

Por que o nível da taxa de  
juros é tão alto no Brasil?

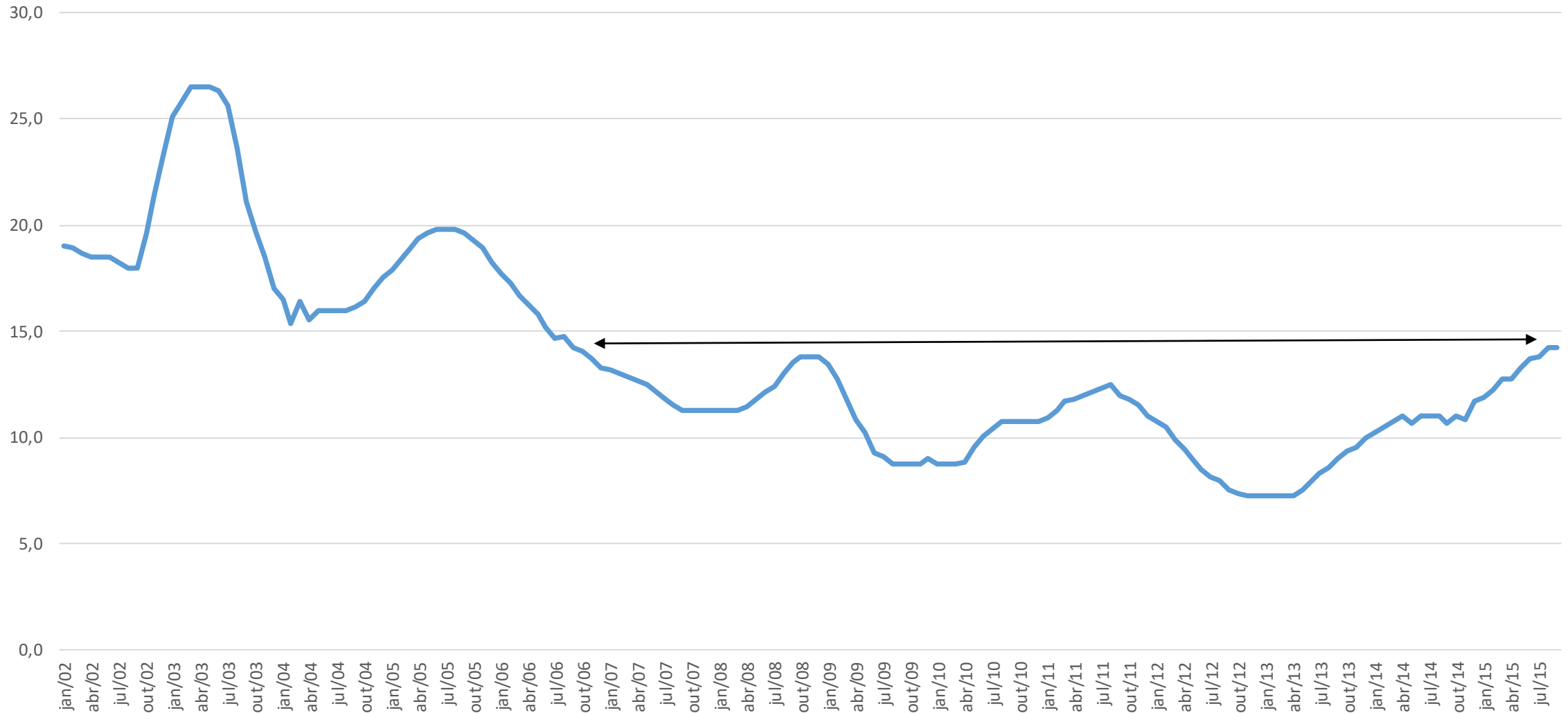
**Luiz Fernando de Paula**

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

# Alguns fatos estilizados

- Comparação internacional: Brasil (5,2% a.a.), China (3,6%), Tailândia 2,8%) em maio de 2015
  - 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.
- > estudos empíricos (modelo VAR) mostram que aumento da Selic tem reduzido impacto sobre a taxa de inflação

# Meta da taxa Selic (% a.a.) – 2002/2015



# Estrutura da apresentação

- Debate pós-crise sobre política monetária nos países desenvolvidos
- Algumas características dos países emergentes
- Regime de metas de inflação: características
- Desempenho do regime de metas de inflação no Brasil
- Possíveis explicações para elevadas taxas de juros no Brasil
- Implicações das taxas de juros elevadas
- Desafios atuais da política monetária

# Novo Consenso Macroeconômico - Mishkin (2011, p.3)

“1) A inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário; 2) a estabilidade de preços têm importante benefícios; 3) não existe nenhum trade-off de longo prazo entre desemprego e inflação; 4) expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia; 5) taxa real de juros precisa aumentar com maior inflação, i.e., vale a Regra de Taylor; 6) política monetária está sujeita ao problema de inconsistência temporal; 7) banco central independente ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária; 8) compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados da política monetária; 9) fricções financeiras desempenham um papel importante nos ciclos de negócio”.

# Regime de metas de inflação

- NCM estabelece que o RMI é o melhor arranjo institucional para conduzir a política econômica, uma vez que objetiva assegurar e manter baixas taxas de inflação e minimizar as flutuações do produto.
- Permite uma “discricionariedade restrita” ao combinar alguma flexibilidade com credibilidade de maneira ótima -> minimização das flutuações do produto em torno de sua tendência de longo prazo.
- RMI reduz os graus de liberdade de atuação da autoridade monetária para produzir surpresas inflacionárias que visem explorar o *trade-off* entre inflação e desemprego no curto prazo e amarra assim a política monetária ao objetivo central de estabilidade de preços.

# Equações fundamentais do RMI

- IS forward looking:  $y_t = a_1 y_{t-1} + a_2 E_t y_{t+1} - a_3 (i_t - E_t \pi_{t+1}) + g_t$
- Curva Phillips expectacional:  $\pi_t = b_1 y_t^* + b_2 \pi_{t-1} + b_3 E_t (\pi_{t+1}) + z_t$
- Regra de Taylor:  $i_t = r^* + c_1 y_{t-1}^* + E_t (\pi_{t+1}) + c_2 (\pi_{t-1} - \bar{\pi})$

# Desafios 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 predominantemente 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).



# Debate pós-crise sobre política monetária nos países desenvolvidos

- Evitar adotar uma meta de inflação muito baixa.
- Orientação para frente da política monetária (*“forward guidance”*)
- Regulação macroprudencial -> política financeira
- Política fiscal: “espaço fiscal”
- Outros objetivos (estabilidade financeira, taxa de câmbio, etc.), novos instrumentos

# Evidências empíricas sobre desempenho RMI

- Estudos empíricos (Gonçalves e Salles, 2008; Brito e Bystedt, 2010, Angeriz e Arestis, 2010, entre outros) não são conclusivos em demonstrar evidências robustas de que os países emergentes que adotam RMI tem uma performance melhor em termos de maior crescimento econômico e menor inflação (redução da volatilidade) em relação aos países que não adotam.
- Portanto, não há um regime de política econômica ótimo, pois outros regimes que não regime de metas podem ter boa performance em termos de estabilidade e crescimento.

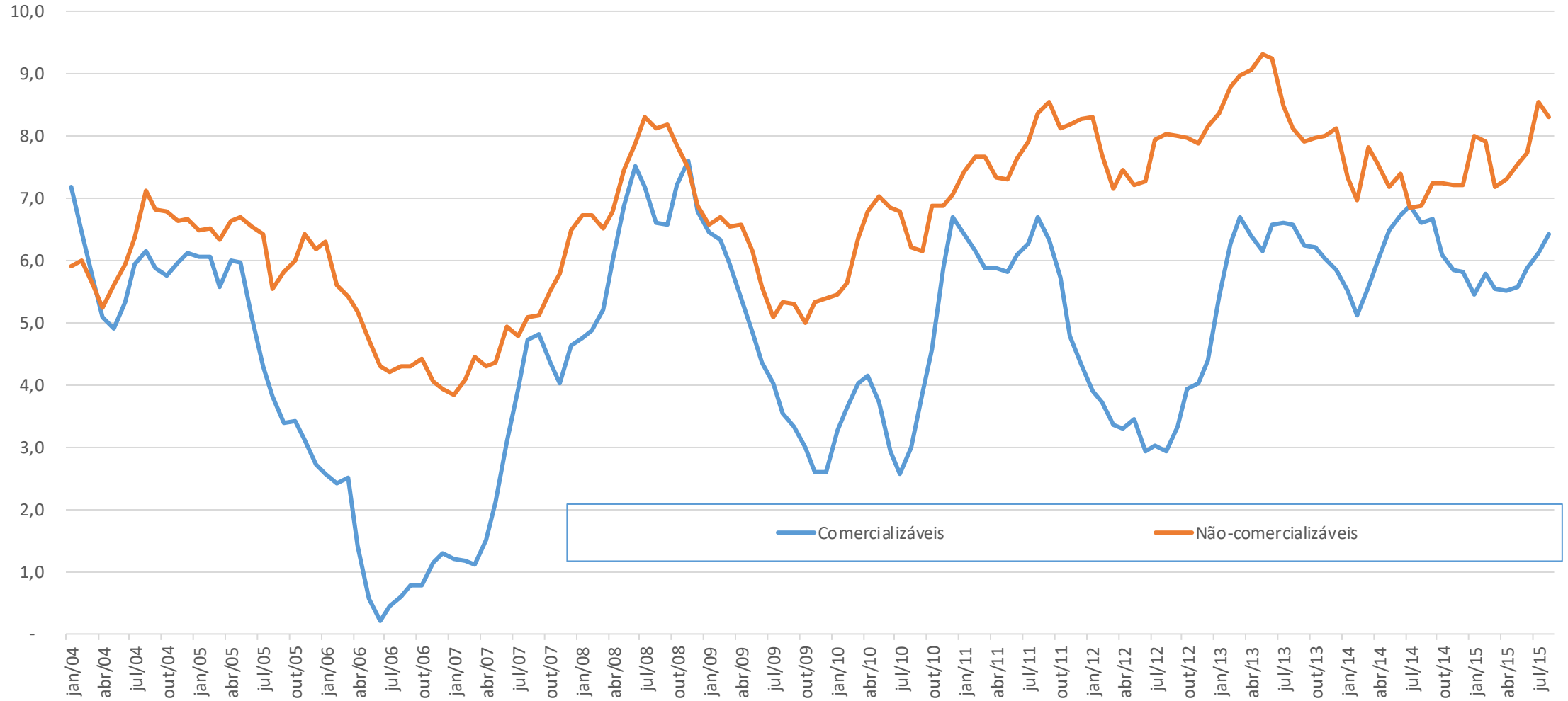
# Regime de metas de inflação: características

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

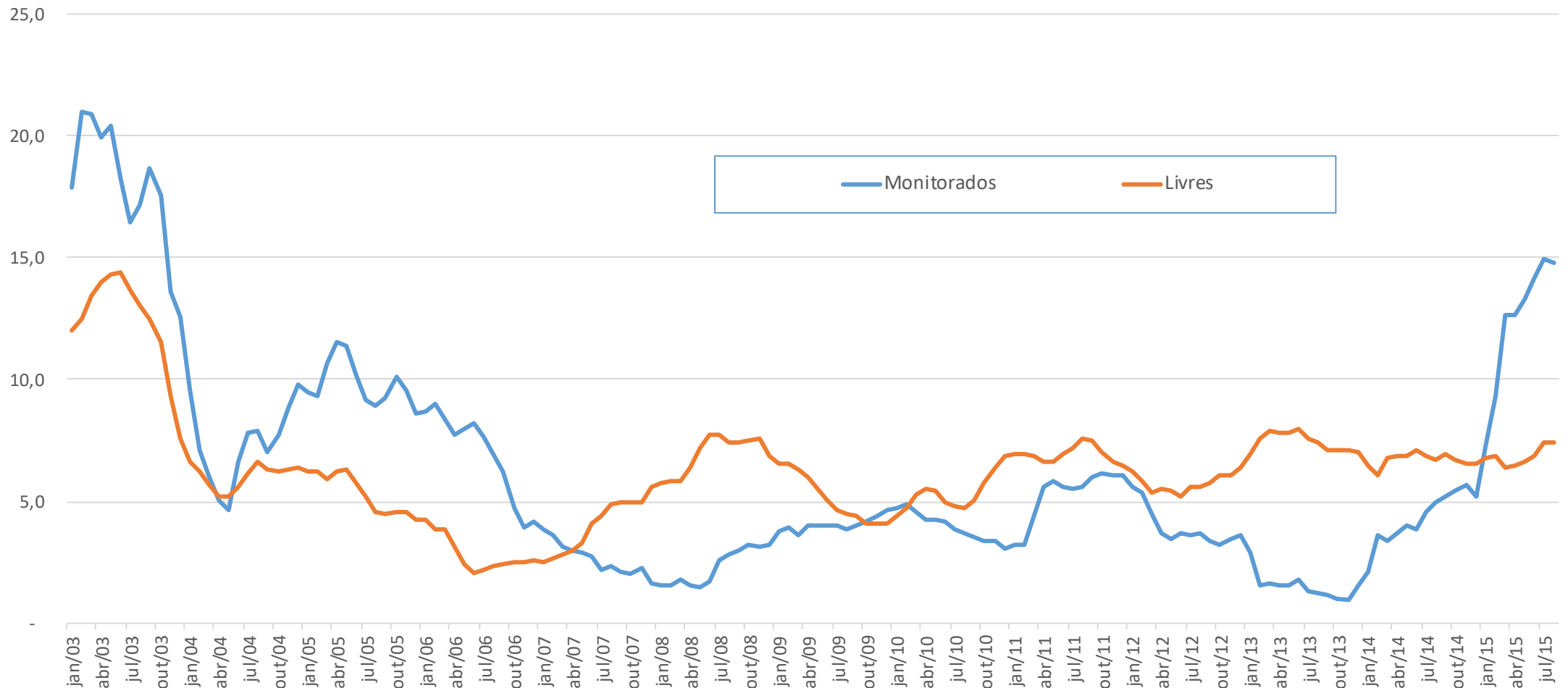
# Metas para o IPCA e Taxa de Inflação Observada: 1999-2014

Ano	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites inferior e superior	Verificado (IPCA)	Cumprimento da meta
1999	8,00	2	6,0-10,0	8,94	Sim, com desvio > 0
2000	6,00	2	4,0-8,0	5,97%	Sim
2001	4,00	2	2,0-6,0	7,67%	Não
2002	3,50	2	1,5-5,5	12,53%	Não
2003*	3,25	2	1,25-5,25		
	4,00	2,5	1,5-6,5	9,30%	Não
2004*	3,75	2,5	1,25-6,25		
	5,50	2,5	3,0-8,0	7,60%	Sim, com desvio > 0
2005	4,50	2,5	2,0-7,0	5,69%	Sim, com desvio > 0
2006	4,50	2	2,5-6,5	3,14%	Sim, com desvio < 0
2007	4,50	2	2,5-6,5	4,46%	Sim
2008	4,50	2	2,5-6,5	5,90%	Sim, com desvio > 0
2009	4,50	2	2,5-6,5	4,31%	Sim, com desvio < 0
2010	4,50	2	2,5-6,5	5,91%	Sim, com desvio > 0
2011	4,50	2	2,5-6,5	6,50%	Sim, com desvio > 0
2012	4,50	2	2,5-6,5	5,84%	Sim, com desvio > 0
2013	4,50	2	2,5-6,5	5,91%	Sim, com desvio > 0
2014	4,50	2	2,5-6,5	6,41%	Sim, com desvio > 0

# IPCA: preços comercializáveis e não-comercializáveis



# Preços livres e monitorados



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

- Prevalência do “overnight” no Brasil: LFTs e operações compromissada
- > Salto e Ribeiro (2015): dívida pública atrelada a Selic cresceu de 39,2% dez/2006 para 40,7% abril/2015
- Inexistência de uma curva de rendimentos para prazos de maturação mais longos.
- Efeito contágio da dívida pública
- Efeito riqueza invertido
- Elevada participação dos preços administrados (cerca de 30%).

# Algumas explicações para elevadas taxas de juros:

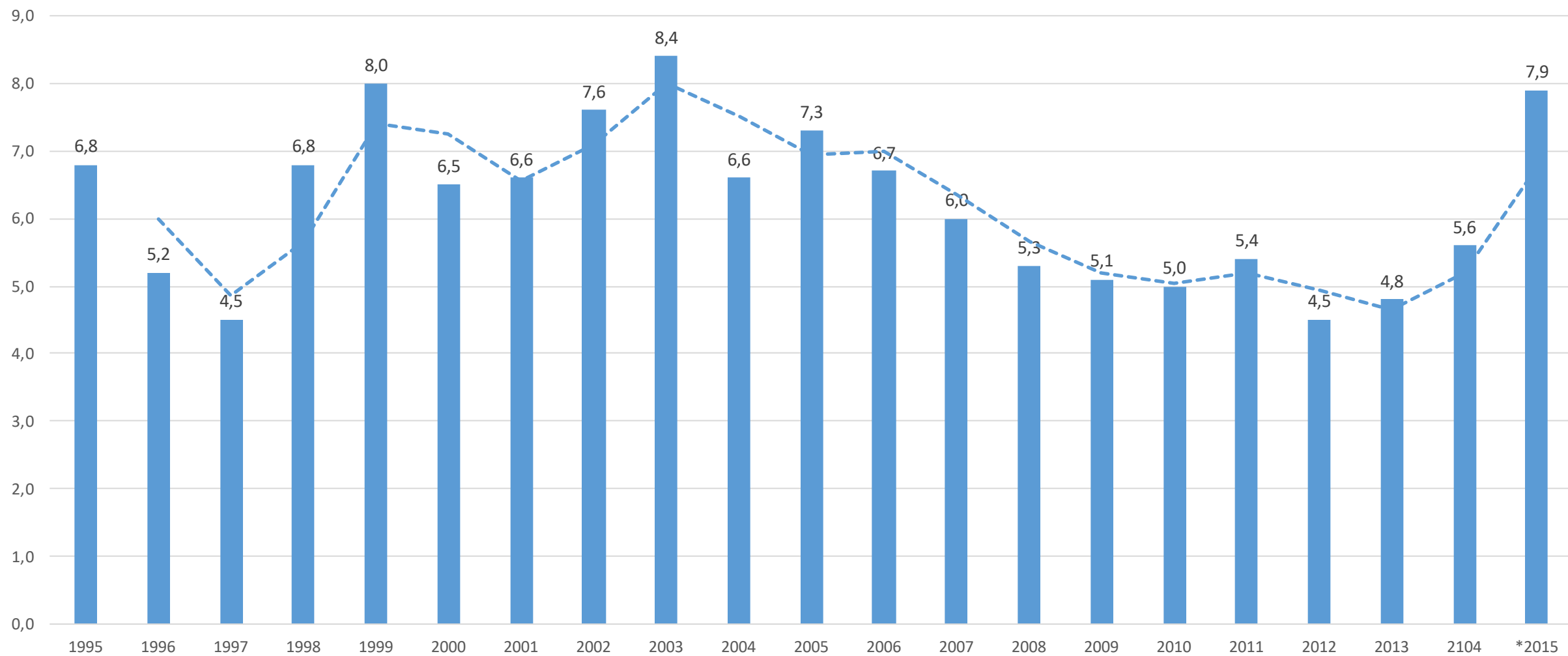
- Altas taxas de juros aumento risco de default (risco-país).
- Convenção “pró-conservadorismo” da política monetária
  - > própria manutenção da tx juros em níveis elevados gera receio de redução mais acentuada.
  - > como sair de um equilíbrio ruim para um equilíbrio “bom”?
  - > coalização de interesses “rentistas” para manutenção de juros elevados.
- Concepção fiscalista
  - > Fragilidade das contas públicas encarece rolagem da dívida
  - > Política fiscal é demasiadamente expansionista que eleva tx juros



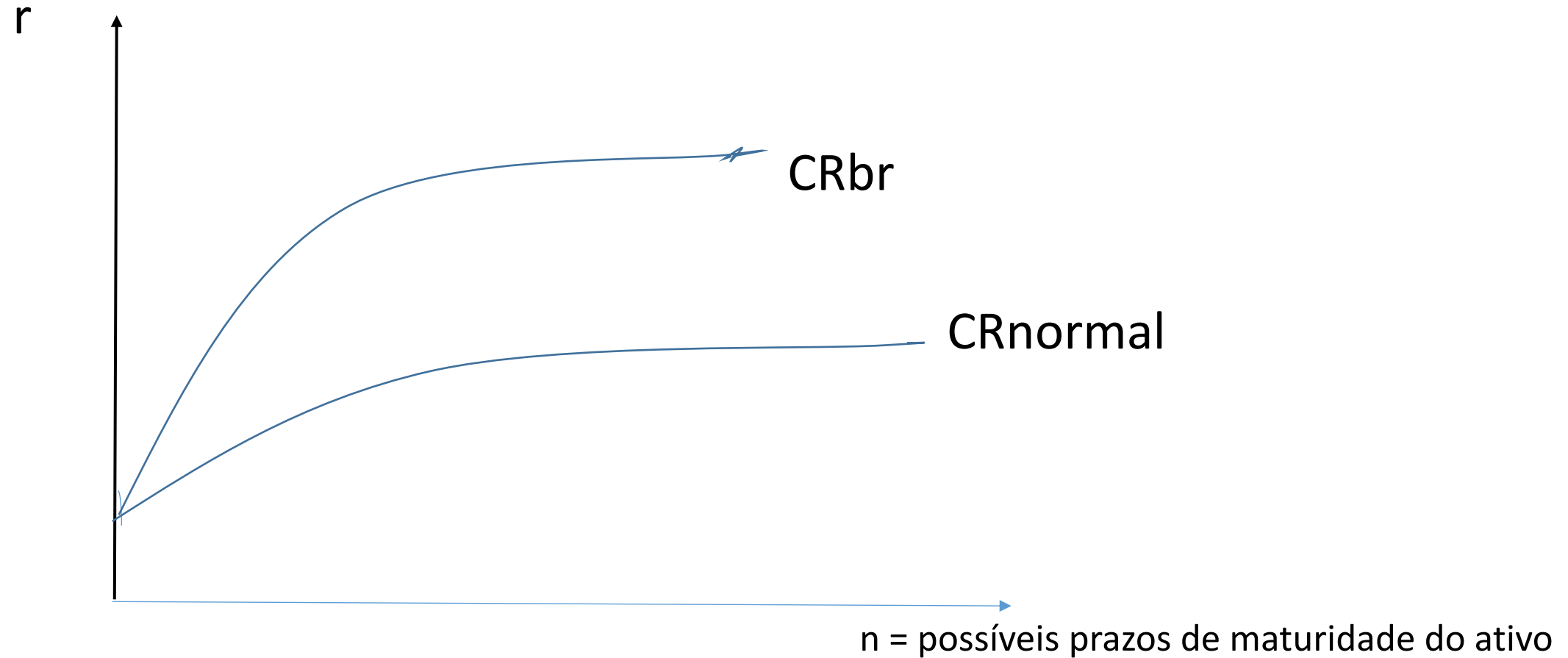
# Implicações das taxas de juros elevadas

- Efeitos não neutros sobre taxa de investimento e consequentemente sobre o produto potencial da economia.
- Efeitos sobre a dívida pública, sobretudo quando parte da dívida ainda é indexada. DADOS
- Taxa de juros elevada estimula o “curto-prazismo” e inviabiliza colocação de títulos de maturidade mais longa e uma curva de rendimentos “normal” longa.

# Gasto com juros da dívida (% PIB)



# Curva de rendimentos no Brasil



# Algumas conclusões...

- Brasil é um dos poucos países que apresenta uma meta anual (ano calendário) como horizonte da meta de inflação. A implicação mais imediata é que face a choques de oferta, o BC tem que responder imediatamente a tais choques.
- Estudos empíricos, de modo geral, não são conclusivos em encontrar evidências de que os países emergentes que adotam o RMI têm uma performance melhor em termos de maior crescimento econômico e menor inflação em comparação aos países que não adotam.
- Países emergentes enfrentam desafios específicos para colocar em funcionamento o RMI, relacionados ao maior repasse cambial sobre preços domésticos, à dificuldade de previsão da inflação e, de modo geral, à maior amplitude de obrigações em moeda estrangeira.

# Algumas conclusões...

- Estudos empíricos, ao avaliarem os efeitos da política monetária no Brasil sobre produto e emprego, encontram evidências de que o RMI - na forma em que é operado no Brasil - tem efeitos colaterais negativos sobre o nível de produto e renda no país.
- O fato da taxa de inflação no Brasil estar acima da média dos países que adotam este regime decorre em parte da tendência ao longo dos últimos anos de elevação do salário real e mudança na distribuição de renda.
- Congelamento dos preços administrados (energia elétrica, gasolina) revelou-se um equívoco, levando a um represamento nos preços.

# Desafios

- Taxa de juros baixa é condição *sine qua non* para desenvolvimento de relações financeiras de longo prazo.
- Eliminar resquícios da indexação no Brasil, em particular a indexação financeira (alongar prazos das operações compromissadas e reduzir LFTs).
- Adotar uma política anti-inflacionária mais abrangente (estoques amortecedores, preços administrados, política de rendas....).
- A médio prazo rever parcialmente institucionalidade do regime de metas de inflação: mudança no horizonte da meta, meta de câmbio etc.

# Obrigado!

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