

Proxy da taxa de juros estrutural implícita nas expectativas da pesquisa Focus

A taxa de juros estrutural da economia, referência fundamental na formulação da política monetária, pode ser definida como aquela consistente, no médio prazo, com inflação na meta e crescimento do produto igual ao crescimento potencial (Blinder, 1998). Em linha com esse conceito, quando a taxa de juros real efetiva está acima do valor estrutural, a política monetária é contracionista; quando está abaixo, é expansionista.

Uma dificuldade inerente à condução da política monetária reside no fato de que a taxa de juros estrutural não é observável. Além disso, tal taxa pode variar ao longo do tempo, de acordo com a evolução de seus determinantes, como a taxa de crescimento do produto potencial, preferências dos agentes econômicos entre consumo, poupança e investimento, eficiência do sistema financeiro e o prêmio de risco da economia. Portanto, a literatura e a prática da política monetária atribuem elevado grau de incerteza às estimativas da taxa estrutural e prescrevem que sejam reavaliadas frequentemente. Nesse sentido, este box complementa as estimativas usuais de taxa estrutural, ao apresentar uma variável calculada a partir de informações extraídas do Sistema Expectativas de Mercado (pesquisa Focus¹) e que, sob algumas condições, deveria ser correlacionada com a taxa estrutural.²

Na pesquisa Focus, as instituições participantes apresentam suas expectativas para diversas variáveis macroeconômicas. Em particular, são informadas expectativas da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e taxa de inflação para até quatro anos-calendário à frente. Partindo da premissa de que as expectativas para horizontes mais longos sejam pouco influenciadas por flutuações econômicas de curto prazo, espera-se que a taxa de juros real implícita nas expectativas de Selic e inflação para esses horizontes reflita percepções dos agentes sobre a taxa de juros estrutural da economia brasileira.³ Com essa motivação, extraíram-se as expectativas individuais para as duas variáveis, para o horizonte de três anos-calendário à frente, a partir de março de 2010.⁴

O Gráfico 1 ilustra a evolução da média mensal dos dados diários da *proxy* da taxa de juros estrutural implícita nas expectativas presentes na pesquisa Focus. São apresentadas duas medidas: uma restrita e uma ampliada. A primeira delas considera somente as instituições que informaram simultaneamente expectativas para Selic e Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (em média, 41 ao longo do período). Nesse caso, com as expectativas individuais, calcula-se uma taxa de juros real para cada instituição e, em seguida, computa-se a mediana. A segunda medida, que leva em conta todas as instituições que informaram ao menos uma das duas variáveis (em média, 50 ao longo do período), refere-se à taxa de juros real calculada a partir das medianas das expectativas de taxa Selic e inflação. A área sombreada no gráfico representa o intervalo entre os percentis 10 e 90 das medidas individuais. Após atingir o nível de 5,76% a.a. em janeiro de 2016, a segunda *prox* situava-se em 2,9% a.a. em novembro de 2019, valor mínimo do período considerado, sugerindo tendência de redução da taxa estrutural.

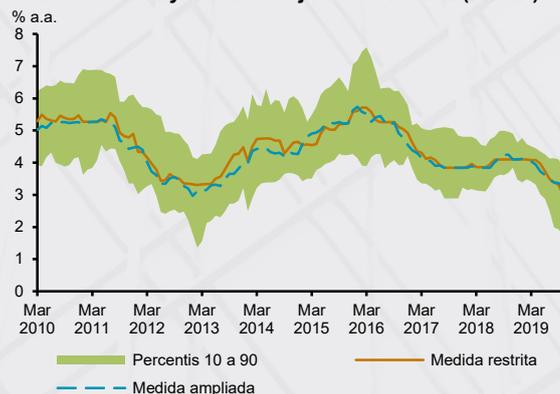
1/ Nome do relatório semanal produzido com os dados do referido sistema.

2/ Este tópico foi abordado em três boxes do Relatório de Inflação: "Taxa de Juros Real de Equilíbrio", em setembro de 2010; "Evolução da Taxa de Juros Real de Equilíbrio no Brasil", em setembro de 2012; e "Taxa de juros estrutural e condução da política monetária no Brasil", em setembro de 2017.

3/ É importante ressaltar que essa premissa pode não ser válida em contextos de expectativas de inflação desancoradas.

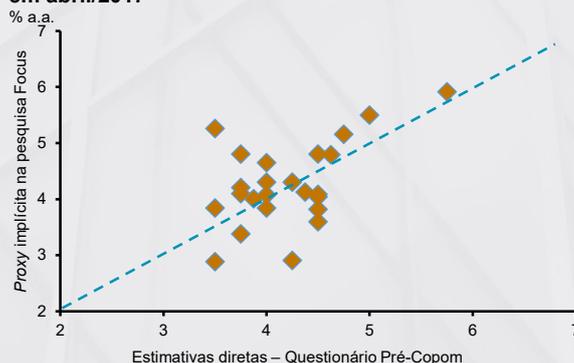
4/ Para o horizonte de quatro anos-calendário à frente, há poucas observações disponíveis. Portanto, optou-se por concentrar o exercício no horizonte de três anos-calendário. Por exemplo, ao longo de 2010 são consideradas as expectativas formadas para 2013.

Gráfico 1 – Proxy da taxa de juros estrutural (Focus)



Em abril de 2017, no âmbito do Questionário Pré-Copom⁵, o Banco Central incluiu uma questão acerca da taxa de juros estrutural. Com o intuito de contrastar as respostas coletadas por tal questionário com os dados da *proxy* aqui apresentada, o Gráfico 2 compara as respostas dos agentes à época com as suas respectivas estimativas implícitas levantadas na pesquisa Focus do mesmo período.⁶ Observa-se relativa aderência das respostas ao questionário com as expectativas válidas na pesquisa Focus, do conjunto de 24 agentes que informaram ambas, corroborando a abordagem proposta para inferir a avaliação dos agentes econômicos sobre o nível da taxa estrutural.

Gráfico 2 – Estimativas da taxa de juros estrutural, em abril/2017



Em suma, usando um enfoque não explorado anteriormente, o boxe apresentou uma nova variável *proxy* para a taxa de juros estrutural da economia brasileira, referenciada na percepção dos agentes econômicos. Essa métrica sugere que a taxa de juros estrutural se encontra em níveis historicamente baixos.⁷ Nesse contexto, a continuidade do processo de reformas e a perseverança nos ajustes necessários na economia brasileira são essenciais para permitir a consolidação da queda da taxa de juros estrutural, para o funcionamento pleno da política monetária e para a recuperação sustentável da economia.

Referência

Blinder, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge: The MIT Press.

- 5/ Questionário enviado aos participantes da pesquisa Focus na semana anterior ao Copom com o objetivo de colher subsídios acerca de temas relevantes da conjuntura econômica. A pergunta foi “Qual sua estimativa para a taxa de juros neutra da economia brasileira, no curto prazo, daqui a 2 anos e daqui a 5 anos?”. A análise desses dados aparece no boxe “Taxa de juros estrutural e condução da política monetária no Brasil” do Relatório de Inflação de setembro de 2017.
- 6/ Para o questionário de 2017, utilizou-se a média entre as respostas para 2 e 5 anos, por coincidir com o horizonte médio utilizado para construir a taxa neutra extraída do Focus. Isso porque, para os primeiros dias de cada ano, o horizonte é de 48 meses, e vai se reduzindo até chegar a 36 meses, ao fim do ano.
- 7/ Dentre os possíveis fatores responsáveis pela redução da taxa de juros estrutural nos últimos anos, estão a redução nos prêmios de risco, decorrente da perspectiva de continuidade de reformas e ajustes na economia brasileira; a mudança na composição do crédito, com menor participação do segmento direcionado; além dos juros internacionais mais baixos.