

O processo de convergência das taxas de juros

Fabio Giambiagi

Julho 2017

SUMÁRIO

1. A economia brasileira em 1995
2. A economia brasileira em 2016
3. A grande diferença
4. O desvio de rota
5. Um pouco de história
6. As reformas estruturais
7. O fim de uma era?
8. O cenário de convergência de taxas: O trem já partiu

1 – A economia brasileira em 1995

Composição da Formação Bruta de Capital e do déficit público (%PIB)

Ano	FBKF	Variação estoques	FBK	Resultado primário	Juros	NFSP
1995	20,3	-3,0	17,3	0,2	6,8	6,6

Fontes: IBGE, Banco Central.

- Naquela ocasião, a referência de que se dispunha era a taxa de investimento dos anos 70:

Taxa de investimento (%PIB)

1971/75: 21,2 (pico: 1975 = 23,3%)

1976/80: 22,6 (pico: 1980 = 23,6%)

- O objetivo almejado era chegar a um investimento de 23% a 24% do PIB
- O ambiente que se vivia era o de que “resolvida a questão da estabilização, chegou a hora de criar as condições para o crescimento”, após uma fase inicial de juros elevados para ajustar a inflação.

2 – A economia brasileira em 2016

Composição da Formação Bruta de Capital e do déficit público (%PIB)

Ano	FBKF	Variação estoques	FBK	Resultado primário	Juros	NFSP
1995	20,3	-3,0	17,3	-2,5	6,5	9,0

Fontes: IBGE, Banco Central.

-
- Estamos, como há 20 anos, com a necessidade de elevar as taxas de investimento e poupança doméstica, combater o déficit público e recuperar o crescimento, após uma fase de juros muito elevados.
 - Convergência de taxas: a hora chegou?

3 – A grande diferença

Despesa primária Governo Central, exceto transferências a Estados e Municípios (%PIB)

Anos	Despesa primária (%PIB)
1991	11,1
1994	14,0
1995	13,6(*)
1996	13,3
1997	14,0
1998	14,8
2002	15,9
2006	16,8
2010	17,0
2014	18,0
2015	19,3
2016	19,8

(*) Mudança série histórica PIB.

Fonte: SPE/STN.

Trajetória da relação Gasto/PIB com diferentes hipóteses de crescimento do PIB (%)

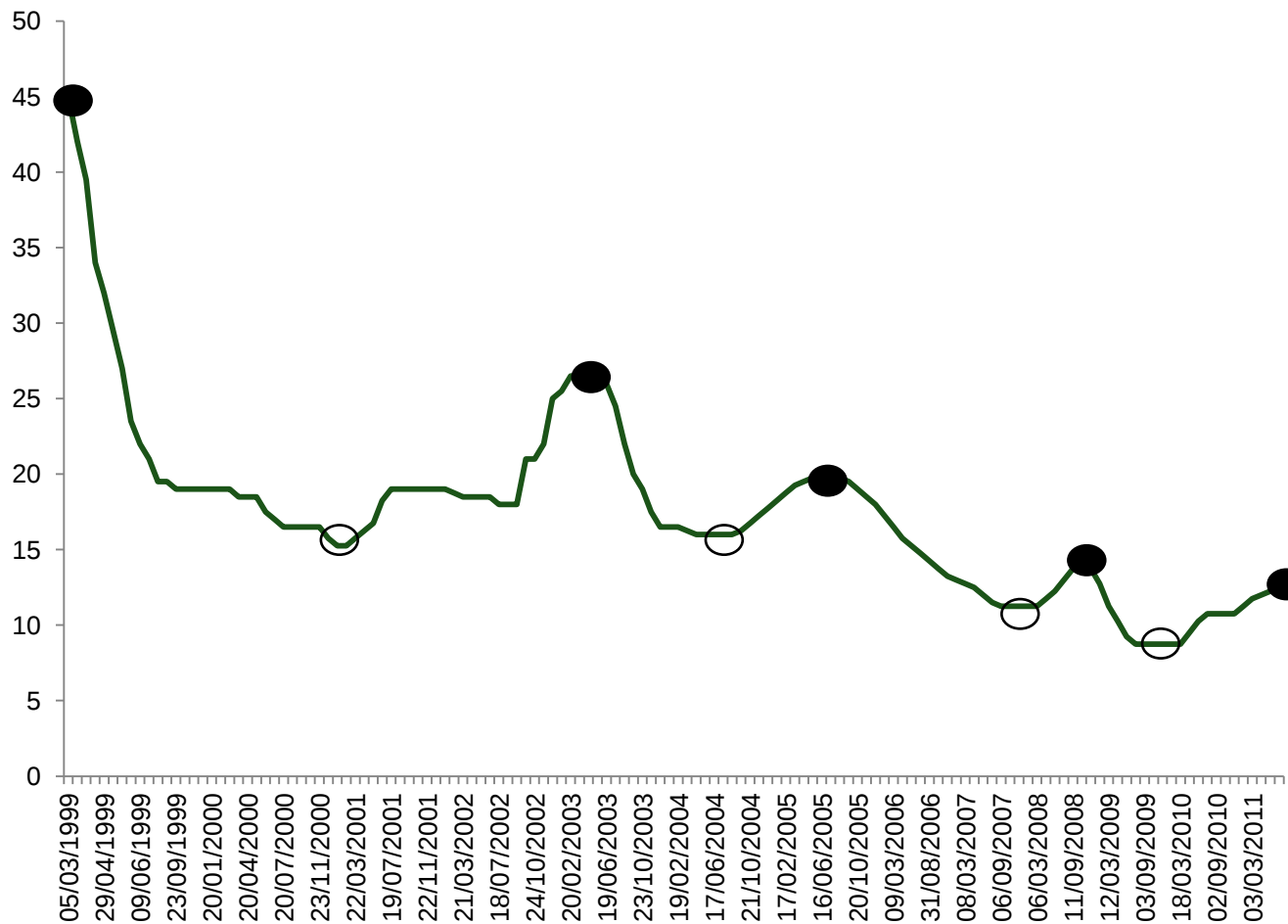
Hipótese 2017: 20,0% PIB				
Ano	Crescimento anual PIB (%)			
	2,0	2,5	3,0	3,5
2018	19,61	19,51	19,42	19,32
2019	19,22	19,04	18,85	18,67
2020	18,85	18,57	18,30	18,04
2021	18,48	18,12	17,77	17,43
2022	18,11	17,68	17,25	16,84
2023	17,76	17,25	16,75	16,27

Fonte: Elaboração própria.

- Com a vigência da regra da Emenda Constitucional do teto de gasto, ampliam-se muito as possibilidades de ajuste fiscal e redução de juros

4 – O desvio de rota

Taxa SELIC: COPOM (%)



Taxa real SELIC: Deflator IPCA (%a.a.)

Anos	Taxa real (%a.a.)
1995/98	21,6
1999/02	10,2
2003/06	11,3
2007/10	5,6
2011/14	3,4
2015	2,3
2016	7,2

Fonte: Banco Central

Picos e vales da SELIC (%)

Ciclo de queda	Máximo	Mínimo
03/1999 - 01/2001	45,00	15,25
01/2002 - 07/2002	19,00	18,00
05/2003 - 04/2004	26,50	16,00
08/2005 - 09/2007	19,75	11,25
12/2008 - 07/2009	13,75	8,75
07/2011 -	12,50	

Fonte: Banco Central.

- Antes de 2012, a cada novo ciclo, tanto o pico como o vale se localizavam em patamares inferiores aos do ciclo anterior

Resultado fiscal (%PIB)

Período	Resultado primário	Juros	NFSP
1995/98	-0,2	5,8	6,0
1999/02	3,2	7,2	4,0
2003/06	3,5	7,3	3,8
2007/10	2,8	5,4	2,6
2011/14	1,6	5,0	3,4
2015	-1,8	8,4	10,2
2016	-2,5	6,5	9,0

Fonte: Banco Central.

- O país vinha em rota relativamente segura até a transição da década passada para a atual. Foi a combinação de pressão inflacionária + piora fiscal + redução artificial dos juros que semeou uma grande desconfiança, que só recentemente foi revertida.

5 – Um pouco de história

Taxas de juros: indicadores selecionados (%)

Ano	SELIC	TJLP	IPCA	TJLP real
1995	53,09	23,37	22,41	0,79
1996	27,41	16,04	9,56	5,91
1997	24,78	10,13	5,22	4,66
1998	28,79	11,66	1,65	9,84
1999	25,59	13,22	8,94	3,93
2000	17,43	10,75	5,97	4,50
2001	17,32	9,50	7,67	1,70
2002	19,17	9,87	12,53	-2,36
2003	23,35	11,50	9,30	2,01
2004	16,25	9,81	7,60	2,06
2005	19,05	9,75	5,69	3,84
2006	15,08	7,87	3,14	4,59
2007	11,88	6,37	4,46	1,84
2008	12,48	6,25	5,90	0,33
2009	9,92	6,12	4,31	1,74
2010	9,75	6,00	5,91	0,08
2011	11,62	6,00	6,50	-0,47
2012	8,49	5,75	5,84	-0,09
2013	8,21	5,00	5,91	-0,86
2014	10,91	5,00	6,41	-1,33
2015	13,29	6,25	10,67	-3,99
2016	14,03	7,50	6,29	1,14

Média 5 anos 1996/2000

TJLP real: 5,7% a.a.

Cresc. FBKF: 0,9% a.a.

Cresc. real des. BNDES: 16,3% a.a.

Fonte: Banco Central

Ano	Crescimento real desembolsos BNDES (%) ^{/a}	Crescimento real FBKF (%)
1996	15,1	1,2
1997	71,7	8,4
1998	1,2	-0,2
1999	-12,0	-8,9
2000	20,9	4,8
2005	9,8	2,0
2006	2,3	6,7

^{/a} Deflator PIB.

Fontes: BNDES, IBGE.

6 – A reformas estruturais

Umas das coisas mais difíceis, no terreno comum da Economia e da Política, é conciliar o *timing* das medidas de ajustamento ou de reformas controversas com o fruto dessas decisões

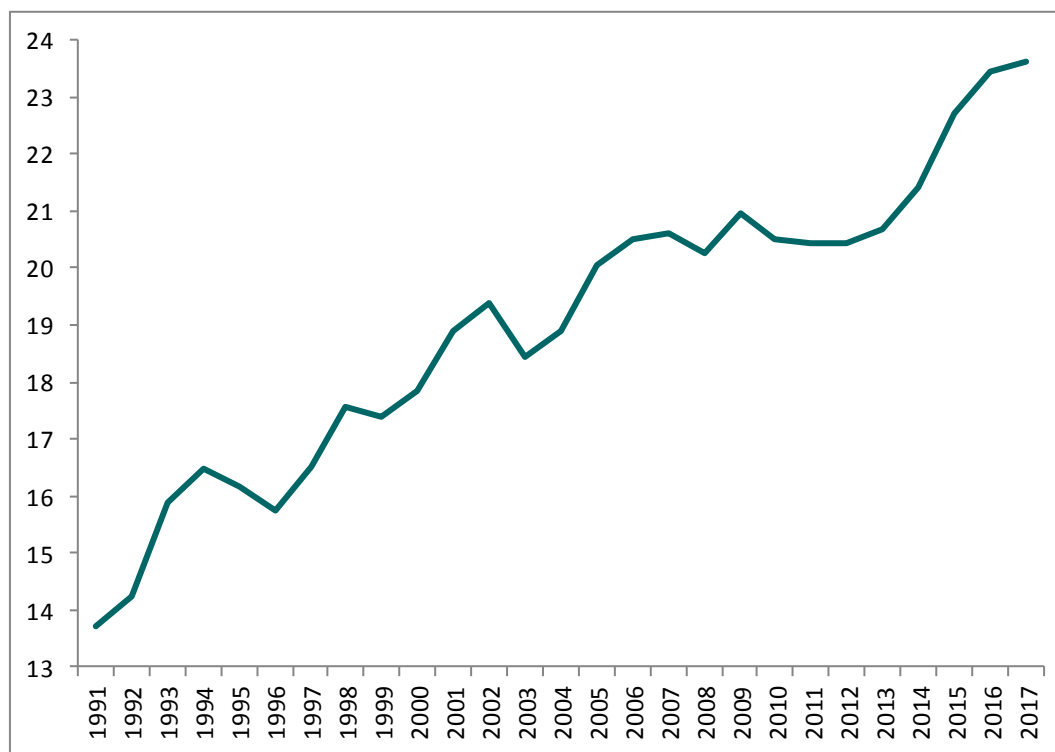
PAEG (1964/1967)

- Reforma tributária
- Criação do Banco Central
- Política anti-inflacionária
- Criação da correção monetária
- Desindexação salarial
- FGTS
- Abertura financeira
- Atração capital estrangeiro

Reformas anos 90

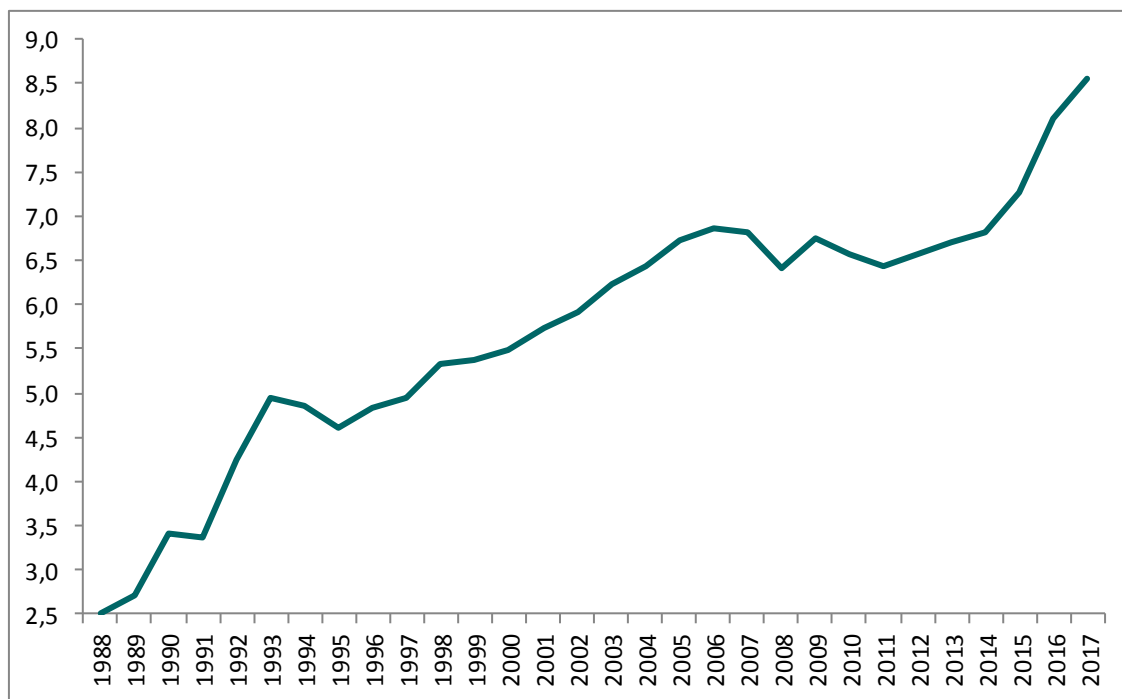
- Privatização
- Fim monopólios estatais (petróleo e telecomunicações)
- Mudança tratamento capital estrangeiro
- Saneamento do sistema financeiro
- Lei Fator Previdenciário
- Renegociação dívidas estatais
- LRF
- Ajuste fiscal
- Criação agências reguladoras
- Regime de metas de inflação

Previdência Social (I) - Gasto primário Governo Central, incluindo transferências a Estados e Municípios (% PIB)



Fontes: SPE/STN. Para 2017, estimativa própria.

Previdência Social (II) - Despesas com benefícios INSS (% PIB)



Fontes: Ministério da Previdência Social/STN. Para 2017, estimativa própria.

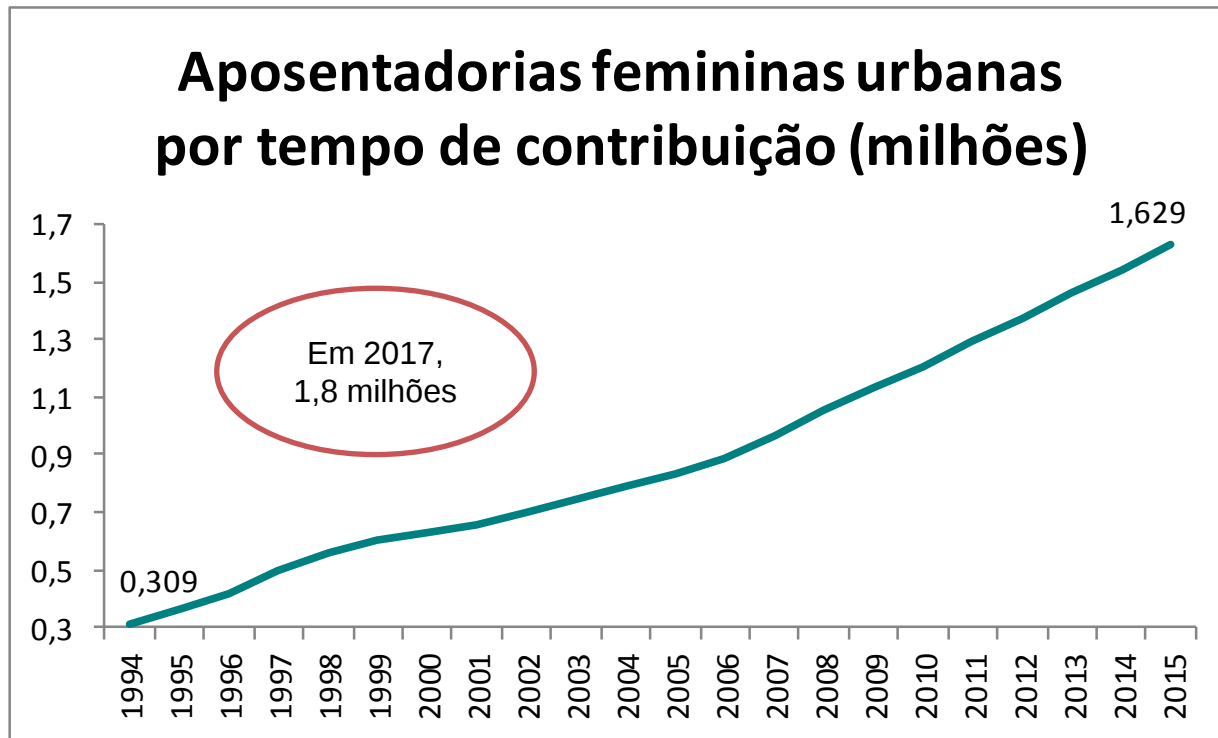
Previdência Social (III) - Aposentadorias precoces

Idade média na concessão do benefício (anos)

Benefício (2015)	Urbanos			Rurais			Total		
	H	M	T	H	M	T	H	M	T
Idade	66	62	63	61	57	58	63	59	61
TC	55	53	55	55	51	54	55	53	55
Idade e TC	59	58	58	61	57	58	59	58	58

Fonte: Boletim Estatístico da Previdência Social.

Previdência Social (IV) - Importância do diferencial de gênero



Fonte: Anuário Estatístico da Previdência Social.

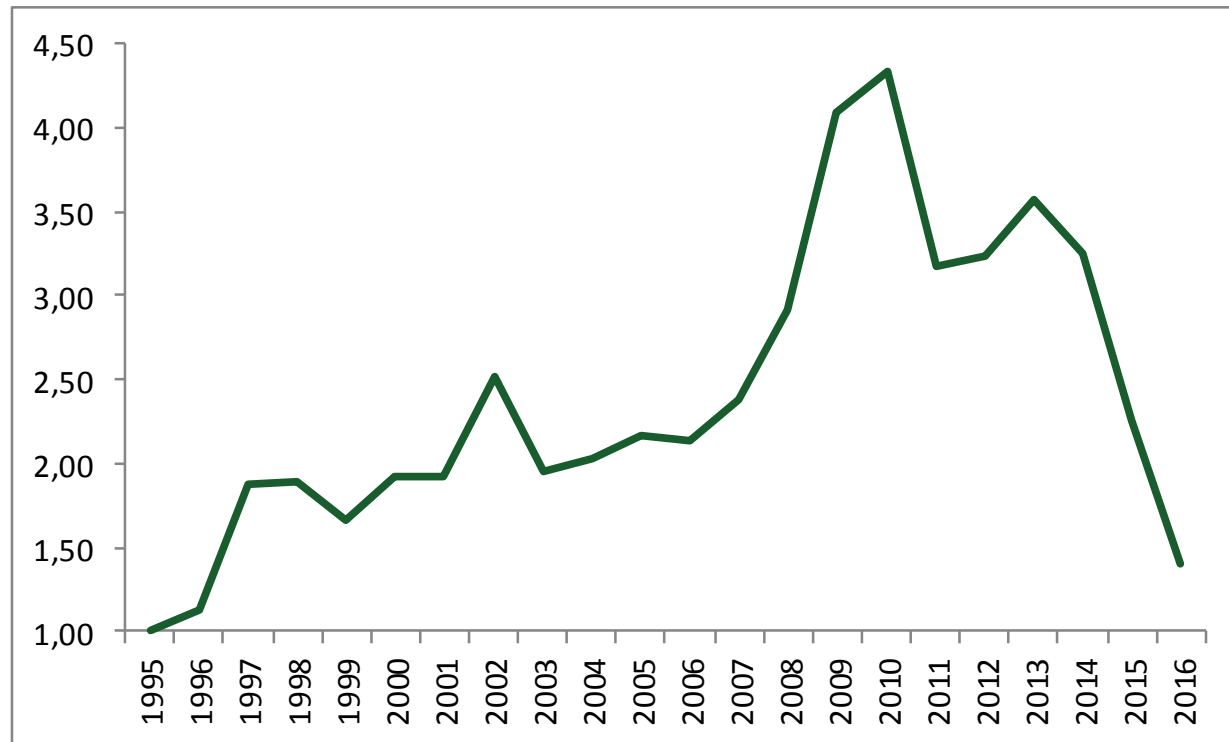
Demais medidas

- Regra de teto
- Resgate de credibilidade regime de metas de inflação
- Ampliação DRU
- Alteração na legislação setor petróleo (fim obrigatoriedade participação Petrobras)
- Mudança gestão Petrobras
- Reforma trabalhista

7 – O fim de uma era?

- O BNDES foi capaz no passado de elevar seus desembolsos, mesmo com uma TJLP elevada em termos reais, sem que essa taxa real fosse um obstáculo ao aumento do investimento
- O que nunca ocorreu, sim, foi a convergência SELIC-TJLP
- Se uma TJLP de 7,0%, mesmo com inflação em queda, não chega a ameaçar a retomada do investimento, a conclusão é que o desafio colocado para o BNDES não é emprestar a uma taxa de juros real de 3% ou 4% e sim a queda da SELIC.
- Ora, o BNDES não pode ser contra a queda da SELIC!
- Uma realidade na qual a demanda por recursos do Banco depende de uma SELIC alta em relação à TJLP é uma realidade que deve ser combatida

Desembolsos BNDES (%PIB)



Fonte: BNDES.

O fim de uma era?

- Juros elevados
- Desembolsos contra-cíclicos do BNDES
- Elevado diferencial SELIC-TJLP

VS.

- Juros menores
- Tamanho relativo do BNDES em 2017 similar ao de 1995/1996
- Competição
- Importância de spread e custos

8 – O cenário de convergência de taxas: O trem já partiu

Um exercício simples acerca dos desembolsos do BNDES (I)

- Referência 2017 (R\$ bilhões)

AEX/AOI/AMC	44
Resto BNDES	34
Total	78

- PIB 2017: R\$ 6.500 bilhões
- FBFK 2017: R\$ 1.040 bilhões (16,0%)
- Desemb. ajustados: R\$ 78 bilhões (7,5% FBFK)

Um exercício simples acerca dos desembolsos do BNDES (II)

■ Hipóteses macroeconômicas

- ❑ Crescimento PIB: 2,5% e 3,0% a.a.
- ❑ Taxa investimento 2023: 19,0 e 21,0%
- ❑ Preservação relação desembolsos BNDES/FBKF

Taxa crescimento FBFK % a.a.		Taxa crescimento PIB (%a.a.)	
		2,5	3,0
FBFK 2023	19	5,48	5,99
(%PIB)	21	7,25	7,78

Desembolsos BNDES em 2023 (R\$ bilhões - preços 2017)		Taxa crescimento PIB (%a.a.)		Desembolso 2023 (%PIB)
		2,5	3,0	
FBFK 2023	19	107	111	1,43
(%PIB)	21	119	122	1,58

Taxa de juros implícita dívida líquida setor público (%)

Ano	SELIC	Taxa implícita
2005	19,0	17,6
2006	15,1	16,9
2007	11,9	15,6
2008	12,5	15,3
2009	9,9	14,5
2010	9,8	14,9
2011	11,6	16,9
2012	8,5	15,0
2013	8,2	16,9
2014	10,9	19,3
2015	13,3	29,7
2016	14,0	17,8

Fonte: Banco Central

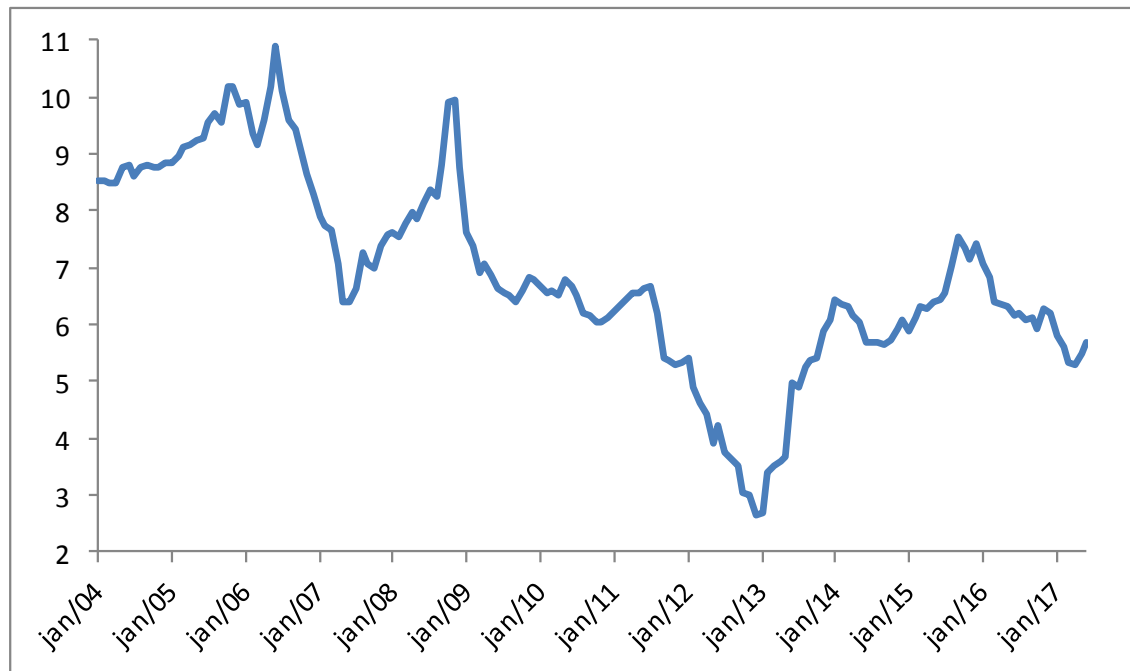
Focos atuação

- Infra-estrutura
- Inovação
- MPME
- Exportação
- Estados e Municípios (saúde, educação, modernização gestão)
- Desafios: realocação, treinamento

Fórmula $TLP = \text{Juro real NTN-B5A defasada} \times \text{Coeficiente a}$
 $\text{Coeficiente a inicial} = (7,0 - \text{Inflação esperada}) / \text{NTN-BSA defasada}$

- NTN-B5A
 - Atual 2017: 5,5%
 - Hipótese dezembro: 5,4%
- Inflação esperada 2018
 - Julho 2017: 4,2%
 - Hipótese dezembro: 3,8%
- Resultado para a janeiro 2018: $a = 3,2 / 5,4 = 0,5926$ (com juro 5,4%)
- TLP janeiro 2018: $0,5926 \times 5,4 = 3,2\%$

NTN-B 5 anos mensal (% a.a.)



Fonte: BM&F

No cenário de convergência de taxas, no qual uma estimativa realista para o juro real de 5A em 2023 seja 3,5%, o desafio para o BNDES será dado não pelo aumento da TLP e sim pela queda da taxa real de mercado. Isso obrigará o BNDES a ser mais competitivo, com custos menores, spreads menores, prazos menores e maior disputa por clientes.