

## Comportamento da taxa Selic no regime de metas de inflação e a paridade descoberta da taxa de juros

Marcelo Curado\*  
Luciano Lara\*\*

A discussão sobre a condução da política monetária no regime de metas de inflação, em particular sobre o comportamento da taxa Selic, é um dos temas mais recorrentes do recente debate macroeconômico. Diversos analistas – acadêmicos ou não – argumentam que as taxas de juros definidas pelo Comitê de Política Monetária (COPOM), sobretudo a partir de 2003, são exageradamente elevadas. Não obstante, salvo raras exceções, não há o cuidado de se detalhar o que se entende por uma taxa exageradamente elevada.

Quando trabalhamos com uma economia aberta assume-se, tal como propõe o próprio Banco Central do Brasil em seu modelo econométrico estrutural de previsão de inflação<sup>8</sup>, que a taxa de juros é definida pela chamada paridade descoberta da taxa de juros (UIP). A UIP afirma que o diferencial de juros entre uma economia doméstica e a taxa de juros praticada no mercado internacional deve ser igual à expectativa de desvalorização da moeda local, acrescida do componente de risco país. Podemos expressar a UIP por:

$$i = i^* + E(e) + \theta$$

Onde:  $i$  é a taxa de juros doméstica;  $i^*$  taxa de juros internacional;  $E(e)$  expectativa de desvalorização da moeda e  $\theta$  é uma medida de risco-país.

Objetivamente, a UIP afirma que para comprar títulos de uma economia com risco (como a brasileira) os agentes exigem, além da taxa de juros paga por títulos livres de risco, o prêmio de risco, expresso pela soma da expectativa de desvalorização da moeda local e o risco país. A UIP fornece, portanto, uma medida de qual seria a taxa de juros necessária para “convencer” os agentes econômicos a comprarem títulos numa determinada economia. Em tese, se a taxa de juros praticada for inferior a estabelecida pela UIP, os agentes econômicos não adquirem títulos deste país para compor seu *portfólio*. Por outro lado, se a taxa praticada for superior a estabelecida pela UIP, este país estará pagando além do necessário para compensar o risco dos agentes.

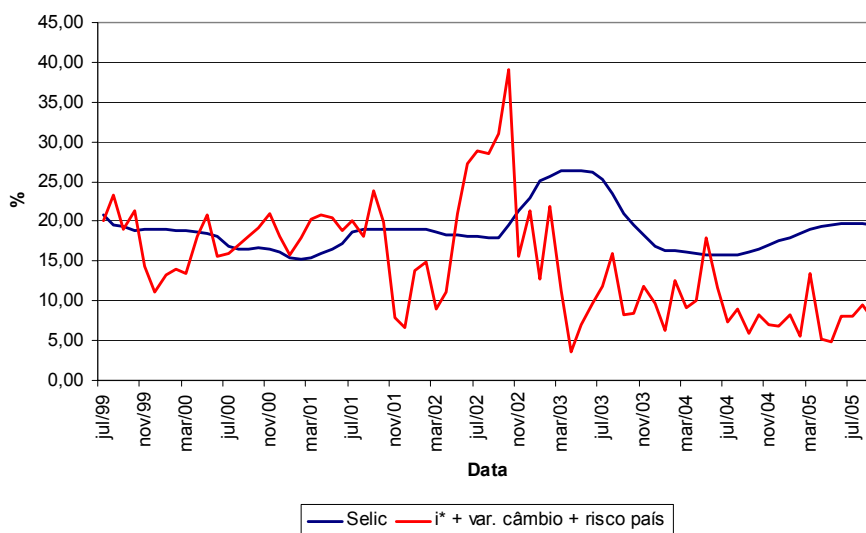
---

\* Doutor em Economia pela Universidade de Campinas (UNICAMP). Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: [mcurado@ufpr.br](mailto:mcurado@ufpr.br)

\*\* Graduando em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Bolsista do Programa de Educação Tutorial (PET).

<sup>8</sup> Sobre o modelo estrutural de previsão sobre a inflação veja-se: Bodanski, Tombini & Velang (2000) e Curado & Oreiro (2005).

**Gráfico 1. Selic vs.  $i^*$  + var. câmbio + risco país**



Fonte: BCB, IPEADATA, Federal Reserve, Elaboração Própria.

A análise do gráfico 1, que apresenta uma estimação da UIP e sua comparação com a evolução da taxa Selic<sup>9</sup>, permite algumas conclusões.

Não necessariamente a utilização de um regime de metas de inflação promove como resultado a verificação de uma taxa de juros efetiva superior a taxa de juros de equilíbrio. Entre 1999 e 2002, sobretudo em função das fortes oscilações nas variáveis câmbio e risco país, em diversos momentos a taxa de juros efetiva esteve abaixo da taxa de juros de equilíbrio.

Em particular, a partir de 2003 a política monetária conduzida pelo COPOM tem justificado as críticas relativas ao comportamento da taxa de juros. Em praticamente todo o período (exceto para uma observação) a taxa de juros efetiva tem se mantido acima da taxa de juros estabelecida pela UIP.

Além dos movimentos do câmbio, a redução verificada na taxa de juros de equilíbrio é fruto da drástica redução no componente de risco-país. Pode-se afirmar, neste sentido, que a

<sup>9</sup> Como medida da taxa de juros doméstica utiliza-se a taxa de juros Selic definida pelo COPOM. Esta é a taxa que representa de forma mais precisa a condução da política monetária. Como medida da taxa de juros internacional utilizamos a *prime rate*, em função de sua importância enquanto padrão de referência dos contratos no sistema financeiro internacional. Assumimos que os agentes formam racionalmente suas expectativas e que não existem *novidades* no sistema. Isto implica assumir que os agentes sempre acertam o alvo, de tal forma que a expectativa em relação ao comportamento da taxa de câmbio é exatamente igual a sua variação efetiva. Um modelo mais sofisticado poderia incorporar uma variável aleatória do tipo *ruído branco*, porém os resultados na média não seriam afetados já que, por hipótese, variáveis do tipo *ruído branco* tem média zero. Como medida da percepção de risco país por parte dos agentes utilizamos o *spread* dos C-Bonds brasileiros. Sobre o modelo estrutural de previsão sobre a inflação veja-se: Bogdanki, Tombini & Velang (2000) e Curado & Oreiro (2005).

política monetária conduzida pelo COPOM desde 2003 não tem aproveitado o cenário externo positivo. Em particular, a redução do componente de risco-país não tem promovido uma redução proporcional na taxa de juros de equilíbrio.

Estas considerações permitem chegar a alguns resultados interessantes. Em primeiro lugar, corroborando a maior parte dos estudos sobre o regime de metas de inflação, as evidências sugerem que a instituição do regime não necessariamente obriga a Autoridade Monetária a praticar taxas de juros elevadas (em relação ao patamar estabelecido pela UIP) para alcançar a meta de inflação. As evidências sugerem que a prática de juros exageradamente elevadas resulta da condução específica da política monetária a partir de 2003.

A idéia de que o COPOM tem “exagerado na dose” da política monetária tem sido apresentada em diversos trabalhos e se constitui num dos argumentos centrais daqueles que acreditam na necessidade de ajuste – preservando as conquistas já obtidas – do regime de metas de inflação. Neste sentido, as evidências apresentadas se constituem em mais um argumento na defesa de uma profunda revisão da política monetária atualmente praticada em nosso país.

### **Referências Bibliográficas**

Bogdanski, J., Tombini, A. & Verlang, S. R. Implementing inflation targeting in Brazil. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000 (working paper, n.1).

Curado, M & Oreiro, J. L. Metas de Inflação: uma avaliação do caso brasileiro. Indicadores Econômicos FEE (2005). Porto Alegre, v.33, n.2 set., p.127-146.

