

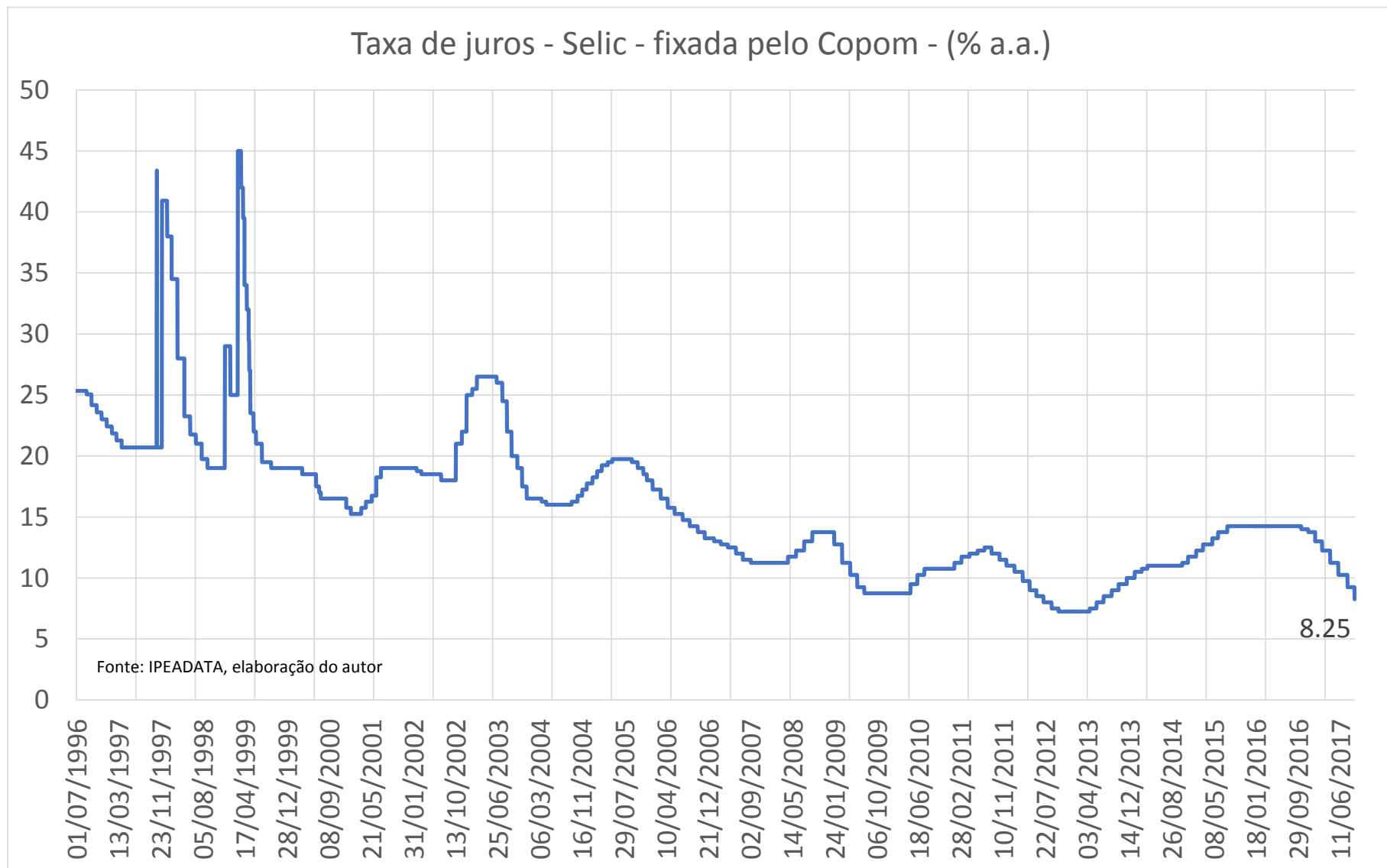
Taxa Básica Real de Juro: Evolução e Perspectivas

Nelson Barbosa

14o Fórum de Economia da FGV

12 de setembro de 2017

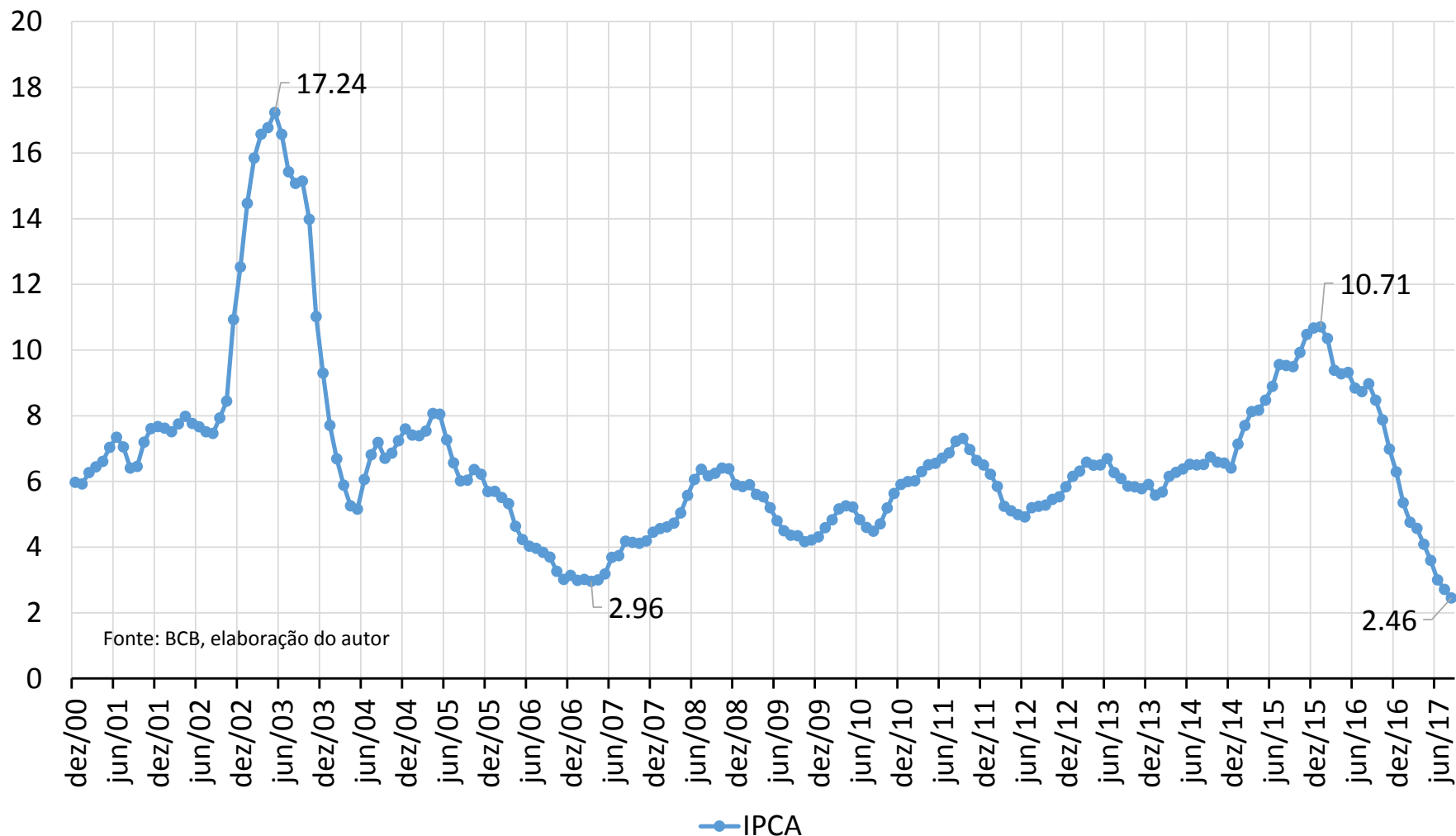
Política monetária: a SELIC caiu para 8,25% na última reunião do Copom e pode chegar a 7,25% no final do ano, segundo indicações do Copom.



EVOLUÇÃO DA INFLAÇÃO

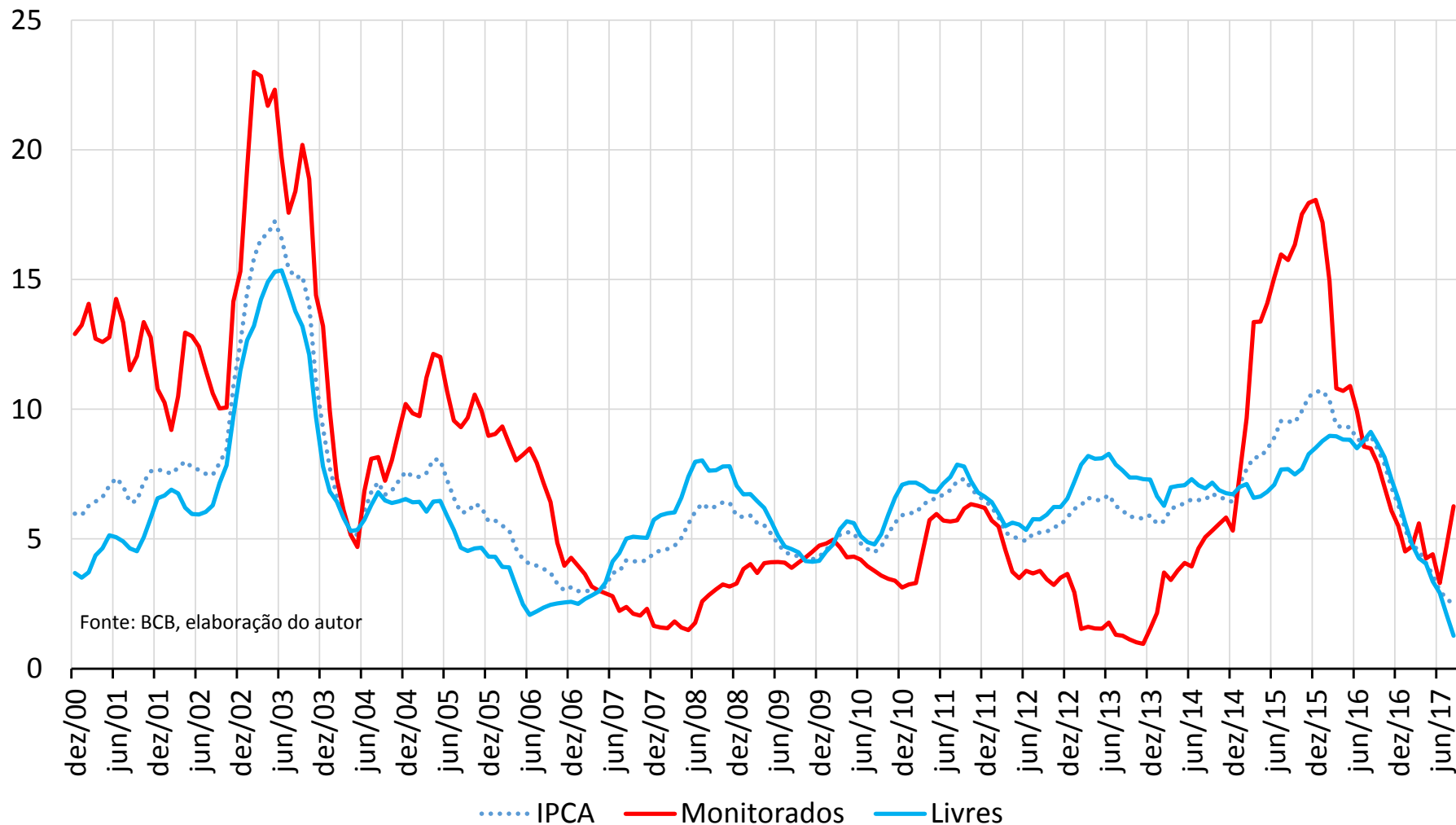
Inflação: política monetária + choques em preços monitorados, alimentos e taxa de câmbio explicam grande a aceleração e desaceleração de preços em 2015-17.

Brasil: inflação ao consumidor (IPCA), % acumulado em 12 meses

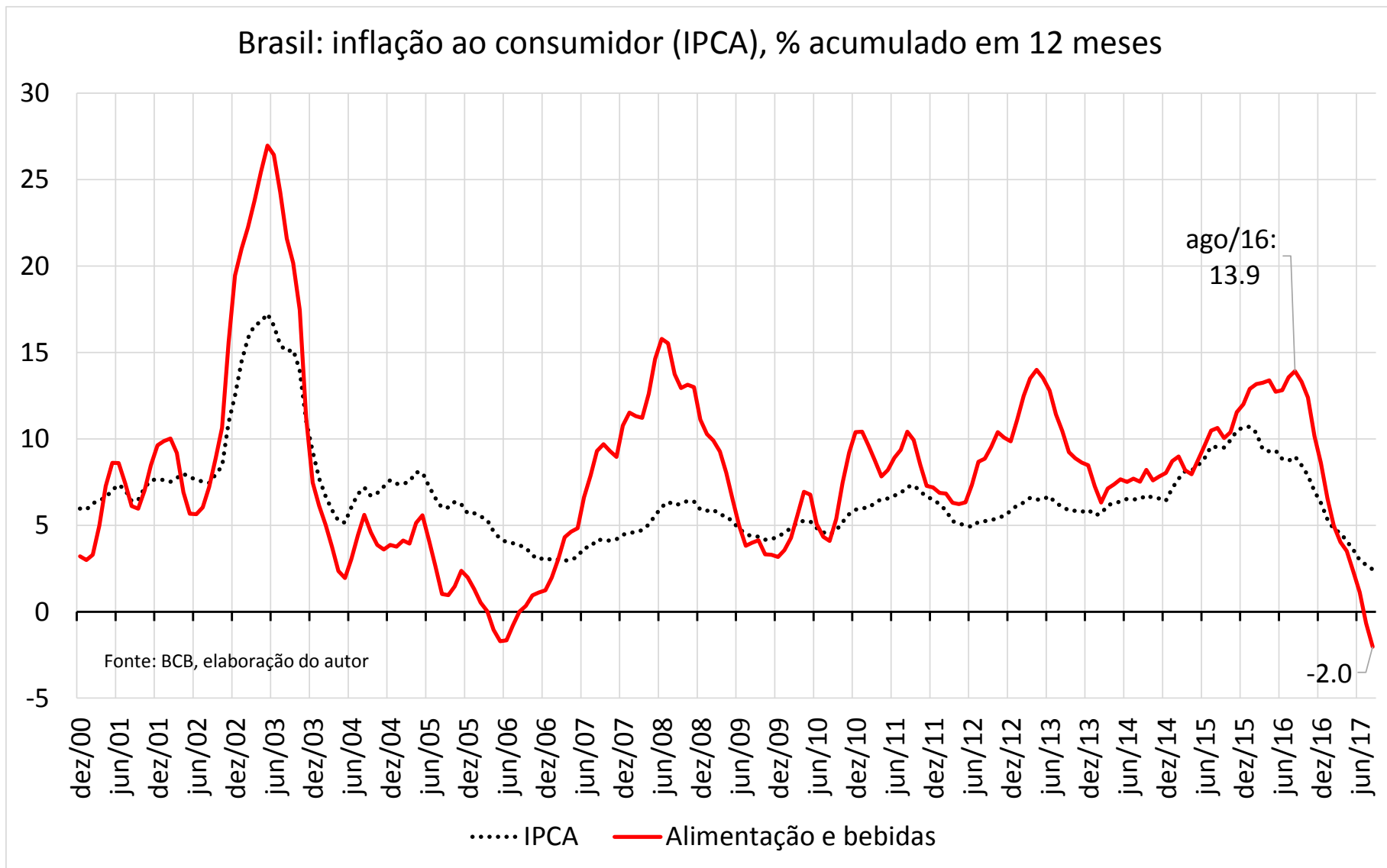


Preços monitorados: o realinhamento de 2015-16 explica grande parte da aceleração e desaceleração de preços recentemente.

Brasil: inflação ao consumidor (IPCA), % acumulado em 12 meses

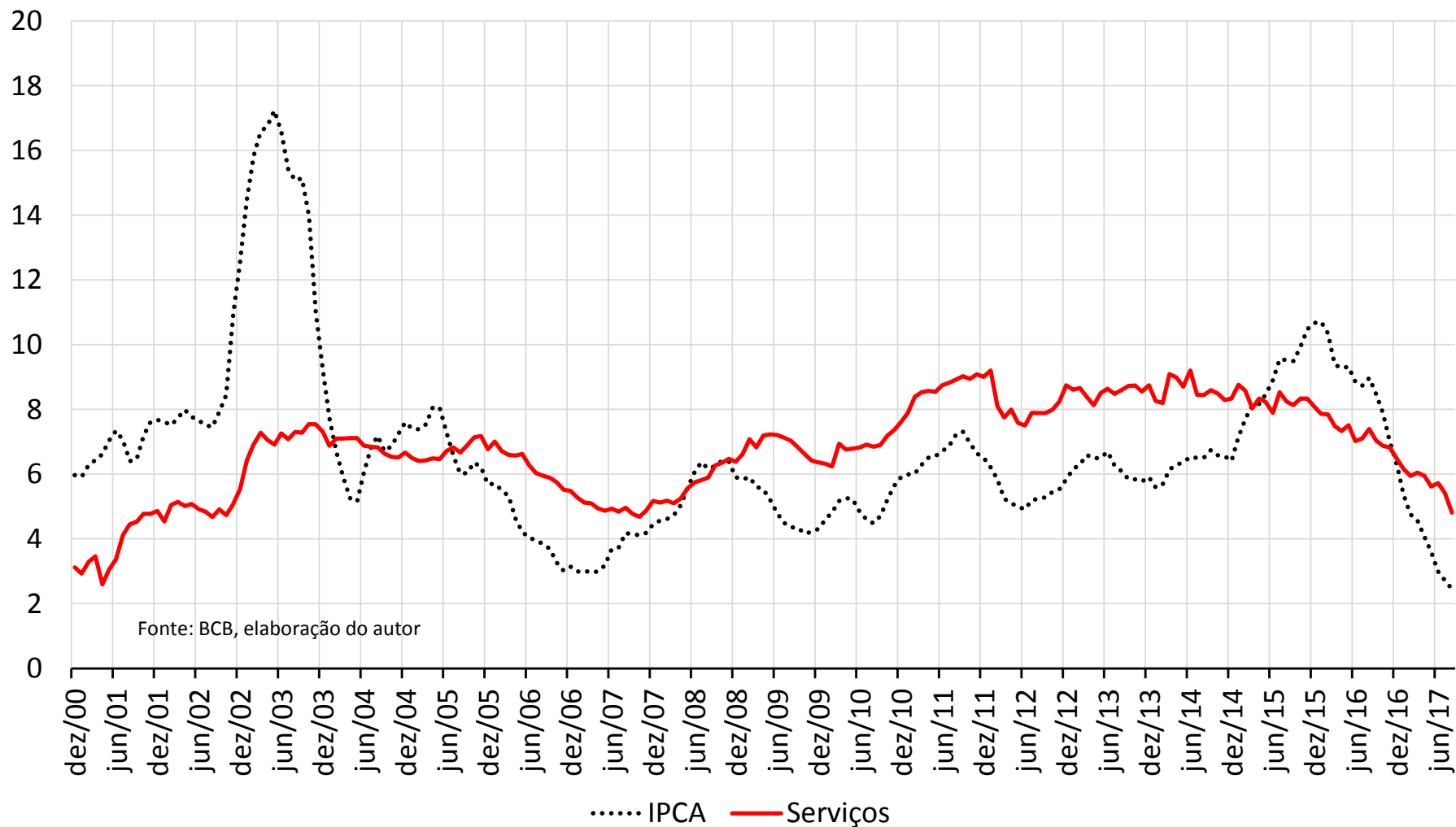


Preços dos alimentos: a desinflação de alimentos explica a maior parte da queda da inflação em 2017 – queda de aproximadamente 16 pp em apenas um ano.



Preços dos serviços: além dos choques favoráveis, a grande recessão de 2015-16 começou reduzir a inflação de serviços, com um ano defasagem devido à indexação salarial.

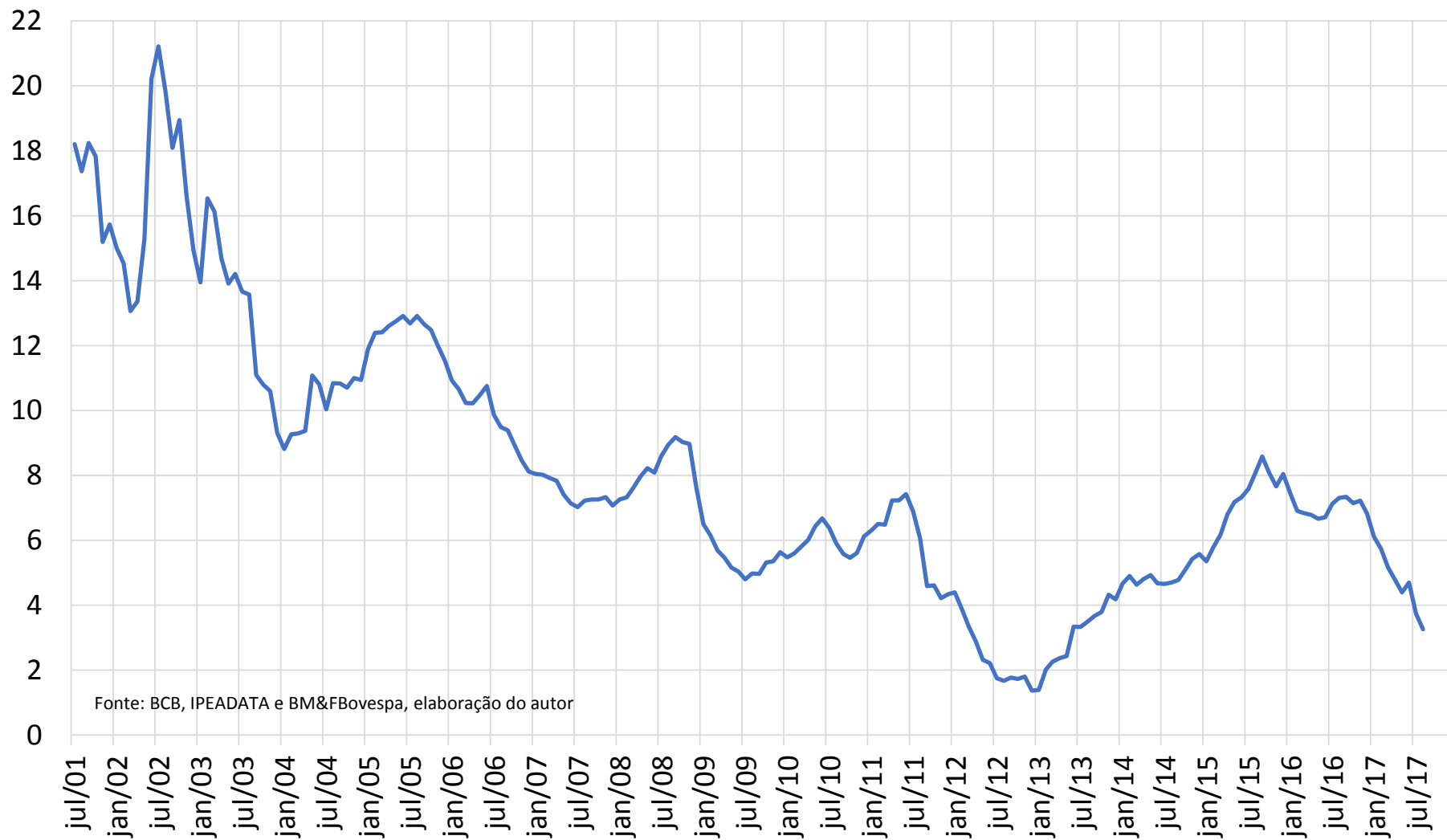
Brasil: inflação ao consumidor (IPCA), % acumulado em 12 meses



EVOLUÇÃO DA TAXA REAL DE JURO

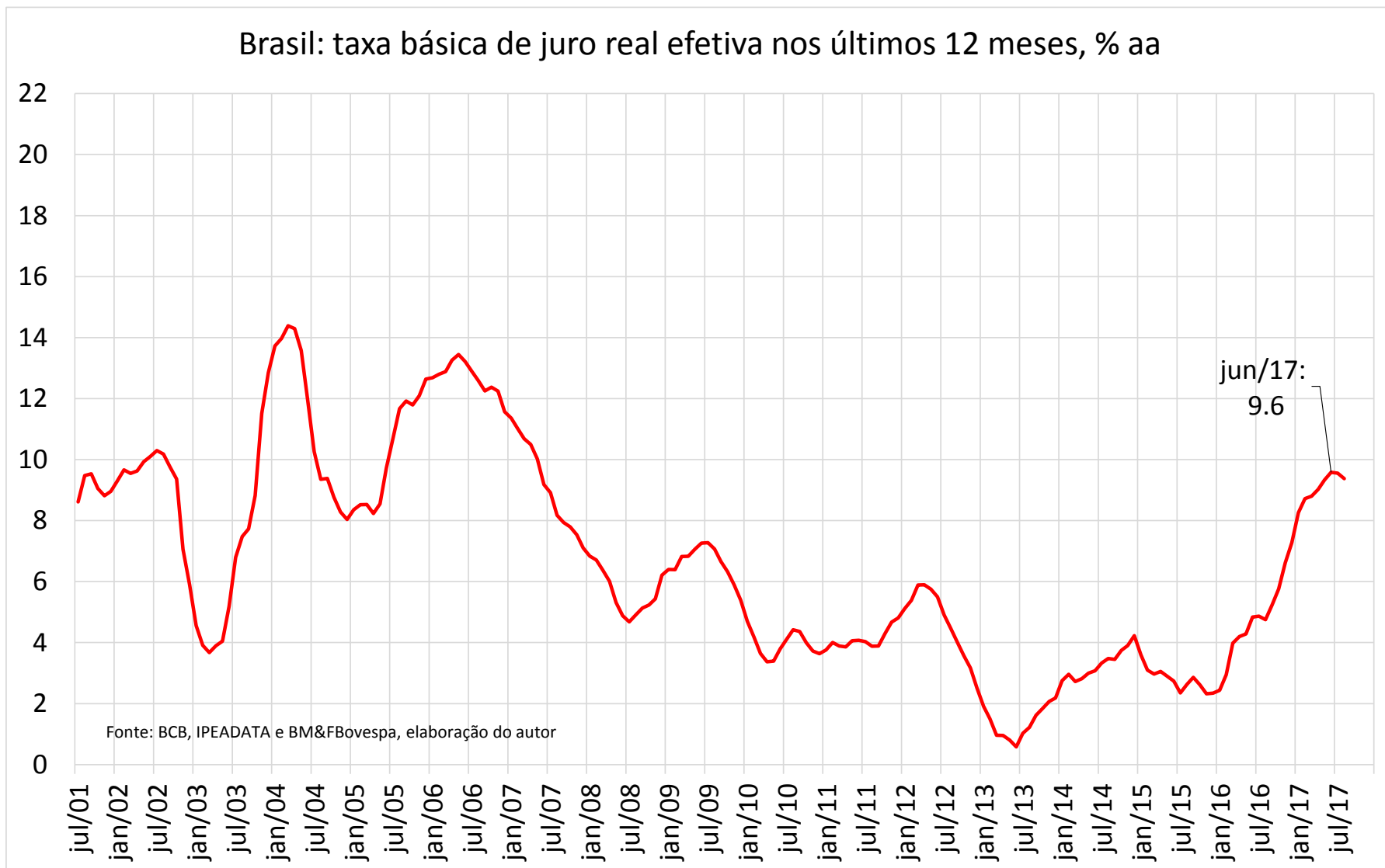
Taxa esperada: a taxa de juro real para os próximos 12 meses caiu para a faixa de 3% a 4% recentemente, indicando o retorno ao patamar pós-2011 (média de 5%).

Brasil: taxa de juro real esperada para os próximos 12 meses (%aa)

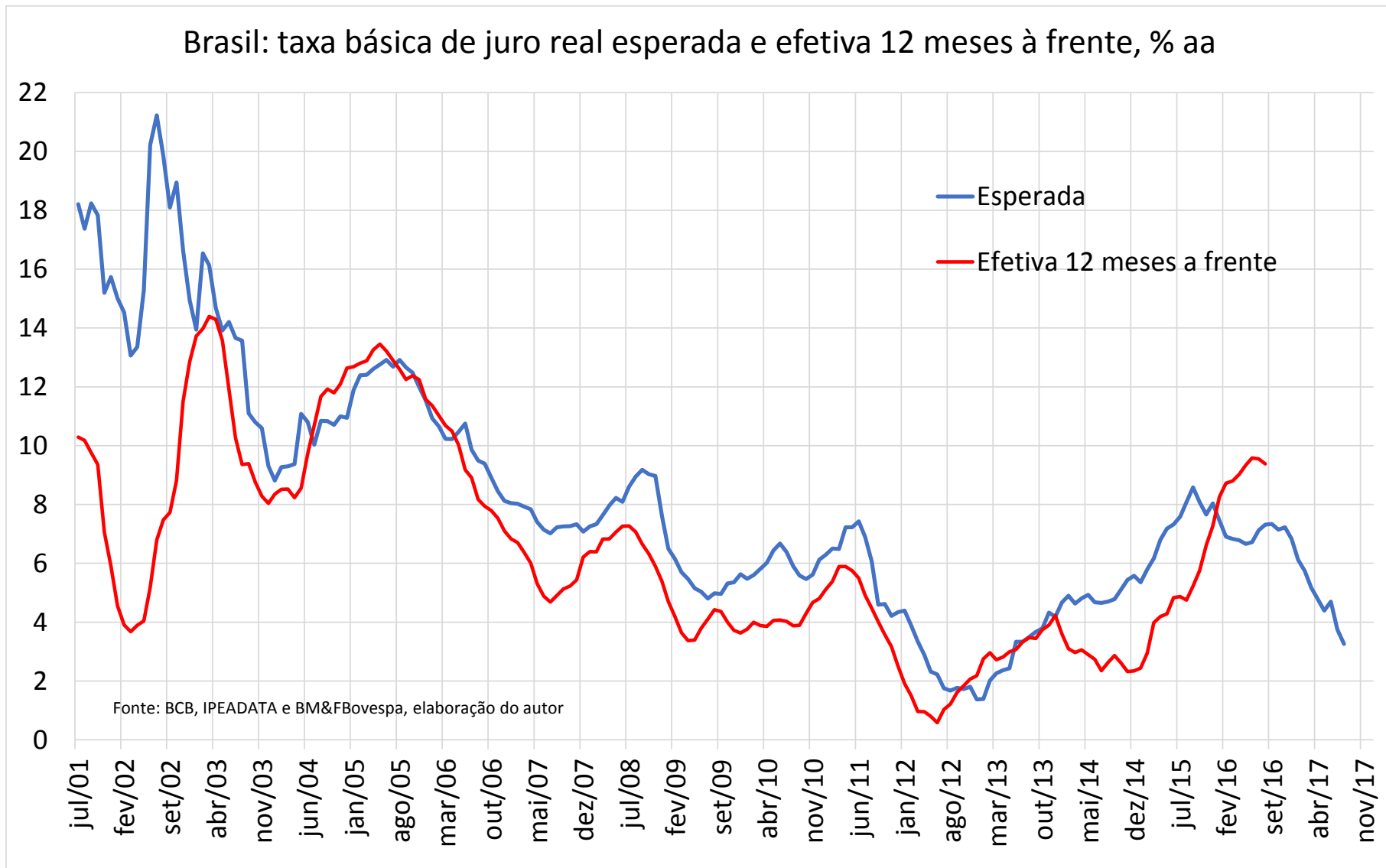


Fonte: BCB, IPEADATA e BM&FBovespa, elaboração do autor

Taxa efetiva: devido à lenta resposta do Copom à rápida desinflação, a SELIC real acumulada nos últimos 12 meses aumentou para quase 10% recentemente.



Expectativas e SELIC: a taxa esperada é um bom indicador da direção da taxa efetiva, mas o mercado voltou a subestimar às decisões do BC recentemente (assimetria de PM).



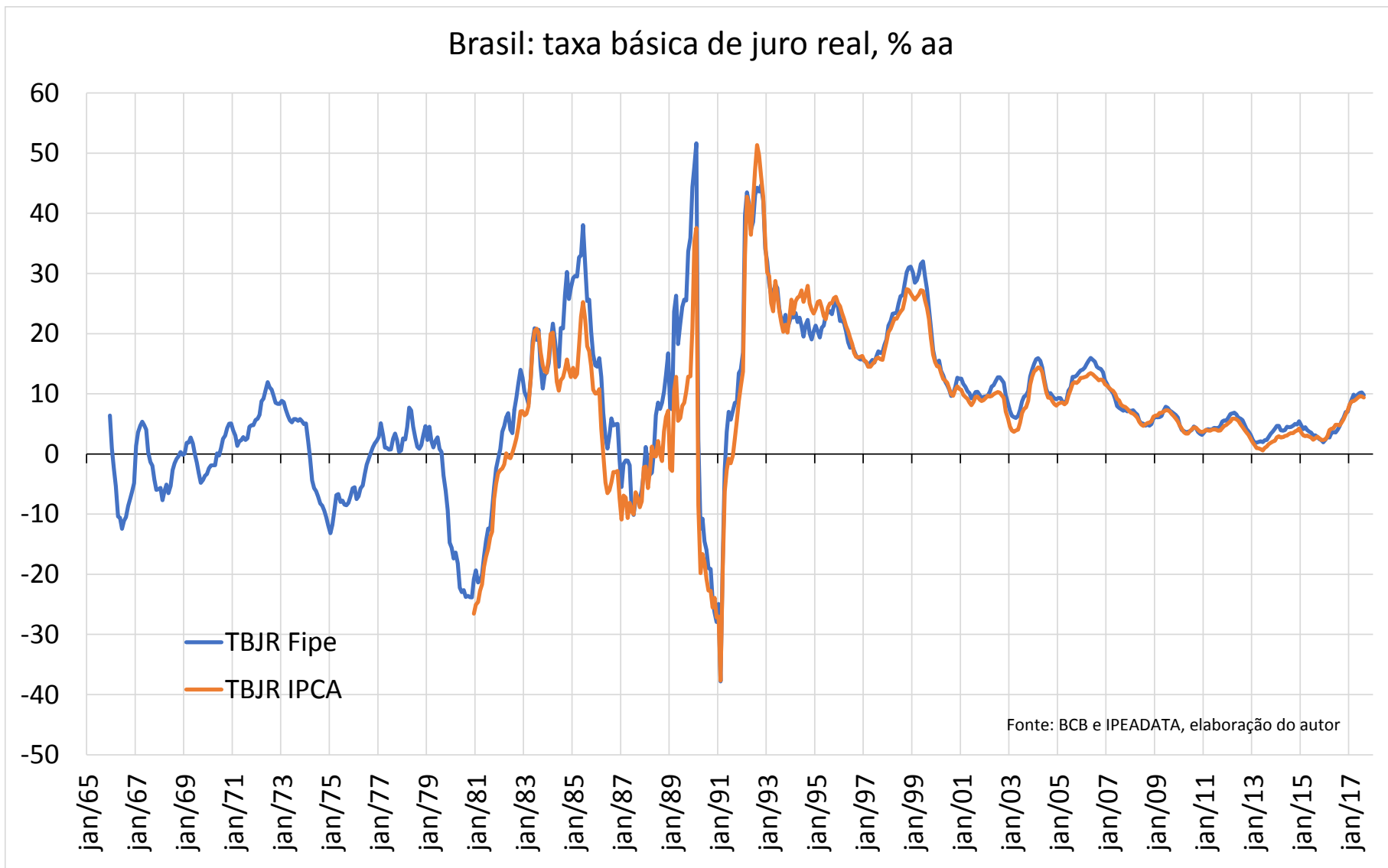
EXPLICAÇÕES PARA A ALTA TAXA BÁSICA DE JURO

Sete grupos de hipóteses para a elevada taxa básica real de juro

- 1) Preferências: aversão ao risco e taxa intertemporal de desconto (modelo RCK em concorrência perfeita)
- 2) Restrição fiscal: déficit público (fluxo) e dívida pública (estoque)
- 3) Restrição externa: atração de capitais (fluxo) e liquidez externa (estoque)
- 4) Ineficiência da política monetária: indexação de preços, indexação de taxa de juro, crédito direcionado, falta de autonomia do banco central
- 5) Incerteza: econômica, jurídica e institucional
- 6) Equilíbrios múltiplos: relação de mão dupla entre taxa de juro e crescimento da produtividade
- 7) Conflito distributivo: redistribuição regressiva de renda via orçamento (concorrência imperfeita e “rentismo”)

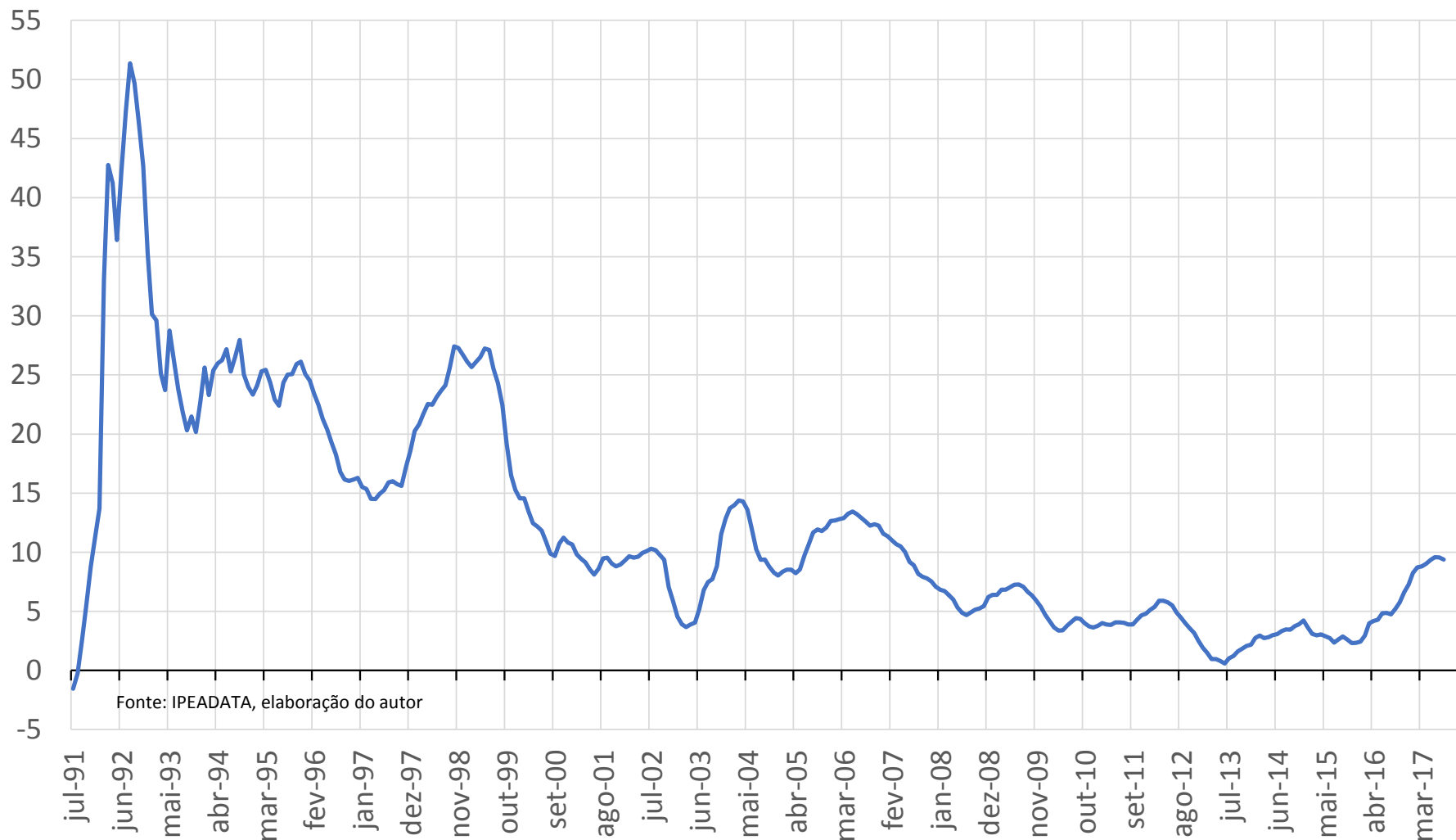
INDEPENDENTEMENTE DA EXPLICAÇÃO, A TAXA REAL VINHA CAINDO DESDE O INÍCIO DOS ANOS 1990 ... PELO MENOS ATÉ 2015

Taxa básica real: a taxa básica real elevada é um fenômeno “recente”, pós liberalização dos fluxos de capitais nos anos 1990 (Marcílio-Gro) – dominância cambial da taxa de juro.



Mudanças de regime: a taxa efetiva real vem caindo desde os anos 1990, de modo descontínuo, quando há redução da fragilidade financeira da economia (risco)

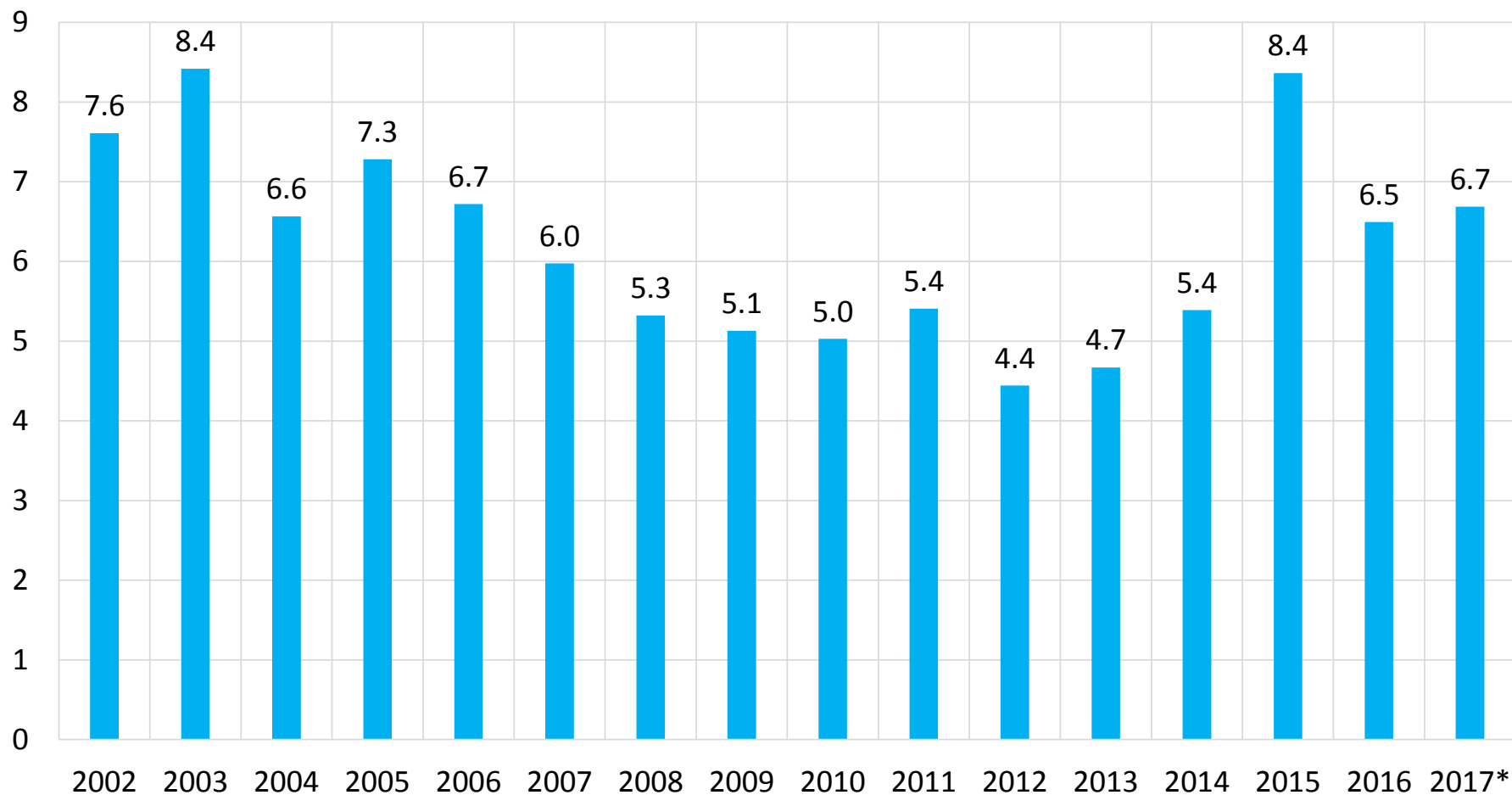
Taxa SELIC real (IPCA) acumulada em 12 meses, %aa



ORÇAMENTO E CONFLITO DISTRIBUTIVO

Pagamento de juros: desde 2002, os juros líquidos pagos pelo setor público flutuaram basicamente entre 5% e 7% do PIB – com dois “picos” (2003 e 2015) e um “vale” (2012)

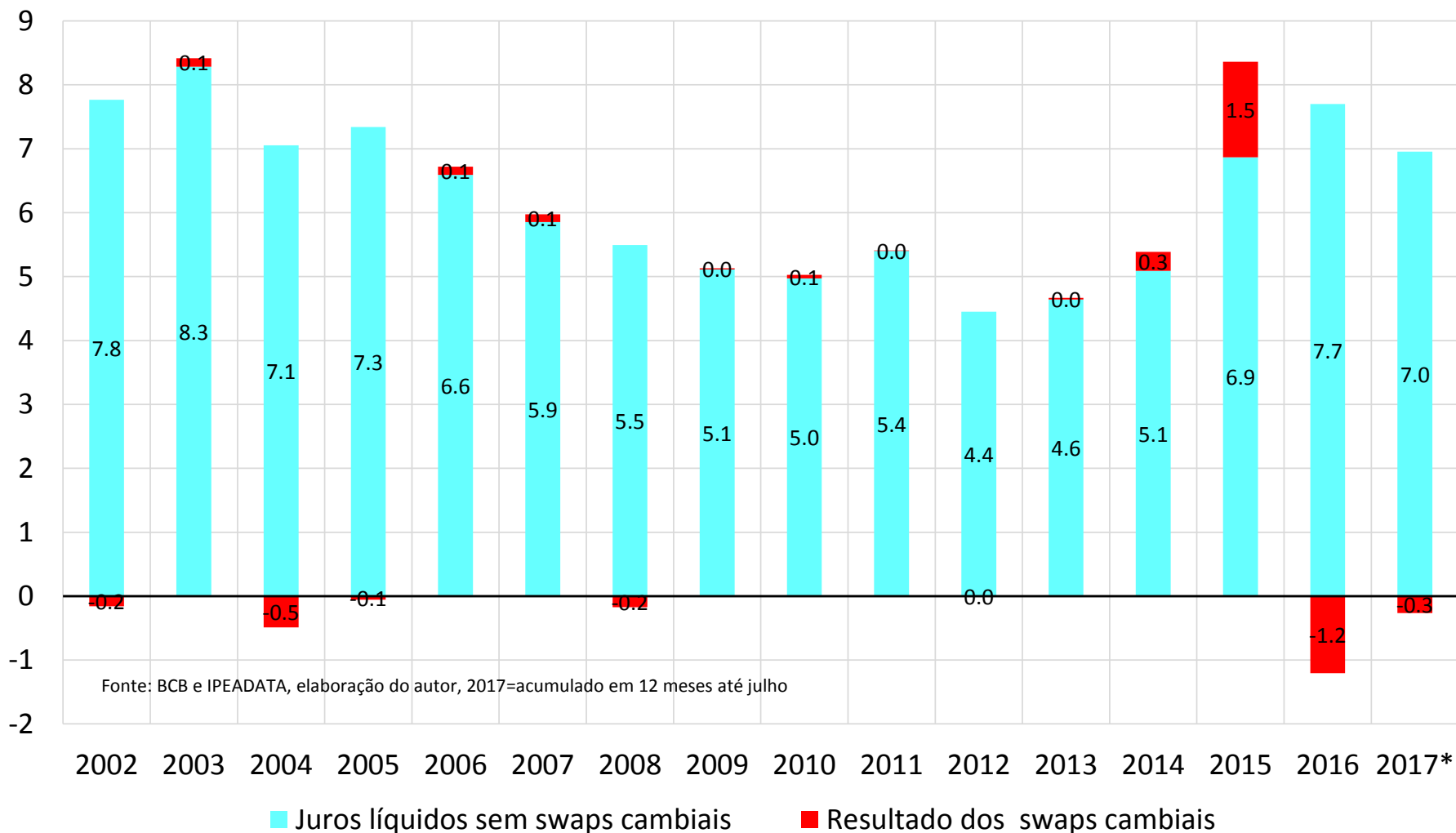
Brasil: Juros líquidos pagos pelo setor público, em % do PIB



Fonte: BCB e IPEADATA, elaboração do autor, 2017=acumulado em 12 meses até julho

Juros e swap: o custo dos swaps cambiais distorce o cálculo dos juros propriamente pagos pelo setor público. Excluindo o hedge cambial, os juros pagos estão em 7% do PIB hoje.

Brasil: Juros líquidos pagos pelo setor público, em % do PIB



Contabilidade do pagamento de juros líquidos pelo setor público

Com base na taxa básica de juro, é possível obter uma aproximação do custo de carteira do governo

$$D_L = D - A + H$$

$$J_L = i_D D - i_A A + R_{swap}$$

$$J_L = i_B (D - A) + (i_D - i_B)D + (i_B - i_A)A + R_{swap}$$

$$J_L = i_B (D_L - H) + C_{carteira} + R_{swap}$$

$$J_L = (r + \pi)(D_L - H) + C_{carteira} + R_{swap} + S$$

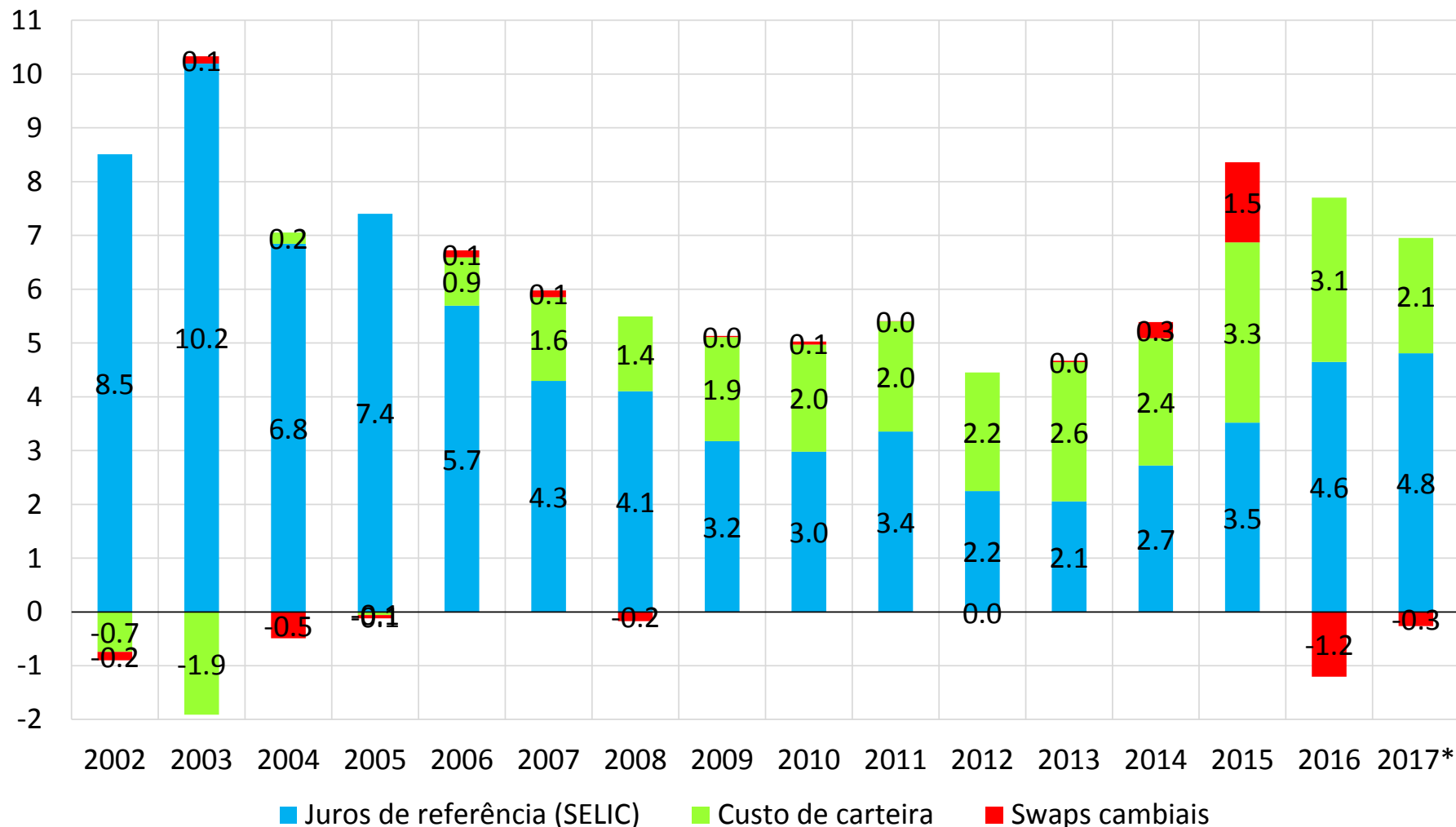
Termo de 2ª ordem

$$J_L = (r + \pi)(D_L - H) + C_{carteira} + R_{swap} + S \quad \text{(método 1)}$$

$$J_L = (r + \pi)D_L - i_B H + C_{carteira} + R_{swap} + \tilde{S} \quad \text{(método 2)}$$

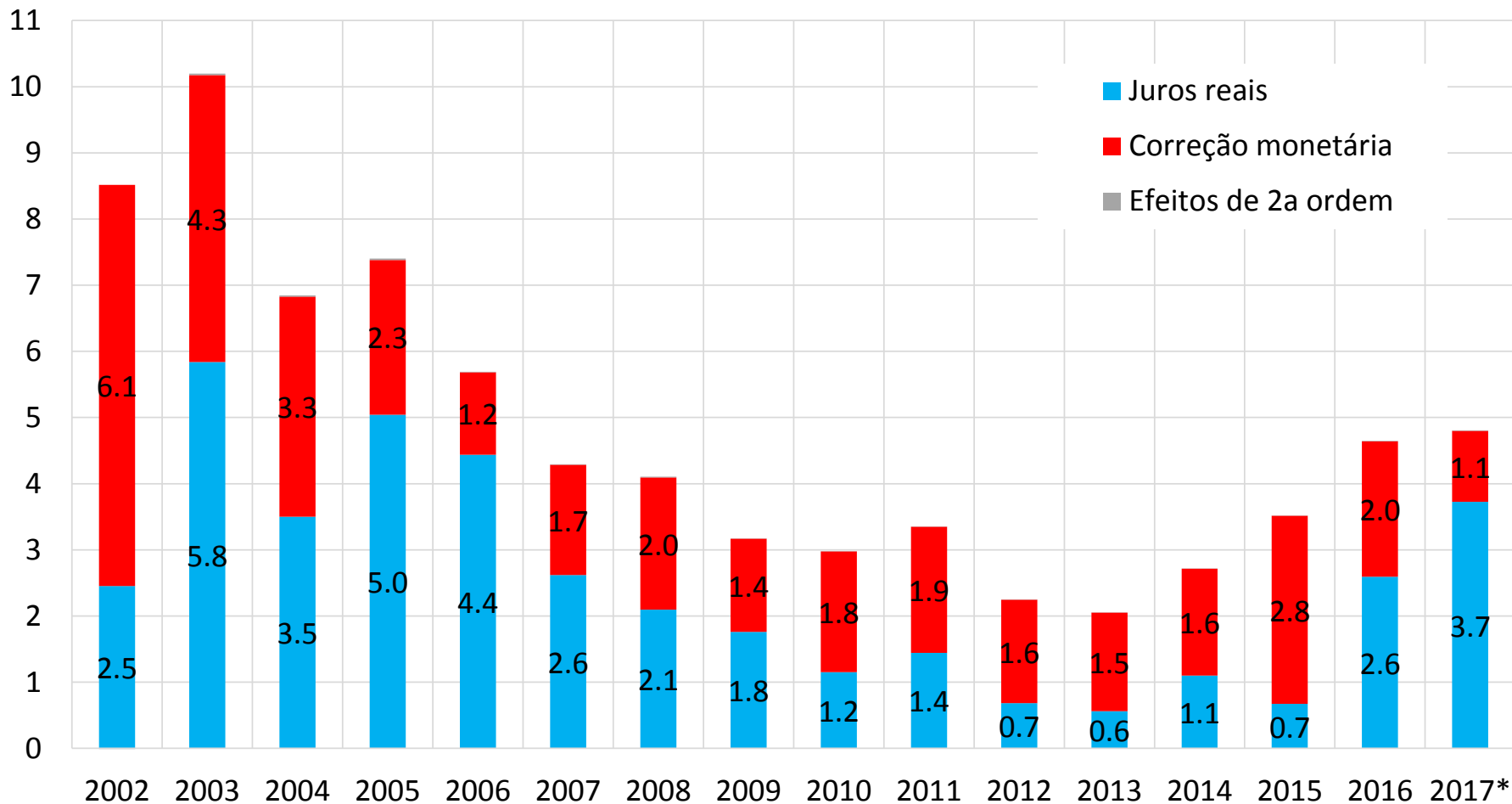
Custo de carteira: parte dos juros pagos pelo setor público pós 2016 deve-se ao carregamento de ativos financeiros de baixa remuneração (reservas e BNDES)

Brasil: juros reais pagos pelo setor público em % do PIB



Juros reais e correção monetária: considerando apenas os juros de referência, houve uma elevação de 3 pp do PIB nos juros reais desde 2015

Brasil: juros de referência (SELIC) pagos pelo setor público, em % do PIB

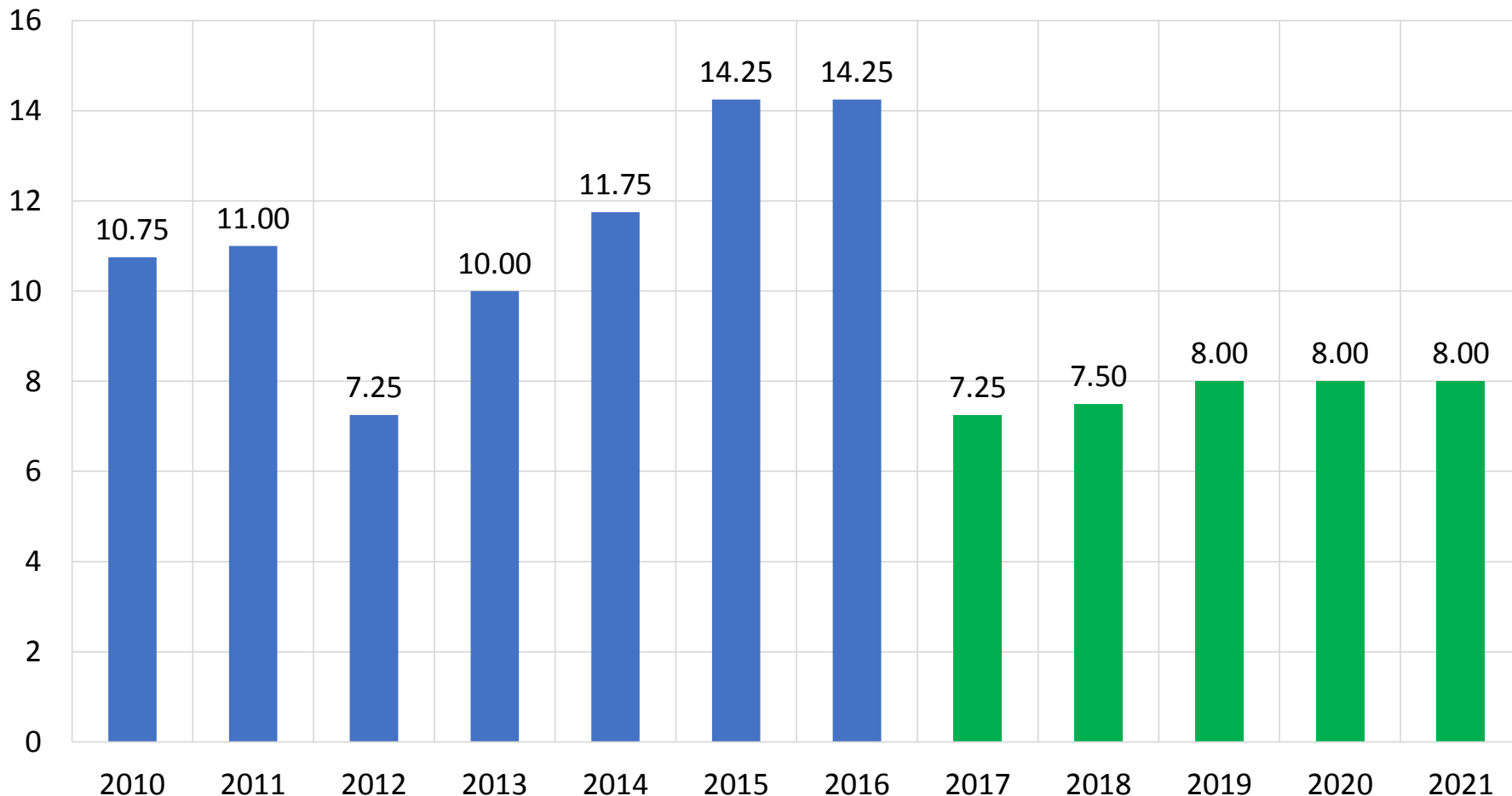


Fonte: BCB e IPEADATA, elaboração do autor

E PARA ONDE VAI A SELIC?

Perspectivas para a SELIC: as expectativas de mercado indicam uma taxa básica de juro real de 4% aa, no longo prazo. Isso significa uma redução do pagamento de juros reais para 2 pp do PIB, caso a dívida líquida se estabilize em 50% do PIB (metodologia 2)

SELIC no final do ano: valor efetivo e expectativa em % aa



Fonte: IPEADATA e BCB (Focus de 01/set/17), elaboração do autor