BANCO CENTRAL DO BRASIL

A Determinação da Taxa de Juros no Brasil

Fevereiro de 2007

A Determinação da Taxa de Juros no Brasil

I. Importância do Controle da Inflação

II. Alternativas de Regimes Monetários

III. Implementação do Regime de Metas no Brasil

IV. Trajetória das Metas de Inflação no Brasil

V. Resultados da Política Monetária

VI. Evolução Recente da Atividade Econômica e do Mercado de Trabalho

I. Importância do Controle da Inflação

Mandato de Bancos Centrais

- A tendência das legislações recentes é enfatizar a estabilidade de preços;

- Nos casos em que existem objetivos múltiplos, os bancos centrais têm autonomia para interpreta-los (Israel) e prioriza-los (EUA);

- Em outros casos de objetivos múltiplos ou mais abrangentes, os bancos centrais têm compromissos com metas para a inflação.

Importância do Combate à Inflação

- **Experiência internacional mostra que inflação baixa e estável é pré-condição para o crescimento, isto é, países só crescem de forma sustentada com estabilidade de preços;**
- **Brasil tem uma experiência ainda curta e recente de baixa inflação.**

Crescimento e Inflação

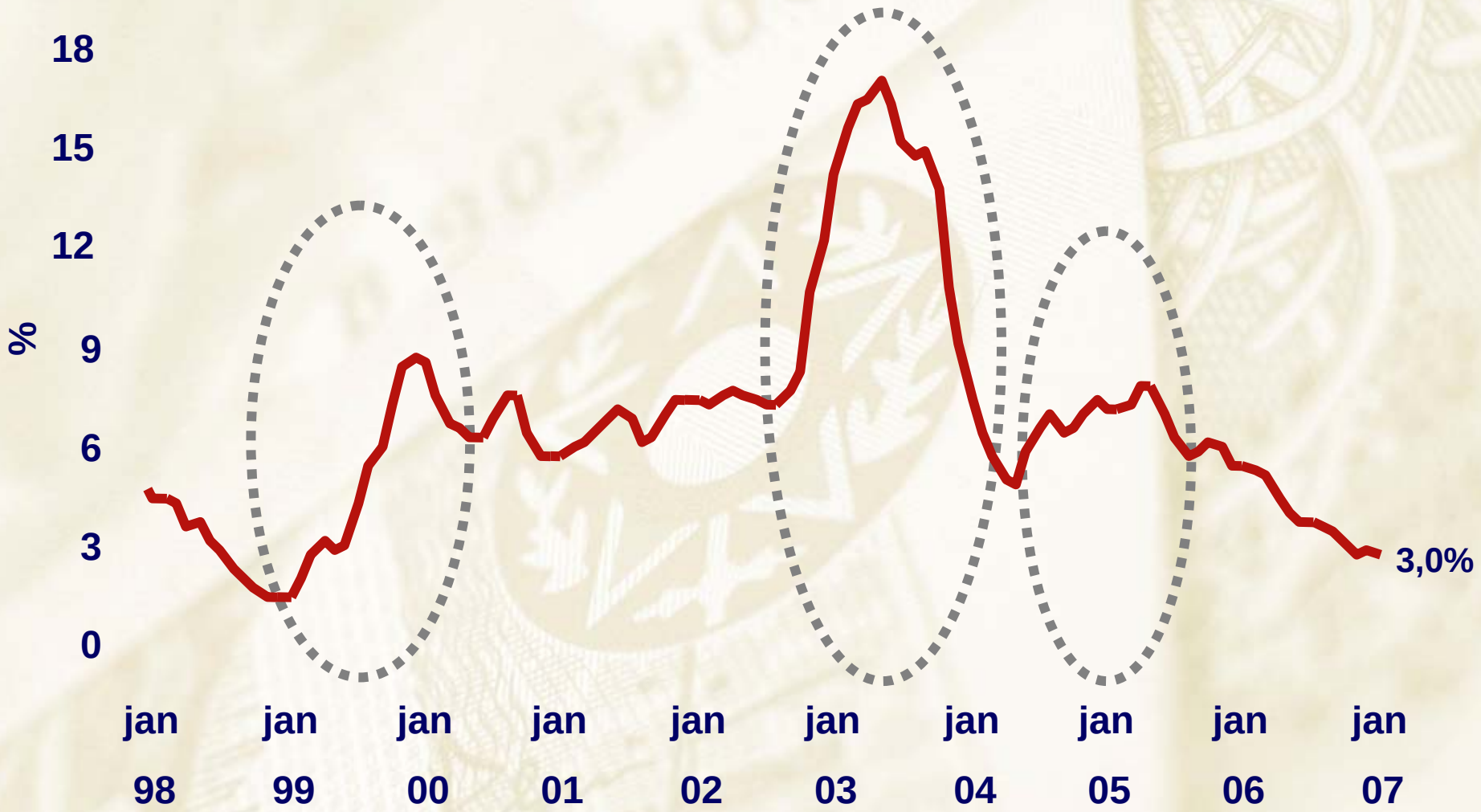
	1990-2006* (variação média anual)	
	PIB (%)	Inflação (%)
China	9,7	5,1
Cingapura	6,6	1,5
Índia	6,0	7,3
Coréia	5,8	4,6
Chile	5,6	8,1
Tailândia	5,1	4,0
México	3,2	14,2
Brasil	2,2	48,4

Fonte: FMI *Estimativa

Importância do Combate à Inflação

- **Apesar da queda do patamar inflacionário após a edição do Plano Real em 1994, observamos repiques inflacionários em 1999, 2002/2003 e, em menor escala, em 2004;**
- **Cultura inflacionária e mecanismos de indexação (formais ou informais) persistem na economia brasileira;**
- **Quadro de estabilidade de preços ainda precisa ser consolidado.**

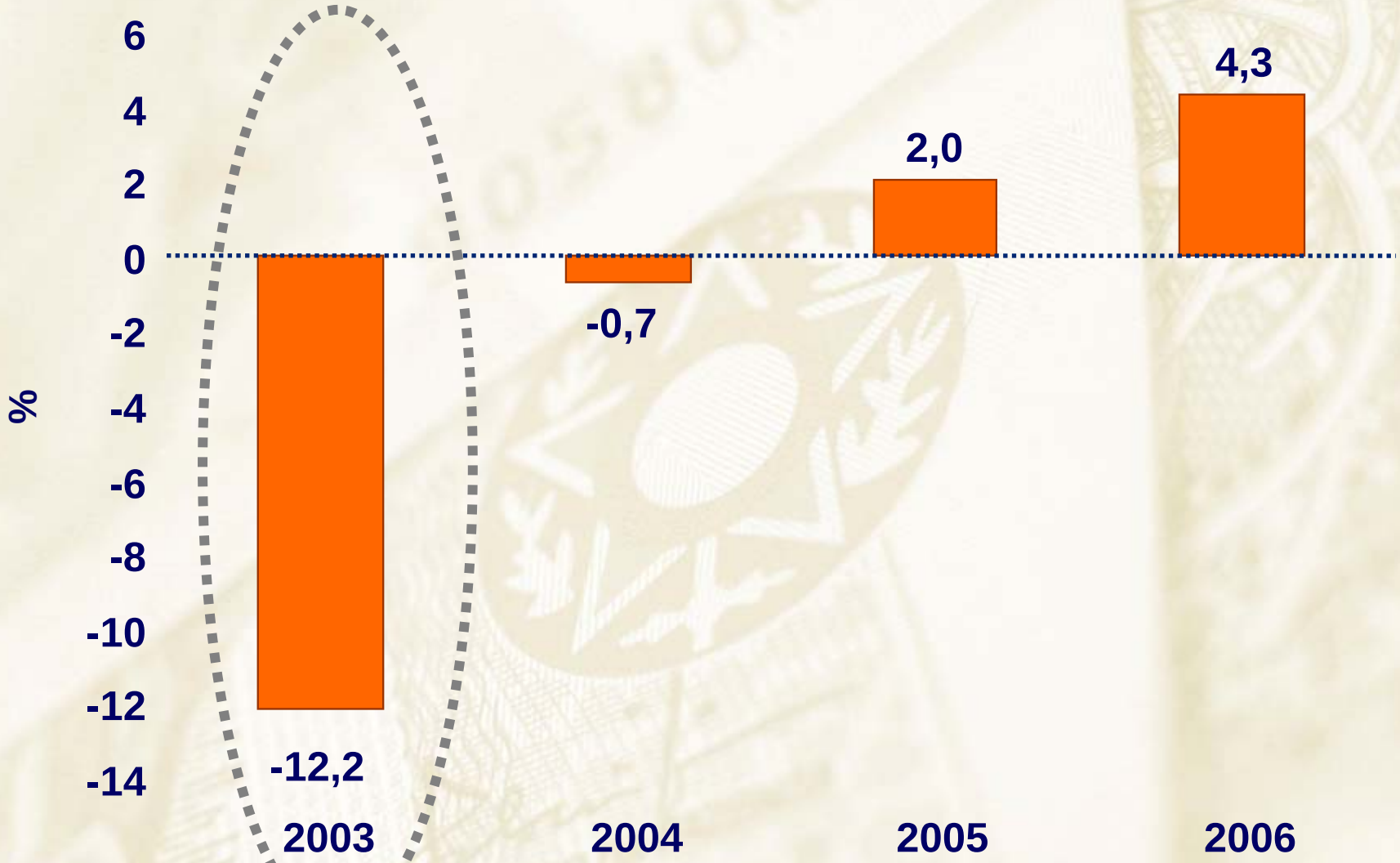
Brasil: Inflação em 12 Meses (1998-2007)



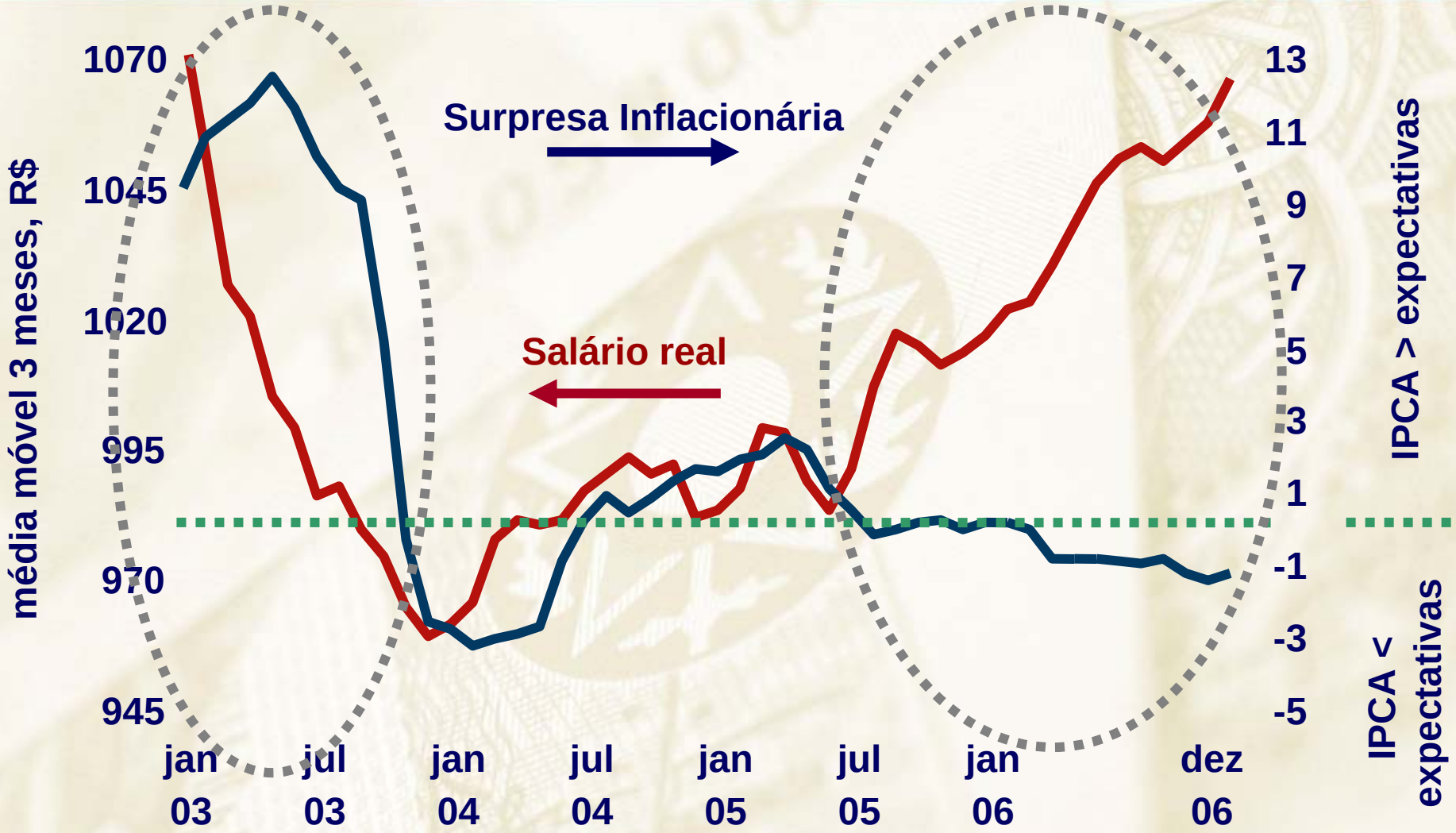
Importância do Combate à Inflação

- O controle da inflação também é prioritário para a inclusão social, já que as faixas mais pobres da população sofrem relativamente mais os efeitos perversos da inflação;
- O repique inflacionário no segundo semestre de 2002 e primeiro semestre de 2003, por exemplo, provocou forte erosão no poder de compra dos salários.

Salário Real Médio (2003-2006)



Salário Real x Surpresa Inflacionária



Importância do Combate à Inflação

- **Dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) do IBGE atestam a importância do controle da inflação para a melhora da distribuição de renda;**
- **O único ano desde 1995 em que a parcela da renda dos 50% mais pobres não subiu foi justamente 2002, marcado por forte aceleração inflacionária.**

Importância do Combate à Inflação

- **Em resumo, além de alongar o horizonte de previsibilidade dos agentes econômicos, reduzindo a incerteza e favorecendo o investimento, a inflação baixa e controlada preserva o poder de compra dos salários e contribui para a melhora na distribuição de renda, sustentando a demanda agregada e assegurando maior crescimento ao longo do tempo.**

II. Alternativas de Regimes Monetários

Alternativas de Regimes Monetários

- **Entre as alternativas de regimes monetários, o controle da taxa de câmbio e a definição de metas para agregados monetários foram usados em diversos países, e gradualmente abandonados.**

Alternativas de Regimes Monetários

- **Controle da taxa de câmbio:**
  - **O controle da taxa de câmbio foi utilizado diversas vezes no Brasil e em outras economias, culminando em geral com crises cambiais;**
  - **Exemplos recentes: Reino Unido (1992), México (1994), Tailândia, Coréia do Sul, Filipinas e Indonésia (1997), Rússia (1998), Argentina (2002) e Brasil em diversas ocasiões (a mais recente, em 1999).**

Alternativas de Regimes Monetários

- **Metas de agregados monetários:**
  - **Evidência empírica comprova que correlação entre inflação e quantidade de moeda é instável no curto prazo;**
  - **A instabilidade da demanda por agregados monetários, a endogeneidade de sua oferta e inovações financeiras levaram ao abandono da opção de metas de agregados monetários;**
  - **Exemplos: Reino Unido nas décadas de 70 e 80, Alemanha e Suíça até a década de 90.**

Alternativas de Regimes Monetários

- **Na busca de alternativas, consolidaram-se nos últimos 15 anos duas mudanças institucionais que ajudaram a reduzir a inflação em diversos países:**
  - **Adoção da política de metas de inflação;**
  - **Autonomia operacional da autoridade monetária.**

Alternativas de Regimes Monetários

Regime de metas de inflação:

- **O Banco Central se compromete a atuar de forma a garantir que a taxa de inflação esteja em linha com uma meta pré-estabelecida, anunciada publicamente;**
- **Política de metas é um mecanismo de coordenação de expectativas, tendo a vantagem de ser mais transparente e ser melhor entendido pela sociedade.**

Alternativas de Regimes Monetários

- O regime de metas de inflação foi formalmente adotado pela primeira vez pela Nova Zelândia em 1989/1990, seguida pelo Canadá e pelo Chile em 1991 e por Israel e Reino Unido em 1992;
- Atualmente, é seguido em 24 países (entre desenvolvidos e economias emergentes).

Países que Seguem Metas de Inflação

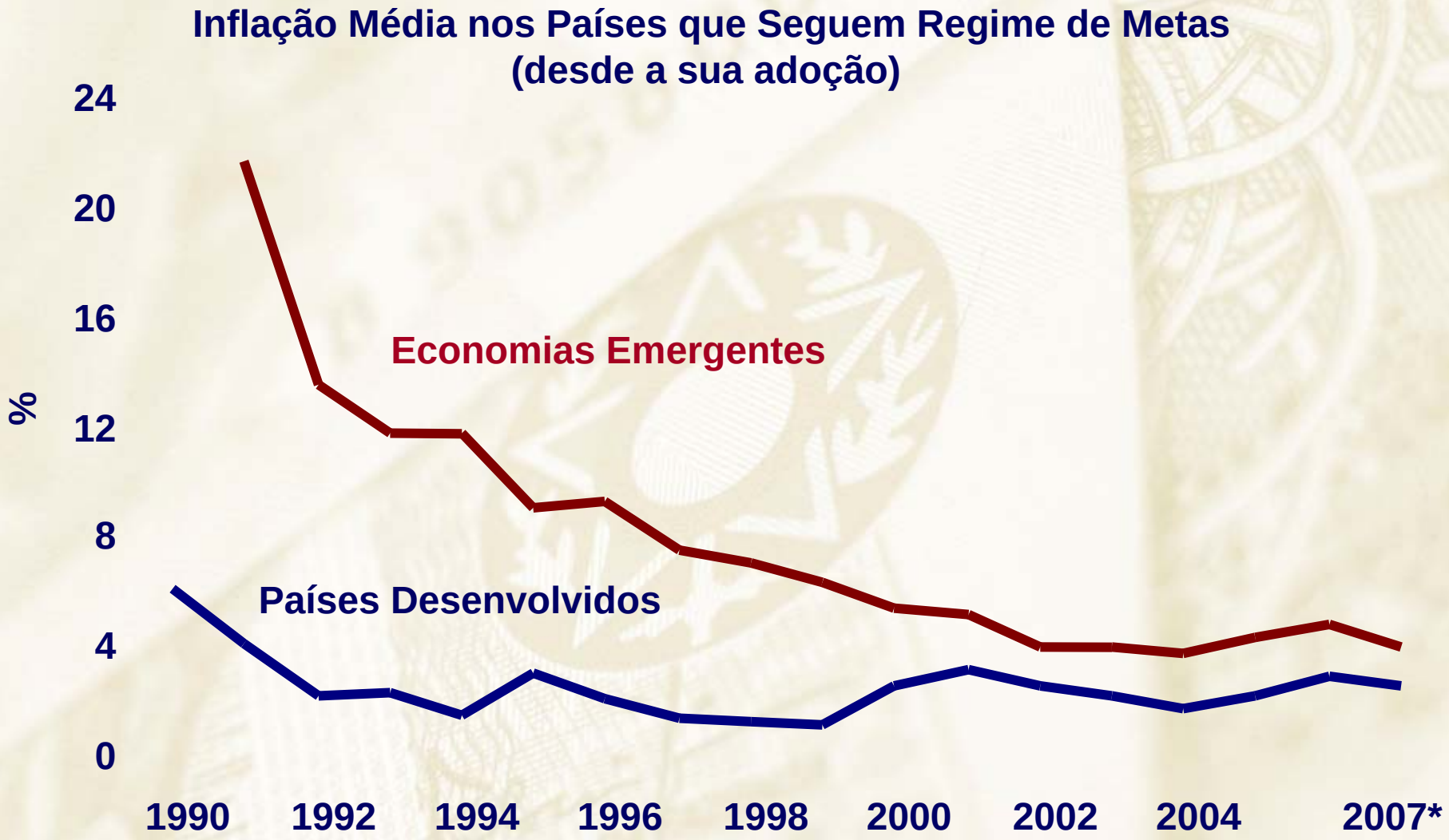
Regime de Metas de Inflação

- **Diversos países adotaram o regime de metas para assegurar permanentemente os ganhos advindos da baixa inflação (por exemplo: Reino Unido, Suécia, Austrália e Canadá);**
- **Outros países adotaram o regime de metas em ambiente de inflação elevada, para conduzir à desinflação gradual da economia (por exemplo: Chile, Israel, Colômbia e República Tcheca, além do Brasil).**

Regime de Metas de Inflação

- **Resultados mostram uma queda pronunciada da inflação, em especial nas economias emergentes que adotaram a política de metas para conduzir o processo de desinflação;**
- **Em ambos os casos, a autoridade monetária necessita de autonomia operacional para perseguir a meta.**

Regime de Metas de Inflação



*Projeção

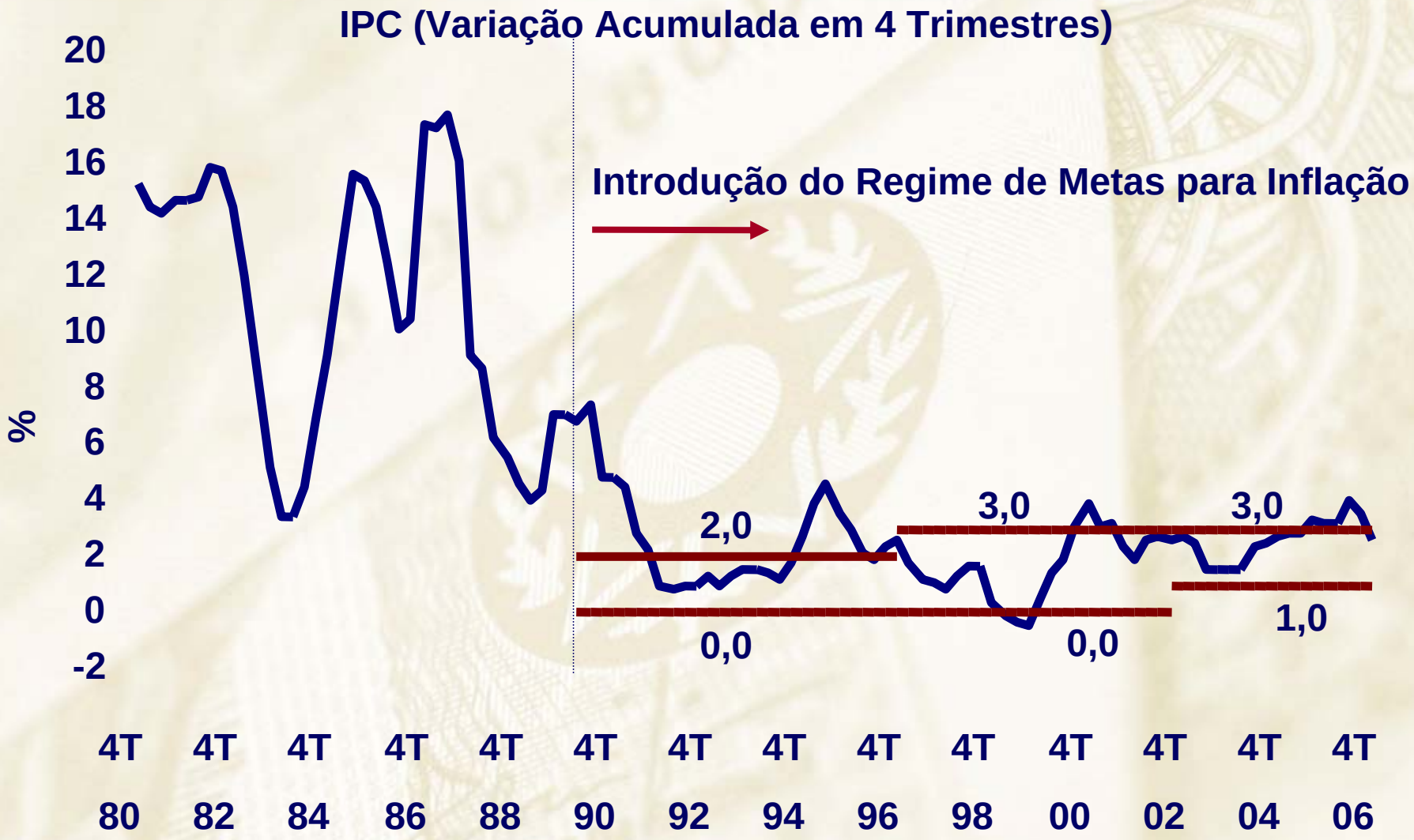
Regime de Metas de Inflação

- **Alguns exemplos de sucesso:**
  - ✓ **Países desenvolvidos:**
    - **Nova Zelândia**
    - **Reino Unido**
  - ✓ **Economias Emergentes:**
    - **Chile**
    - **Israel**

Nova Zelândia

- **Pioneira na adoção do regime de metas de inflação, implantado em 1989/90;**
- **Contexto: Inflação alta e volátil ao longo de toda a década de 80, chegando próximo a 20% no final da década;**
- **Em 1989, formalizada a autonomia do Banco Central;**
- **Resultados: a inflação convergiu rapidamente para o objetivo, mantendo-se no intervalo das metas por quase todo o período.**

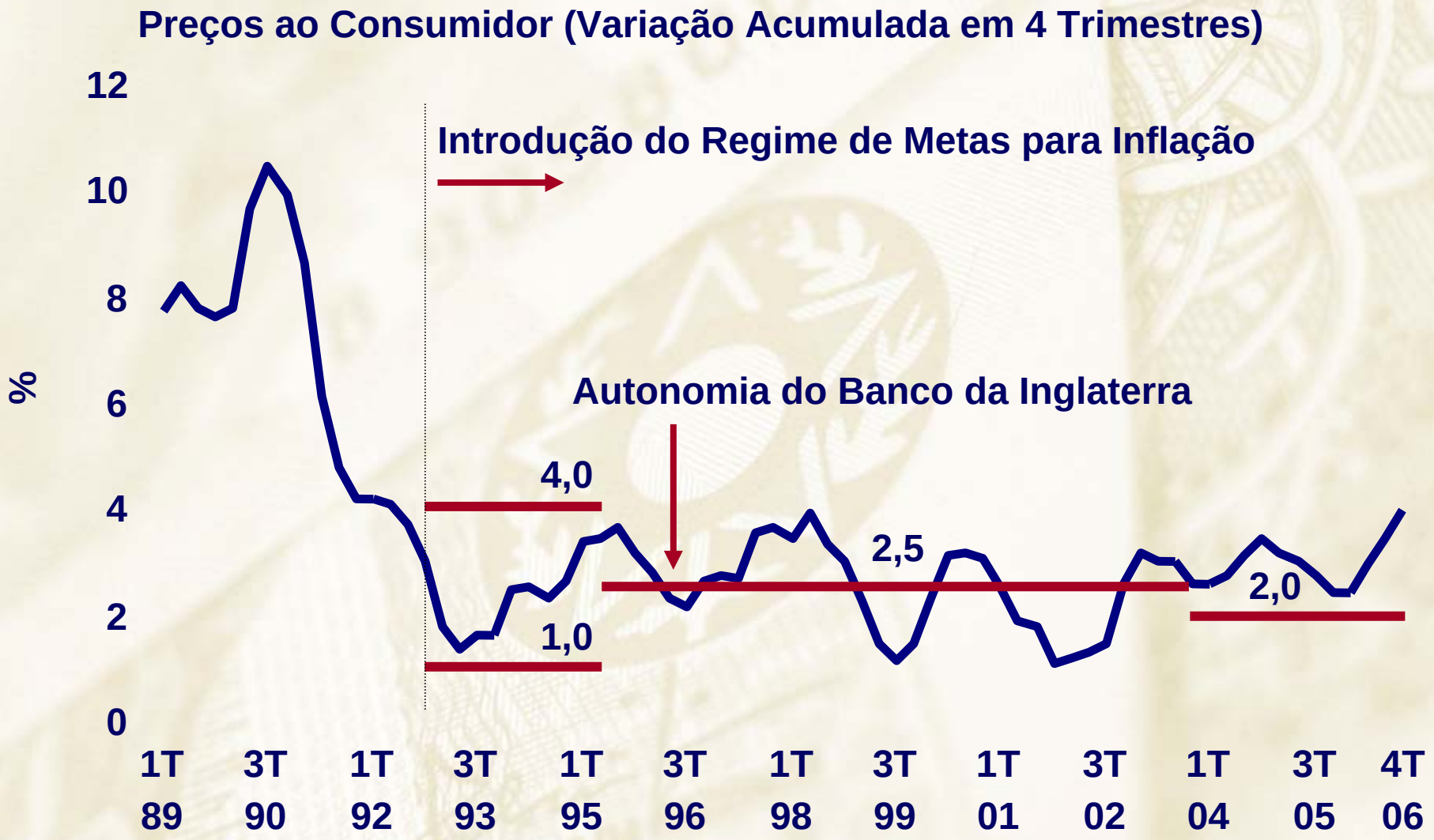
Nova Zelândia: Inflação e Metas



Reino Unido

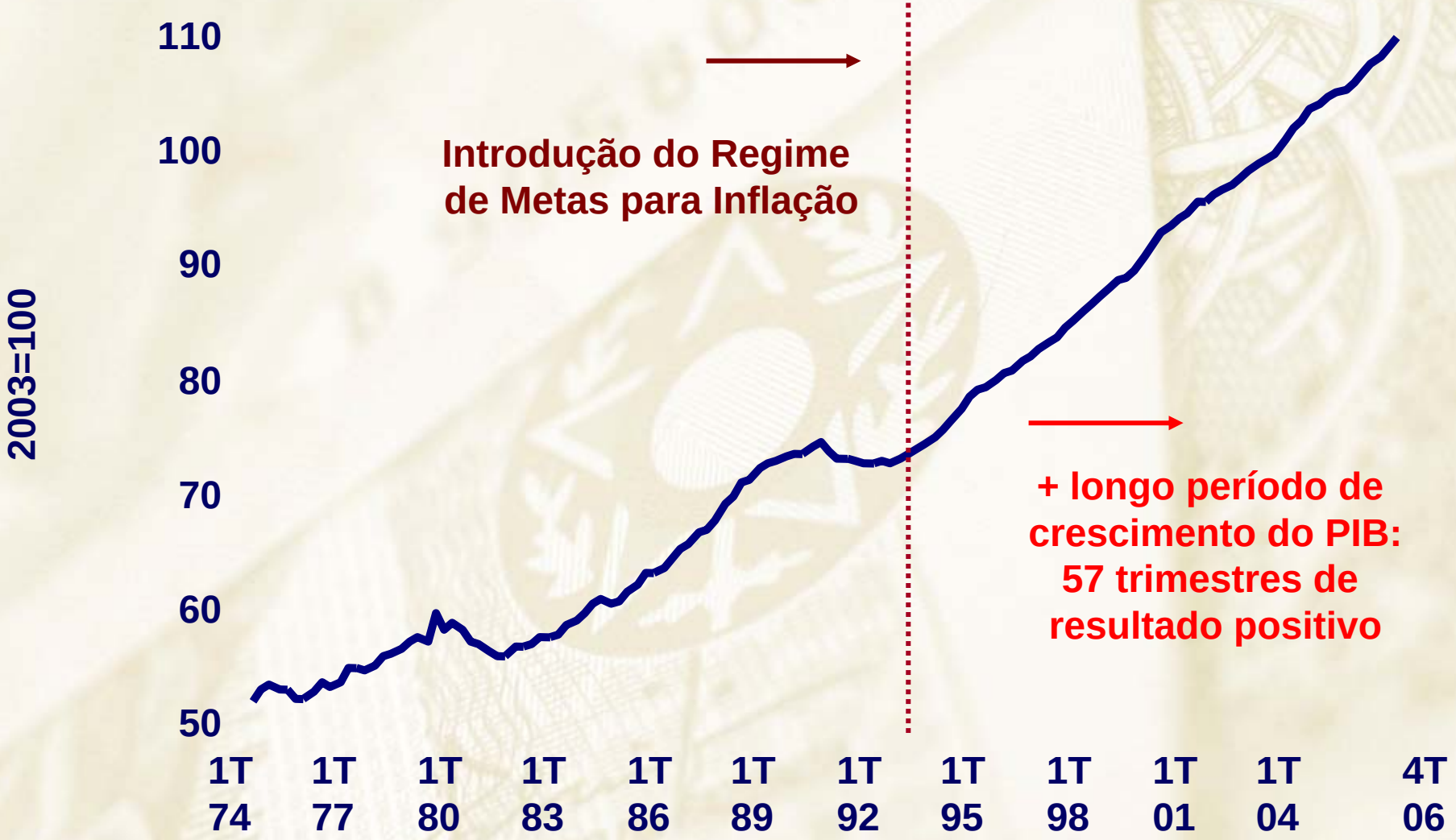
- **Contexto: adoção do regime de metas de inflação em 1992, após o colapso e a saída da libra esterlina do Sistema Monetário Europeu → necessidade de uma nova âncora nominal;**
- **Em 1997, o regime é consolidado com a autonomia formal do Banco da Inglaterra;**
- **Resultados: inflação baixa e o mais longo ciclo de crescimento econômico do País desde o início do século passado.**

Reino Unido: Inflação e Metas

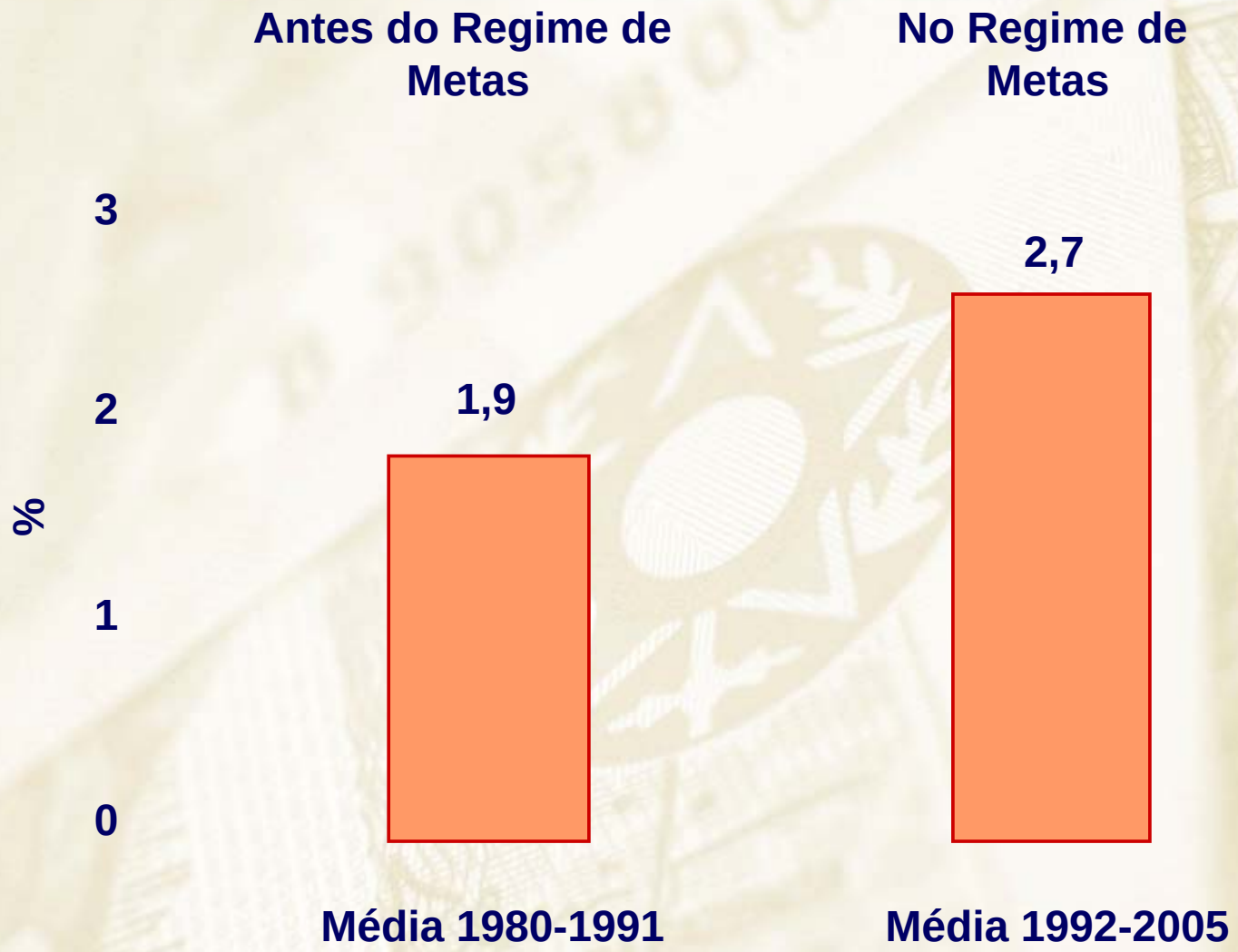


*Em 2003, mudança da meta acompanhada por mudança do índice de referência

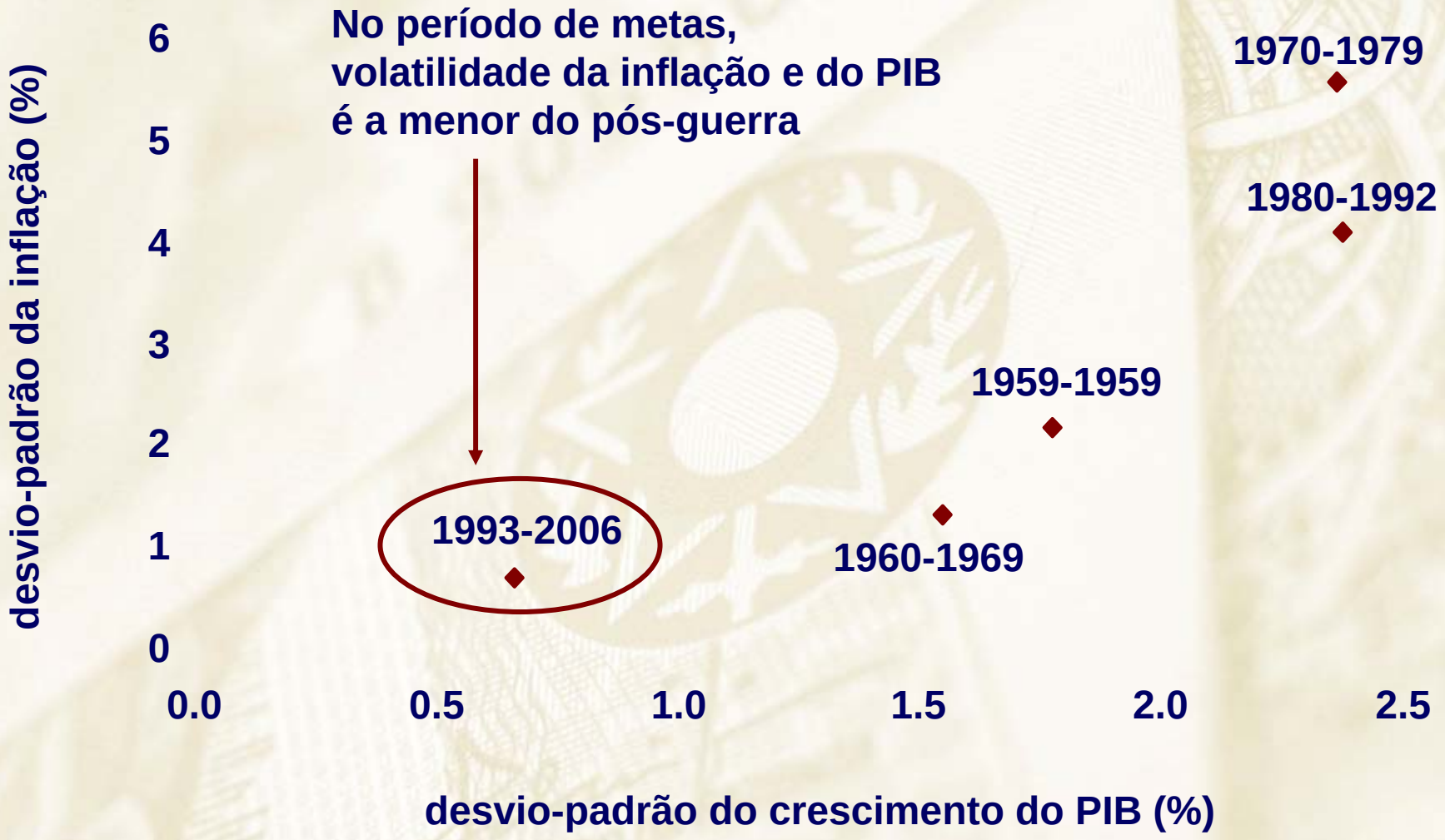
Reino Unido: PIB



Reino Unido: Crescimento do PIB



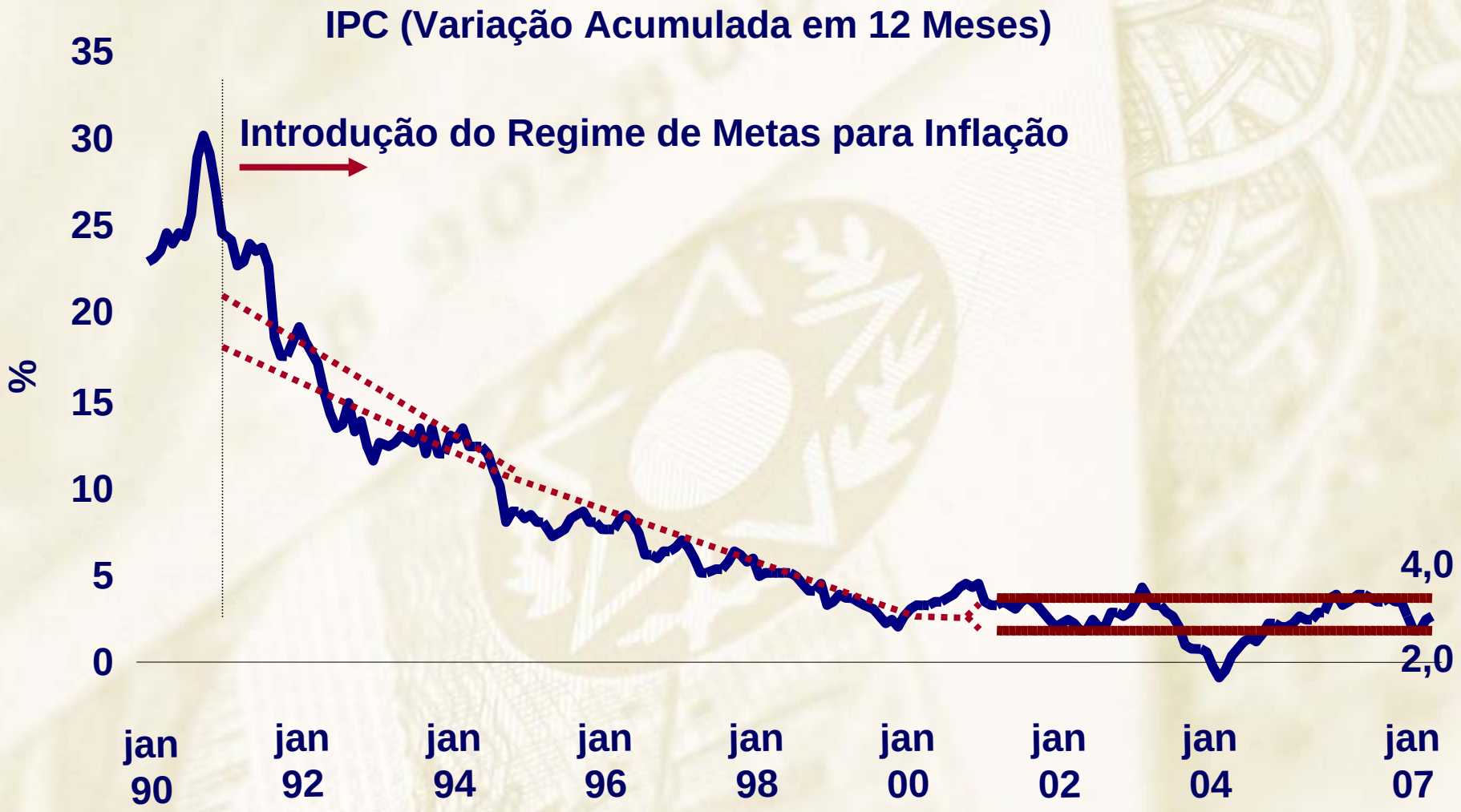
Reino Unido: Variância da Inflação e do PIB



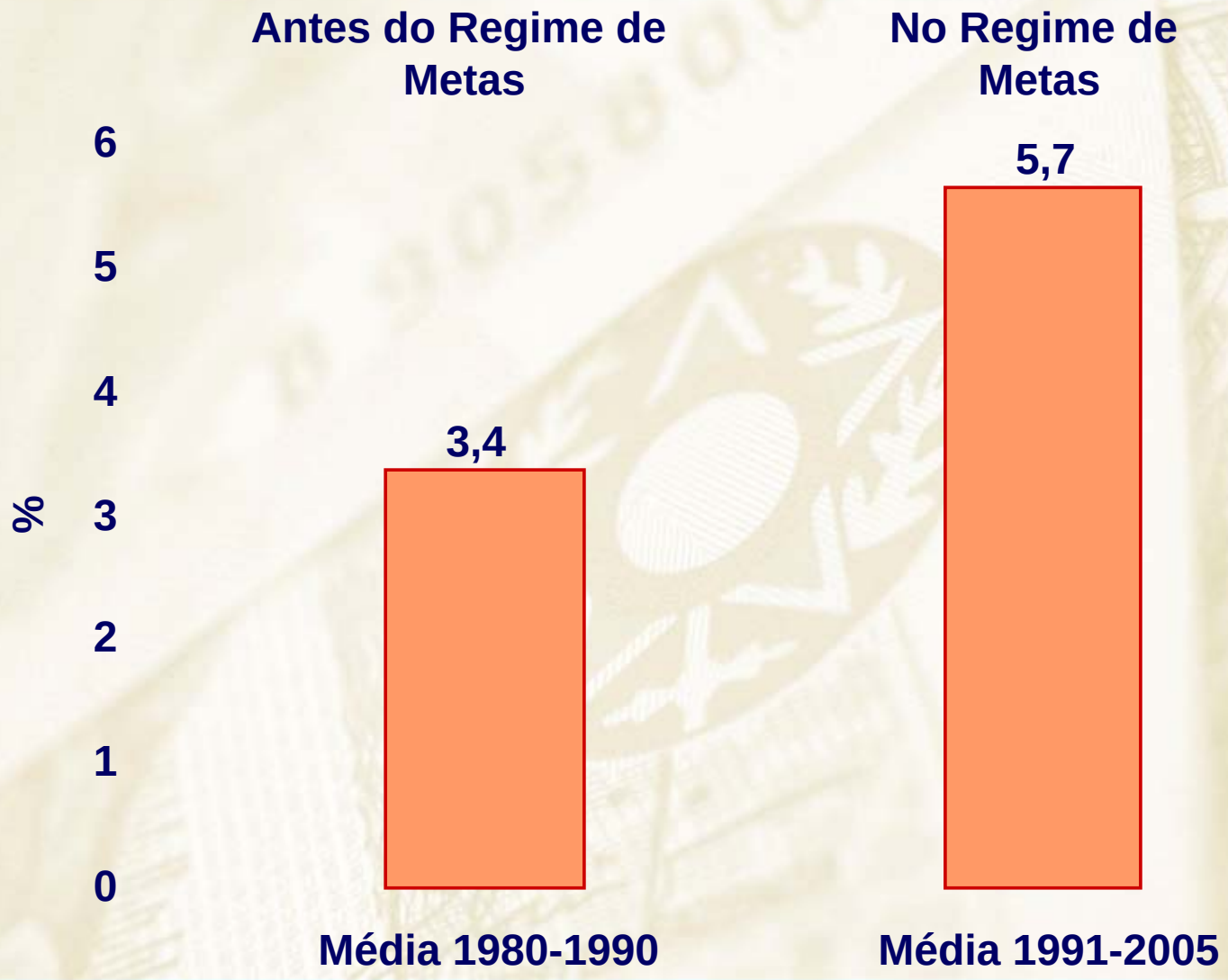
Chile

- **Contexto: Inflação alta e ampla indexação da economia nas décadas de 70 e 80;**
- **Em 1989, o Banco Central ganha autonomia operacional e financeira;**
- **Adoção do regime de metas de inflação em 1991**
  - ✓ **1991-1998: Versão "light" (com bandas cambiais)**
  - ✓ **Desde 1999: Versão "rígida" (com câmbio flutuante);**
- **Resultados: queda acentuada da inflação ao longo de todo o período, com forte crescimento econômico.**

Chile: Inflação e Metas



Chile: Crescimento do PIB

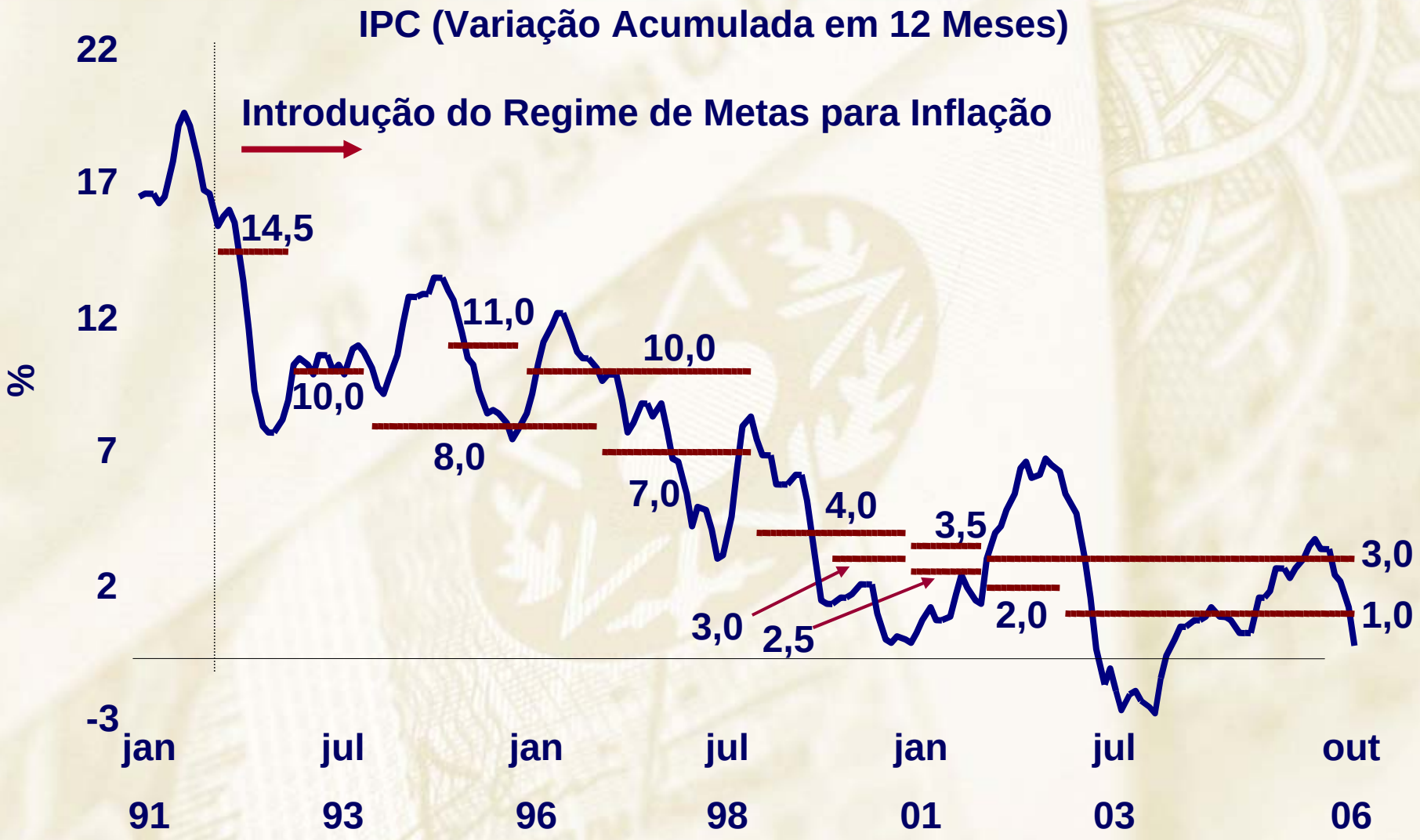


Fonte: FMI

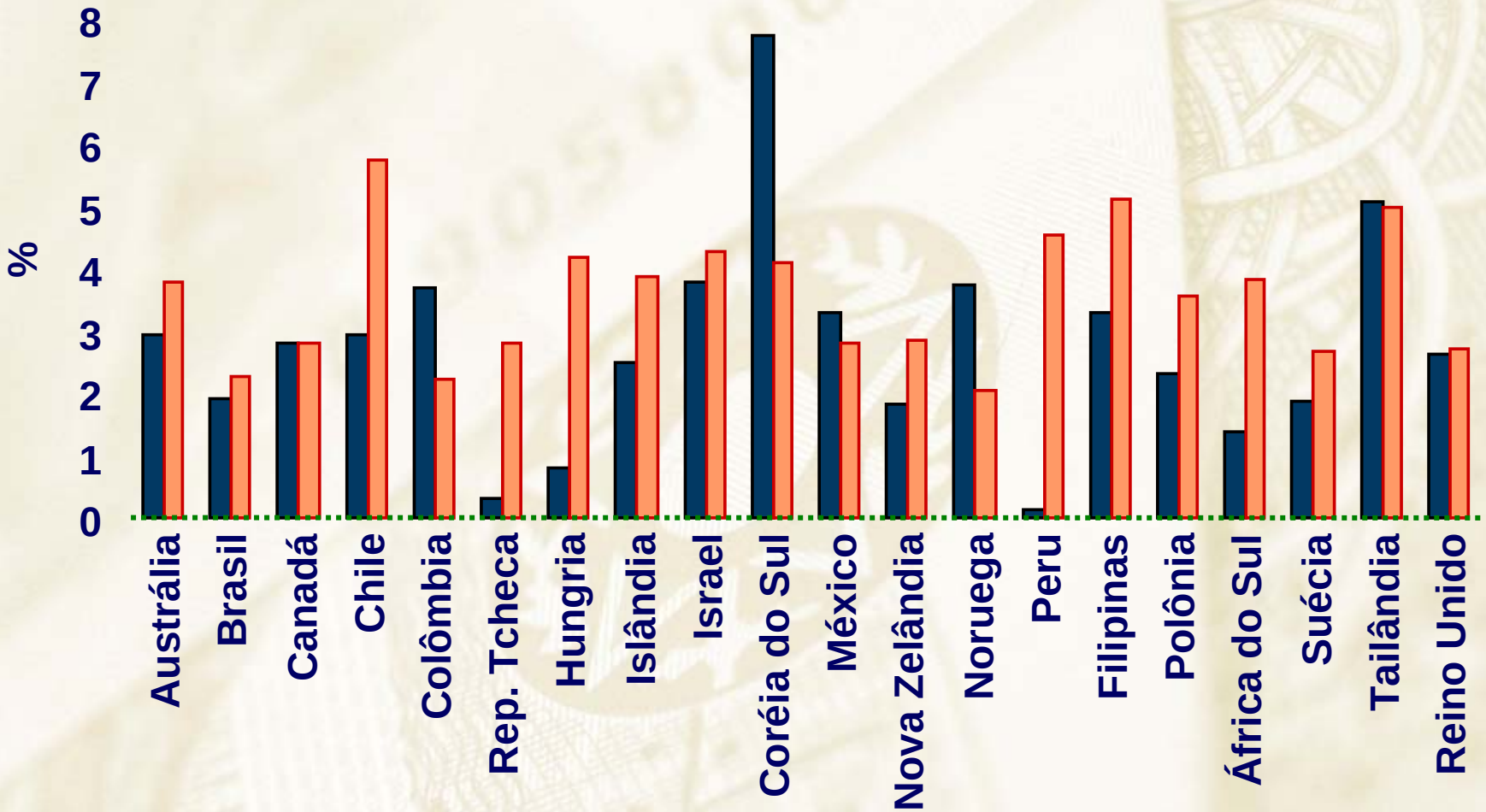
Israel

- **Contexto: inflação crônica e ampla dolarização da economia na década 80 → planos heterodoxos não conseguem debelar inflação de forma definitiva;**
- **Banco Central autônomo desde sua fundação, em 1954;**
- **Em 1992, adoção de metas de inflação com bandas cambiais;**
- **Flutuação do câmbio a partir de 1997;**
- **Queda gradual da inflação para a atual meta: 1%-3%.**

Israel: Inflação e Metas



Crescimento do PIB



- Média dos 10 anos anteriores à adoção do Regime de Metas
- Média do Período Posterior à Introdução do Regime de Metas (até 2005)

Fonte: FMI

III. Implementação do Regime de Metas no Brasil

Implementação do Regime de Metas no Brasil

- **Regime de metas instituído em junho de 1999, complementando a transição para o câmbio flutuante;**
- **Com o colapso do regime de câmbio fixo, era necessário buscar uma nova âncora nominal para a economia;**
- **Alternativas ....**
  - **Controle de agregado monetário?**
  - **Nova âncora cambial?**
  - **Dolarização?**

.... não se mostravam viáveis na prática.

Implementação do Regime de Metas no Brasil

- **Definições iniciais:**
  - ✓ **Índice de referência: IPCA (mede a variação do custo da cesta de consumo representativa da população com renda até 40 salários mínimos em 12 regiões metropolitanas do país);**
  - ✓ **Metas definidas para o ano-calendário, dois anos à frente;**
  - ✓ **Metas estabelecidas com intervalo de tolerância, sem cláusulas de escape.**

Implementação do Regime de Metas no Brasil

- **No caso do Brasil, as metas são definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN);**
- **Ao Banco Central, cabe a responsabilidade de cumprir as metas, utilizando a taxa de juros de curtíssimo prazo como instrumento;**
- **Copom (Comitê de Política Monetária) é o órgão colegiado no âmbito do Banco Central responsável pela decisão de taxa de juros.**

Implementação do Regime de Metas no Brasil

- **Nas últimas duas décadas, o estabelecimento de comitês decisórios de política monetária tornou-se uma prática comum nos bancos centrais de todo o mundo;**
- **Os comitês reduzem a discricionariedade da decisão e permitem a criação de um ritual e calendário adequados;**
- **Decisão colegiada tende a ser menos sujeita a erros que a decisão individual;**
- **Seguindo essa tendência, o Copom foi criado em 1996, formado pelo Presidente e pelos diretores do Banco Central.**

Implementação do Regime de Metas no Brasil

CMN estabelece a meta de inflação

↓

Banco Central é responsável por seu cumprimento

↓

Copom fixa a taxa de juros de curto prazo

↓

Taxa de juros afeta a inflação com defasagens

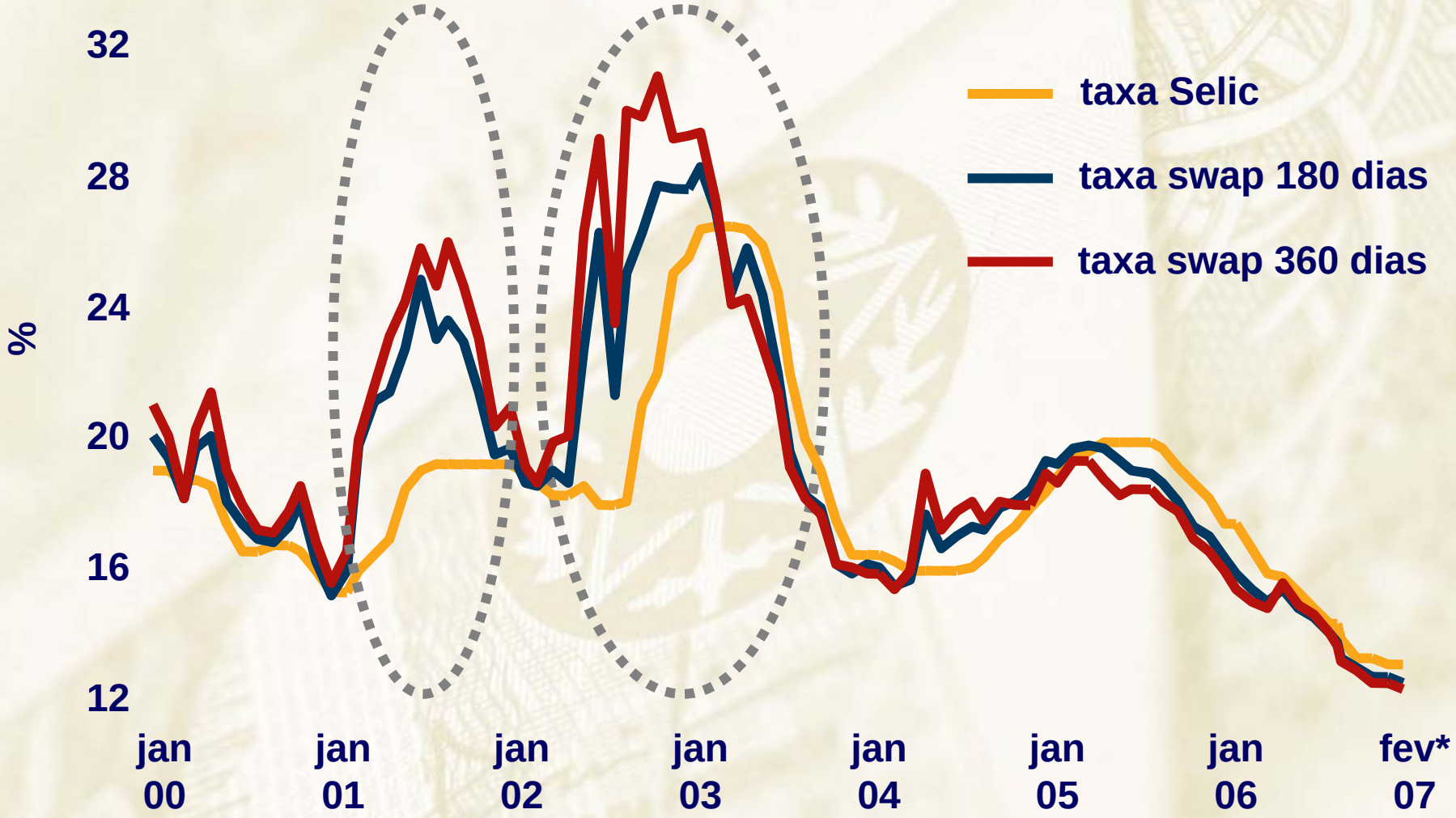
Implementação do Regime de Metas no Brasil

- **<u>Pré-condições:</u>**
  - ✓ **Estabelecimento de uma única meta/objetivo;**
  - ✓ **Credibilidade das metas e do índice utilizado;**
  - ✓ **Autonomia operacional do Banco Central/Copom;**
  - ✓ **Regime de câmbio flutuante.**

Implementação do Regime de Metas no Brasil

- **O Banco Central determina a taxa de juros de curtíssimo prazo (taxa Selic), mas a transmissão da política monetária se dá por meio das taxas de mercado em diferentes horizontes, que não são controladas pela autoridade monetária;**
- **É possível ocorrer um descasamento entre a taxa Selic e as taxas de mercado, se os agentes antecipam mudanças da política monetária, ou em períodos de incerteza ou ainda em períodos em que a política monetária perde credibilidade.**

Selic e Taxas de Mercado (180 e 360 Dias)



* 9/fev

Implementação do Regime de Metas no Brasil

- **A eficácia da política monetária depende em grande medida da sua credibilidade;**
- **Uma comunicação eficaz e o compromisso com a transparência são fundamentais na implementação da política monetária;**
- **Para coordenar expectativas, o banco central necessita explicar suas decisões de forma racional e consistente.**

Implementação do Regime de Metas no Brasil

- **O Banco Central do Brasil é reconhecido internacionalmente pela excelência e pioneirismo de sua política de comunicação e transparência;**
- **Instrumentos de comunicação:**
  - ✓ **Atas das reuniões do Copom → divulgadas uma semana após a reunião, explicando detidamente os condicionantes da decisão;**
  - ✓ **"Relatório de Inflação" trimestral;**
  - ✓ **"Carta Aberta" do Presidente do Banco Central ao Ministro da Fazenda, no caso da meta de inflação não ser cumprida.**

Implementação do Regime de Metas no Brasil

- **Na implementação da política monetária, o Banco Central avalia detidamente uma série de indicadores, como:**
  - ✓ **Evolução da economia global;**
  - ✓ **Cenário doméstico de atividade, preços, crédito, finanças públicas e balanço de pagamentos;**
  - ✓ **Mercado de trabalho;**
  - ✓ **Mercado monetário;**
  - ✓ **Expectativas dos agentes privados;**
  - ✓ **Modelos de projeção para a inflação.**

IV. Trajetória das Metas de Inflação no Brasil

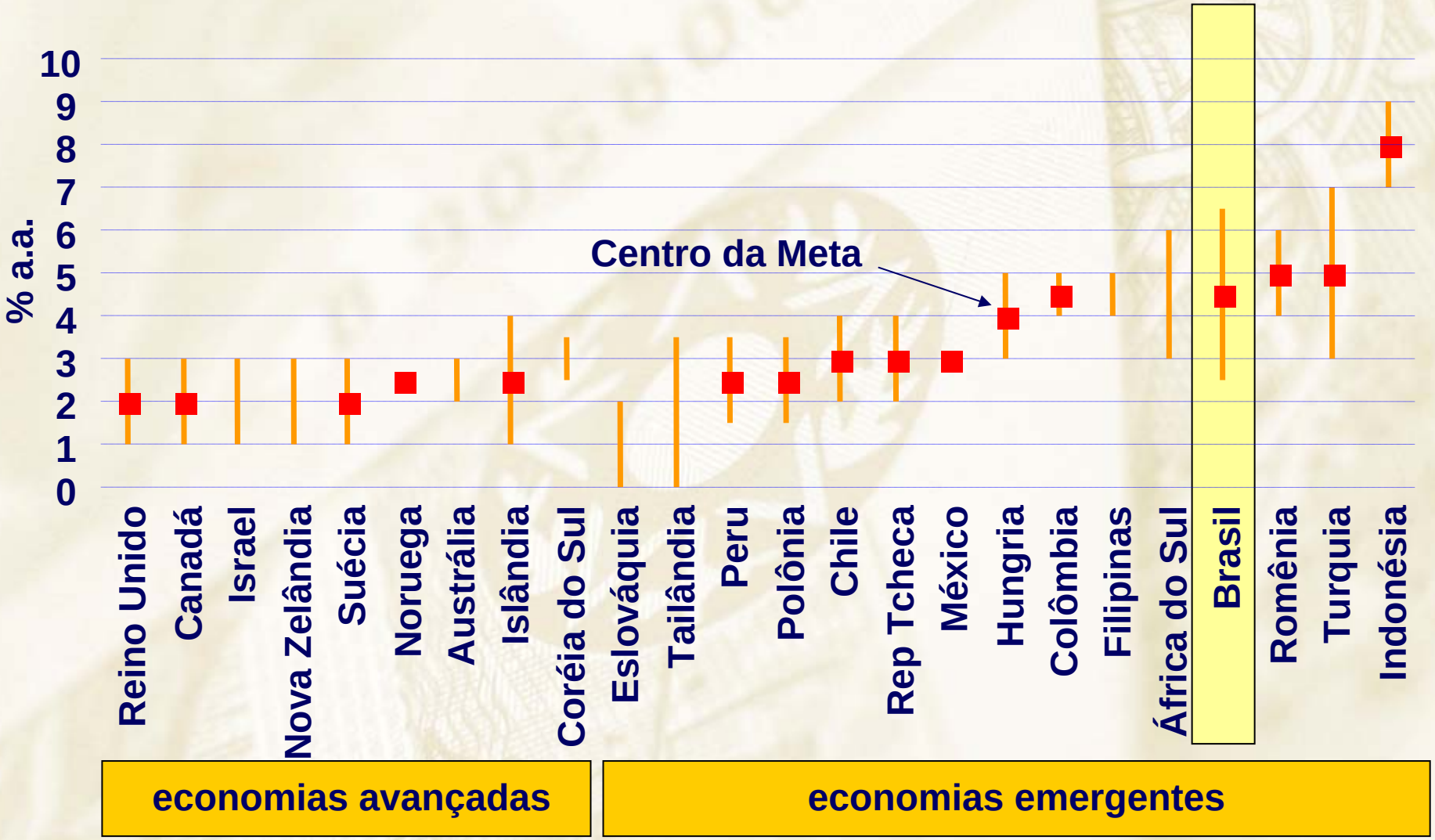
Trajetória das Metas de Inflação no Brasil

- **Trajetória para as metas no Brasil foi definida pelo CMN, tendo por fundamento a convergência gradual da taxa de inflação da economia brasileira para níveis próximos aos vigentes nos nossos principais parceiros comerciais;**
- **Essa trajetória foi revista, em função de choques adversos que atingiram a economia e alteraram a velocidade de convergência para a meta de inflação de longo prazo.**

Metas de Inflação

	Meta para 2006	Intervalo de Tolerância	Período
Brasil	4,5	+- 2,0	(meta para ano-calendário)
África do Sul	3,0 – 6,0	-	meta de longo-prazo
Austrália	2,0 – 3,0	-	(meta de longo-prazo)
Canadá	2,0	+- 1,0	(meta de longo-prazo)
Chile	3,0	+- 1,0	(meta de longo-prazo)
Colômbia	4,5	+- 0,5	(meta para ano-calendário)
Islândia	2,5	+- 1,5	(meta de longo-prazo)
Israel	2,0	+- 1,0	(meta de longo-prazo)
México	3,0	+- 1,0	(meta de longo-prazo)
Nova Zelândia	2,0	+- 1,0	(meta de longo-prazo)
Peru	2,5	+- 1,0	(meta de longo-prazo)
Reino Unido	2,0	+- 1,0	(meta de longo-prazo)
República Tcheca	3,0	+- 1,0	(meta para ano-calendário)
Suécia	2,0	+- 1,0	(meta de longo-prazo)
Tailândia	0,0 - 3,5	-	(meta de longo-prazo)
Turquia	5,0	-	(meta para ano-calendário)

Metas de Inflação para 2006



V. Resultados da Política Monetária

Resultados da Política Monetária

- **No período de metas para a inflação, houve redução na volatilidade da inflação, da taxa de juros e da taxa de crescimento do PIB, em comparação com o período entre a estabilização (Plano Real) e a implementação do regime de metas;**
- **A taxa média de crescimento do PIB subiu, comparativamente ao período de câmbio fixo;**
- **A taxa de juros caiu de forma expressiva.**

Volatilidade de Inflação, PIB e Taxa de Juros

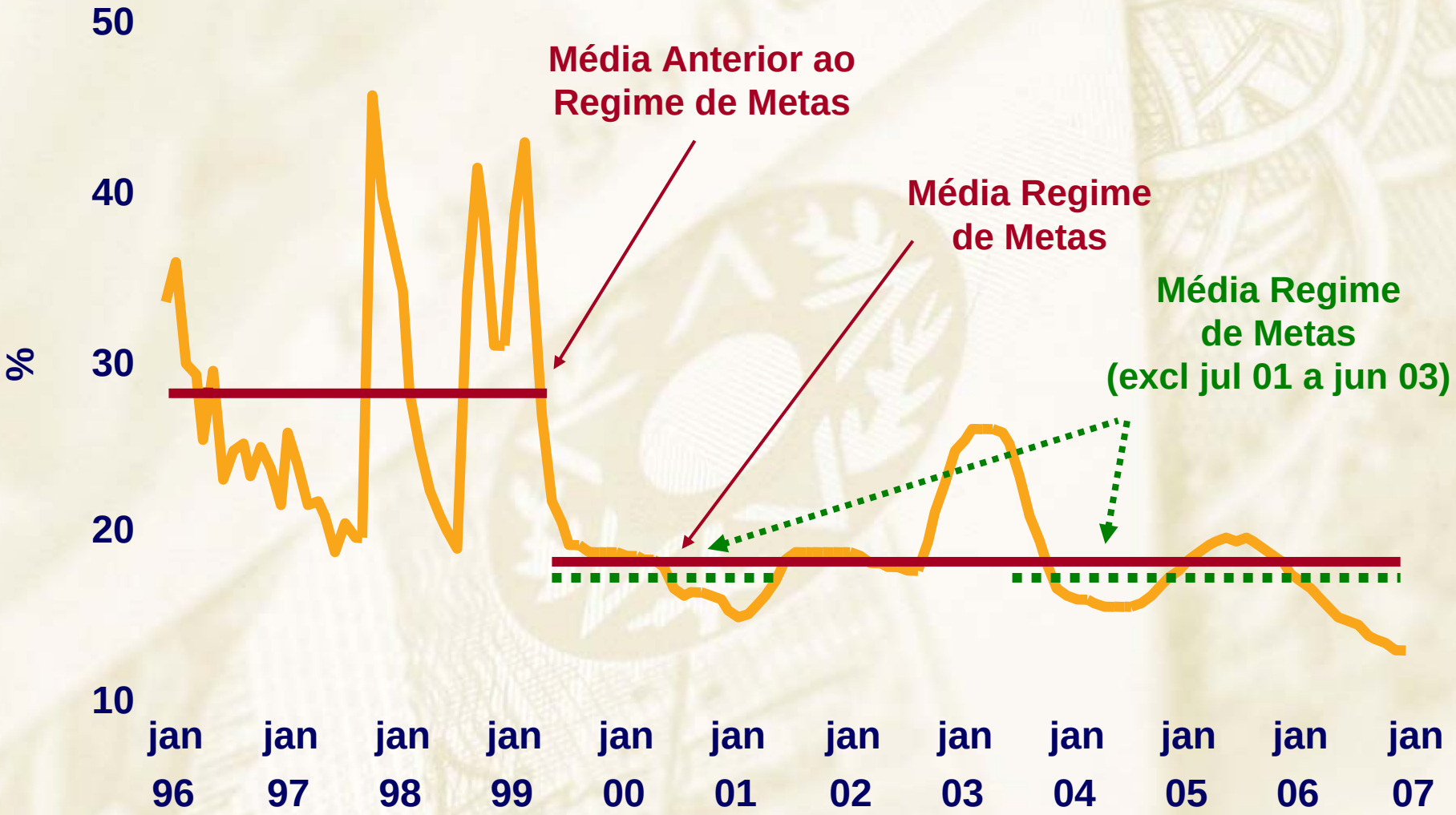
Inflação, PIB e Taxa Selic

Média, Desvio Padrão e Coeficiente de Variação*

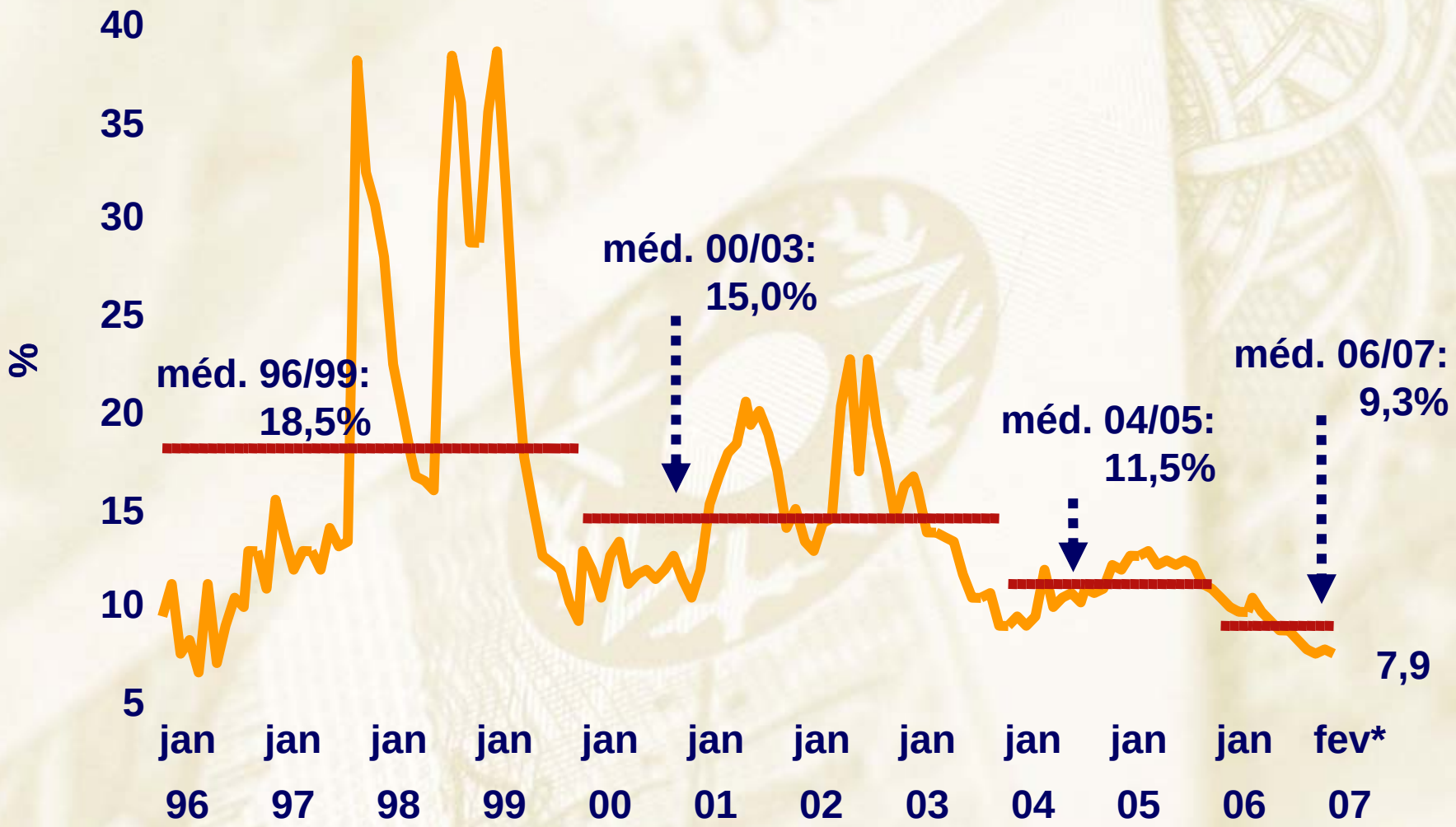
Período	Inflação			PIB			Taxa Selic		
	Média	D.P.	C.V.	Média	D.P.	C.V.	Média	D.P.	C.V.
Anterior ao Regime de Metas									
4T94 – 2T99	10,4	9,9	95%	2,0	6,3	311%	35,4	14,1	40%
Regime de Metas									
3T99 – 4T06	7,5	5,6	74%	2,5	3,5	139%	18,4	2,9	16%
Regime de Metas (exclusive período de choques externos: 3T01 a 2T03)									
3T99 – 4T06	6,0	3,3	55%	3,2	3,1	96%	17,5	2,2	12%
Regime de Metas (após período de choques externos)									
3T03 – 4T06	5,4	2,3	42%	3,3	3,0	90%	17,4	2,5	14%

*todos os dados trimestrais anualizados, PIB até 3T06

Taxa Selic


50
40
30
20
10
%
Média Anterior ao Regime de Metas
Média Regime de Metas
Média Regime de Metas (excl jul 01 a jun 03)
jan 96
jan 97
jan 98
jan 99
jan 00
jan 01
jan 02
jan 03
jan 04
jan 05
jan 06
jan 07

Juros Reais (Swap 360 dias)

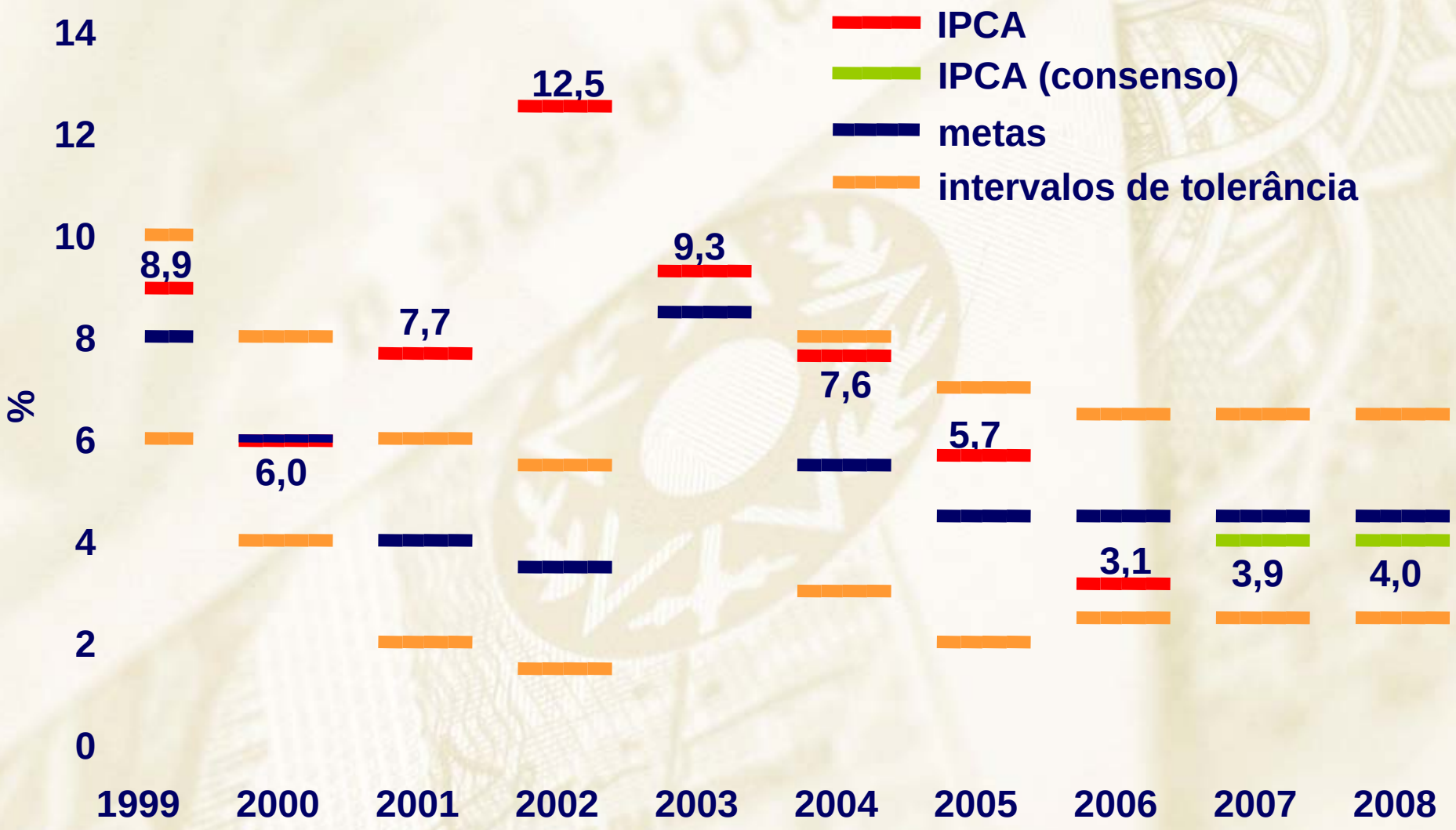


Fontes: BCB and BM&F * 23/fev

Inflação x Metas

- **1999/2000: a inflação ficou dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN;**
- **2001/2002: choques adversos de grande magnitude atingiram a economia, desviando a inflação da trajetória das metas;**
- **2003: efeitos defasados dos choques de 2001/2002 ainda impactaram a taxa de inflação;**
- **2004/2007: a inflação retorna à trajetória das metas.**

Metas de Inflação



Resultados da Política Monetária

- **O exame da evolução da inflação ocorrida em relação a metas e intervalos estabelecidos em um conjunto de países que adotam o regime de metas para a inflação indica que:**
  - **O valor central da meta raramente foi atingido com absoluta exatidão;**
  - **A freqüência com que a inflação ficou abaixo do valor central foi maior do que a freqüência com que ela permaneceu acima do valor central, para países industrializados e emergentes;**
  - **Como proporção do total dos casos em que a meta foi cumprida, os casos em que a inflação observada situou-se abaixo do valor central foi maior no grupo de economia emergentes.**

Cumprimento Trimestral das Metas de Inflação em Países Selecionados

País	Início do regime de metas	π < valor central	π > valor central	π = valor central
Emergentes		**(A + B)**	**(C + D)**	
África do Sul	2000	**63%**	**38%**	**0%**
Chile	1991	**48%**	**48%**	**3%**
Hungria	2001	**35%**	**60%**	**5%**
México	2001	**35%**	**65%**	**0%**
Peru	1994	**69%**	**27%**	**4%**
Polônia	1999	**64%**	**36%**	**0%**
média ponderada		***55%***	***43%***	***3%***
Desenvolvidos				
Austrália	1993	**48%**	**44%**	**8%**
Canadá	1991	**53%**	**43%**	**3%**
Inglaterra	1992	**75%**	**18%**	**7%**
Noruega	2001	**80%**	**20%**	**0%**
Nova Zelândia	1990	**23%**	**69%**	**8%**
Suécia	1995	**77%**	**23%**	**0%**
média ponderada		***55%***	***40%***	***5%***
BRASIL	*1999*	***12%***	***85%***	***4%***

Resultados da Política Monetária

- **Como proporção do total dos casos em que a meta foi cumprida, os casos em que a inflação observada situou-se abaixo do valor central foi maior no grupo de economia emergentes.**

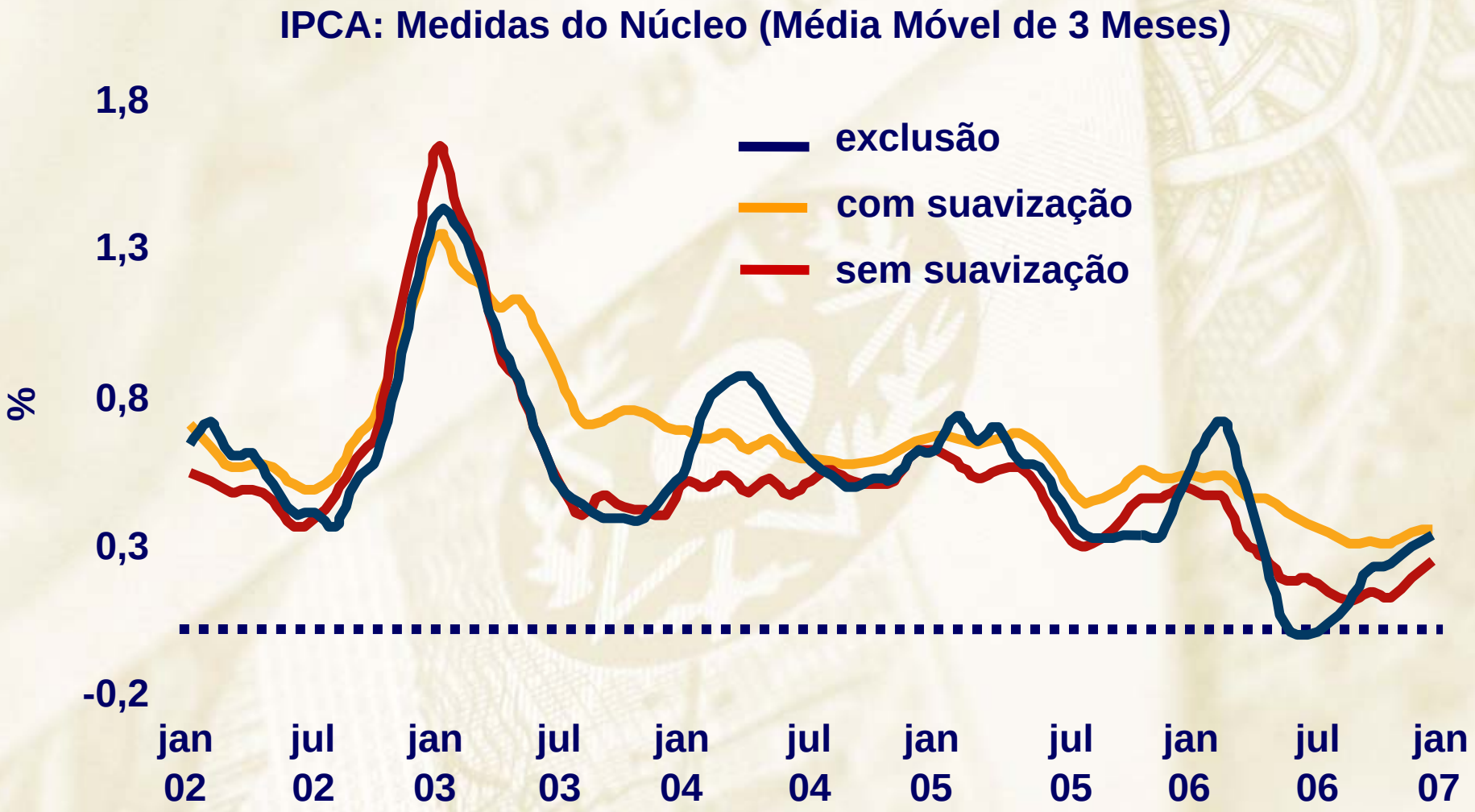
Cumprimento Trimestral das Metas de Inflação em Países Selecionados

País	Início do regime de metas	π < piso da meta	Piso < π < valor central da meta	valor central < π < teto da meta	teto da meta < π
Emergentes		**(A)**	**(B)**	**(C)**	**(D)**
África do Sul	2000	31%	31%	0%	38%
Chile	1991	17%	32%	38%	10%
Hungria	2001	0%	35%	25%	35%
México	2001	0%	35%	25%	40%
Peru	1994	42%	27%	13%	15%
Polônia	1999	54%	11%	4%	32%
média ponderada		***27%***	***28%***	***20%***	***22%***
Desenvolvidos					
Austrália	1993	37%	12%	17%	27%
Canadá	1991	27%	27%	30%	13%
Inglaterra	1992	36%	39%	14%	4%
Noruega	2001	45%	35%	5%	15%
Nova Zelândia	1990	5%	19%	42%	27%
Suécia	1995	48%	30%	23%	0%
média ponderada		***29%***	***26%***	***25%***	***15%***
BRASIL	*1999*	***0%***	***12%***	***46%***	***38%***

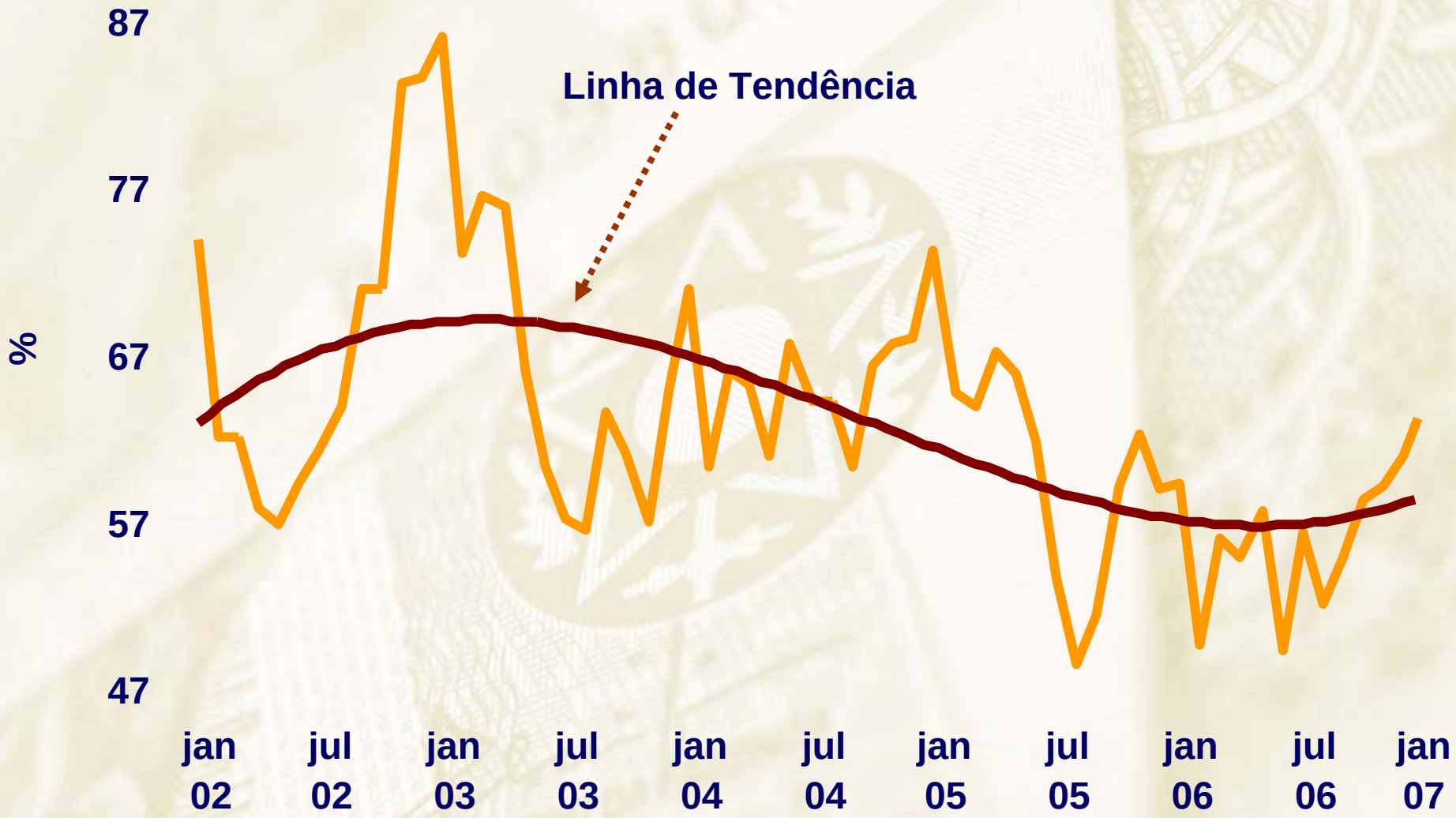
Quadro Inflacionário Recente

- **As medidas de núcleo de inflação acompanhadas pelo Banco Central mostram comportamento recente mais benigno da inflação, após a forte aceleração de 2002 e, em menor escala, de 2004;**

Núcleos de Inflação



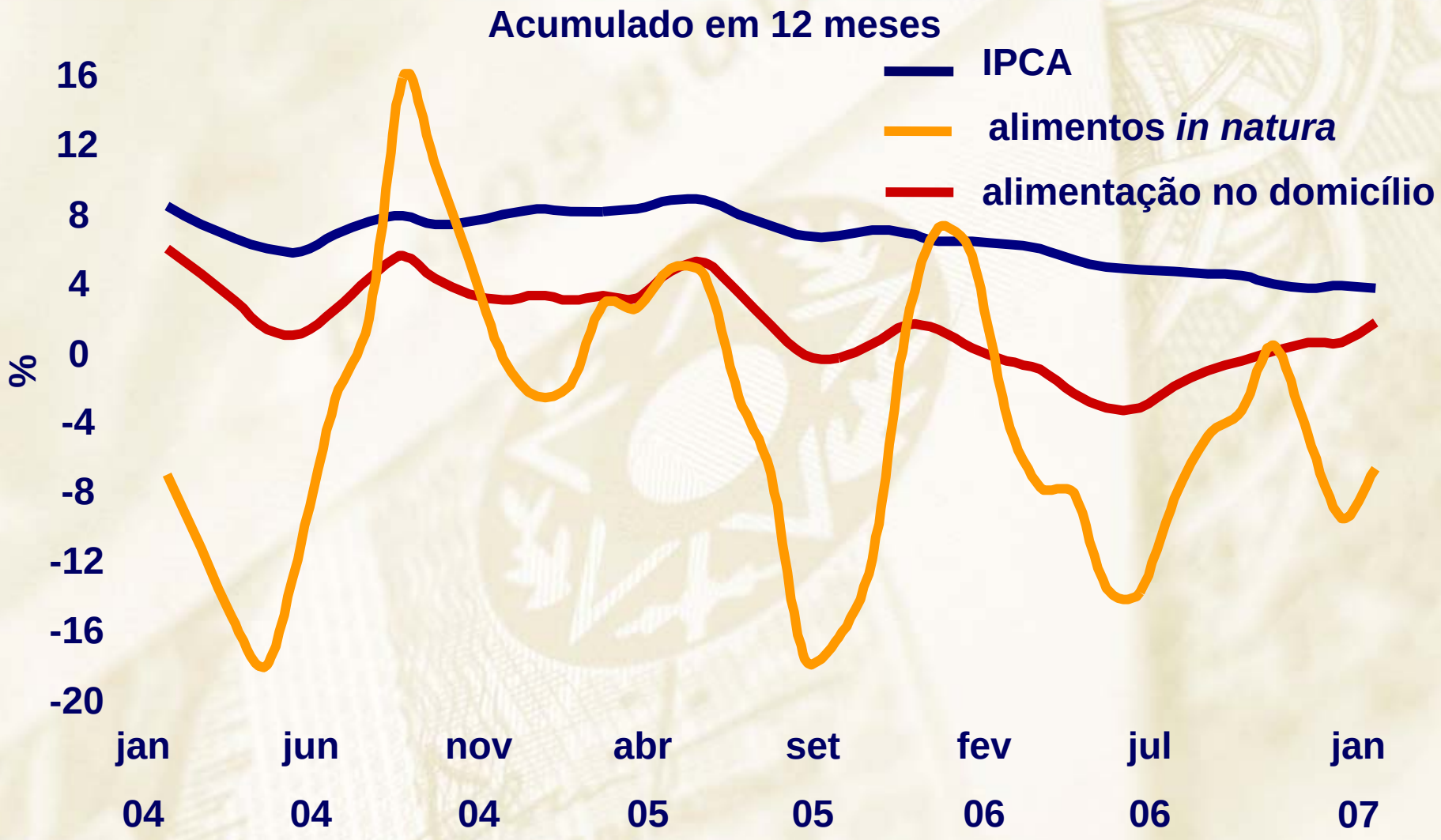
Índice de Difusão



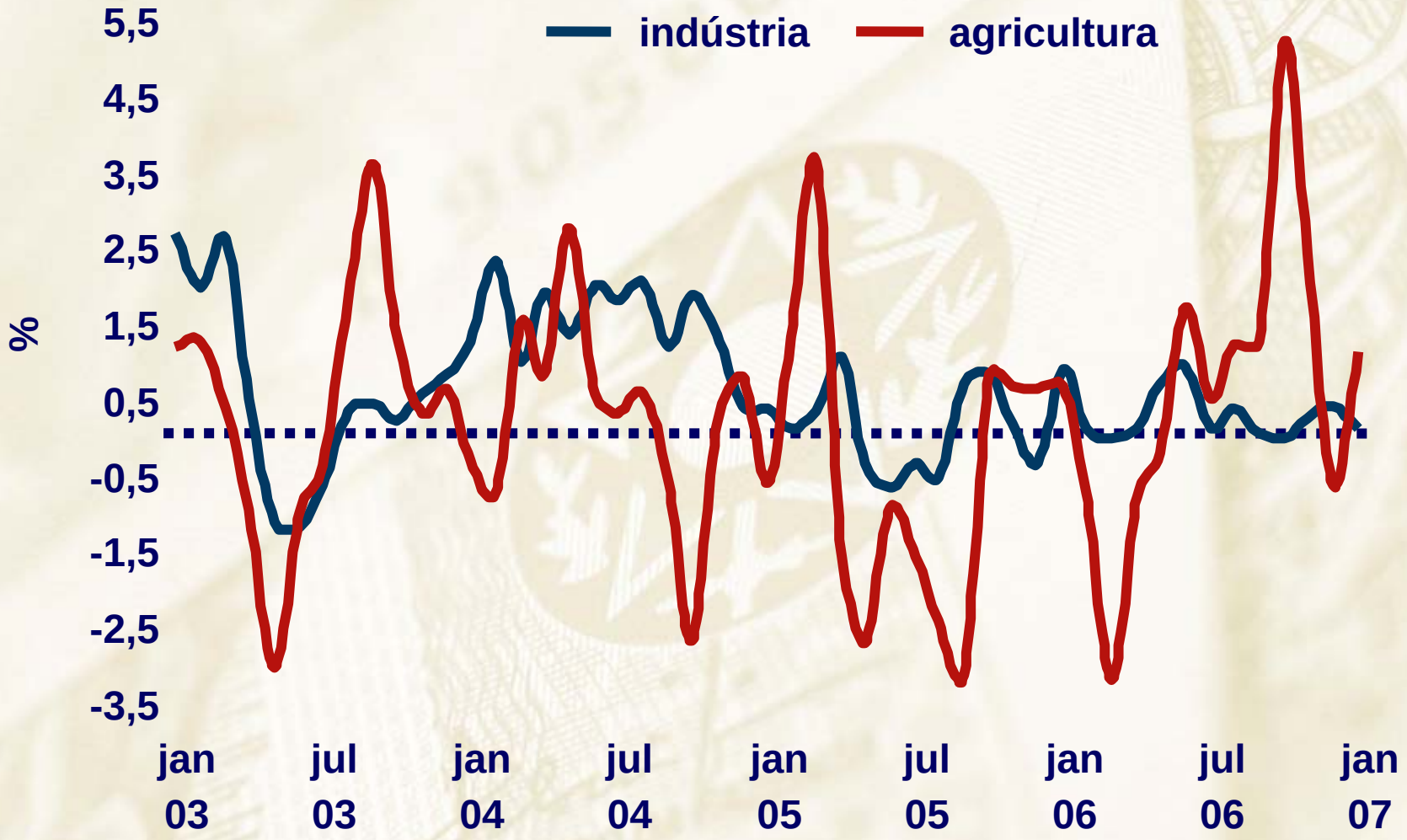
Quadro Inflacionário Recente

- **Em 2006, como reflexo de fatores temporários, tais como a forte desinflação nos alimentos *in natura*, a inflação acumulada no período de um ano situou-se abaixo do valor central do intervalo definido pelas metas;**

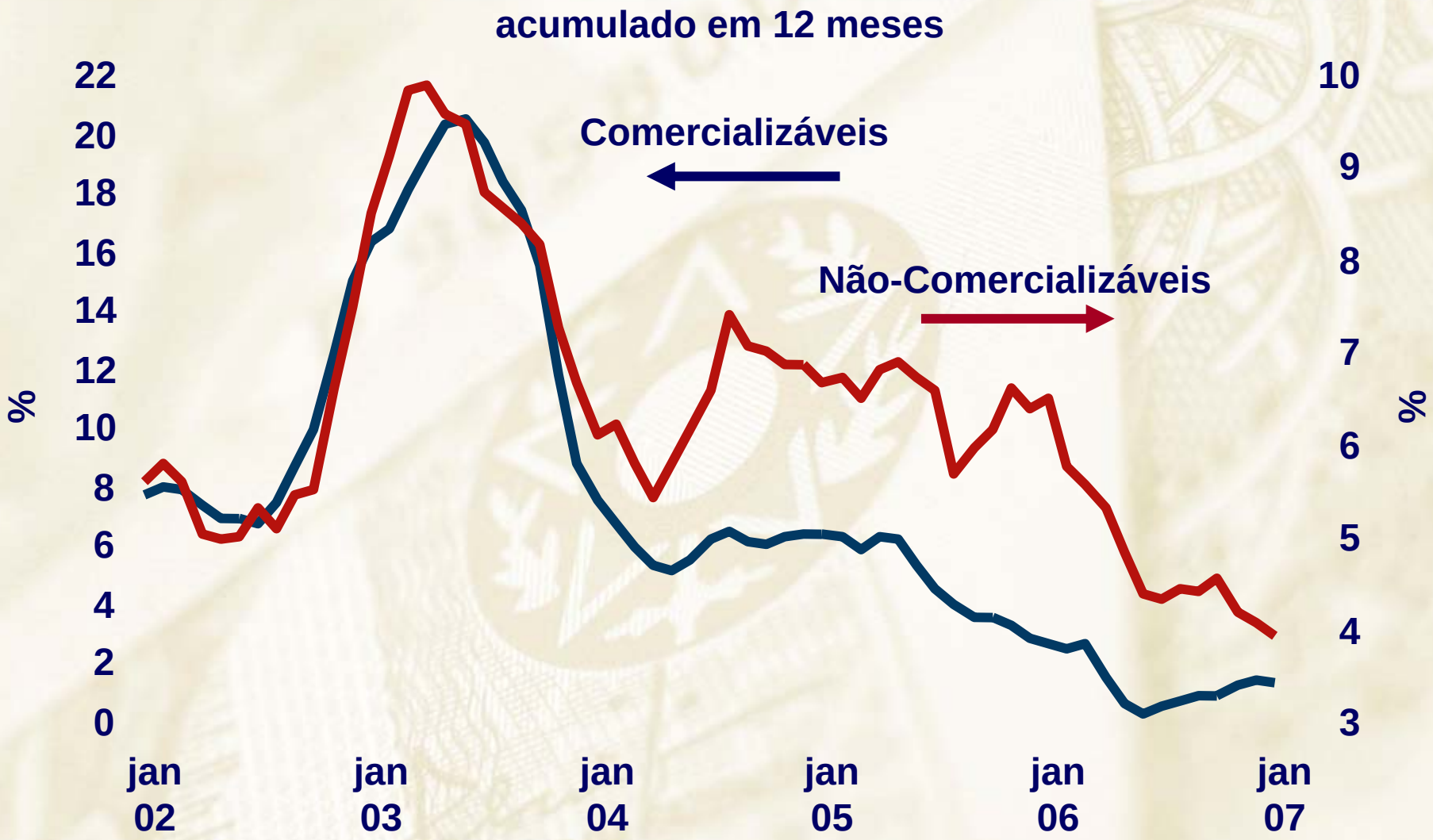
IPCA x IPCA Alimentação



IPA: Preços Agrícolas x Industriais



Preços Livres Comercializáveis x Não-comercializáveis



Expectativas de Inflação

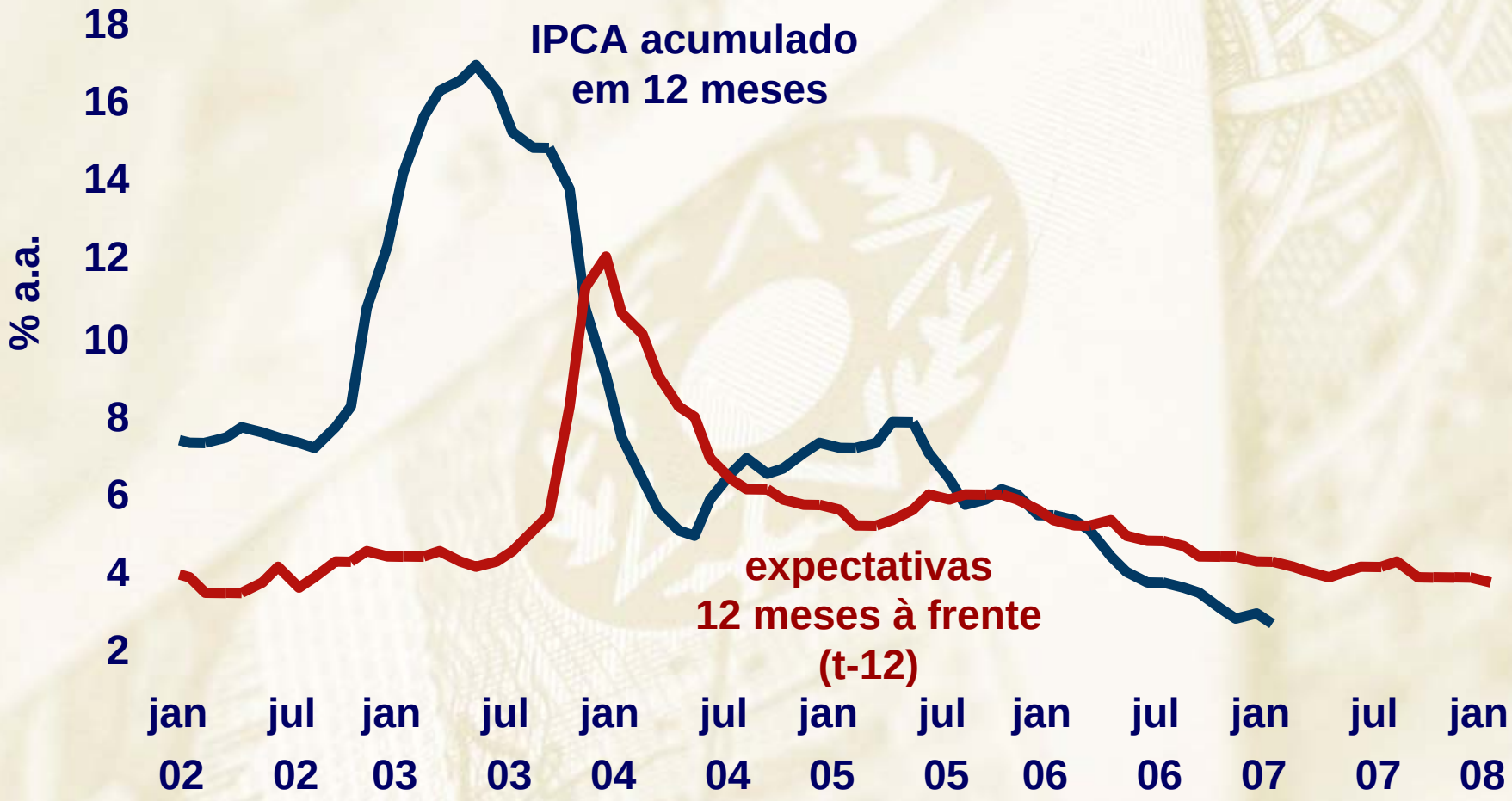
- **A política monetária tem conseguido manter as expectativas de inflação sob controle;**
- **Para 2007 e 2008, expectativas dos agentes privados estão bem ancoradas à trajetória das metas.**

Expectativas x Metas - Final do Ano

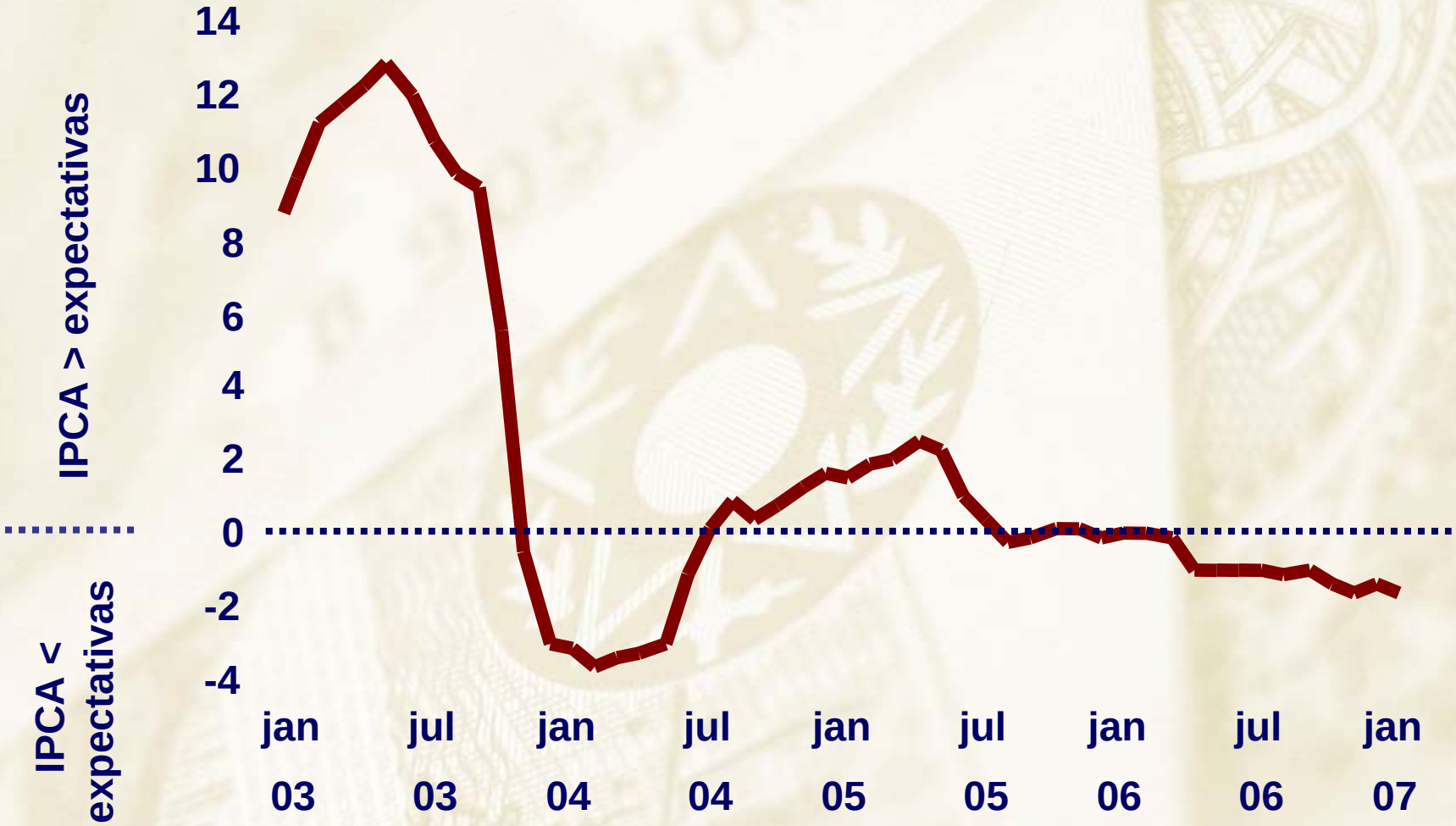
	Expectativa ano+1	Meta ano+1	Expectativa ano+2	Meta ano+2
1999	7,0	6,0	4,0	4,0
2000	4,3	4,0	3,8	3,5
2001	4,8	3,5	4,0	3,25*
2002	11,0	4,0**	8,0	3,75**
2003	6,0	5,5	5,0	4,5
2004	5,7	4,5	5,0	4,5
2005	4,5	4,5	4,5	4,5
2006	4,0	4,5	4,1	4,5

*Meta CMN fixada em jun/2001 (Resolução nº 2,842)
** Meta CMN fixada em jun/2002 (Resolução n° 2,972)

IPCA e Expectativas de Inflação

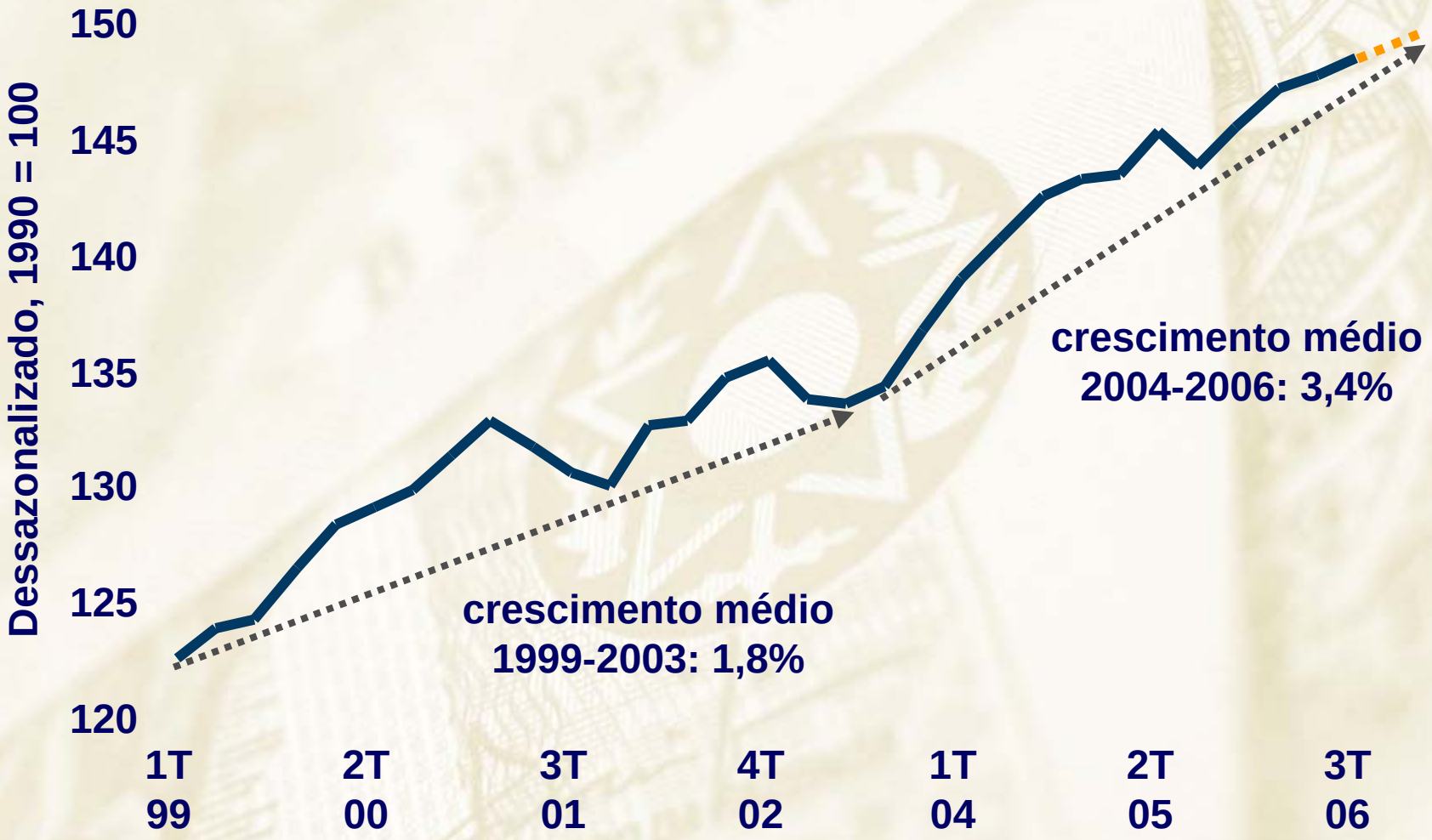


Surpresa Inflacionária



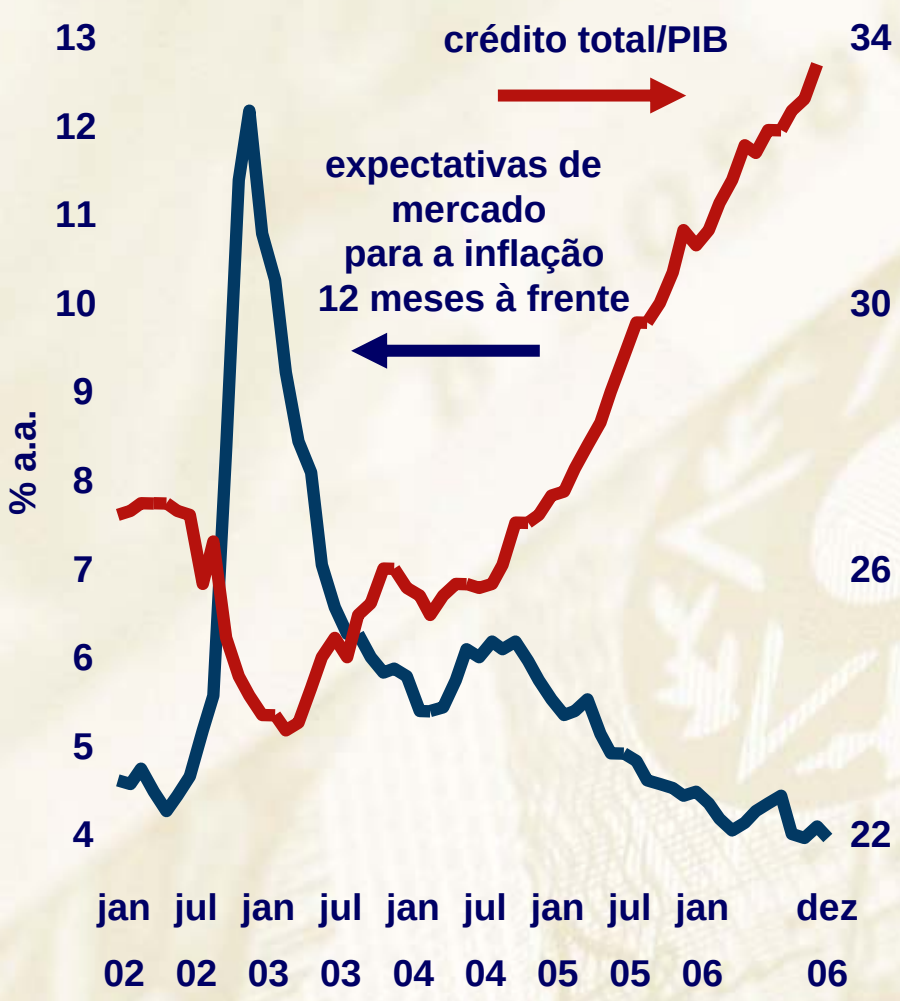
VI. Evolução Recente da Atividade Econômica e do Mercado de Trabalho

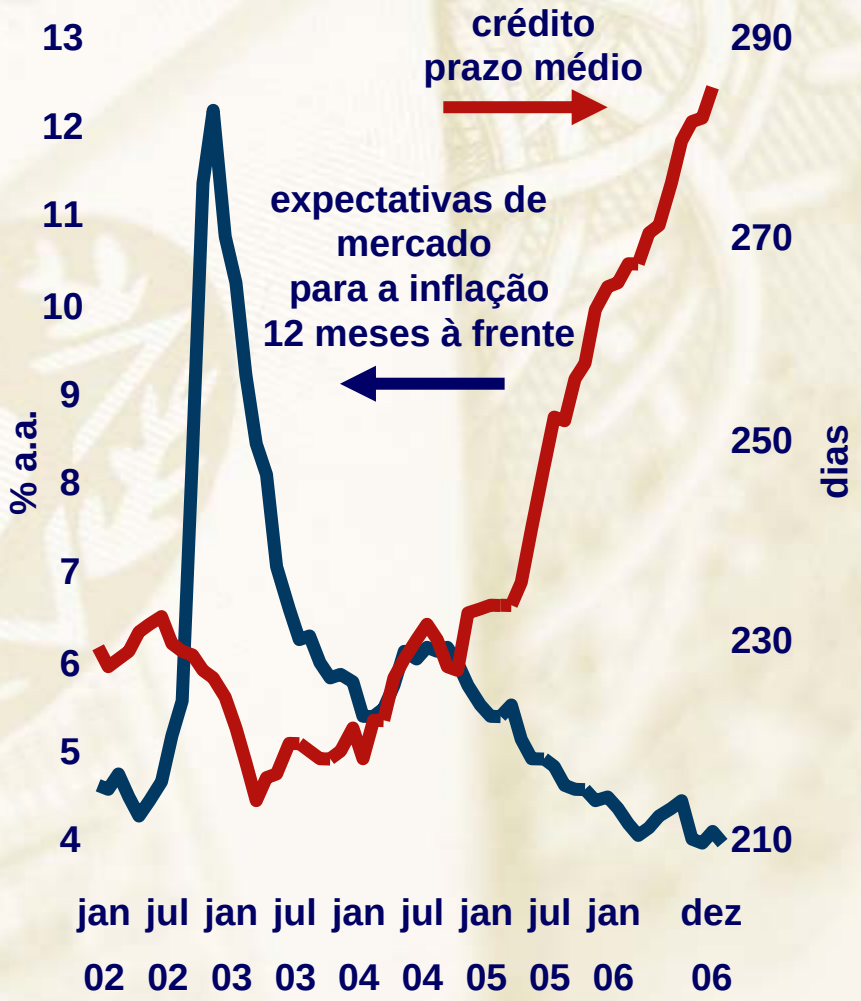
PIB



Fontes: IBGE, Banco Central *Relatório de Inflação dez/06

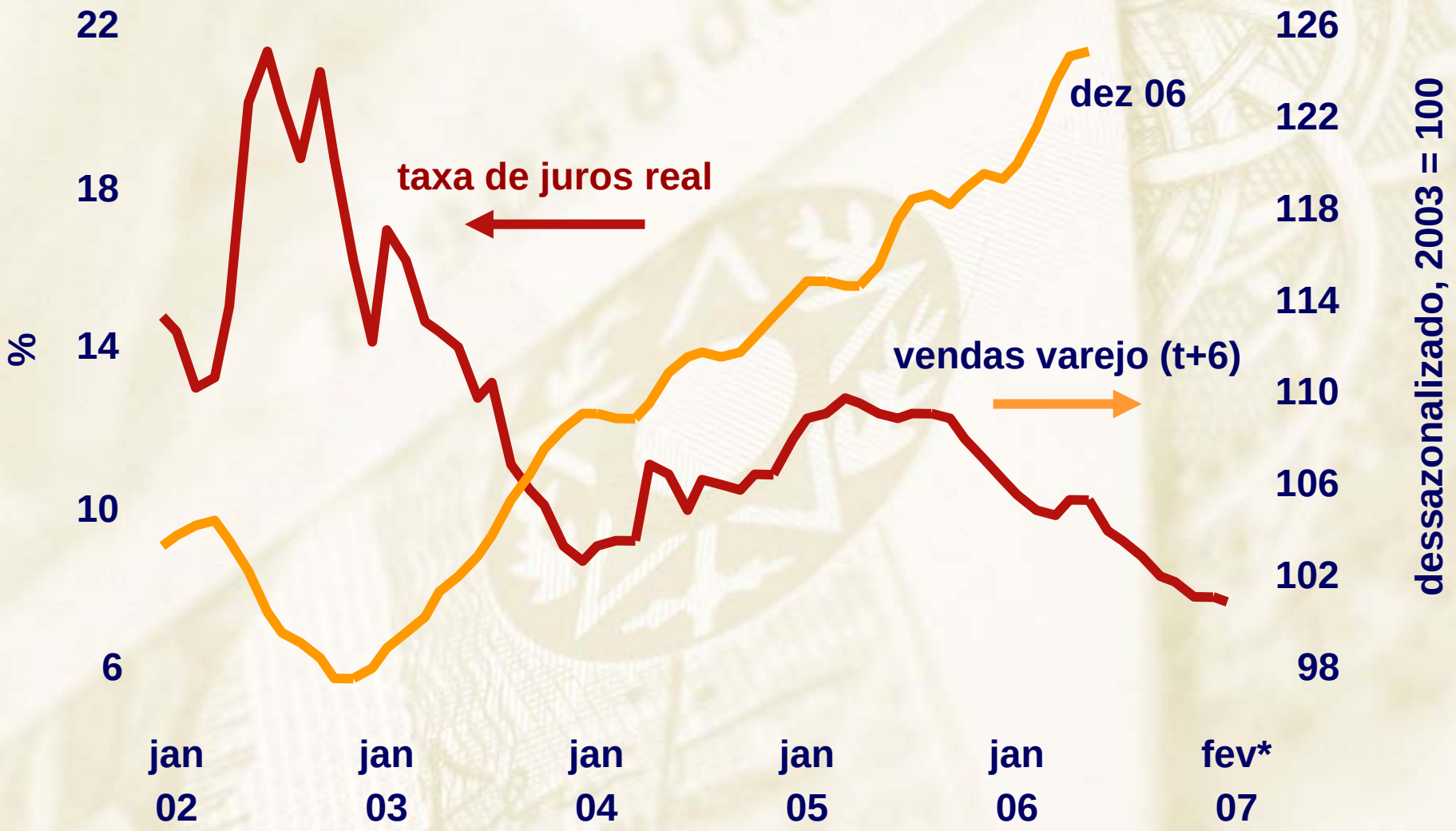
Crédito x Inflação





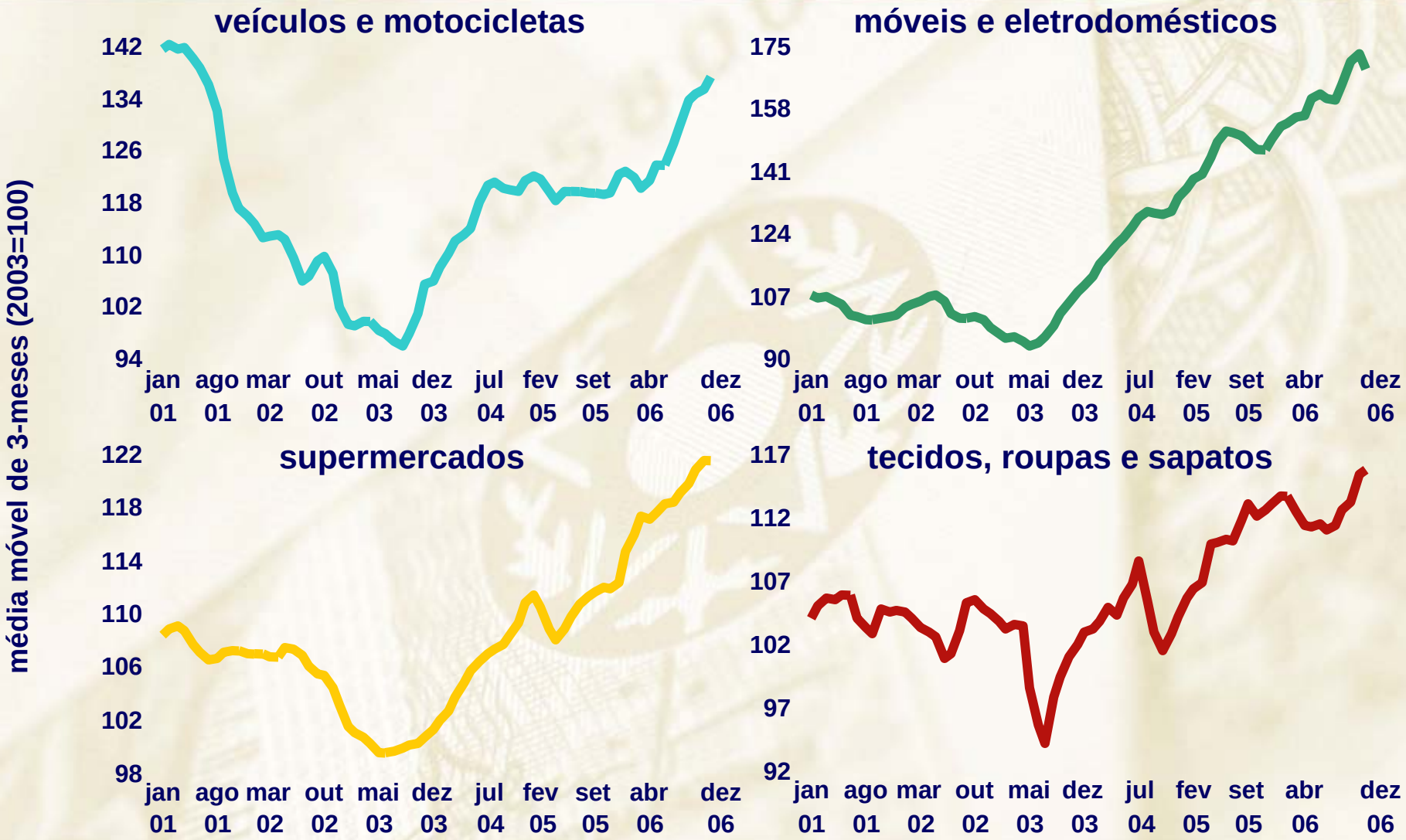
Vendas no Varejo

Taxa de Juros Real x Vendas Varejo



* fev 14

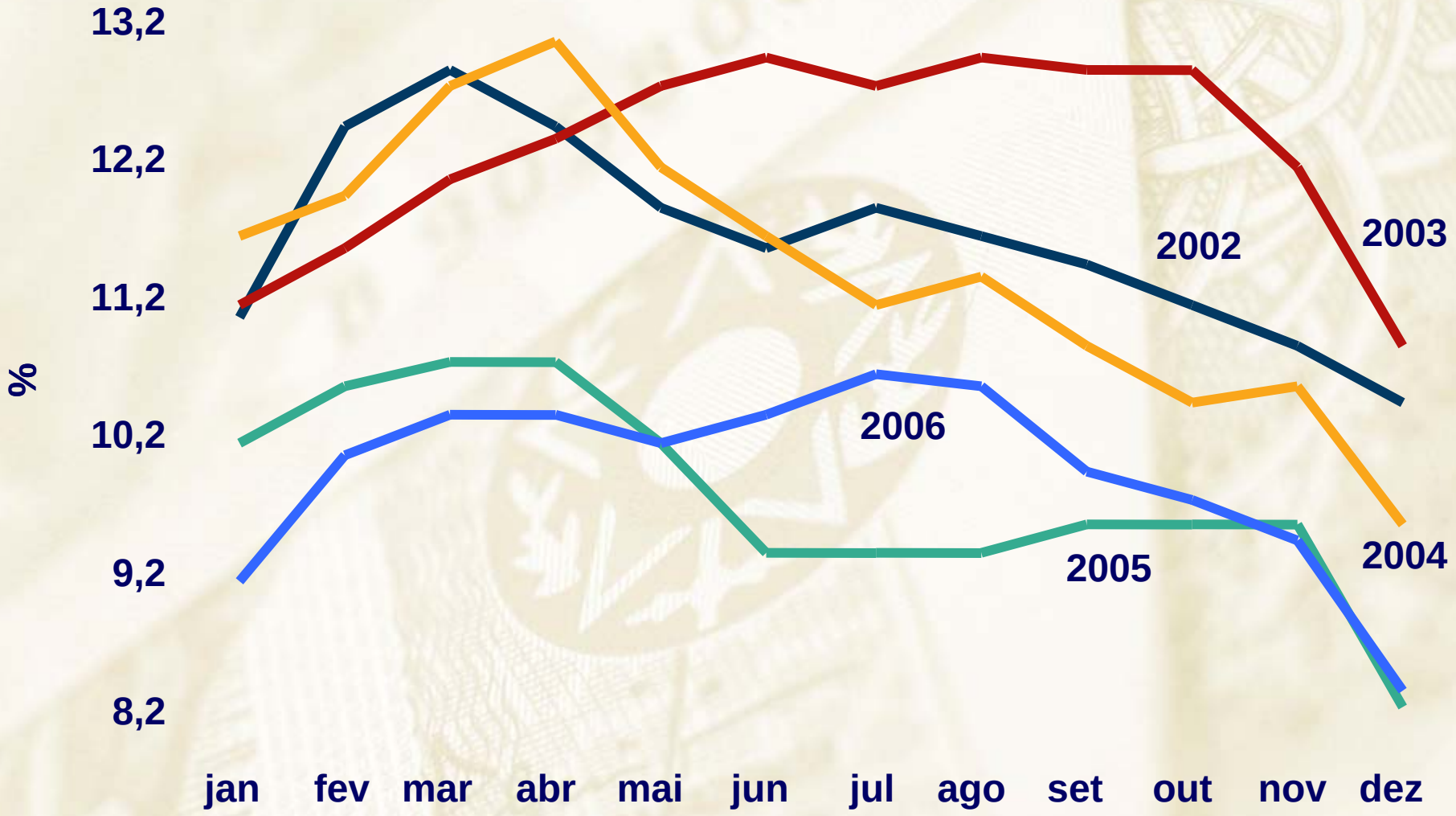
Vendas no Varejo



Fonte: IBGE

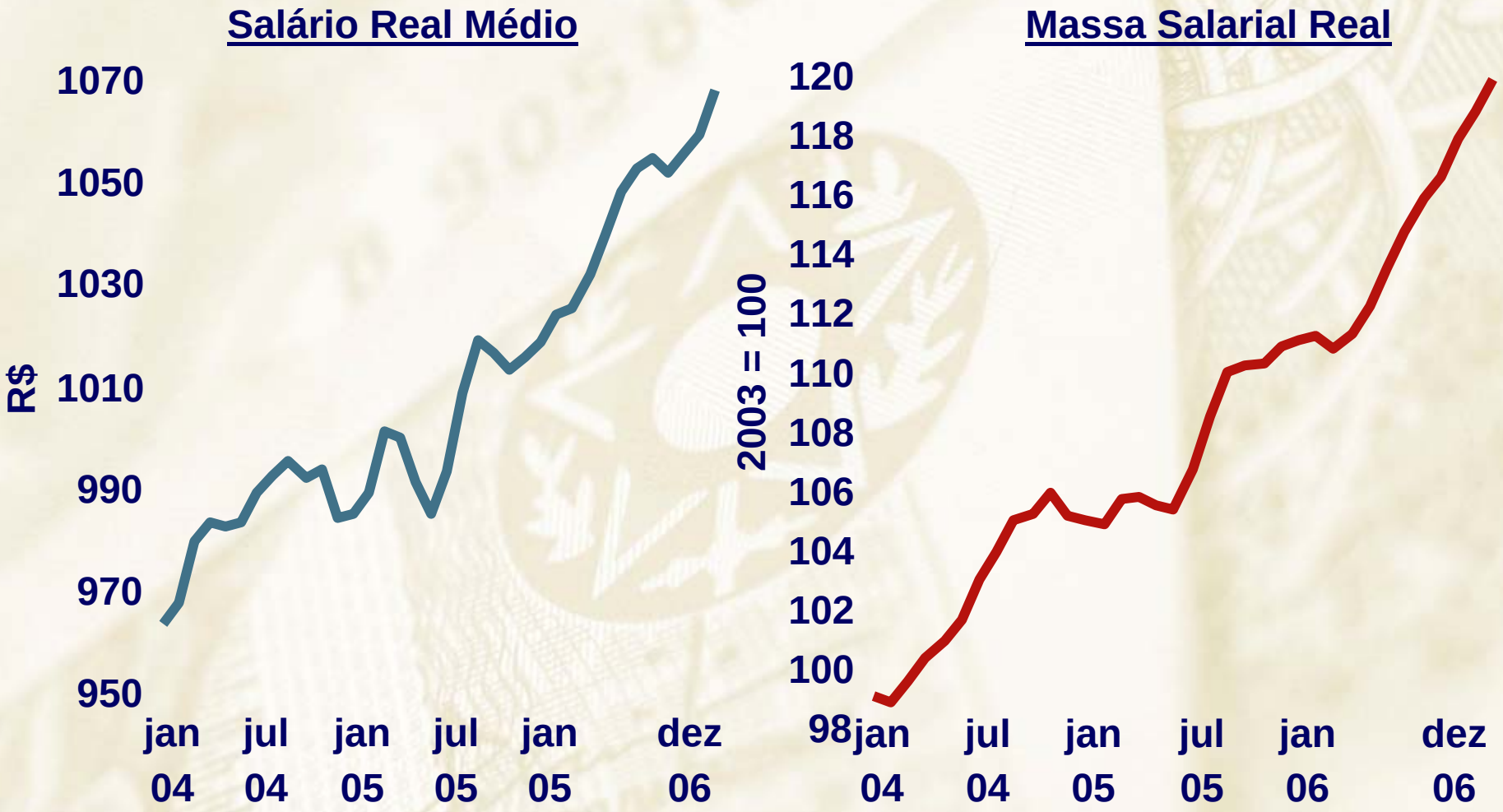
Criação de Emprego Formal

Taxa de Desemprego



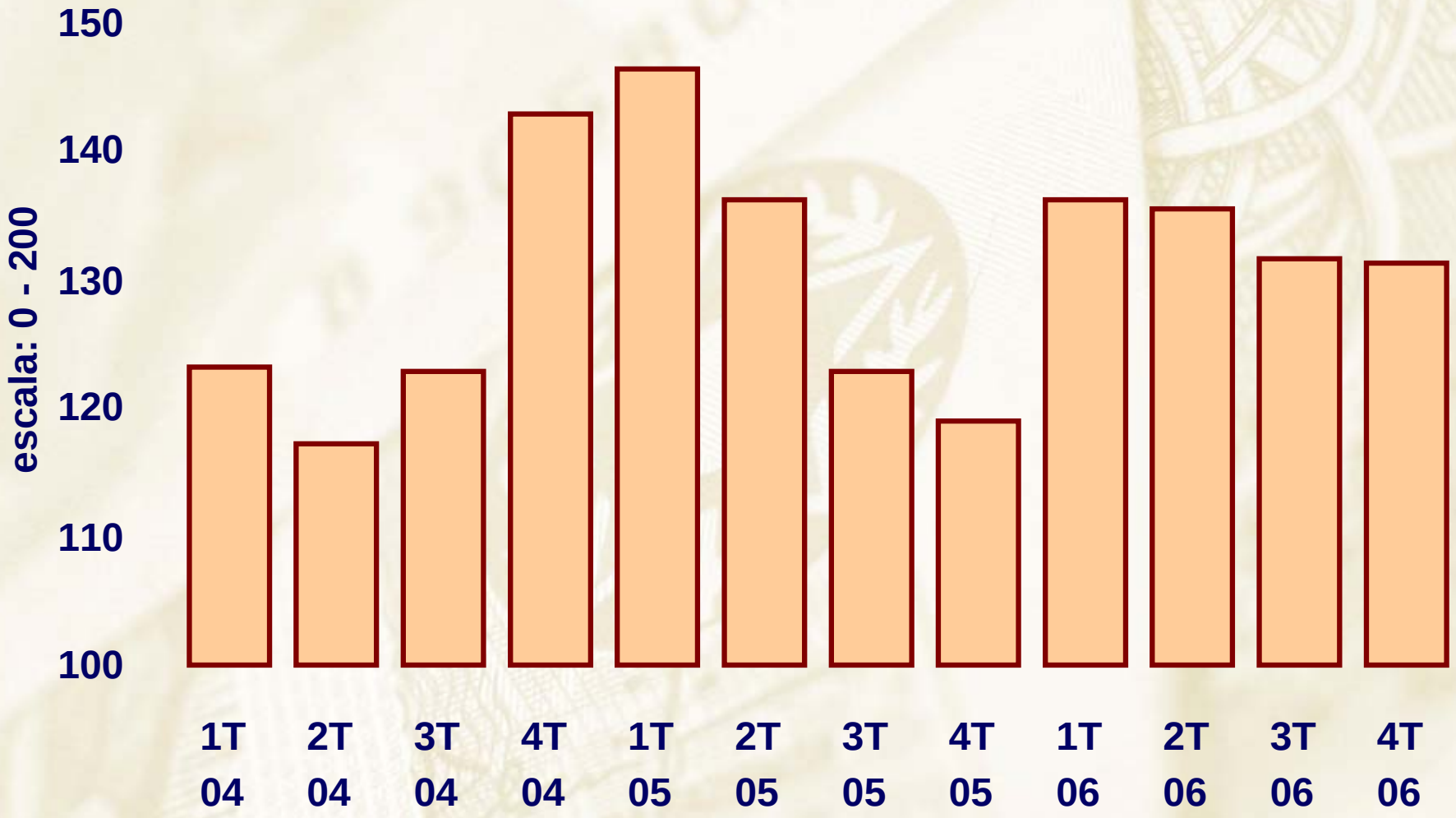
Salário Real e Massa Salarial

Médias Móveis de 3 Meses, Deflacionadas pelo INPC



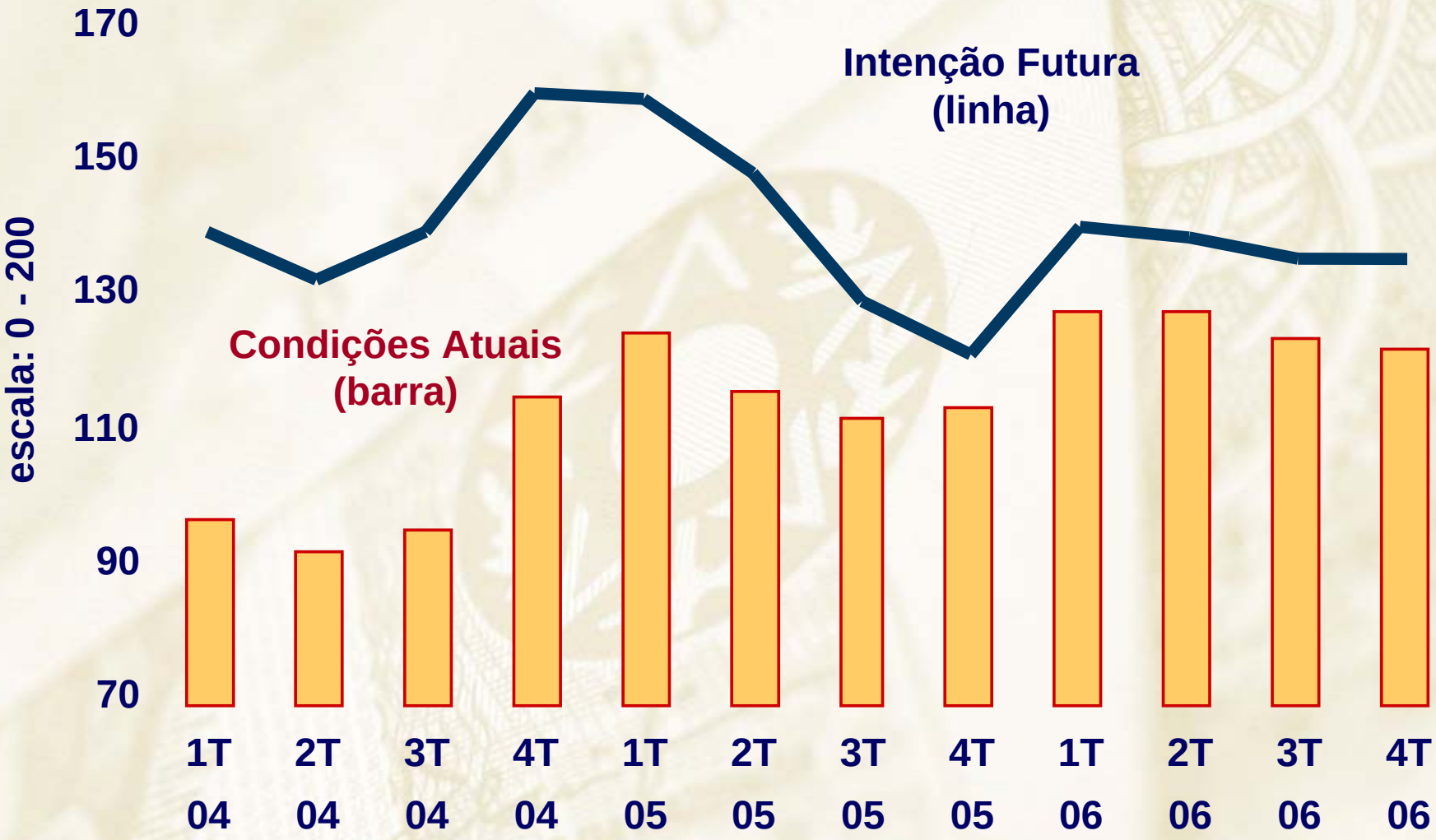
Vendas Varejistas e Massa Salarial

Confiança dos Consumidores (São Paulo)



Fonte: Fecomercio

Confiança dos Consumidores (São Paulo)

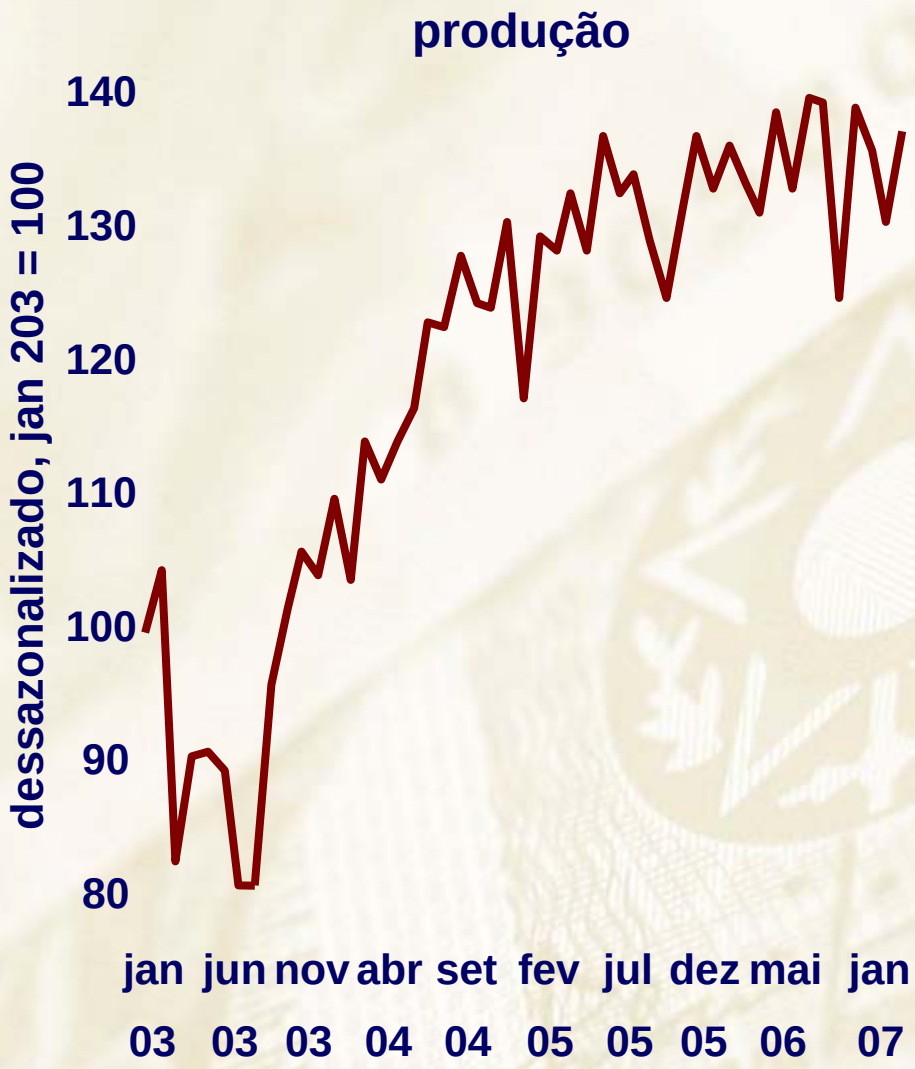


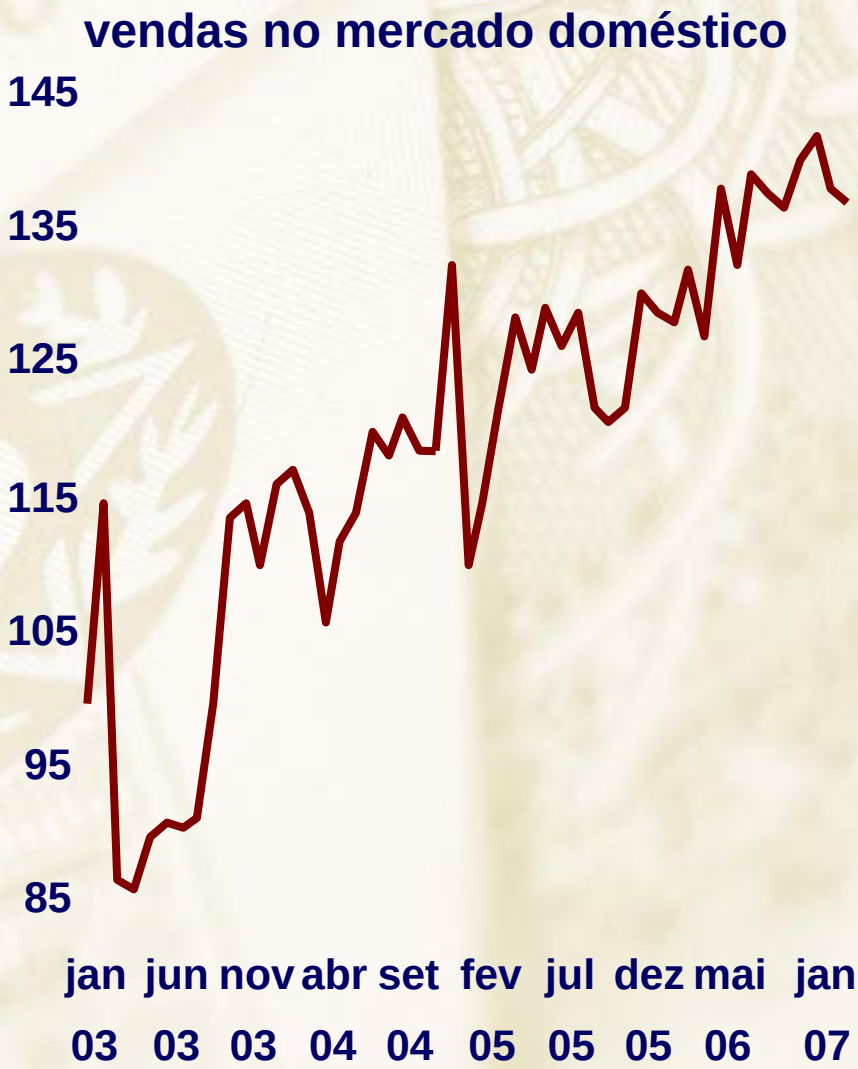
Fonte: Fecomercio

Produção Industrial

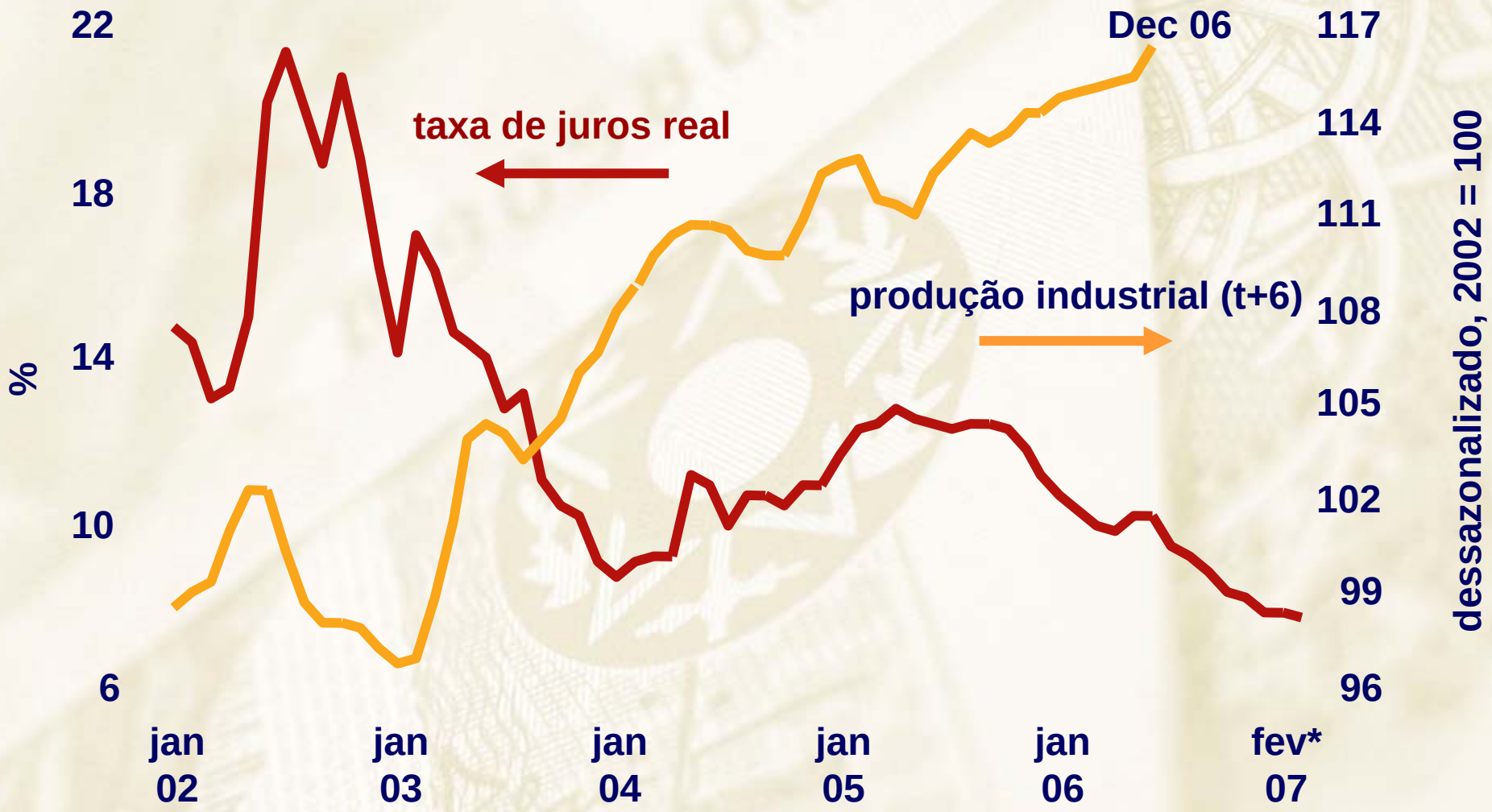
Fonte: IBGE

Produção e Vendas de Veículos



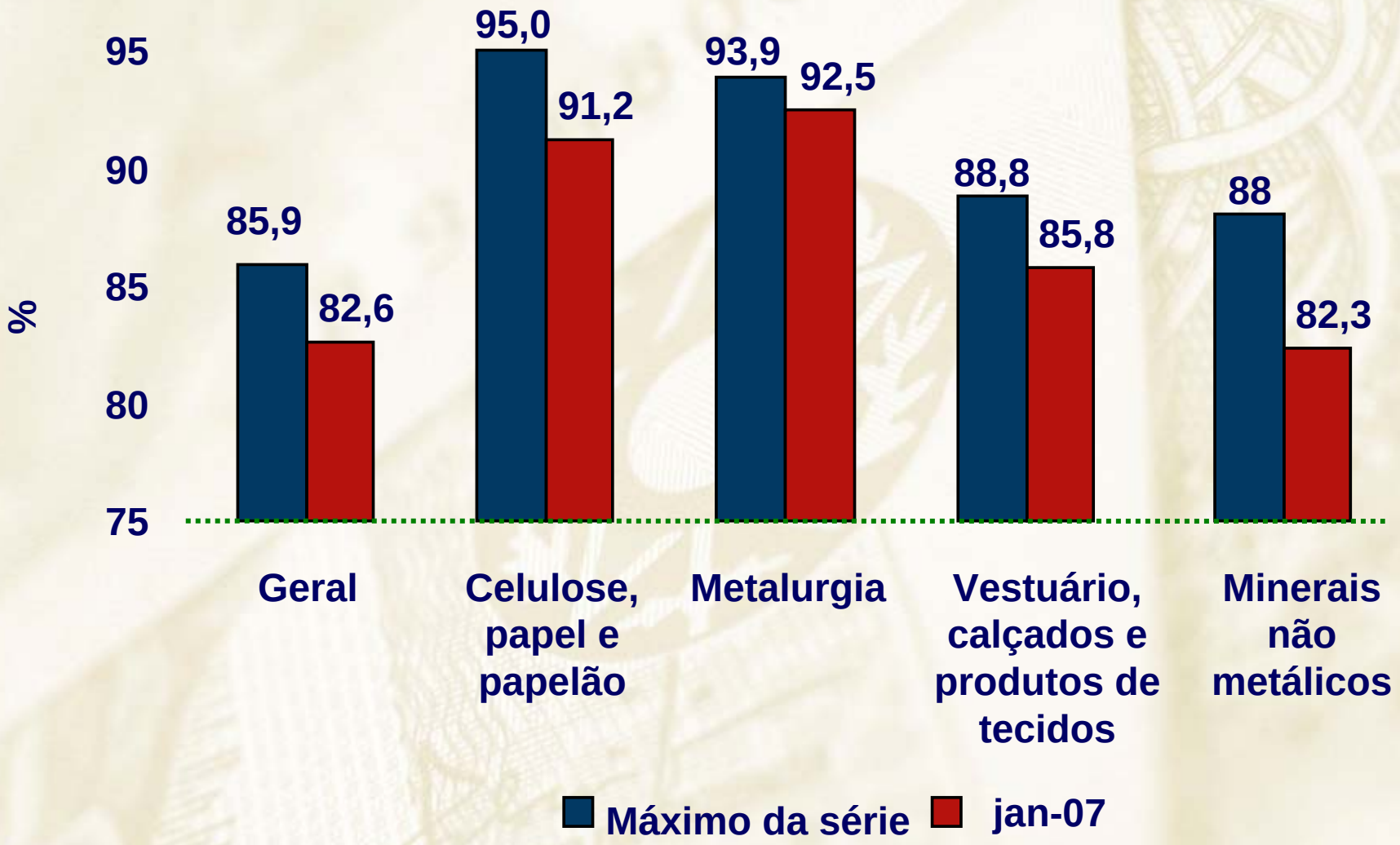


Taxa de Juros Real x Produção Industrial



* fev 14

Utilização da Capacidade



Fonte: FGV

Formação Bruta de Capital Fixo: 1999-2006

Fonte: IBGE

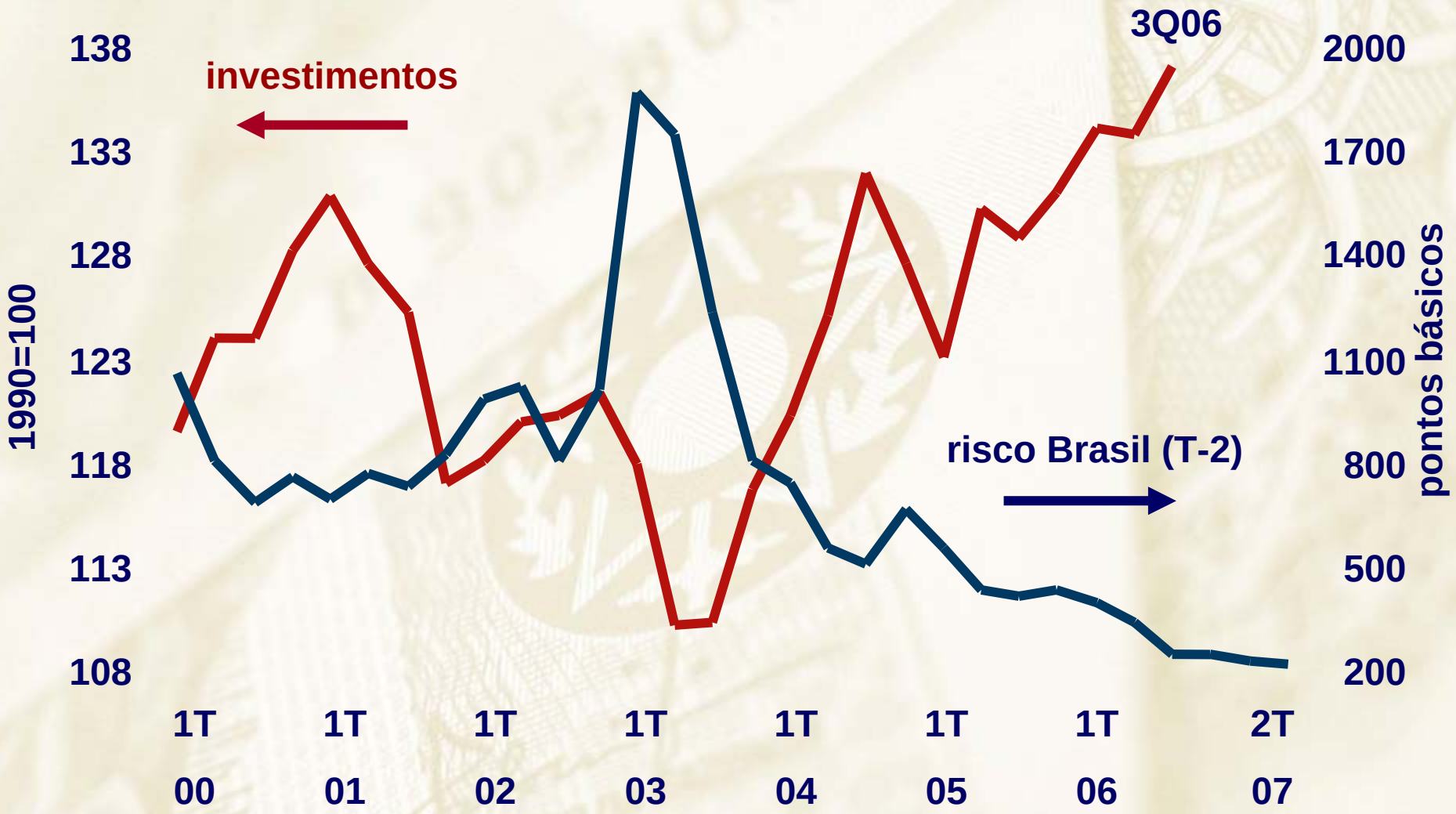
Absorção Doméstica de Bens de Capital: 1999-2006

Fonte: Banco Central

Insumos da Construção Civil: 2003-2006

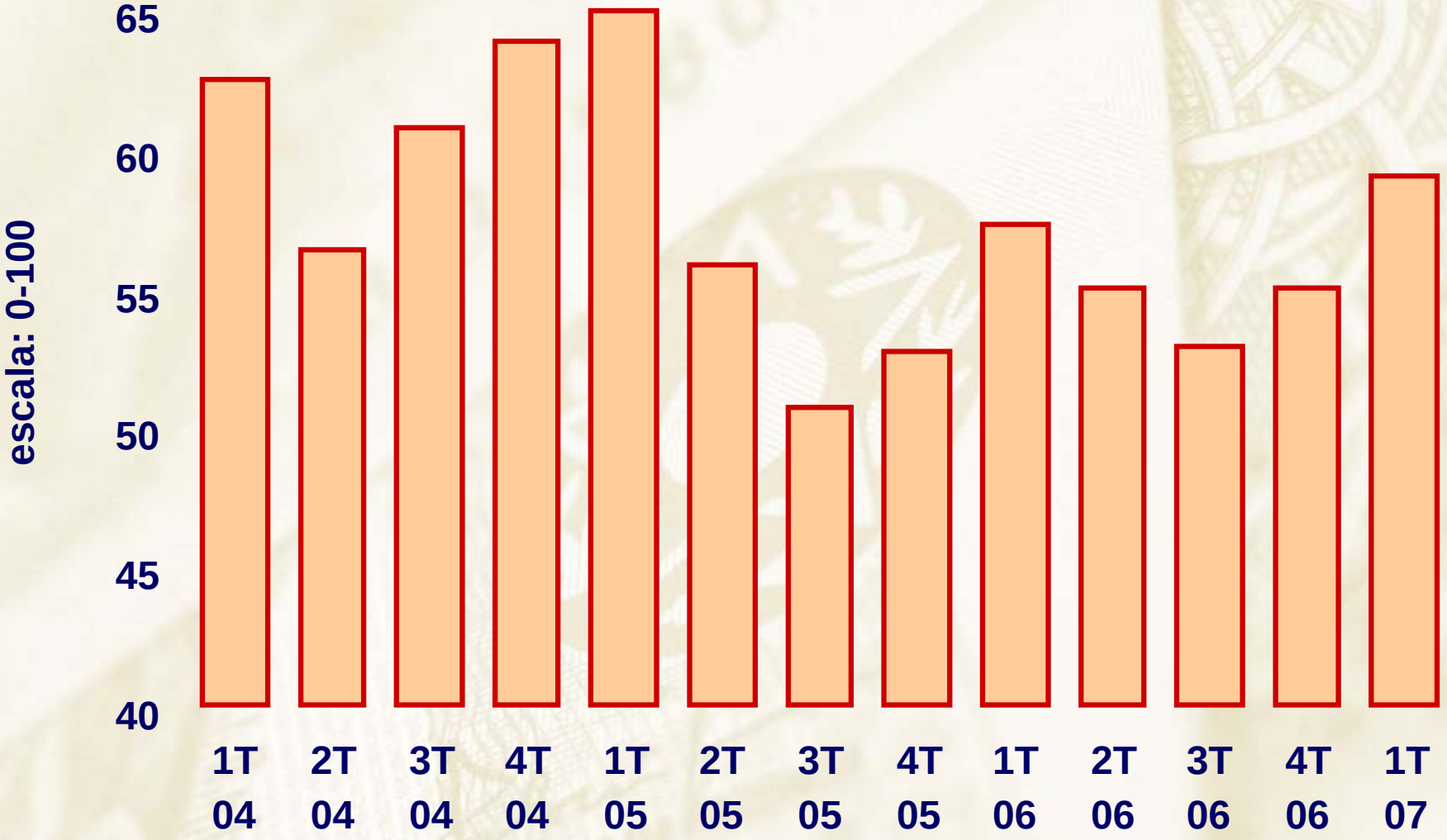
Fonte: IBGE

Investimento x Risco Brasil



Fontes: IBGE e JP Morgan

Confiança Empresarial



Fonte: FGV

BANCO CENTRAL DO BRASIL

A Determinação da Taxa de Juros no Brasil

Fevereiro de 2007