FIESP | DEPARTAMENTO DE COMPETITIVIDADE E TECNOLOGIA

SEMINÁRIO
É POSSÍVEL REDUZIR A TAXA BÁSICA DE JUROS

José Ricardo Roriz Coelho
Vice-Presidente da FIESP
Diretor Titular do DECOMTEC

03 de outubro de 2016

1 A taxa de juros básica brasileira é muito alta

2 Por que a taxa de juros brasileira é elevada?

3 Efeitos da taxa básica de juros elevada

4 Propostas

1 A taxa de juros básica brasileira é muito alta

2 Por que a taxa de juros brasileira é elevada?

3 Efeitos da taxa básica de juros elevada

4 Propostas

Brasil apresenta taxa real de juros superior a países da América Latina

Média do período:
Brasil: 5,63%
Demais Países: 1,07%

Fonte: FMI e Banco Central do Brasil; Elaboração DECOMTEC / FIESP

Brasil apresenta taxa real de juros superior a países desenvolvidos

Média do período:
Brasil: 5,63%
Demais Países: -0,25%

Fonte: FMI e Banco Central do Brasil; Elaboração DECOMTEC / FIESP

Taxa Selic: persistentemente elevada, mesmo com queda em alguns anos

Médias da taxa de juros e inflação (% a.a.)

	A. Fraga	Meirelles	Tombini
	2000-2002	2003-2010	2011-2015
Nom.	18,1	14,9	11,0
Real	10,2	8,3	3,3
Inflação (dif.)	7,2	6,0	7,5

Entre 2000 e 2015, o juro real esteve em média 2,6 p.p. acima da regra da paridade

<u>Regra da Paridade da Taxa de Juros</u>: taxa real de juros igual à taxa real de juros dos EUA somada ao risco país, que mede a **probabilidade de um calote da dívida brasileira**

Taxa real de juros observada e estimada

Diferença entre a taxa real observada e estimada

Em outros países emergentes isso não aconteceu.

Taxa Real de Juros - Média 2000 a 2015 (% a.a.)

	Observada	Pela Regra Paridade	Dif (p.p.)
Brasil	7,10	4,50	**2,60**
Média Emergentes (9 países)	**2,01**	**2,48**	**- 0,47**

África do Sul, Chile, Colômbia, Egito, Filipinas, Indonésia, México, Peru e Turquia

- No Brasil, a taxa real de juros esteve 2,6 p.p. acima da taxa prevista pela regra da paridade, entre 2000 e 2015.
- Média de 9 países emergentes: taxa real de juros 0,47 p.p. abaixo da regra da paridade.

É verdade que o Banco Central não utiliza a regra da paridade como baliza para o estabelecimento da Selic, mas essa diferença tão grande indica que sempre houve algo de errado na taxa de básica juros da economia brasileira.

1 A taxa de juros básica brasileira é muito alta

2 **Por que a taxa de juros brasileira é elevada?**

3 Efeitos da taxa básica de juros elevada

4 Propostas

- É evidente que a situação fiscal influencia a taxa de juros real de um país, e que sua deterioração contribui para o aumento do juros real.
- Contudo, **a taxa de juros real brasileira tem sido sistematicamente elevada**, mesmo quando a situação fiscal era melhor do que a atual.
- Diversos **argumentos costumam ser utilizados para justificar o nível elevado de juros real no Brasil**, entre eles destacam-se:

1) Resultado primário insuficiente

2) Elevado nível da dívida pública

3) Elevada parcela da dívida pública atrelada a Selic

4) Prazo curto da dívida pública

Quais argumentos costumam justificar a taxa de juros real elevada no Brasil?

1) Resultado Primário

O resultado primário brasileiro era elevado e positivo de 2005 até 2014 e mesmo assim o juro real era alto e acima da regra da paridade.

Ainda que a piora do resultado primário no último ano tenha contribuído para a elevação recente do juro real brasileiro, como justificar o alto juro real persistente e acima da regra da paridade?

Fonte: BCB; Elaboração DECOMTEC / FIESP.

Entre 2011 e 2015, o Brasil apresentou um resultado primário médio muito melhor do que outros países emergentes, mas, mesmo assim, é o que teve a maior taxa de juros real.

Fonte: FMI e Trading Economics; Elaboração DECOMTEC / FIESP.

Quais argumentos costumam justificar a taxa de juros real elevada no Brasil?

2) Nível da dívida pública

De fato, o nível da dívida no Brasil é elevado em comparação com outros países emergentes.

Quando analisadas as dívidas brutas dos países emergentes, o Brasil apresenta o quinto maior endividamento, com cerca de 20p.p. do PIB acima da média.

Fonte: FMI. A dívida bruta brasileira segundo FMI é adequada para comparação internacional, mas difere da metodologia usada pelo Banco Central.
Elaboração; Decomtec / FIESP

Contudo, a dívida pública não é elevada somente no Brasil. Outros países têm uma taxa de juros real bem mais baixa que a brasileira e elevado nível de dívida pública.

Diversos países como Uruguai, Hungria, Índia e Egito têm dívida bruta do governo geral maior do que a brasileira, mas as taxas de juros reais nesses países não são tão elevadas como no Brasil.

Fonte: FMI e Trading Economics; Elaboração DECOMTEC / FIESP.

Quais argumentos costumam justificar a taxa de juros real elevada no Brasil?

3) Composição da dívida pública

A dívida brasileira tem composição desfavorável

Estrutura da Dívida Bruta do Governo Geral (jul/2016)

Fonte: Tesouro Nacional; Elaboração; Decomtec / FIESP

Essa elevada parcela da dívida pública atrelada a taxa de juros SELIC afeta a eficácia da política monetária.

- Isso determina um piso muito elevado para a taxa de juros de títulos de longo prazo, que, no Brasil, dificilmente remuneram a uma taxa superior a SELIC.
- Nos demais países, além da taxa de juros da política monetária ser bem menor do que a SELIC, a taxa de juros de longo prazo é claramente maior do que a taxa de juros da política monetária.

Consequência

Há concentração da dívida pública e dos ativos financeiros no curto prazo.

Juros 2015	Juros Política Monetária (%a.a.)[1]	Juros de títulos públicos de 10 anos (%a.a.)[2]	Diferença (%)
África do Sul	6,25	8,29	-25%
Chile	3,35	4,69	-29%
Colômbia	5,75	7,26	-21%
Indonésia	7,50	8,17	-8%
México	3,25	6,04	-46%
Turquia	7,25	9,43	-23%
Média (exc. Brasil)	***5,56***	***7,31***	***-24%***
Brasil	***14,25***	***12,7***	***12%***

1) Média de 2015; 2) The Economist 01/07/2015. Fonte: IFS/FMI, The Economist. Elaboração: DECOMTEC/FIESP

Quais argumentos costumam justificar a taxa de juros real elevada no Brasil?

4) Prazo da dívida pública

De fato, a dívida pública brasileira está mais concentrada no curto prazo do que em outros países.

Composição da dívida pública em países selecionados (%) – 2013

Fonte: Salto (2015).

- O elevado percentual da dívida concentrado no curto prazo no Brasil deve-se especialmente ao intenso volume de operações compromissadas (25% da dívida pública em 2016), que não encontra paralelo nos outros países.

E, dessa forma, o prazo médio da dívida pública no Brasil é muito baixo na comparação internacional incluindo emergentes.

Se ajustasse o prazo médio da dívida pública no Brasil pelas operações compromissadas, o prazo seria ainda menor, de **2,8 anos**.

Fonte: BIS; Brasil: Tesouro Nacional e BCB (ajustado por compromissadas); Elaboração; Decomtec / FIESP

O prazo curto da dívida e seu elevado nível fazem com que o esforço de rolagem da dívida brasileira em um ano seja muito alto.

Fonte: Fiscal Monitor/FMI;
Brasil: Tesouro Nacional e BCB (ajustado pelas compromissadas).
Elaboração; Decomtec / FIESP

- O gráfico mostra a parcela da dívida (em % do PIB) que vencerá nos próximos 12 meses.
- Na média de 2011 a 2015, o Brasil necessitou rolar 18,4% do PIB em dívida em um ano.
- Apenas Egito e Paquistão estão em situação pior que o Brasil, necessitando maior esforço de rolagem da dívida.

Apesar disso, por que outros países com a mesma dificuldade de rolar a dívida em um ano não apresentam taxas de juros reais tão elevadas como a nossa?

Com 18,4% de dívida sendo rolada em um ano, há um esforço de rolagem com juros elevados no Brasil. Na Hungria e no Paquistão, com rolagem de cerca de 20% do PIB em dívidas no ano, as taxas de juros reais são mais baixas que a brasileira.

Fonte: Fiscal Monitor/FMI; Trading Economics; Brasil: Tesouro Nacional e BCB (ajustado pelas compromissadas) - Elaboração DECOMTEC / FIESP.

Conclusão

- Outro argumento utilizado para justificar a elevada taxa de juros real brasileira é a alta participação do crédito direcionado, pois este reduziria o efeito da taxa de juros sobre a demanda agregada, diminuindo o efeito da política monetária sobre a inflação. Vale ressaltar, contudo, que grande parte do crédito direcionado é voltado para investimentos, que ampliam a capacidade de oferta da economia, reduzindo a pressão sobre a inflação.

Os argumentos apresentados que costumam ser utilizados para justificar a taxa de juros real elevada no Brasil, apesar de importantes, não são suficientes para explicar a discrepância do juro real brasileiro frente as demais economias em desenvolvimento, visto que muitas delas enfrentam situações semelhantes e têm um juro real muito inferior.

1 A taxa de juros básica brasileira é muito alta

2 Por que a taxa de juros brasileira é elevada?

3 Efeitos da taxa básica de juros elevada

4 Propostas

1) Alto custo para o setor público: pagamento de Juros da dívida

- Atualmente a conta de juros do governo está em R$ 430 bilhões/ano ou 7% do PIB.
- Um aumento de 1p.p. na Selic causa um impacto de R$ 926,3 milhões ao mês no pagamento de juros da dívida pública*.

* Pagamento de Juros do Governo Geral (todas as esferas de governo), em Maio de 2016. Contando somente o impacto direto da Selic em títulos pós-fixados e nas operações compromissadas. Fonte: Banco Central. Elaboração: Decomtec/Fiesp

2) Alto custo para o sociedade: baixo crescimento econômico

Taxa de juros (real) e crescimento do PIB
média de 2005 a 2015

- Não há país entre os emergentes com elevada taxa de juros real e alto crescimento do PIB.
- O Brasil apresenta elevado juros real e crescimento do PIB abaixo da média dos emergentes.

Obs.: México (2008 a 2015) e Rússia (2011 a 2015). Fonte: FMI, WDI e IBGE. Médias do crescimento do PIB e da taxa básica de juros real ponderadas pelo PIB de cada economia. Elaboração DECOMTEC / FIESP

3) A Selic elevada impede o crescimento do mercado de crédito e de capitais no Brasil

FIESP DEPARTAMENTO DE COMPETITIVIDADE E TECNOLOGIA

Efeitos

- Mercado financeiro concentrado em ativos de curto prazo
- "Cultura do DI": expectativa entre aplicadores e mercado financeiro é que investimentos tenham alta rentabilidade e liquidez, herança da época de hiperinflação
- **Não há um mercado financeiro e de capitais voltados para o financiamento de longo prazo**:
  - O crédito para o setor privado tem taxas muito elevadas
  - O mercado de debêntures e títulos corporativos é restrito
  - Lançamento de ações em Bolsa de Valores não é viável para a maior parte das empresas

4) Tendência à sobrevalorização cambial

Nos períodos em que a taxa de juros brasileira esteve acima da regra da paridade (**diferencial positivo de juros**) ocorreu uma **valorização do Real**.

A sobrevalorização tinha sido superada em 2015, mas já voltou a ser um problema: depois de ter fechado 2015 em 4,0 R$/US$, o câmbio já está na casa dos 3,20 R$/US$ em Julho de 2016.

Fonte: CEMAP – FGV; Banco Central e Ipeadata. Estimação e Elaboração: Decomtec/Fiesp

5) Impactos na indústria:
Juros e Câmbio respondem por 16,5 p.p. dos 30,1% (ou 55% do total) de diferencial de preço entre o produto industrializado nacional e importado

Diferencial de Preços – Brasil e Principais Parceiros[1] Comerciais - 2008 a 2015	
	% do preço
1. Custo Brasil	**25,2**
1.1 Tributação: Carga e Burocracia	13,7
1.2 Juros sobre Capital de Giro	5,8
1.3 Energia e matérias primas	3,2
1.4 Infraestrutura Logística	1,5
1.5 Custos extras de serviços a funcionários	0,7
1.6 Serviços non tradables	0,3
2. Desalinhamento Cambial	**10,7**
3. Outros componentes[2]	**-5,9**
TOTAL	**30,1**

O Custo Brasil e o Desalinhamento Cambial são responsáveis pela desindustrialização, pois geram um diferencial de preços desfavorável ao produto industrializado nacional.

Fonte: DECOMTEC/FIESP.

1 Os Principais Parceiros Comerciais são 15 países que respondem por 75% das importações brasileiras de produtos industrializados: Alemanha, Argentina, Canadá, Chile, China, Coreia do Sul, Espanha, Estados Unidos, França, Índia, Itália, Japão, México, Reino Unido e Suíça.

2. Compreende os Custos de Importação (Imposto de Importação, fretes e seguros), e a diferença entre o cálculo da tributação indireta (ICMS, IPI e PIS/COFINS), que provém de fórmulas distintas de apuração dos tributos entre o produto industrializado no país e o importado e, também, de suas diferentes bases de cálculo.

1 A taxa de juros básica brasileira é muito alta

2 Por que a taxa de juros brasileira é elevada?

3 Efeitos da taxa básica de juros elevada

4 **Propostas**

Taxa de juros
Redução no curto prazo

Mesmo antes das reformas fiscais, é preciso **reduzir a taxa básica de juros**, que se encontra em nível excessivamente elevado:

- **Jan/2016:** inflação = 10,7%, Selic = 14,25% a.a.
- **Jul/2016:** inflação = 8,7%, Selic = 14,25% a.a.
  - ✓ **Ou seja, a Selic real aumentou de 3,5% para 5,5% em 6 meses**

- Segundo o relatório do Banco Central de expectativas de mercado FOCUS, no final de 2017:
  - ✓ Inflação = 5,1%, Selic = 11,00%, portanto juro real de **5,9%**
  - ✓ Se as previsões de mercado se confirmarem, juro real vai continuar subindo até final de 2017!

Fonte: Banco Central, Min. Fazenda. Elaboração: DECOMTEC/FIESP.

Taxa de juros
Redução no curto prazo

FIESP DEPARTAMENTO DE COMPETITIVIDADE E TECNOLOGIA

Proposta

- Juro real médio em 2016 (até agosto) foi de 4,0%, que já é ligeiramente acima da paridade (juro real EUA + "risco" Brasil)
- Caso as expectativas de inflação se confirmem, para manter juro real em 4%, **CORTAR SELIC EM:**
  - ✓ **3,0 p.p. em 2016**
  - ✓ **1,75 p.p. em 2017**: a Selic atingiria 11,25% em dez/2016 e 9,5% em dez/2017

Redução de juros pode começar imediatamente:

O **IPCA-15 de setembro** (0,23%) desacelerou em relação ao mês anterior e **foi a menor taxa para o mês desde 2009**.

Fonte: Banco Central, Min. Fazenda. Elaboração: DECOMTEC/FIESP.

Taxa de juros
Redução no médio e longo prazo

Em conjunto, os ajustes propostos na área fiscal:

- ❑ Corte de gastos de curto prazo
- ❑ Aprovação da PEC do teto do gasto
- ❑ Aprovação da reforma da Previdência...

... **proporcionarão a confiança necessária para uma queda mais acentuada da Selic**, permitindo que nossa taxa de juros convirja para o nível compatível com os juros dos demais países em desenvolvimento.

Somente com a redução dos juros poderá haver recuperação da atividade econômica e da arrecadação tributária, que é condição fundamental para o ajuste fiscal

Fonte: Banco Central, Min. Fazenda. Elaboração: DECOMTEC/FIESP.

Um corte mais forte da Selic junto a um corte maior de despesas nos colocaria num círculo virtuoso. Se a queda da Selic demorar muito, o risco é alto

Banco Central e "Mercado" Círculo VICIOSO

Do que precisamos Círculo VIRTUOSO

Vetores do crescimento sustentável

Cenário para a economia em 10 anos: com e sem reformas

FIESP DEPARTAMENTO DE COMPETITIVIDADE E TECNOLOGIA

Com Reformas — Sem Reformas

Bom seminário a todos!

José Ricardo Roriz Coelho

Vice-Presidente da FIESP

Diretor Titular do Departamento de Competitividade e tecnologia – DECOMTEC

cdecomtec@fiesp.com.br