



Estudos especiais do BNDES

Qual será o nível da Selic ao fim do atual ciclo de flexibilização monetária?

Estudo Especial n. 12/2023

O Banco Central do Brasil (BCB) iniciou, em agosto de 2023, um novo ciclo de afrouxamento monetário. Esse processo de queda da taxa básica de juros vem cercado de muita expectativa, sobretudo porque ele sucede o maior ciclo de aperto monetário da história do regime de metas de inflação no Brasil, adotado em março de 1999. Entre março de 2021 e agosto de 2022, isto é, em um período de 18 meses, a Selic passou do patamar de 2,0% ao ano (a.a.) para 13,75% a.a., mantendo-se nesse nível por mais 12 meses. Iniciado o processo de redução da taxa básica de juros, a pergunta que tem sido realizada é: qual será o pouso final da Selic? Este Estudo Especial n. 12 busca referências para tentar responder a essa pergunta.

O comportamento das autoridades monetárias em um regime de metas para a inflação geralmente é descrito por meio de uma função de reação, que consiste em uma equação que associa a taxa de juros da política monetária a algumas variáveis macroeconômicas, notadamente a (expectativa de) inflação. Portanto, para mensurar a magnitude total do ciclo de flexibilização monetária, nada mais natural do que utilizar uma função de reação da autoridade monetária.

Em seus modelos de pequeno porte,¹ o Banco Central utiliza uma função de reação para representar seu comportamento. A equação abaixo segue de forma semelhante a especificação utilizada pelo BCB (motivo pelo qual não inclui uma medida de hiato do produto):²

$$i_t = \theta_1 i_{t-1} + \theta_2 i_{t-2} + (1 - \theta_1 - \theta_2) [r_t^{eq} + \pi_t^{LP} + \theta_3 (\pi_{t,t+4}^e - \pi_{t+4}^{meta})]$$

Em que i é a taxa básica de juros nominal (a Selic); r^{eq} é a taxa de juros real de equilíbrio; π^{LP} é a expectativa de inflação de longo prazo; $\pi_{t,t+4}^e$ é a expectativa

¹ Ver, por exemplo, BCB (2021a) e BCB (2021b).

² Adaptamos a regra apresentada nos modelos do BCB devido ao momento atual em que temos metas de inflação cadentes – e não constantes – e expectativas de inflação não ancoradas. Na versão original, a meta de inflação utilizada na regra é a do período corrente – e não a de quatro trimestres à frente – e a inflação de longo prazo é igual à meta de inflação.

de inflação acumulada para os próximos quatro trimestres; π_{t+4}^{meta} é a meta de inflação de quatro trimestres à frente; θ_1 e θ_2 são parâmetros de suavização da taxa de juros; e θ_3 é a sensibilidade da taxa de juros ao desvio da inflação de sua meta.

A equação nos mostra qual taxa de juros deveria vigorar em cada período – dados os valores da Selic nos dois períodos anteriores, a taxa de juros real de equilíbrio, a expectativa de inflação de longo prazo, o desvio das expectativas de inflação em relação à meta quatro trimestres à frente e os parâmetros θ , que refletem as preferências da autoridade monetária.

Mas também é possível utilizar a equação anterior para mostrar que a Selic tenderia a convergir para o seguinte patamar “terminal”, dados a taxa de juros real de equilíbrio, a expectativa de inflação de longo prazo, o desvio das expectativas de inflação em relação à meta quatro trimestres à frente e o parâmetro θ_3 :

$$i_t^* = r_t^{eq} + \pi_t^{LP} + \theta_3(\pi_{t,t+4}^e - \pi_{t+4}^{meta})$$

Em que i_t^* é a taxa Selic terminal.

Essa última equação nos permite calcular a Selic terminal, a partir de valores para as variáveis, e o parâmetro do lado direito da equação. A Tabela 1 mostra os valores da Selic terminal para cada combinação de expectativas de inflação e de valores para o parâmetro de reação da autoridade monetária (θ_3), fixando-se a taxa real de juros de equilíbrio em 4,5% (premissa utilizada até o momento pelo Comitê de Política Monetária – Copom), a inflação de longo prazo em 3,5% (patamar atual da mediana das expectativas de inflação para horizontes longos da pesquisa Focus do Banco Central) e a meta de inflação em 3,0%.

Tabela 1. Selic terminal condicionada às expectativas de inflação e à reação da política monetária

		Parâmetro de reação da autoridade monetária à expectativa de inflação						
		1,00	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50
Expectativa de inflação	3,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
	3,25	8,25	8,31	8,38	8,44	8,50	8,56	8,63
	3,50	8,50	8,63	8,75	8,88	9,00	9,13	9,25
	3,75	8,75	8,94	9,13	9,31	9,50	9,69	9,88
	4,00	9,00	9,25	9,50	9,75	10,00	10,25	10,50
	4,25	9,25	9,56	9,88	10,19	10,50	10,81	11,13
	4,50	9,50	9,88	10,25	10,63	11,00	11,38	11,75

Fonte: Elaboração própria.

Hipóteses: taxa de juros real de equilíbrio de 4,5%; expectativa de inflação de longo prazo de 3,5%; e meta de inflação de 3,0%.

A primeira linha da tabela mostra que, caso a expectativa de inflação de quatro trimestres à frente esteja em conformidade com a meta, a Selic terminal deveria ser de 8%, igual à taxa de juros nominal de equilíbrio – dada pela soma entre a taxa de juros real de equilíbrio (4,5%) e a expectativa de inflação de longo prazo (3,5%). Esse valor não depende do parâmetro de reação da autoridade monetária.

Nas linhas inferiores da tabela, a expectativa de inflação fica superior à meta e o Banco Central precisa manter a Selic acima de seu valor de equilíbrio. A distância entre a Selic e seu valor de equilíbrio (o hiato de juros) é proporcional ao desvio da inflação da meta e será maior para valores mais elevados do parâmetro de reação da autoridade monetária. Ou seja, para determinado desvio da expectativa de inflação da meta, o hiato de juros praticado pelo Banco Central será maior conforme a autoridade monetária for mais avessa à inflação – o que é capturado por valores mais elevados do parâmetro de reação da autoridade monetária à expectativa de inflação.

A área sombreada da tabela indica os intervalos de referência para a expectativa de inflação e o parâmetro de reação da autoridade monetária. O intervalo de referência para as expectativas de inflação se baseia na expectativa de inflação corrente (em torno de 3,9%, conforme a mediana da pesquisa Focus de 1º de dezembro de 2023) como limite superior, e na expectativa de inflação de longo prazo (3,5%, conforme a mediana da mesma pesquisa), como limite inferior. O intervalo de referência para o parâmetro de reação da autoridade monetária se baseia nos valores reportados pelo Banco Central em seus modelos de pequeno porte – aproximadamente 1,3 no modelo agregado, que serve como referência para o limite inferior, e 1,8 no modelo desagregado, que serve como base para o limite superior.³

A área sombreada mais escura da tabela é a interseção dos intervalos de referência para a expectativa de inflação e o parâmetro de reação da autoridade monetária e origina os valores de referência para a Selic terminal. O exercício mostra que valores de referência para a Selic terminal se situam próximos ao intervalo de 8,75% a 10,0%. Esse intervalo racionaliza as percepções “otimistas” e “pessimistas” em relação à Selic terminal do ciclo atual de afrouxamento monetário e ao “orçamento para a redução de juros”, que observamos atualmente no debate público e nas projeções de mercado.

Agentes que entendem que existe uma tendência para as expectativas de inflação se aproximarem das metas (e que, nesse contexto, a autoridade monetária tenderia a apresentar um parâmetro de reação mais baixo) se situam na ponta “otimista”, enxergando uma queda de juros para até aproximadamente 8,75%. Agentes que consideram o espaço para a redução das expectativas de inflação como limitado (e que, nesse contexto, a autoridade monetária tenderia

³ Ver nota 1.

a apresentar um parâmetro de reação mais elevado) se localizam na ponta “pessimista”, vislumbrando uma redução nos juros para aproximadamente 10%.

A leitura “pessimista” também comporta a possibilidade de uma taxa de juros de equilíbrio mais elevada. Alguns agentes de mercado têm defendido a tese de que a taxa de juros real de equilíbrio se situaria mais perto de 5,0%, do que do patamar de 4,5%, utilizado pelo Banco Central. Nesse caso, os valores reportados para a Selic terminal na Tabela 1 seriam aumentados em 0,5 pontos percentuais (p.p.). O intervalo de referência para a Selic terminal se deslocaria do intervalo de 8,75% a 10% para o de 9,25% a 10,5%.

Já a leitura “otimista” poderia contemplar a convergência da expectativa de inflação de longo prazo para a meta de inflação. Nesse caso, os valores reportados para a Selic terminal na Tabela 1 seriam reduzidos em 0,5 p.p.. O intervalo de referência para a Selic terminal se deslocaria do intervalo de 8,75% a 10% para o de 8,25% a 9,5%.

Referências

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2021a) - Revisão do modelo agregado de pequeno porte. *In*: BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de inflação*. Brasília, DF: BCB, 2021. p. 73-80. (v. 23, n. 4).

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2021b) - Novo modelo desagregado de pequeno porte. *In*: BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de inflação*. Brasília, DF: BCB, 2021. p. 76-85. (v. 23, n.º 1).