



## Disciplina fiscal e taxas de juros reais no Brasil

[Nina Biljanovska](#)

8 de novembro de 2017



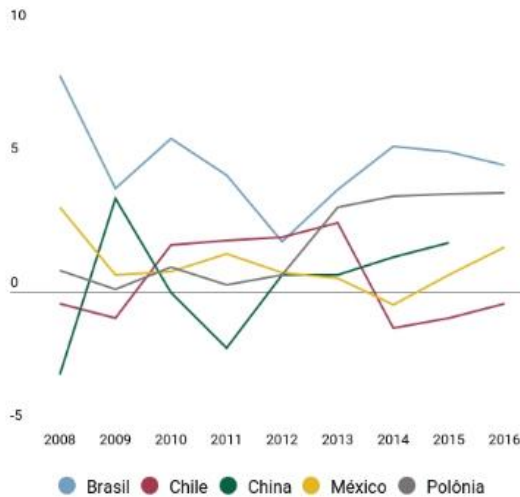
Construção de torre de TV digital em Brasília, Brasil (foto: Wagner Santos/Avalon/Newscom)

Em dezembro de 2016, o Brasil adotou uma [nova regra fiscal](#) que limita o crescimento das despesas primárias federais à taxa de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Os mercados viram com satisfação esse teto dos gastos, que deve ajudar a reduzir o déficit público com o passar do tempo e, em última instância, apoiar o crescimento econômico. Outro benefício em potencial dessa regra é sua contribuição para a queda dos juros reais. Isso é importante porque, há muito tempo, os juros reais do mercado no Brasil estão entre os mais altos das economias de mercados emergentes, restringindo o crescimento econômico e o desenvolvimento.

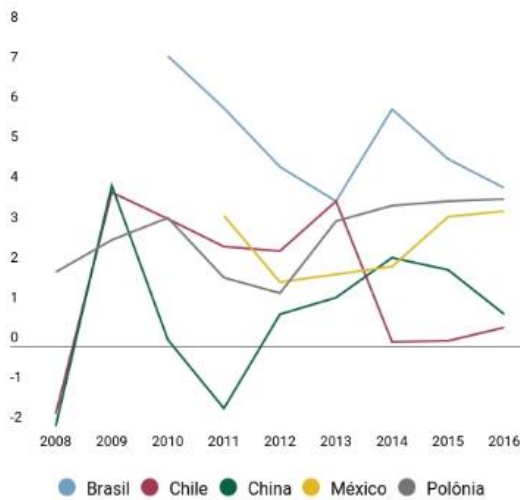
### Acima dos demais

O Brasil tem uma das mais altas taxas de juros reais em comparação a outros mercados emergentes.

(taxa básica de juros real, porcentagem)



(rendimento real dos títulos públicos de 10 anos, porcentagem)



Fontes: Haver e cálculos do corpo técnico do FMI.

Nota: A taxa básica de juros real é calculada ao subtrair a taxa de inflação efetiva da taxa de juros nominal.



Um [estudo recente do FMI](#), busca quantificar os efeitos da redução dos déficits fiscais sobre as taxas de juros reais (taxa de juros nominal menos inflação) em uma amostra de 73 economias avançadas e países de mercados emergentes que tentaram baixar seus saldos fiscais durante o período de 2000 a 2015. Ao contrastar a experiência dos mercados emergentes com a dos outros países da amostra, nosso estudo extraiu algumas lições para o caso brasileiro e constatou que a melhoria dos saldos fiscais no Brasil poderia ajudar a reduzir as taxas de juros reais.

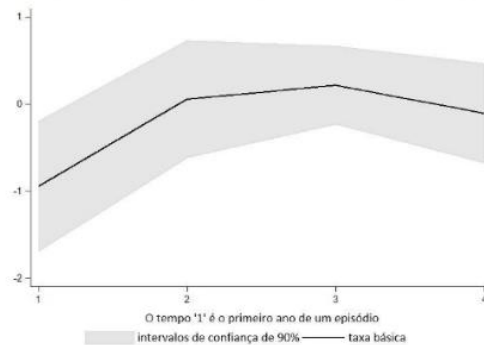
## Efeitos sobre as taxas de juros reais nos mercados emergentes

Nossa análise mostra que a redução dos déficits fiscais é acompanhada de uma queda das taxas de juros reais nas economias de mercados emergentes, porém esse efeito dura relativamente pouco. Após um episódio de consolidação fiscal igual a uma melhoria do saldo primário (resultado das contas públicas excluindo os pagamentos de juros e ajustado do ciclo) de 2 pontos percentuais do PIB ao longo de dois anos, a taxa de juros real de curto prazo cai aproximadamente 100 pontos-base (o equivalente a 1%). A taxa de juros real de longo prazo – medida pelo rendimento dos títulos públicos de 10 anos – segue uma trajetória semelhante, caindo cerca de 70 pontos-base. Contudo, o efeito sobre essas duas taxas se revela significativo apenas por um período curto, enquanto ocorre a consolidação fiscal.

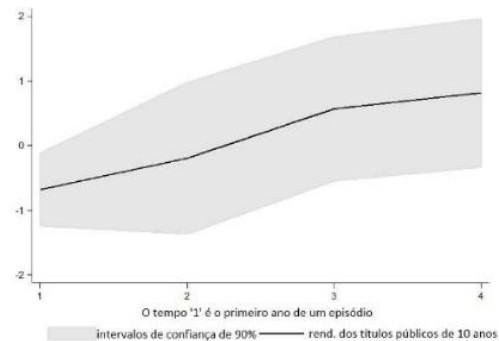
### Curto alcance

Nos mercados emergentes, as taxas de juros reais caem após a aplicação de políticas fiscais mais restritivas, mas apenas por um curto período.

(taxa básica de juros real, porcentagem)



(rendimento real dos títulos públicos de 10 anos, porcentagem)



Fonte: Estimativas do corpo técnico do FMI.

Nota: A taxa básica de juros real é calculada ao subtrair a taxa de inflação efetiva da taxa de juros nominal.

## Impacto de curta duração

Uma explicação para a curta duração do impacto do aperto da política fiscal sobre as taxas de juros parece ser a reversão da consolidação fiscal – uma situação em que se permite que os déficits fiscais voltem a aumentar poucos anos depois. Na amostra dos países estudados, essa reversão ocorre, em média, após o segundo ano, e quase todas as economias de mercados emergentes experimentam essa reversão do ajuste fiscal em até quatro anos após a consolidação.

## Países com níveis de dívida mais altos

As evidências de um [estudo anterior](#) indicam que níveis de dívida mais altos tendem a amplificar a resposta das taxas de juros às mudanças na política fiscal. Nosso estudo corrobora essas constatações em certa medida. Na nossa amostra, um episódio de consolidação das finanças públicas em um país altamente endividado é acompanhado de uma redução da taxa básica de juros real de quase 200 pontos-base. Entretanto, a queda do rendimento real dos títulos públicos de 10 anos é a mesma que ocorreria sem levar em conta os níveis do saldo da dívida (cerca de 70 pontos-base).

## Lições para o Brasil

É possível extrair algumas lições para o Brasil, que podem ajudar o país enquanto ele continua a refinar sua estratégia de consolidação fiscal.

Primeiro, os problemas fiscais talvez não sejam a única razão para as elevadas taxas de juros reais no caso brasileiro. Isso implica que outros fatores, como as atuais ineficiências do setor financeiro, poderiam ajudar a explicar o comportamento das taxas de juros.

Segundo, é provável que o episódio de consolidação fiscal no Brasil seja diferente da maioria daqueles incluídos na nossa amostra. O aperto da política fiscal foi anunciado tempo atrás, já no momento d'aprovação da emenda constitucional e, na sua fase inicial, será acompanhado de uma acomodação monetária, o que a princípio está ajudando a reduzir os juros reais. O mais importante é que um dos objetivos da consolidação fiscal é ser sustentada ao longo de muitos anos, conforme estipulado na emenda constitucional que fixou o teto dos gastos. A experiência em outros países que estudamos revela que, se for implementada de maneira duradoura, a consolidação fiscal no Brasil pode contribuir para um ambiente de taxas de juros reais mais baixas do que no passado.



**Nina Biljanovska** é economista no Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI e atualmente trabalha com o Brasil e o Equador. Antes, trabalhou no Instituto para o Desenvolvimento das Capacidades do FMI. Seus estudos se concentram na formulação de políticas, incerteza e finanças comportamentais. É doutora em Economia pela Universidade Goethe de Frankfurt.