

1

Introdução

Durante as últimas duas décadas, o maior comprometimento dos bancos centrais tem sido o de diminuir os níveis de inflação¹, o que vem gerando resultados satisfatórios para as economias do mundo e mostrando que hiperinflações não fazem mais parte das grandes preocupações da economia. Além disso, as economias também têm sido caracterizadas por maior estabilidade no produto. No entanto, aumentos na instabilidade financeira vêm preocupando os bancos centrais, tanto que países como Austrália e Nova Zelândia aumentaram suas taxas de juros mais do que seria justificado pela inflação nos últimos anos (White, 2006).

A volatilidade nos preços de ativos, como os preços de ações e de imobiliários e as taxas de câmbio, podem afetar o desempenho macroeconômico na medida em que geram variações excessivas da inflação e do produto. Um argumento que explica esta relação é que aumentos em preços de ativos devido a bolhas² podem gerar crescimento excessivo em investimento e consumo na medida em que geram um aumento de renda ilusório, os quais diminuiriam novamente assim que houvesse a reversão da bolha.

A pergunta que recentemente tem surgido é se a política monetária deve ou não reagir a variações nos preços de ativos. Ao reagir, tal política pode controlar a tendência ascendente dos preços dos ativos e evitar conseqüências negativas para a economia, mas pode impedir um crescimento benéfico da atividade econômica e gerar dúvidas quanto à competência do banco central caso essa tendência registrada seja conseqüência de mudanças nos fundamentos da economia e não da presença de bolhas.

Desde 1999, o Brasil pertence ao grupo de países que adotam metas para inflação, confirmando a busca do Banco Central do Brasil por taxas de inflação estáveis e reduzidas. Na medida em que volatilidades no mercado financeiro podem afetar produto e, conseqüentemente, preços, essa questão também se aplica à economia brasileira. Sendo assim, este trabalho tem como objetivo analisar possíveis relações entre a política

¹ Nova Zelândia, Austrália, Chile e Reino Unido são exemplos de países que adotam o sistema de metas de inflação desde a década de 1990.

² Bolhas estão relacionadas a comportamento especulativo; nestes contextos, os preços podem oscilar de maneira caótica e tornar impossível a previsão a partir da demanda e oferta, fundamentos da economia.

monetária brasileira determinada pelo Banco Central e os preços de ativos taxa de câmbio nominal e índice Bovespa.

Estimações da função de reação do Banco Central do Brasil serão estudadas com o intuito de encontrar respostas relacionadas ao comportamento do instrumento de política monetária brasileira, a taxa de juros Selic. Em um primeiro momento, uma função de reação linear será estimada para todo o período amostral: janeiro/2000 a janeiro/2006. A seguir, uma análise mais detalhada da função de reação utilizará o modelo TAR – *threshold autoregressive*, proposto por Tong (1978). O objetivo desta análise não-linear é dividir o período amostral em dois regimes, um associado a períodos calmos e outro, a períodos de crises político-econômicas. Períodos de crise normalmente estão associados à perda de confiança dos agentes, refletidas em altos índices do *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) e do VIX, que medem graus de instabilidade econômica. Quanto maiores estes índices, maior o risco percebido pelos agentes, além de maiores volatilidades na taxa de câmbio nominal e índice Bovespa. Como a volatilidade no mercado financeiro é preocupante apenas se estiver associada a bolhas, que por sua vez estão relacionadas a grandes volatilidades das variáveis financeiras, torna-se interessante investigar se existe alguma relação entre a política econômica brasileira e preços de ativos na presença de grandes oscilações no mercado financeiro.

O presente trabalho está dividido em seis capítulos, sendo o primeiro deles esta introdução. A seguir, o segundo capítulo apresenta uma revisão condensada da literatura sobre determinação de política monetária e o debate acerca da inclusão de preços de ativos nas funções de reação dos bancos centrais. O terceiro capítulo tem enfoque na especificação da função de reação brasileira utilizada neste trabalho e as variáveis necessárias para sua estimação. O quarto capítulo apresenta o modelo linear da função de reação e seus resultados, e o quinto traz os resultados associados ao modelo não-linear. O capítulo seis expõe as considerações finais e uma análise comparativa entre os diferentes métodos de estimação da função de reação estudados neste trabalho. O apêndice fornece informações extras àquelas do desenvolvimento deste trabalho.