

Basta ajuste fiscal para que o nível da taxa básica de juros se torne civilizado?

**Luiz Fernando de Paula**

Professor Titular de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ)

**14º Fórum de Economia da FGV, 2017**

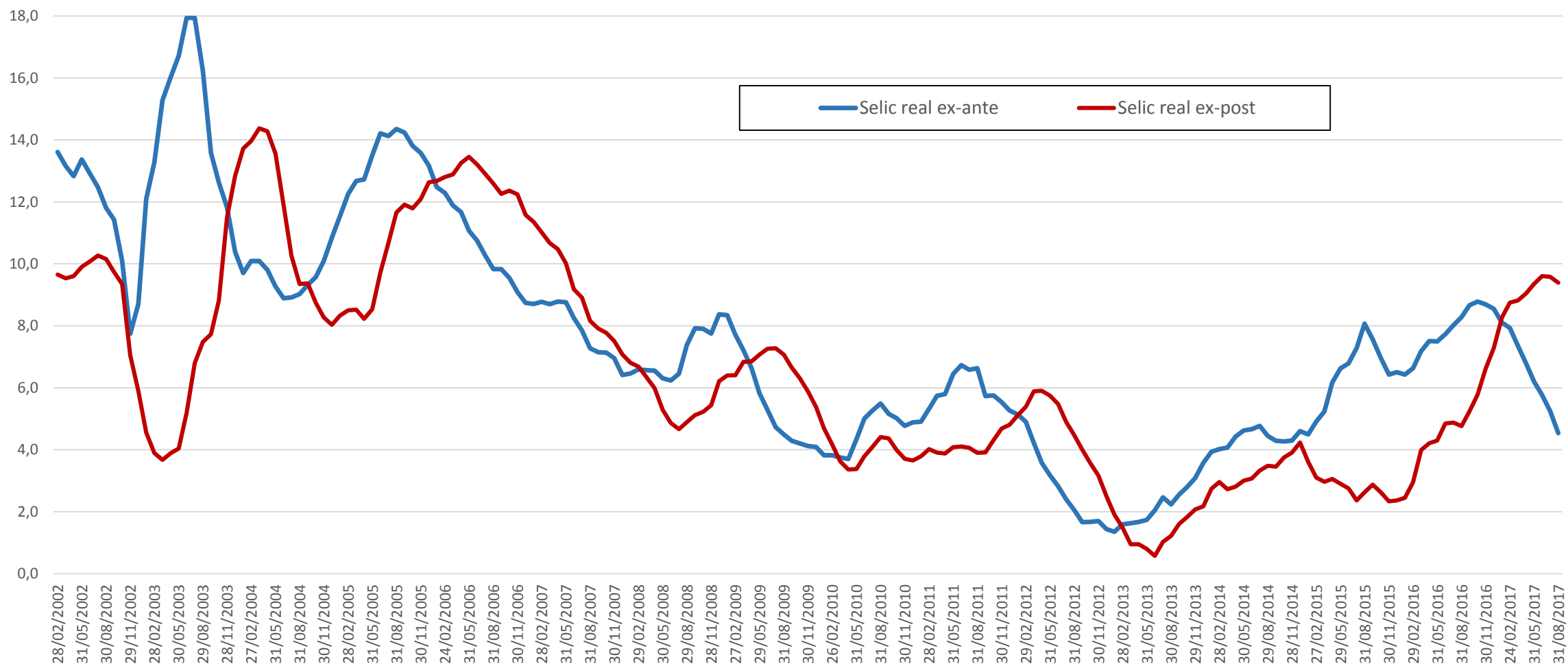
# Estrutura da apresentação

- Fatos estilizados sobre inflação e taxa de juros.
- Determinantes da taxa de juros de equilíbrio
- Explicações para elevadas taxas de juros
- Algumas implicações
- Desafios futuros

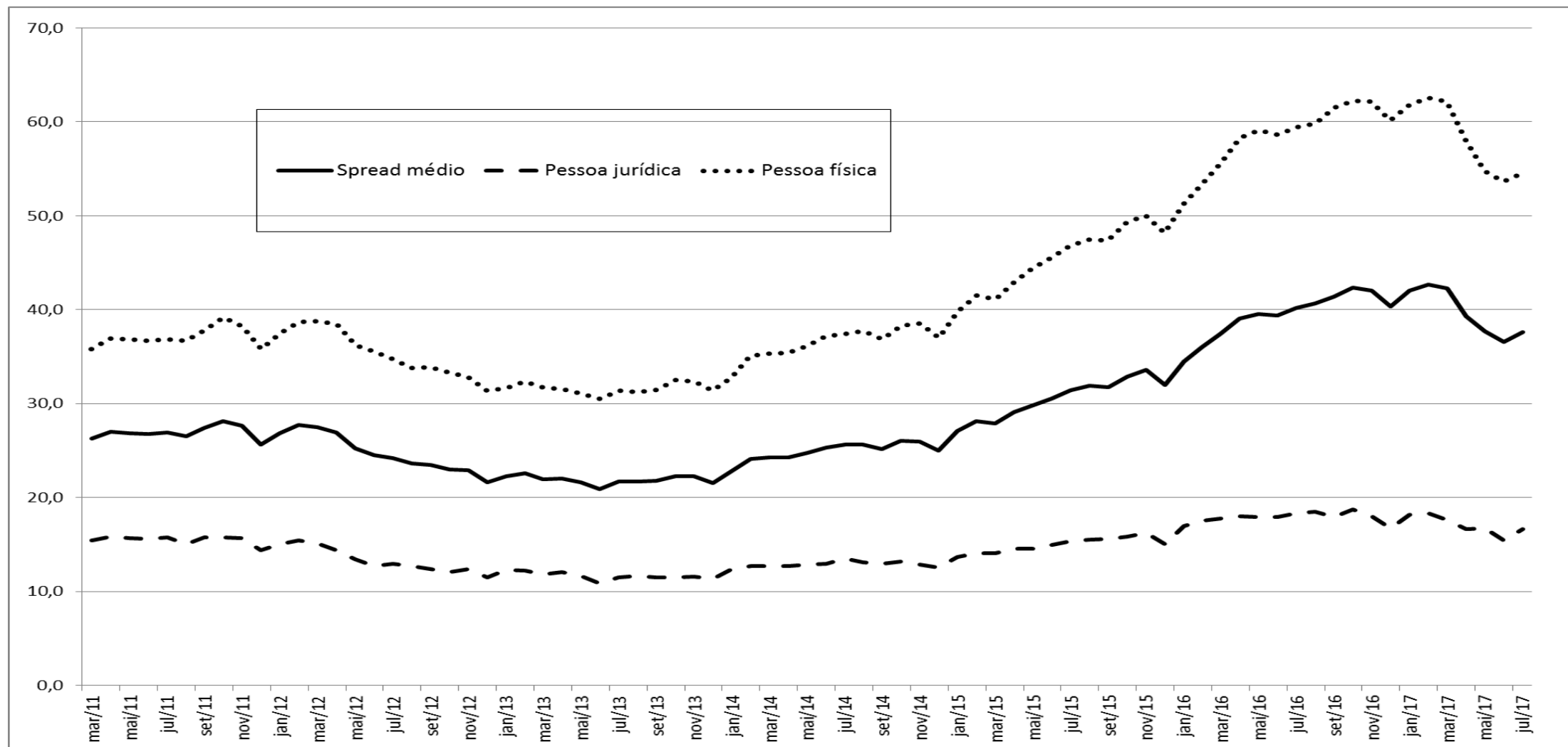
# Alguns fatos estilizados

- Elevadíssimas taxas de juros reais, apesar de estar com tendência de queda.
  - Por que BCB tem que elevar tanto a taxa de juros para baixar a taxa de inflação no Brasil?
  - Inflação tem-se mostrado elevada e pouco sensível ao nível de atividade econômica. Por que ela é tão resiliente?
- > estudos empíricos (modelo VAR) mostram que aumento da Selic tem reduzido impacto sobre a taxa de inflação
- Contudo, não só taxa de juros de curto elevada, mas tb spreads bancários elevadíssimos!

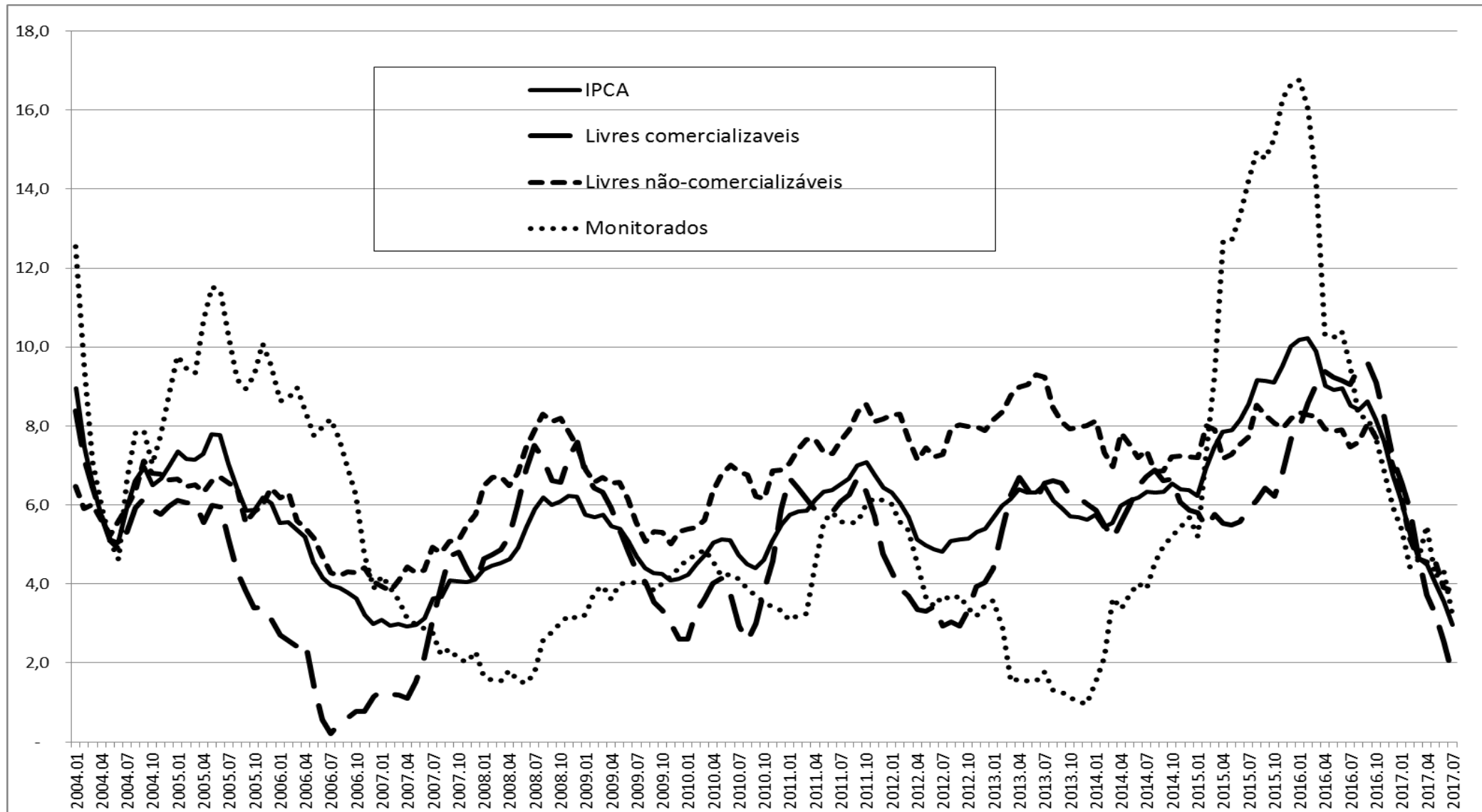
# Taxa de juros real efetiva e esperada (% a.a.)



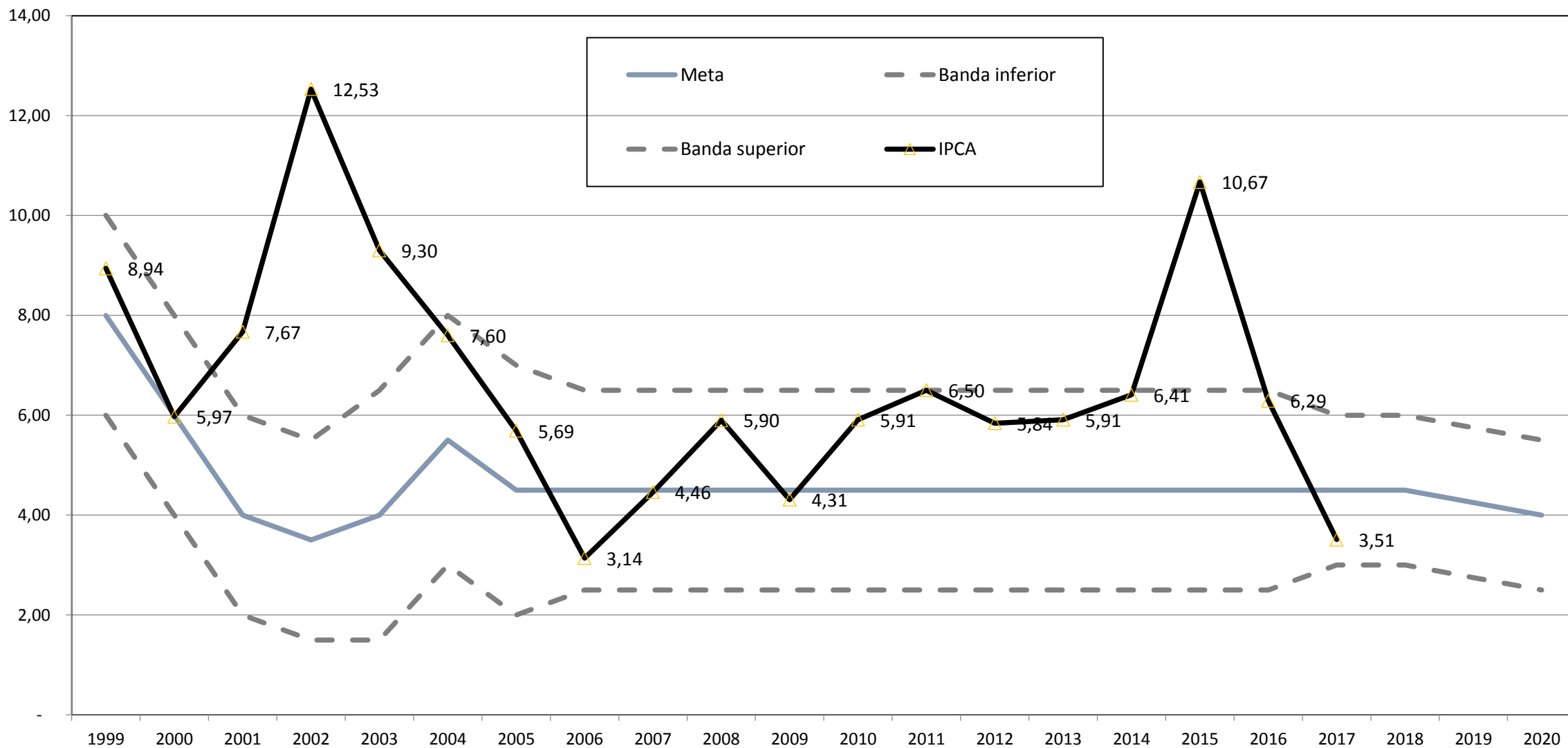
# Spread bancário (% a.a.)



# IPCA (% a.a.) – 2004/2017



# Metas de inflação (% a.a.)



# Regime de metas de inflação: características

País	Ano de implementação	Meta estabelecida pelo	Medida da meta	Meta em 2012	Tipo de meta	Horizonte da meta
África do Sul (EME)	2000	G	IPC	3%-6%	Banda	Em base contínua
Armênia (EME)	2006	G e BC	IPC	4,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Austrália (DES)	1993	G e BC	IPC	2,0%-3,0%	Banda	Médio prazo
Brasil (EME)	1999	G e BC	IPC	4,5%/±2 pp	P + T	Meta anual
Canadá (DES)	1991	G e BC	IPC	2,0%	P + T	6 a 8 trimestres
Chile (EME)	1991	BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Cerca de 2 anos
Colômbia (EME)	1999	BC	IPC	2,0%-4,0%	Banda	Médio prazo
Coréia do Sul (DES)	2001	G e BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Gana (EME)	2007	G e BC	IPC	8,7%/± 2pp	P + T	Médio prazo
Guatemala (EME)	2005	BC	IPC	4,5%/±1 pp	P + T	Meta anual
Hungria (EME)	2001	BC	IPC	3,0%	Ponto	Médio prazo
Indonésia (EME)	2005	G e BC	IPC	4,5%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Islândia (DES)	2001	G e BC	IPC	2,5%	Ponto	Meta anual
Israel (DES)	1992	G e BC	IPC	1%-3%	Banda	Dentro de 2 anos
México (EME)	1999	BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Filipinas (EME)	2002	G e BC	IPC	4,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Noruega (DES)	2001	G	IPC	2,5%	Ponto	Médio prazo
Nova Zelândia (DES)	1990	G e BC	IPC	1,0%-3,0%	Banda	Médio prazo
Peru (EME)	2002	BC	IPC	2,0%/±1 pp	P + T	O tempo todo
Polônia (EME)	1998	BC	IPC	2,5%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Reino Unido (DES)	1992	G	IPC	2,0%	Ponto	Meta anual
Rep. Tcheca (EME)	1997	BC	IPC	2,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Romênia (EME)	2005	G e BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Sérvia (EME)	2006	G e BC	IPC	4,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Suécia (DES)	1993	BC	IPC	2,0%	Ponto	Médio prazo
Tailândia (EME)	2000	G e BC	IPC	3,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Turquia (EME)	2006	G e BC	IPC	5,0%/±2 pp	P + T	Médio prazo



# Desafios para RMI dos países emergentes....

- Tais economias têm um repasse cambial (sobre preços) maior do que as economias desenvolvidas, uma vez que renda nessas economias é negativa e significativamente correlacionada com o repasse cambial, já que economias de renda mais baixa tem um porção maior de bens comercializáveis na cesta de consumo das famílias;
- Maior dificuldade na previsão da inflação, uma vez que os choques são maiores e têm efeito mais forte, e os mercados financeiros são pouco densos.
- Seus passivos são em parte denominados em moeda externa, criando um problema de "medo de flutuar";
- Muitas economias emergentes têm um problema de credibilidade da política monetária, o que, pelo menos parcialmente, é interdependente com estas características estruturais (Eichengreen, 2002; Mishkin, 2008).

# Determinação da taxa de juros de equilíbrio (Barbosa et al, 2016)

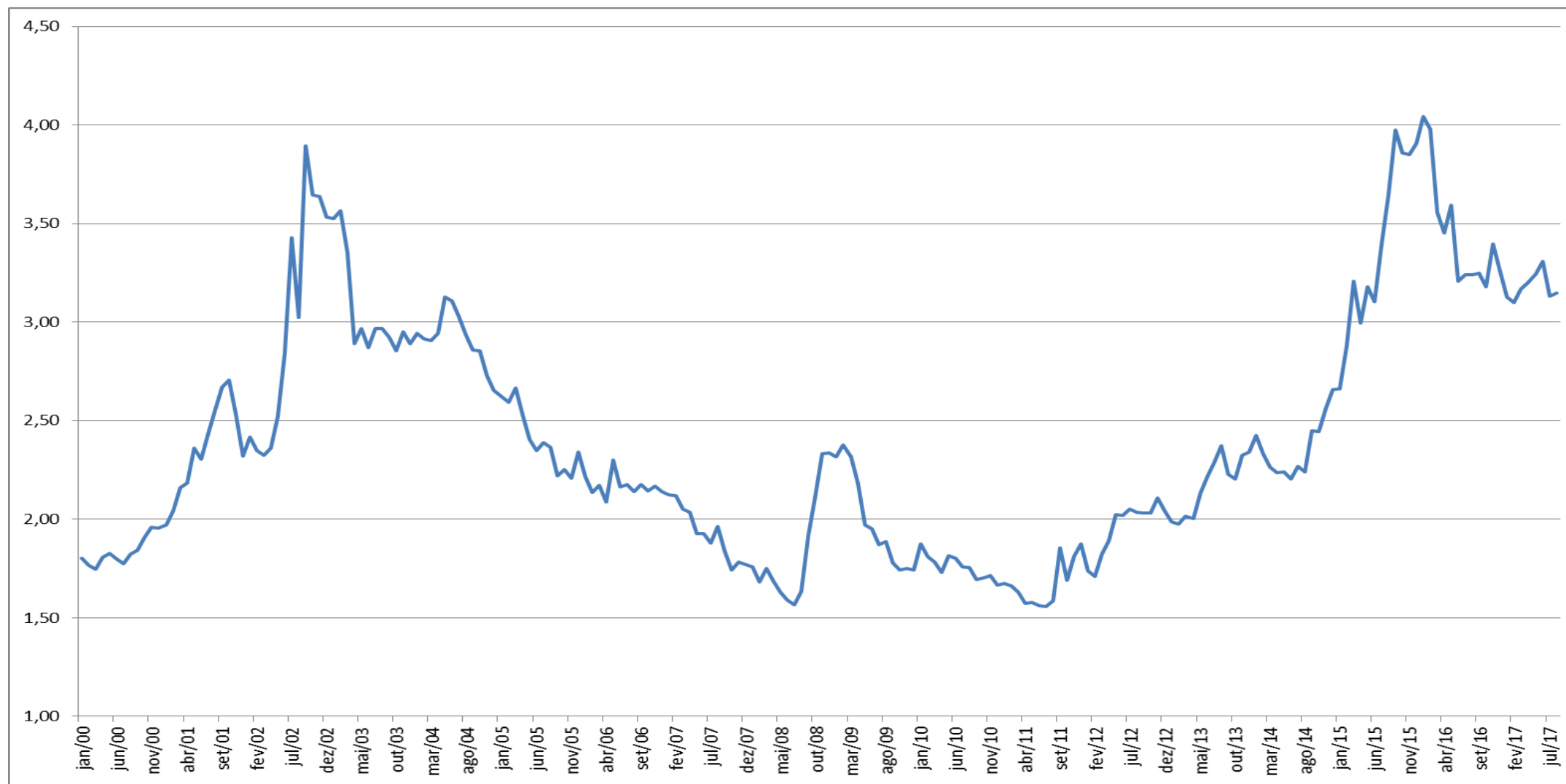
$$r_n = r^* + RP + RC + r_{LFT}$$

$$r_{LFT} \Rightarrow r_{interb}$$

# Taxa real de juros de curto prazo e classificação de risco - média 2010/2014

País	Risco-país	Taxa real de juros
Africa do Sul	215	-0,03
Brasil	916	4,25
Bulgaria	881	-1,73
Colombia	766	1,19
Mexico	532	0,10
Panama	1029	0,88
Peru	923	0,16
Filipinas	399	0,16
Russia	659	0,67
Turquia	416	-3,55
Fonte: EMBI+ (Datamarket) e IMF (Taxa do BC e IPC)		

# Taxa de câmbio nominal (R\$/US\$)



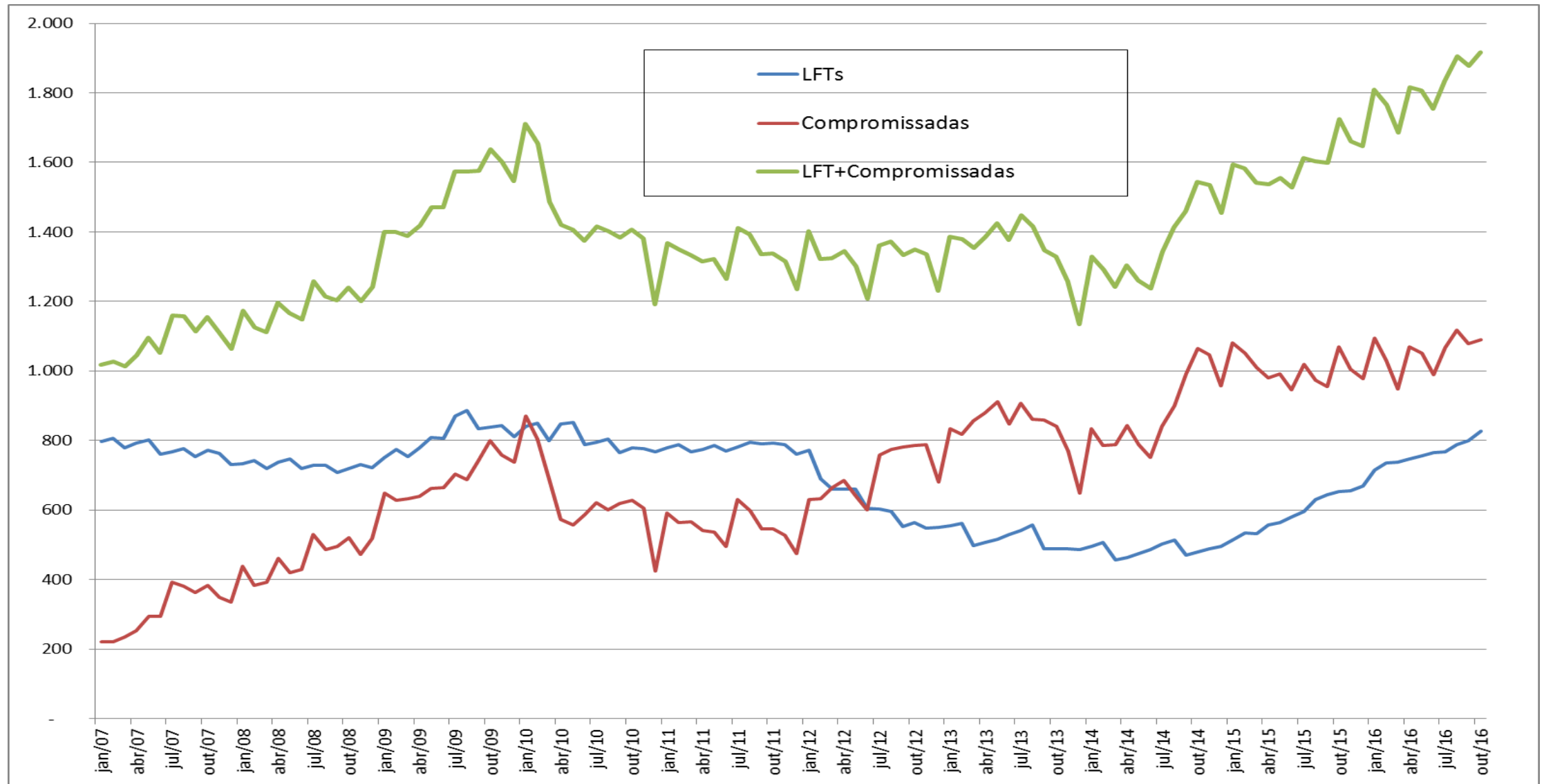
# Modenesi et al (2017): assimetria do repasse cambial

- Investigam assimetria do repasse cambial sobre IPCA, analisando a decomposição da série da taxa de câmbio em apreciação e depreciação cambial em 1999-2016 com um modelo SVAR.
- Estimativas indicam um “pass-through” de 16% no caso de depreciações e 5,8% no caso de apreciações cambiais.
- Efeito inflacionário da depreciação é compensado apenas parcialmente pelo efeito deflacionário de uma apreciação na mesma magnitude.
- Logo há um viés inflacionário resultante da volatilidade da taxa de cambio no Brasil!

# Dívida pública federal, por indexador (% do total)

	Câmbio	TR	IGP	IPCA	Selic	Prefixado	Total
2003	10,8	1,8	11,2	2,4	61,4	12,5	100,0
2004	5,2	2,7	11,8	3,1	57,1	20,1	100,0
2005	2,7	2,1	8,2	7,4	51,8	27,9	100,0
2006	1,3	2,2	7,2	15,3	37,8	36,1	100,0
2007	1,0	2,1	6,5	19,8	33,4	37,3	100,0
2008	1,1	1,6	5,7	23,6	35,8	32,2	100,0
2009	0,7	1,2	5,0	23,6	35,8	33,7	100,0
2010	0,6	0,8	4,8	23,3	32,5	37,9	100,0
2011	0,6	0,8	4,2	25,4	30,8	38,3	100,0
2012	0,6	0,6	4,1	31,4	22,2	41,2	100,0
2013	0,6	0,5	4,1	32,0	19,5	43,3	100,0
2014	0,6	0,5	4,0	32,7	19,2	43,1	100,0
2015	0,7	0,4	3,7	30,6	23,6	41,0	100,0
2016	0,5	0,4	3,7	29,5	29,1	36,9	100,0
Fonte: Banco Central do Brasil (2017).							
(*) Dados referem-se a posição no mês de dezembro							

# Compromissadas e LFTs (R\$ bilhões de dez/2016\*)

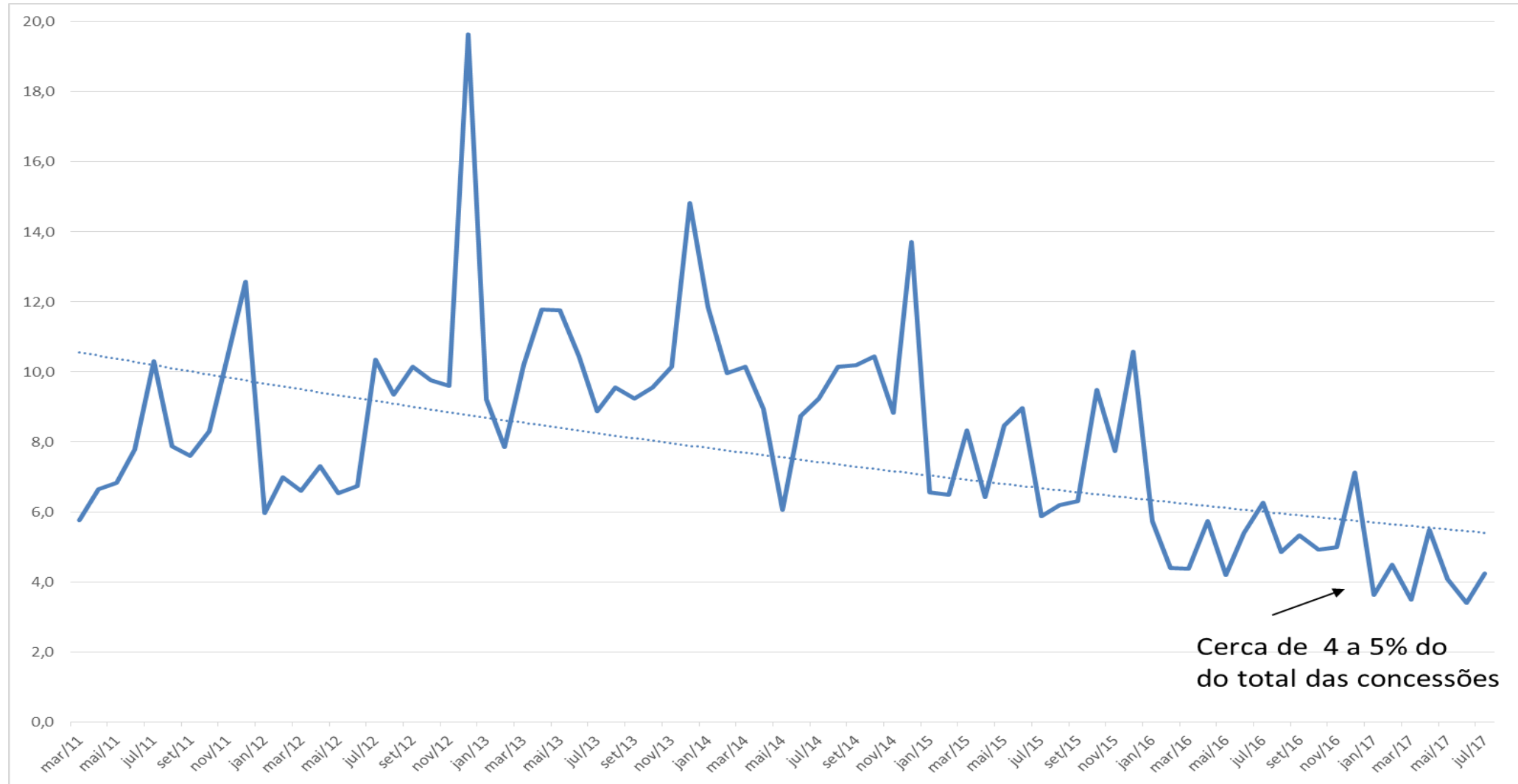


## Algumas explicações para elevadas taxas de juros: canais de transmissão

- Prevalência do “overnight” no Brasil: LFTs e operações compromissada
  - > Inexistência de uma curva de rendimentos para prazos de maturação mais longos (Carvalho, 2012)
  - > Efeito contágio da dívida pública (Barbosa, 2006)
  - > Efeito riqueza invertido (Pastore)
- Elevada participação dos preços administrados (cerca de 30%)
- Mercado de crédito segmentado (Schwartzman, 2006)
- Risco de dominância fiscal face a elevada dívida pública



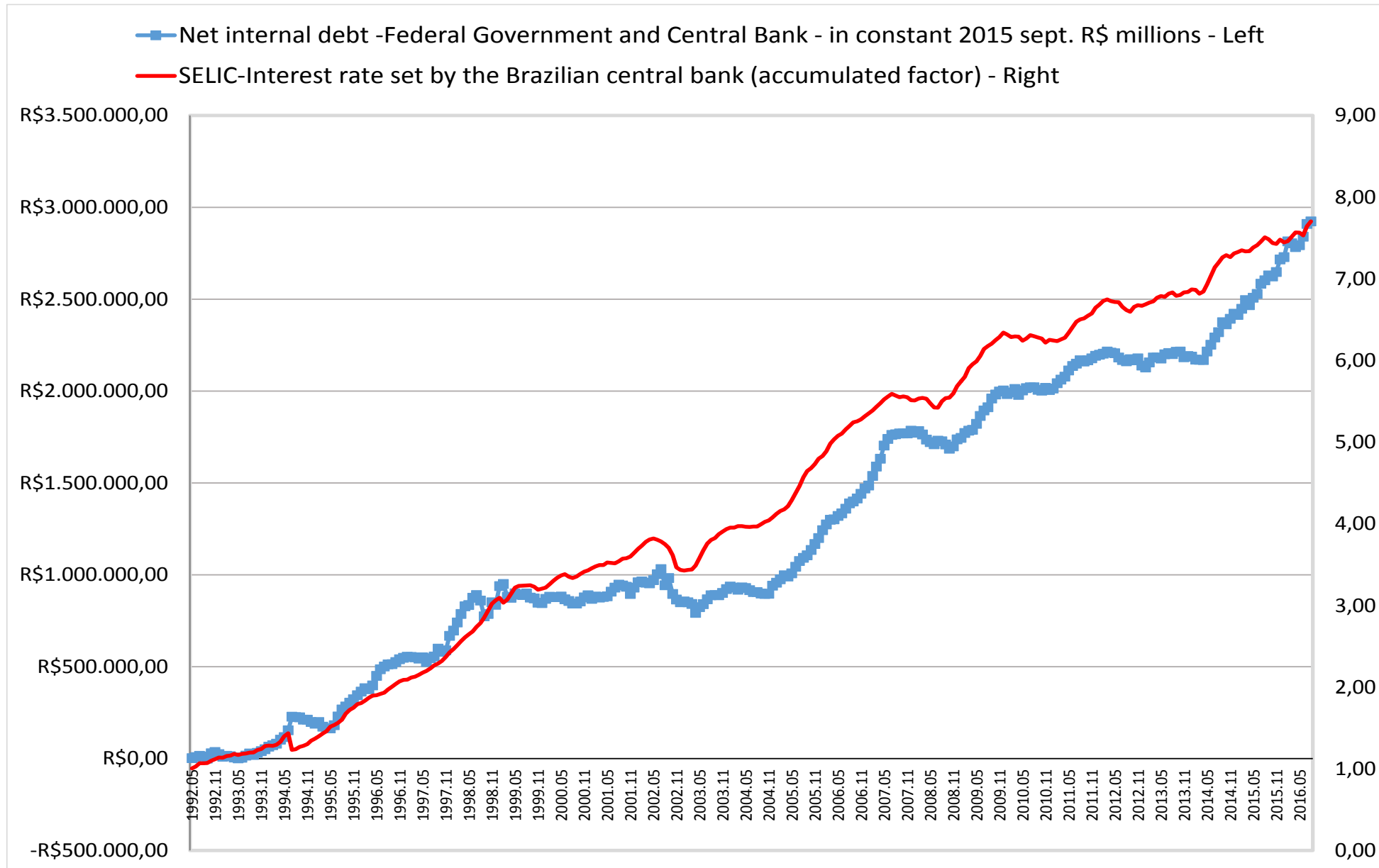
# Crédito BNDES X Crédito total (concessões)- %



# Algumas explicações para elevadas taxas de juros

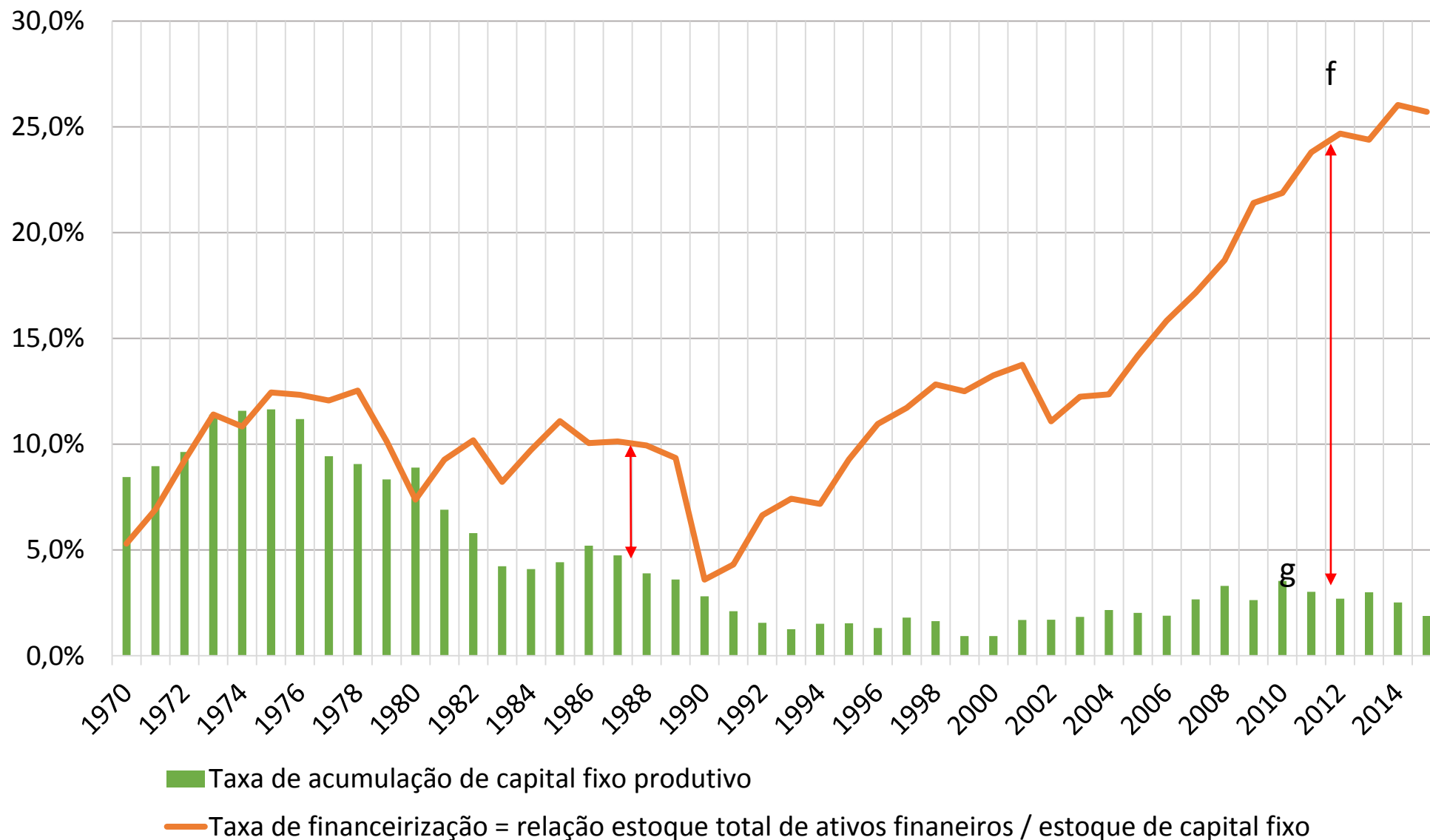
- Prêmio de risco endógeno: altas taxas de juros aumentam risco de default (risco-país).
  - Incerteza jurisdicional e inconvertibilidade do real (Arida et al, 2004)
  - Visão neofisheriana (Lara Resende, 2016): inversão da causalidade entre inflação e taxa de juros nominais
  - Convenção “pró-conservadorismo” da política monetária (Erber, 2008): coalização de interesses rentistas na manutenção dos juros em níveis elevados.
  - Financeirização: aumento da renda de juros e demais ganhos financeiros
- > efeito contágio invertido:  $r_{selic} \rightarrow r_{interb} \rightarrow r_{lft} \rightarrow RP \rightarrow r_{sober}$
- Concepção fiscalista
- > Fragilidade financeira do setor público (dívida “deformada”): Tesouro se torna refém do mercado (Oreiro e Paula, 2011)
- > Selic é alta devido a problema de coordenação entre política fiscal (expansionista) e política monetária (Pastore, 2006)

# Dívida pública interna e Selic real capitalizada (1992-2016)



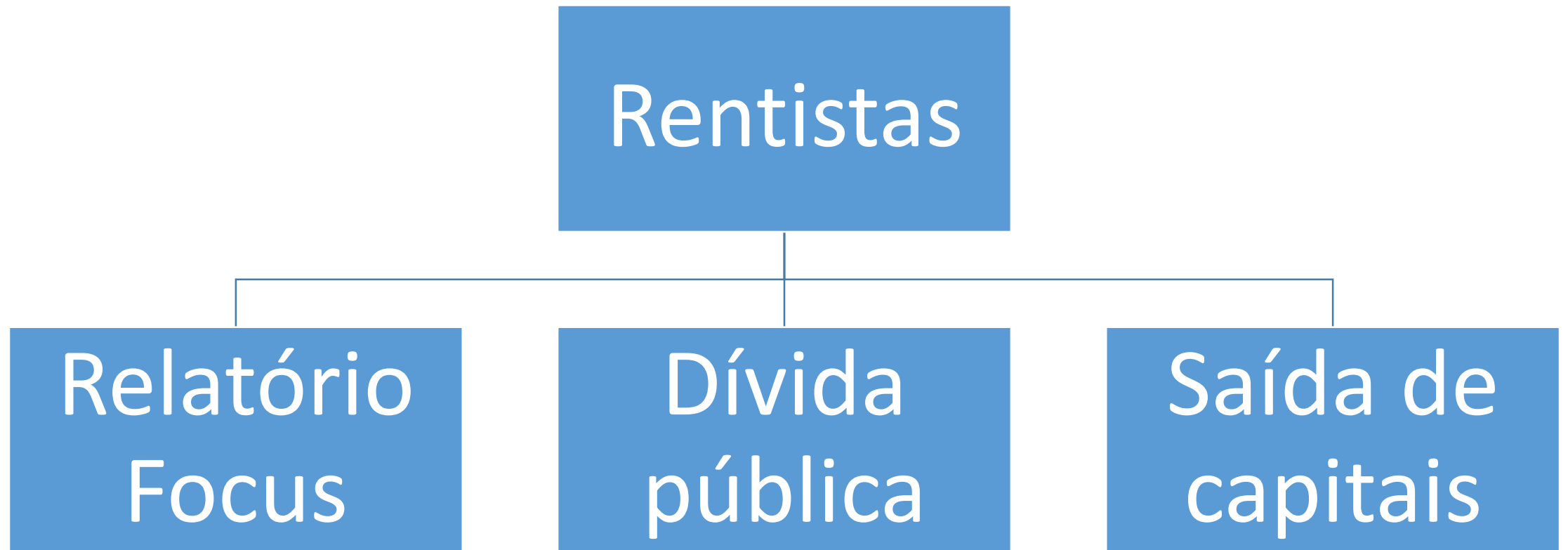
FONTE: Elaboração própria com base nos dados do IBGE e IPEA DATA

# Um indicador de financeirização (1970-2015)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IBGE, BCB e Marquetti (1998).

# Financeirização e taxa de juros



# Desafios

- Taxa de juros baixa é condição *sine qua non* para desenvolvimento de relações financeiras de longo prazo e melhoria nos canais de transmissão da política monetária.
- Janela de oportunidade: taxa de inflação e juros em queda!
- Eliminar resquícios da indexação no Brasil: (i) indexação financeira (alongar prazos das operações compromissadas e reduzir LFTs); (ii) regra “forward looking” para reajuste de salário mínimo (PIB per capita + meta de inflação).
- Criar mecanismos para reduzir a volatilidade da taxa de câmbio devido a existência de um repasse cambial assimétrico.
- Adotar uma política anti-inflacionária mais abrangente (estoques amortecedores, preços administrados, política de rendas....).
- Necessidade de um processo de consolidação fiscal de longo prazo: como fazer?
- A médio prazo rever parcialmente institucionalidade do regime de metas de inflação: mudança no horizonte da meta etc.

# Obrigado!

- Email: [luizfpaula@terra.com.br](mailto:luizfpaula@terra.com.br)
- Pagina de pesquisa: <http://www.luizfernandodepaula.com.br>