



Dinâmicas da Política Monetária Brasileira sob o Regime de Metas de Inflação: Uma Estimação da Taxa Natural de Juros.

Rílari Fernandes Tatsch

Orientador: Marcelo Savino Portugal

CONTEXTUALIZAÇÃO

A taxa natural de juros corresponde à taxa de juros real consistente com o produto situado ao nível do produto potencial e com a estabilidade de preços. Atua como referencial para a política monetária, a qual é dita expansionista quando a taxa de juros real está abaixo da natural e é dita contracionista quando a taxa de juros real está acima da natural.

A taxa natural de juros tornou-se fonte relevante de informação para a estabilização de preços após:

- I. Ampla adoção pelos bancos centrais ao redor do globo do regime de metas de inflação.
- II. Apresentação de uma regra de política monetária por Taylor (1993) segundo a qual o banco central norte-americano reagiria a desvios do produto em relação ao produto potencial e a desvios da taxa de inflação em relação à meta.

OBJETIVO

Estimar a taxa natural de juros para o Brasil entre o terceiro trimestre de 1999 até o primeiro trimestre de 2018, isto é, a partir da adoção do regime de metas de inflação pelo país até o primeiro trimestre de 2018.

METODOLOGIA

O modelo utilizado foi proposto por Laubach e Williams (2003) e adaptado por Holston, Laubach e Williams (2017). A taxa natural de juros foi descrita como uma relação entre a taxa de crescimento da produtividade e um termo estocástico que captura outros fatores que impactam a taxa natural, como preferências individuais. Para que a equação que representa a taxa natural não seja não-identificada, o que causaria estimadores viesados, um modelo macroeconômico foi escolhido para capturar as dinâmicas de curto prazo entre inflação, produto e taxa de juros real. Do lado da demanda, uma curva IS relaciona o hiato do produto com suas defasagens, com defasagens do hiato da taxa de juros e com um termo de erro. No lado da oferta, uma curva de Phillips é proposta, a qual relaciona a inflação aos seus valores defasados, ao hiato do produto e a um termo de erro. Como os determinantes da taxa natural são não-observáveis, o filtro de Kalman foi aplicado na estimação do modelo. Ademais, todos os parâmetros foram estimados por máxima verossimilhança.

REFERÊNCIAS

- HOLSTON, K.; LAUBACH, T. and WILLIAMS, J. C. (2017). *Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants*. Journal of International Economics.
- LAUBACH, T. and WILLIAMS, J. (2003). *Measuring the natural rate of interest*. The Review of Economics and Statistics, 83:218–231.
- TAYLOR, J. (1993). *Discretion versus policy rules in practice*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39(1), 195–214.

RESULTADOS

Gráfico 1: Taxa Natural de Juros e Taxa Real de Juros

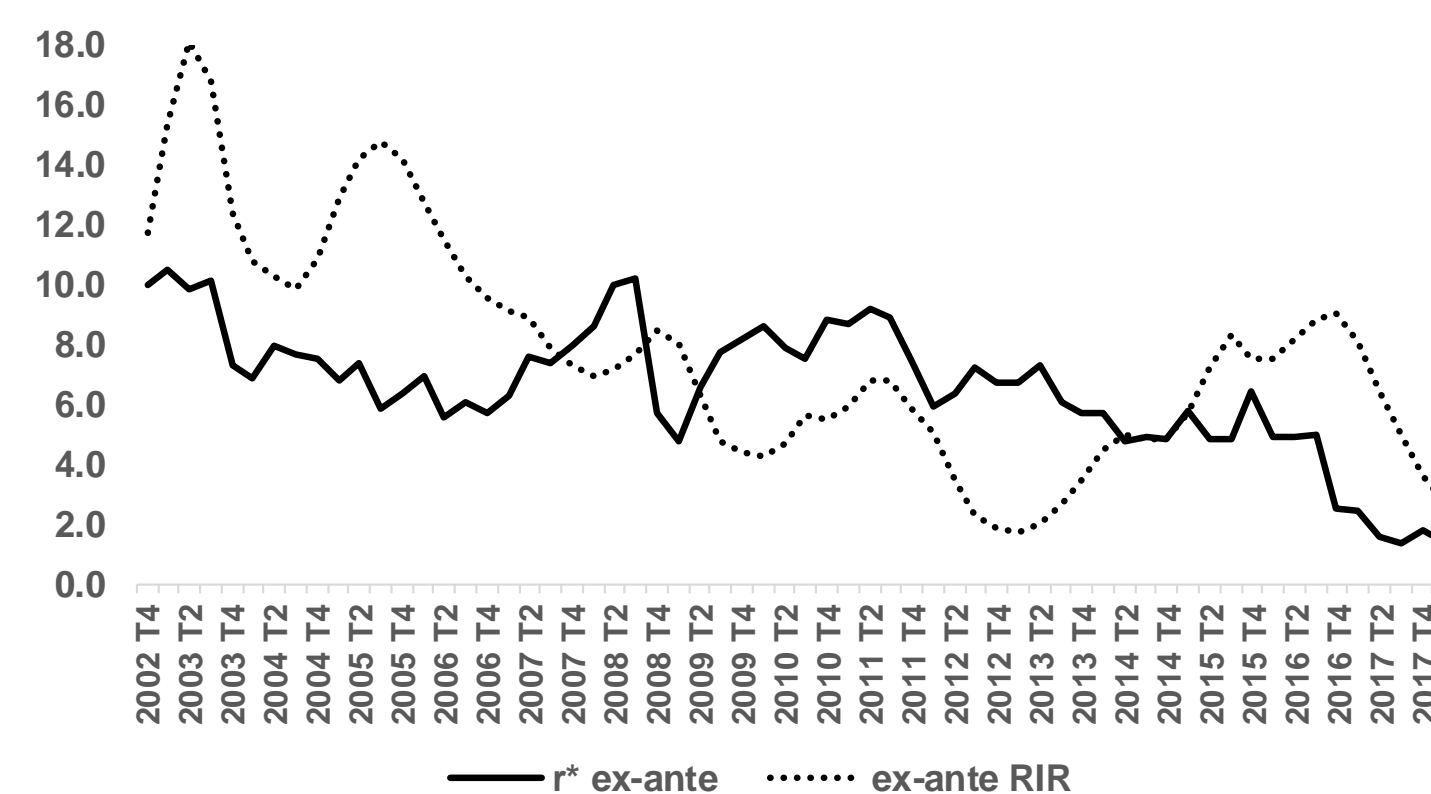
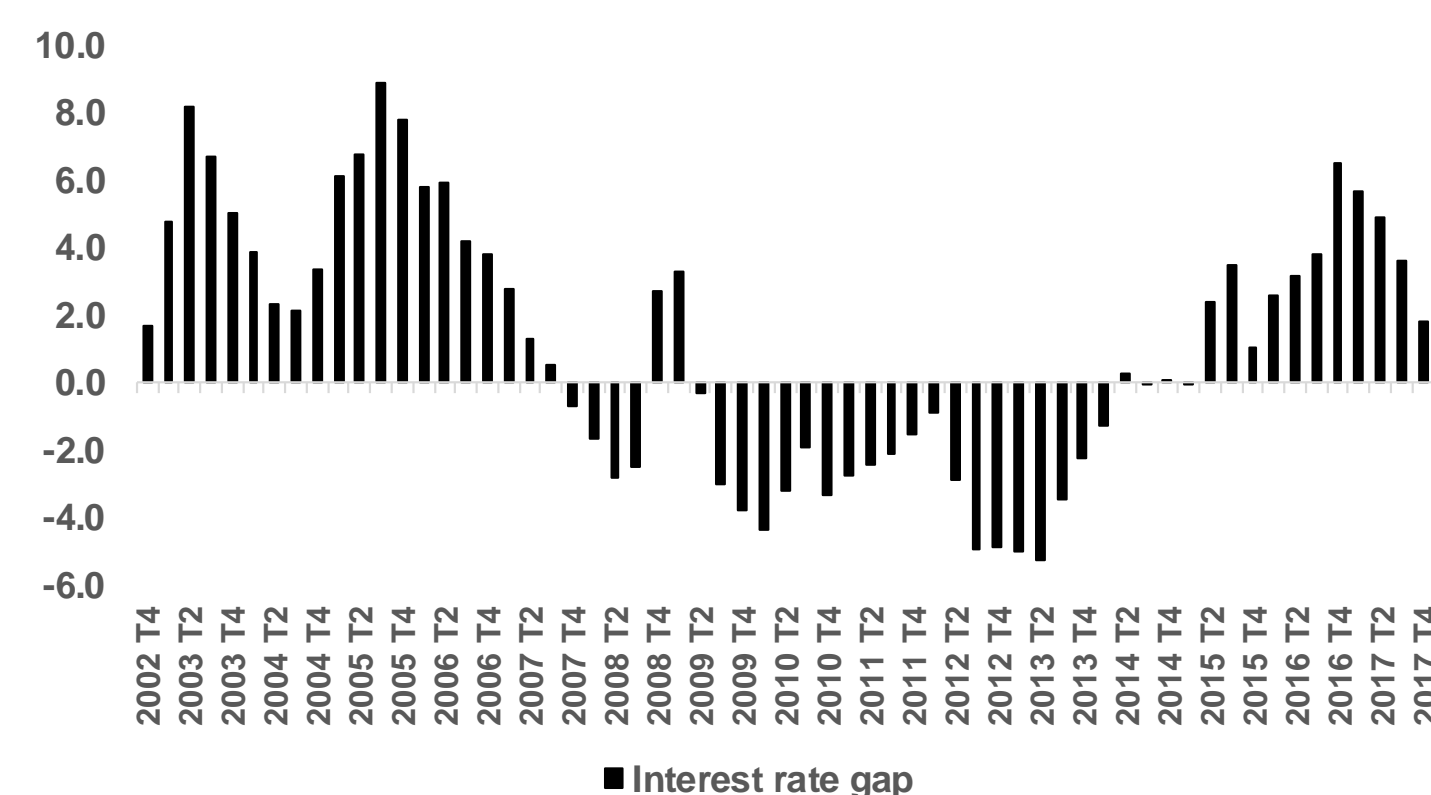


Gráfico 2: Hiato entre a Taxa Natural de Juros e a Taxa Real de Juros



Os resultados indicam uma tendência de queda para a taxa natural de juros. O valor mínimo para a taxa natural foi observado durante a crise aguda de 2014 – 2016 e o segundo mínimo da amostra ocorreu na última observação, ou seja, no primeiro trimestre de 2018, quando a taxa natural se situou em 1,4% ao ano.

Quanto à condução da política monetária, três períodos foram identificados, quais sejam: (i) fase de adaptação, que ocorreu entre 1999 e 2007, na qual o hiato da taxa de juros foi positivo em decorrência da memória de inflação crônica e de choques que atingiram a economia, como a crise das empresas “pontocom” no mercado acionário americano no início dos anos 2000, a crise de confiança gerada pela eleição de Luiz Inácio Lula da Silva à Presidência e ao escândalo conhecido como “mensalão” no fim de 2005; (ii) fase expansionista, de 2007 a 2014, em que política monetária sai de um nível neutro e passa a ser de forte estímulo, o qual mostrou-se controverso uma vez que a inflação estava acima da meta. Além disso, neste período houve controle e congelamentos de preços; (iii) fase contracionista, ocorrida entre 2014 e o fim da amostra, foi caracterizada pela política monetária contracionista em um ambiente recessivo, justificada pela alta inflacionária quando o governo parou de usar artifícios para controlar a inflação. Com a inflação cedendo, o banco central brasileiro passou a cortar juros e, ao fim da amostra, a Selic já havia atingido o mínimo histórico. Neste ponto, a taxa natural já estava em queda vertiginosa, fazendo com que o hiato da taxa de juros não atingisse valores negativos.