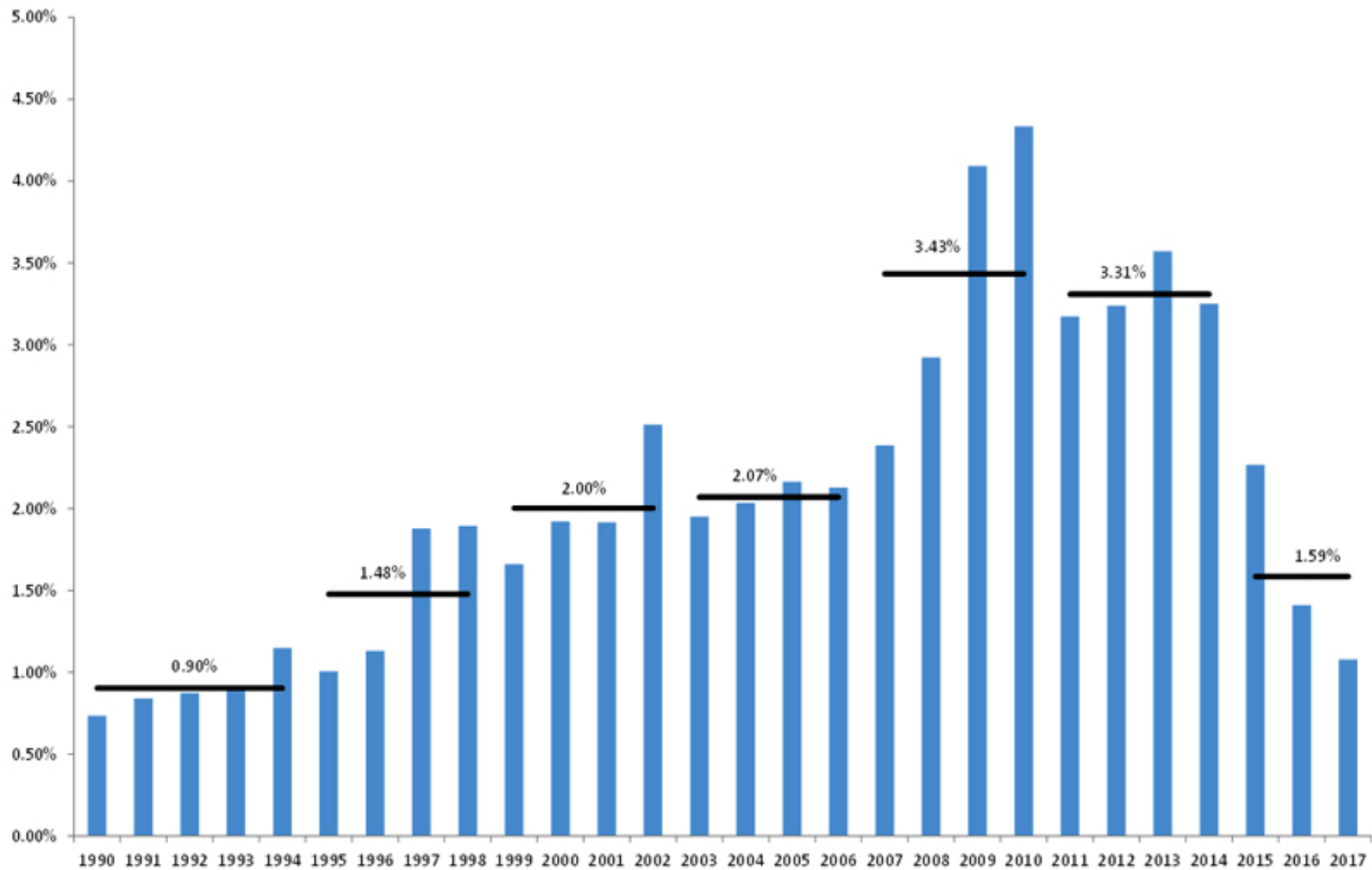
# Resultado Primário Estrutural e Impulso Fiscal , SPE (2002-2017)



Fonte: SPE (2018)

— Resultado primário estrutural (filtro HP) — Impulso Fiscal

### Desembolsos do BNDES (% do PIB)



Fonte: Pires (2018)

# Taxa de juros neutra ou natural

- Taxa de juros neutra ou natural é a taxa de juros de equilíbrio entre poupança e investimento no pleno emprego da economia (Holanda Barbosa et al, 2016).
- Ela é uma variável não observável, no jargão da estatística uma variável latente.
- Métodos de estimação da taxa de juros neutra:
  - Paridade de Taxa de Juros
  - Estimação da Curva IS
  - Filtros estatísticos (por exemplo, o filtro HP)
  - Expectativas de mercado para o valor da taxa Selic no médio/longo-prazo.
  - Taxa de juros real dos títulos de longa maturidade (exemplo, NTN-B).
  - Modelos DSGE
- Observação importante: O BCB, ao contrário do FED, não tem o costume de divulgar as suas estimativas para a taxa de juros neutra.

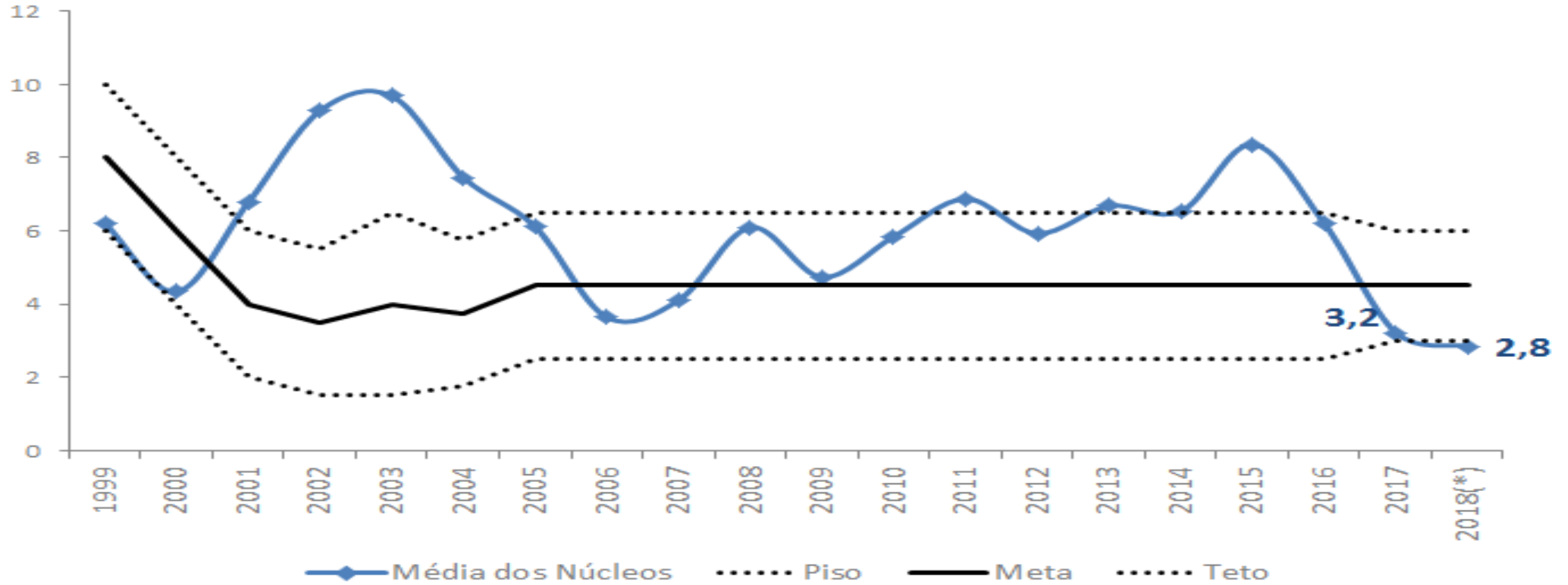


# Estimativa da taxa neutra para a economia brasileira

- A recuperação atipicamente lenta do nível de atividade econômica; somada com o fato de que a inflação corrente e os núcleos de inflação se encontrarem abaixo das metas inflacionárias de forma persistente (dois anos) parecem apontar para a possibilidade do estímulo monetário ser insuficiente.
- A taxa de juros neutra não é uma constante imutável, mas ela pode se reduzir ao longo de uma recessão devido a *fricções financeiras* como a restrição de liquidez, alavancagem e estrutura a termo da taxa de juros determinada a partir do *habitat preferido*, o que impede que, durante as recessões, a redução da taxa de juros de curto-prazo sejam inteiramente transmitidas para a taxa de juros de longo-prazo (Vines, D; Wills, S. 2018)
  - A taxa neutra de juros é pró-cíclica, ou seja, ela se reduz quando o nível de atividade cai.
  - Se o formulador de política monetária não levar em conta a pro-ciclicidade da taxa neutra de juros; então ele pode ser levado a fazer uma avaliação equivocada a respeito do estado da política monetária (estimulativa ou contracionista); ou do nível de estímulo ao nível de atividade proporcionado pela mesma.

### Gráfico 3: Média das medidas de núcleo do IPCA

(var. % a.a.)

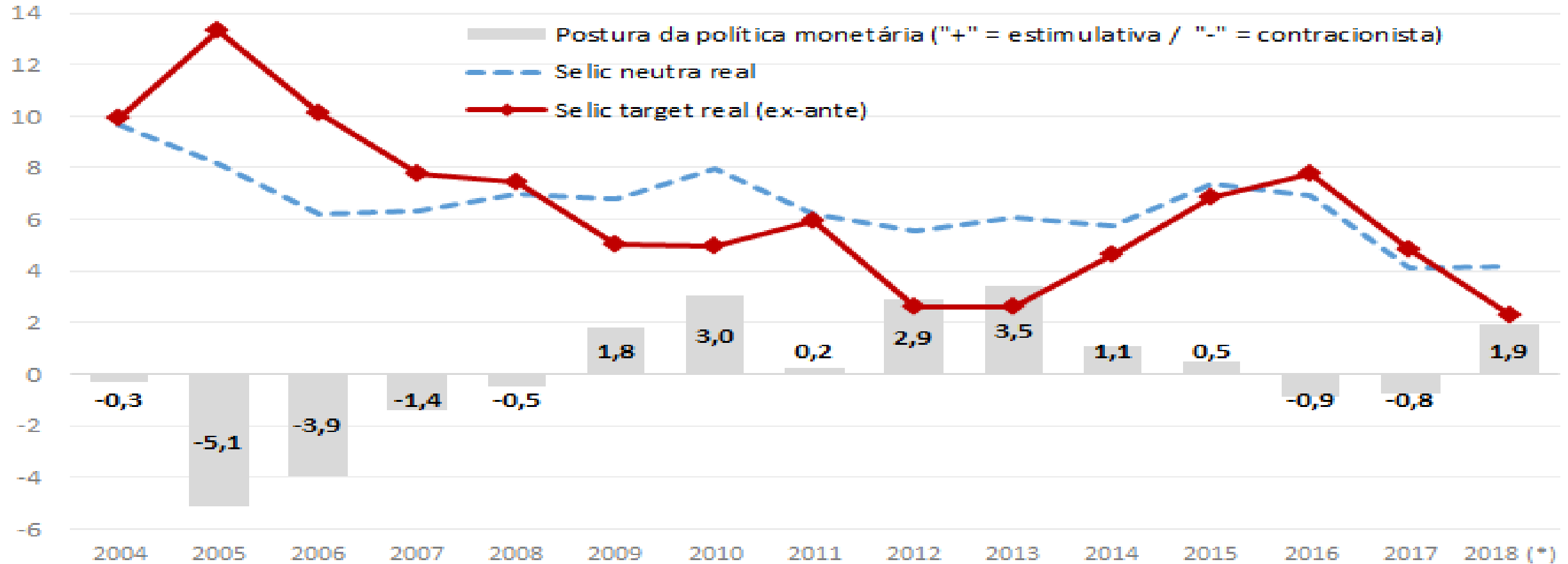


Fonte: IBGE e BCB

(\*) dados acumulados em 12 meses até novembro de 2018

# Gráfico 4: Selic real ex-ante vs Selic neutra

(var. % a.a., média anual)



Fontes: BCB e estimativas de Bráulio Borges (LCA Consultores e IBRE/FGV) obtidas a partir da estimação de uma curva IS para a economia brasileira.

# Por que a taxa de juros neutra pode ser pró-cíclica?

- Existem diversos mecanismos que podem gerar esse resultado (Ver Vines e Wills, 2018), mas um deles é a interação de restrição de liquidez com poupança precaucional.
- Num modelo com restrição de liquidez, os agentes que ficarem desempregados não terão como fazer a suavização de consumo intertemporal que se assume nos modelos DSGE; de forma que terão uma redução no seu consumo que é proporcional a queda nos seus rendimentos.
- Nesse contexto, quando a taxa de desemprego começa a aumentar devido a uma recessão, os trabalhadores ainda empregados irão aumentar as suas poupanças como precaução contra o desemprego.
- Dessa forma, a poupança das famílias empregadas deverá aumentar, fazendo com que a taxa de juros neutra diminua.

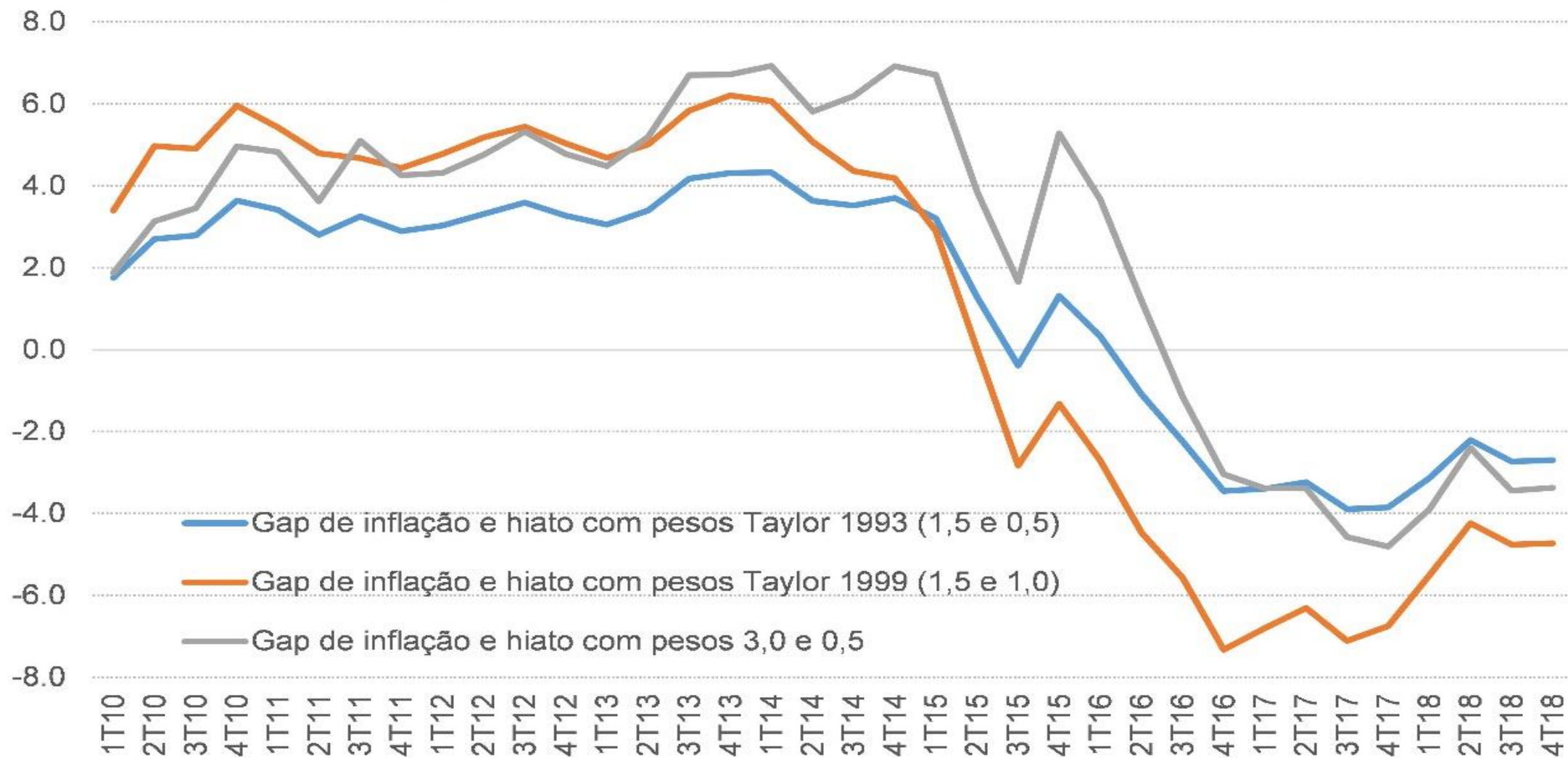
# Qual o impacto sobre a condução da política monetária?

- Sabemos que a política monetária no regime de metas de inflação pode ser aproximada, ainda que de forma imprecisa, pela regra de Taylor (Borges e Borça Jr. , 2019b).
- Essa regra associa a postura (ou *stance*, que é a diferença entre o uro de política e o juro de equilíbrio) da política monetária aos desvios da inflação esperada em relação à meta, e do produto efetivo em relação ao seu nível potencial (hiato do produto corrente).
- No entanto, quais pesos atribuir ao *gap* de inflação esperada e ao hiato do produto?
- [Taylor \(1993\)](#), estudando a economia norte-americana, sugeriu valores de 1,5 e 0,5, respectivamente.
- [Taylor \(1999\)](#), ainda estudando os EUA, apontou pesos de 1,5 e 1,0.
- Nesse contexto, o gráfico a ser apresentado na próxima lâmina abaixo apresenta três linhas, com pesos Taylor 1993, Taylor 1999 e uma terceira linha que admite que a autoridade monetária é extremamente avessa a desvios absolutos da inflação esperada (peso = +3,0) e dá um peso positivo, mas baixo, para o hiato do produto (+0,5)

# Postura instantânea da política monetária sugerida por diferentes regras

Ignorando *interest rate smoothing*.

Valores negativos/positivos: Selic abaixo/acima do nível neutro.



# Existe espaço para a redução da Selic ?

- Como pode ser notado na figura acima, esse *benchmark* da regra de Taylor sugere que, já no final de 2016, a Selic deveria estar entre 3 e 7 p.p. abaixo do nível de equilíbrio – constatação que se repete para 2017 e 2018 (condicionado ao quadro macroeconômico efetivamente observado entre 2016 e 2018, uma vez que, se a postura observada tivesse sido aquela sugerida pelo referencial da regra de Taylor já em 2016, PIB e inflação teriam sido diferentes em 2017/18, alterando a postura instantânea sugerida para esse período em relação àquela apresentada acima).
- Contudo, a Selic efetiva somente foi a terreno estimulativo – isto é, abaixo do nível estrutural – no final de 2017. E, mesmo assim, o juro básico está atualmente cerca de 1,5 a 2 p.p. abaixo do nível neutro, considerando as estimativas mais conservadoras para a Selic neutra no momento atual – ainda bem aquém dos 3 a 5 p.p. sugeridos pelo referencial da Taylor.
- Caso tomemos como referência estimativas de alguns analistas que colocam o juro neutro nas cercanias dos 3% a.a. em termos reais, a postura efetiva atual de nossa política monetária seria apenas modestamente estimulativa (já que o juro real *ex-ante* está em torno de +2,5% a.a.).

# Existe espaço para a redução da Selic?

- Não seria um exagero uma Selic 3 a 5 p.p. abaixo do nível neutro, o que corresponderia atualmente a uma taxa básica nominal entre 3% e 5% e a um juro real *ex-ante* entre -1% e +1%?
- Não, justamente porque a conjuntura atual, com hiato do produto expressivamente negativo e fechando lentamente, além de uma inflação esperada abaixo do centro da meta, é consistente com isso – sem desrespeitar o arcabouço de metas de inflação.



# Referências

- Borges, B; Borça Jr, G.(2019a). “O quão estimulativa é a política monetária brasileira”. *Blog do IBRE*, 03 de janeiro.
- Borges, B; Borça Jr, G.(2019b). “Deve o BC reduzir a Selic? Sim, e não estará desrespeitando o sistema de metas”. *Blog do IBRE*, 14 de fevereiro.
- Holanda Barbosa, F; Camelo, F.D; João, I.C. (2016). “A Taxa de Juros Natural e a Regra de Taylor no Brasil (2003-2015). *Revista Brasileira de Economia*, Vol. 70, N. 4, pp. 399-417.
- Pires, M.C. (2018). “A Evolução dos Desembolsos do BNDES (1990-2017). *Observatório de Política Fiscal*, Publicado em 09/05/2018.
- Taylor, J.B. (1993). “Discretion versus policy rules in practice”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, pp. 195-214.
- Taylor, J.B (1999). “A Historical Analysis of Monetary Policy Rules” In: Taylor, J.B (ed.); *Monetary Policy Rules*. University of Chicago Press: Chicago.
- Vines, D; Wills, S. (2018). “The Financial System and the Natural Real Interest Rate: towards a ‘new benchmark model’”. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 34, n.1, pp.252-268.

# Contato



- E-mail:
  - [joreirocosta@yahoo.com.br](mailto:joreirocosta@yahoo.com.br).
- Web-Site
  - [www.joseluisoreiro.com.br](http://www.joseluisoreiro.com.br).
- Blog:
  - [www.jlcoreiro.wordpress.com](http://www.jlcoreiro.wordpress.com).