

BOLETIM DE EXPECTATIVAS

Taxa Neutra de Juros e Expectativas para Inflação e Juros

Um elemento importante para a condução da política monetária é a taxa de juros neutra, aquela sob a qual a taxa de inflação fica estável. Em seu relatório de inflação de setembro último, o Banco Central do Brasil (BCB) divulgou pesquisa, feita em abril de 2017 junto aos participantes de sua pesquisa habitual de expectativas de mercado (Pesquisa Focus), com 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?”. Com cerca de 80 respondentes, a mediana foi, respectivamente, de 5,0%, 4,5% e 4,0% (taxa real). A taxa neutra é uma variável não observável que depende de variáveis estruturais da economia, como a taxa de crescimento do produto potencial; a taxa de crescimento populacional [ou da força de trabalho]; as preferências da população quanto a consumir mais hoje *versus* amanhã; as perspectivas de longo prazo da política fiscal; a eficiência do sistema financeiro¹; o crescimento da produtividade; a parcela da renda nacional recebida pelo capital; a taxa de poupança agregada e a taxa de depreciação do capital². Sendo a taxa neutra uma variável não observável, há uma série de procedimentos estatísticos e econométricos, baseados em teoria econômica, utilizados para estimá-la. Mas não há consenso sobre o mais adequado e a estimativa da taxa neutra é cercada de incerteza, até por depender também de estimativas e hipóteses para variáveis como as listadas acima. É comum serem feitas diversas estimativas, por meio de variados métodos, e delas se extraírem uma média e um intervalo com alguma medida de dispersão.

A autoridade monetária procura manter a taxa de juros da economia acima da neutra se a inflação estiver acima da meta estabelecida para a inflação, ou abaixo, se a taxa de inflação estiver abaixo da meta. Como nota o Relatório de Inflação do BCB, “o quão acima ou abaixo da taxa neutra o banco central deve mirar [...] 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”³. Assim, outra possível fonte de informação sobre a taxa neutra são as projeções de longo prazo da Selic e da inflação: como, para períodos bem à frente, não haveria por que se prever que o PIB estivesse longe de seu potencial, nem que a inflação estivesse longe da meta, as taxas de juros reais esperadas para horizontes longos deveriam estar próximas da neutra.

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Técnico de Planejamento e Pesquisa
da Diretoria de Estudos e Políticas
Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

estevao.bastos@ipea.gov.br

Estagiário
Felipe Simplicio Ferreira

TEXTO ELABORADO COM INFORMAÇÕES
DISPONÍVEIS ATÉ O DIA 30/10/2017

1 Banco Central do Brasil, *Relatório de Inflação Setembro/2017*, vol. 19, nº 3, box “Taxa de juros estrutural e condução da política monetária no Brasil”, p. 55..

2 Anderson, Richard G. *Wicksell's Natural Rate*. Economic Synopses, nº 6. Federal Reserve Bank of Saint Louis, 2005.

3 Banco Central do Brasil, *Relatório de Inflação Setembro/2017*, vol. 19, nº 3, box “Taxa de juros estrutural e condução da política monetária no Brasil”, p. 56.

O Gráfico 1 traz as seguintes informações:

- uma série para a taxa de juros real neutra, resultante de uma média de estimativas feitas pelos departamentos econômicos dos bancos Bradesco, *Credit Suisse* (CS) e Santander⁴; de janeiro de 2003 a dezembro de 2018⁵;

- a mediana das expectativas coletadas em abril de 2017 pelo BCB para a taxa de juros real neutra “no curto prazo, daqui a 2 anos e daqui a 5 anos”, divulgada no último relatório de inflação (começando em abril/2015, a trajetória foi obtida por interpolação linear até a estimativa para dois anos e entre esta e a estimativa para cinco anos);

- a expectativa para a Selic real, calculada a partir das expectativas anuais para a Selic e para a inflação (IPCA) do sistema de expectativas do BCB (Focus), de 2017 a 2021, com interpolação linear para os meses de janeiro a novembro de cada ano;

- a taxa real de juros *ex-ante*, calculada a partir da taxa do *swap* DI-Pré 360 dias e da expectativa para o IPCA nos doze meses seguintes, obtida pela pesquisa Focus.

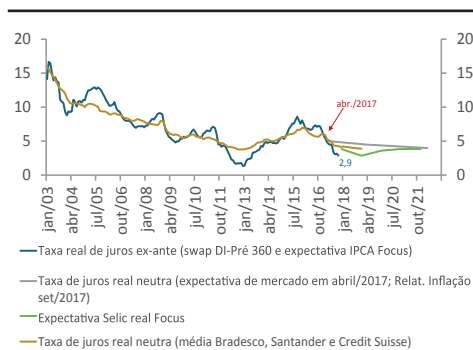
A inspeção do gráfico 1 permite as seguintes observações:

- em abril de 2017, a mediana coletada pelo BCB para a taxa neutra e a média das estimativas dos bancos aqui apresentada estavam quase iguais (5,0% e 5,1%, respectivamente), apenas sugerindo que a média da amostra dos três bancos pode ser representativa das expectativas do conjunto mais amplo de instituições;

- a expectativa para a Selic real converge para quase 4,0% em 2021, mesma taxa esperada pelo conjunto de respondentes do relatório de inflação para 2022;

- a taxa de juros neutra estimada caiu de 2003 a 2009; a partir daí, oscilou entre 4,0% e 6,0%, aproximadamente. Esse nível foi atingido após um longo processo de queda. Vale mencionar que há estimativas de diversas fontes indicando que a taxa neutra teve um forte recuo em todo o mundo, relacionado a fatores pelo lado da demanda agregada (associados à demografia, principalmente) e da oferta (menor crescimento potencial);

GRÁFICO 1
Taxa de juros real neutra e taxa real de juros
(Em % a.a.)



Fontes: BMFBovespa, Banco Central do Brasil, Bradesco, Santander e Credit Suisse.

Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea.

Nota: a “média Bradesco, Santander e *Credit Suisse*” foi calculada a partir das estimativas gentilmente cedidas pelos departamentos econômicos dessas instituições. Cada uma delas estimou a taxa de juros neutra por diversos modelos, obtendo um feixe de estimativas, com médias e intervalos. A média aqui apresentada é uma opção do autor, sem responsabilidade das instituições citadas.



⁴ Cada instituição bancária fez várias estimativas, seguindo diversos métodos, gentilmente cedidas ao autor deste Boletim; a média aqui apresentada não é de responsabilidade de nenhuma delas.

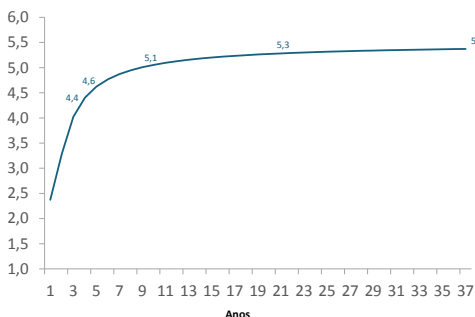
⁵ Jan/2003 a ago./2005, apenas Bradesco e Santander; set/2005 a fev./2017, Bradesco, CS e Santander; mar/2017 a jun/2017: Bradesco e Santander; jul/2017 a dez/2018, apenas Bradesco.

- a taxa de juros real *ex-ante* de um ano encontra-se, atualmente, em 2,9%, abaixo da estimativa para a neutra, que estaria entre 4,0% e 5,0%.

Adicionalmente, pelas mesmas razões apresentadas para que a estimativa para horizontes distantes da taxa de juros real seja equivalente à neutra, outra fonte a se observar é a estrutura a termo da taxa de juros real (ETTJ real), em seus vértices mais longos. O Gráfico 2 mostra que, a partir do prazo de 10 anos, a taxa de juros real estabiliza-se pouco acima de 5,0%.

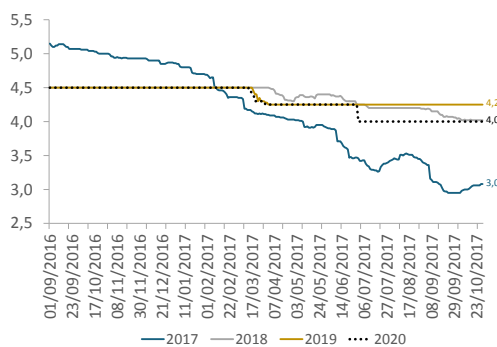
De modo que, *ceteris paribus*, a inflação deveria, em algum momento, começar a subir. O IPCA-15 acumulado em doze meses, até outubro, está em 2,7%, abaixo da meta de 4,5%, definida para 2017 e 2018 (abaixo até mesmo do limite inferior da banda de tolerância, de 3,0%). De fato, o IPCA esperado para os próximos 12 meses é de 4,1% e o projetado para 2018 é de 4,0%, de acordo com a pesquisa Focus divulgada em 30/10/2017. A inflação esperada para 2018 está abaixo da meta para esse ano e abaixo também da meta para 2019 (4,25%), igualando-se à meta definida para 2020. As expectativas de taxas de inflação esperadas para 2019 e 2020 estão ancoradas, coincidindo com as metas definidas para os anos respectivos (ver o gráfico 3). Além da inflação projetada estar abaixo da meta ou com ela coincidindo, é consensual que, após o longo período recessivo, o PIB está abaixo do potencial. Por exemplo, a [Nota Técnica Produto Potencial e Hiato do Produto: nível atual e projeções para 2018](#) estima o hiato do produto em aproximadamente 4,4%. Por isso, é perfeitamente possível que a taxa de juros real continue por algum tempo abaixo da taxa neutra. Para que as duas se igualem futuramente, é preciso ocorrer alguma combinação de alta na taxa real de juros praticada com queda na neutra. A taxa real praticada é influenciada diretamente pela política monetária. A taxa neutra, por outro lado, depende de uma variedade de características da economia. Assim, se o país lograr avanços que sinalizem para um ajuste fiscal de longo prazo e para o aumento da tendência de crescimento da produtividade, a convergência poderia contar com o concurso da redução da taxa neutra. Caso contrário, o peso da normalização da política monetária no futuro recairá todo sobre a taxa de juros praticada.

GRÁFICO 2
Estrutura a termo da taxa de juros real (acima do IPCA)
(Em % a.a.)



Fonte: Anbima
Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea

GRÁFICO 3
IPCA esperado – Boletim Focus/BCB – mediana
(Em % a.a.)



Fonte: Banco Central do Brasil
Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea



Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti – Diretor Adjunto



Grupo de Conjuntura

Equipe Técnica:

Christian Vonbun
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Leonardo Mello de Carvalho
Marco Aurélio Alves de Mendonça
Marcelo Nonnenberg
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa
Paulo Mansur Levy
Vinicius dos Santos Cerqueira
Sandro Sacchet de Carvalho

Equipe de Assistentes:

Augusto Lopes dos Santos Borges
Felipe dos Santos Martins
Leonardo Simão Lago Alvite
Luciana Pacheco Trindade Lacerda
Felipe Simplicio Ferreira

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.