



APRESENTAÇÃO  
DE APOIO

# Sistema Financeiro Nacional e Macroeconomia

1º Encontro

Pós-Graduação em Finanças, Investimentos e Banking

**PUCRS** ESCOLA DE  
NEGÓCIOS



*O objetivo da disciplina é instrumentalizar o aluno para compreender as instituições financeiras em meio a um **ambiente macroeconômico e regulatório**. Ao fim do curso o aluno terá uma sólida compreensão das atuações do **Banco Central**, mercado monetário e cambial, percebendo os limites de atuação de instituições financeiras nesse cenário, bem como prever suas **tendências** para bom planejamento de suas instituições.*

*Serão abordados tópicos macroeconômicos importantes como: regime de Metas de Inflação; Instrumentos de Política Monetária, Sistema SELIC, Mecanismos de Transmissão da Política Monetária, Regimes Cambiais.*

## EMENTA DA DISCIPLINA

# ORGANIZAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Dentro dessas divisões é que tomam lugar as políticas econômicas que moldam o país e as instituições financeiras.



## 1º Encontro

### Política Monetária: modo de usar

---

*Compreendendo a atuação do  
Banco Central sobre a moeda,  
inflação, nível de emprego, juros.*

**Dr. Alexandre  
Schwartzman**

## 2º Encontro

### Subindo a ladeira

---

*A situação macroeconômica do  
Brasil e suas tendências.*

**Dr. Alexandre  
Schwartzman**

## 3º Encontro

### Políticas econômicas

---

*As estratégias econômicas  
disponíveis a um país, suas  
vantagens e desvantagens.*

+  
*Trabalho da disciplina.*

**Dr. Gustavo  
Moraes**

## ALEXANDRE SCHWARTSMAN

Foi economista-chefe do grupo Santander Brasil e diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central (BC) de 2003 a 2006. É doutor em Economia pela Universidade da Califórnia, em Berkeley. Possui graduação em Administração pela Fundação Getúlio Vargas

(FGV) e em Economia pela Universidade de São Paulo (USP).

Em sua carreira também constam passagens pelo Unibanco e pelo BBA. É colunista do jornal "Folha de S.Paulo".

**Schwartzman**  
&Associados

## GUSTAVO MORAES

Doutor em Economia Aplicada na ESALQ-USP. Mestre em Desenvolvimento Econômico pela UFPR (2005) e Bacharel em Ciências Econômicas pela FEA-USP (1999). Atua principalmente nos seguintes temas: desenvolvimento econômico, macroeconomia, economia da defesa e economia dos recursos naturais.

por **Dr. Alexandre Schwartzman**

# Política Monetária: *modo de usar*

# PLANO DE VOO



## JURO ALTO

O Brasil é um País de juro alto. Por que?



## POLÍTICA MONETÁRIA

Como funciona a política monetária no Brasil?



## INFLAÇÃO

Entendendo os determinantes da inflação



## APLICAÇÃO

O que ocorre se reduzirmos a meta de inflação?

Há uma troca entre inflação e desemprego?

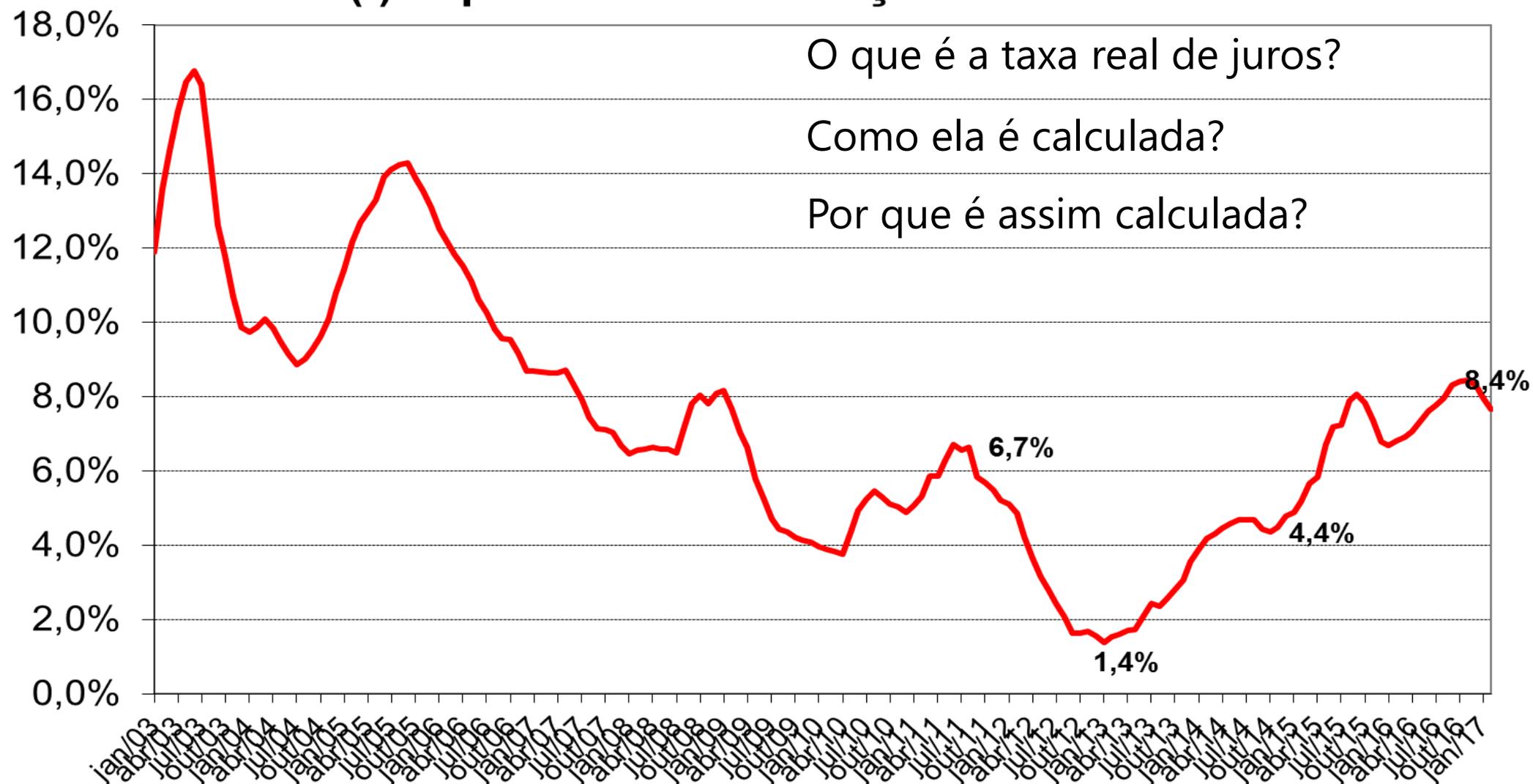
O que ocorre se tentarmos "comprar" menos desemprego?

O papel das expectativas

O regime de metas

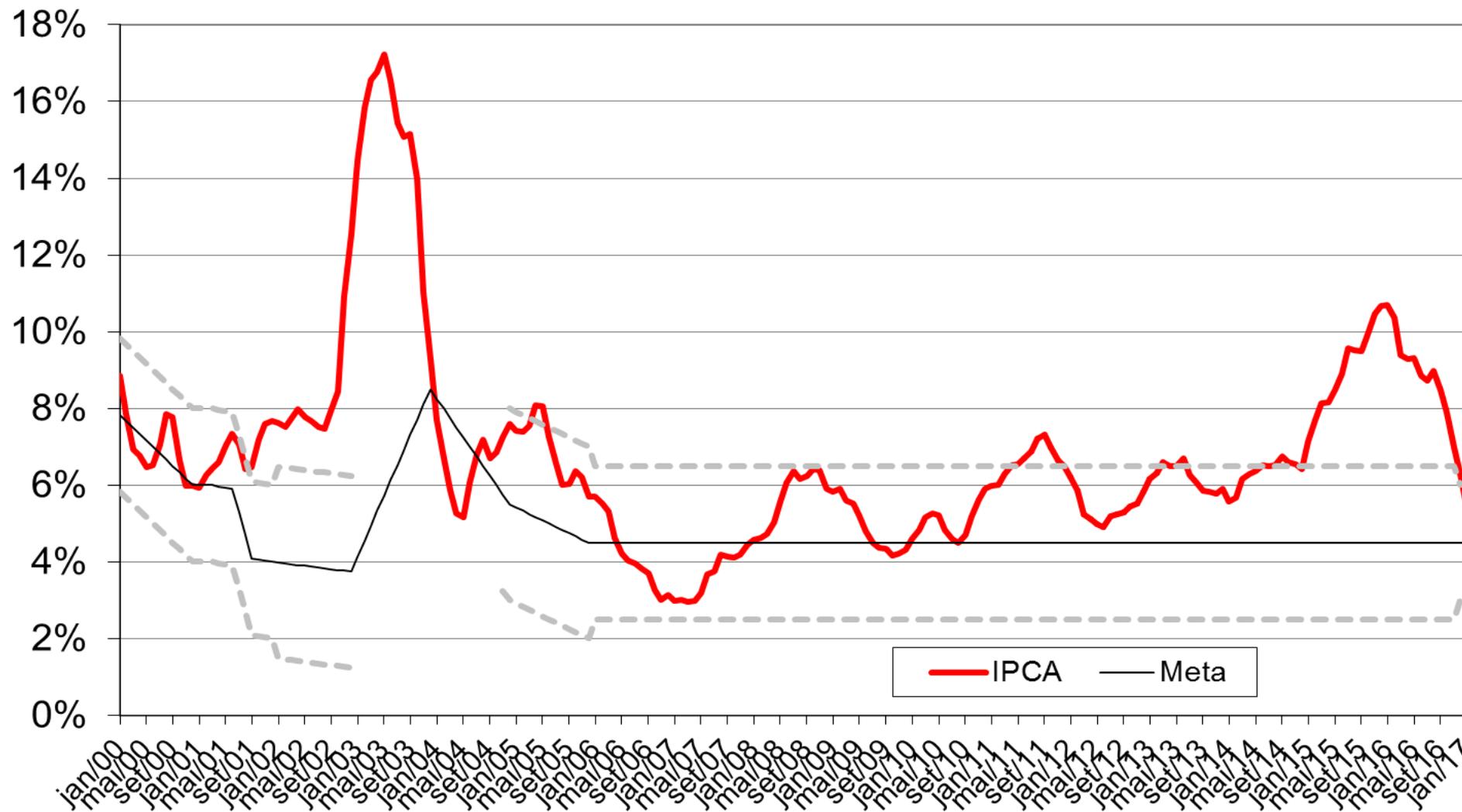
# A TAXA REAL DE JUROS

## Selic (-) expectativas de inflação 12 meses à frente



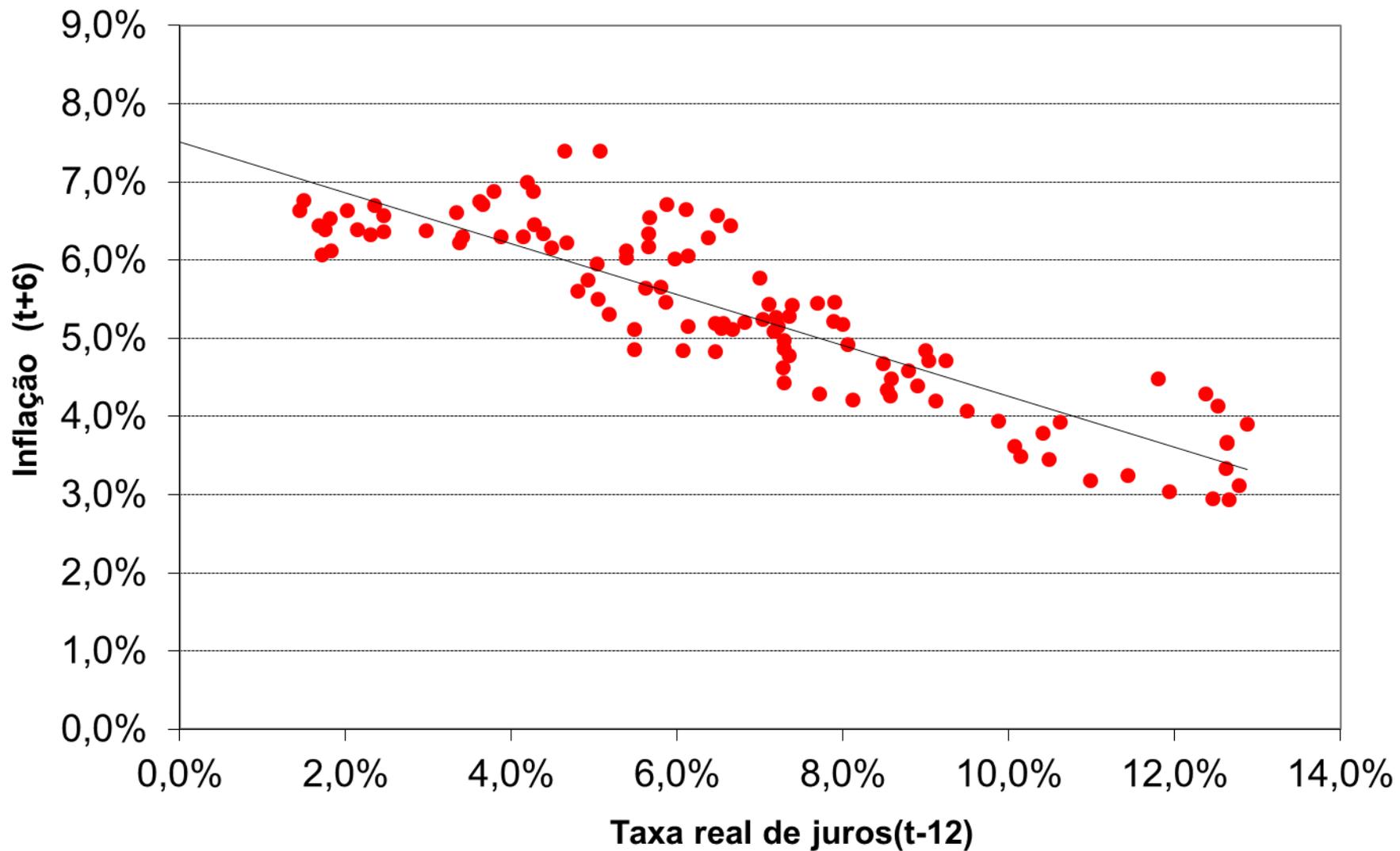
# INFLAÇÃO E A META

## IPCA vs. meta

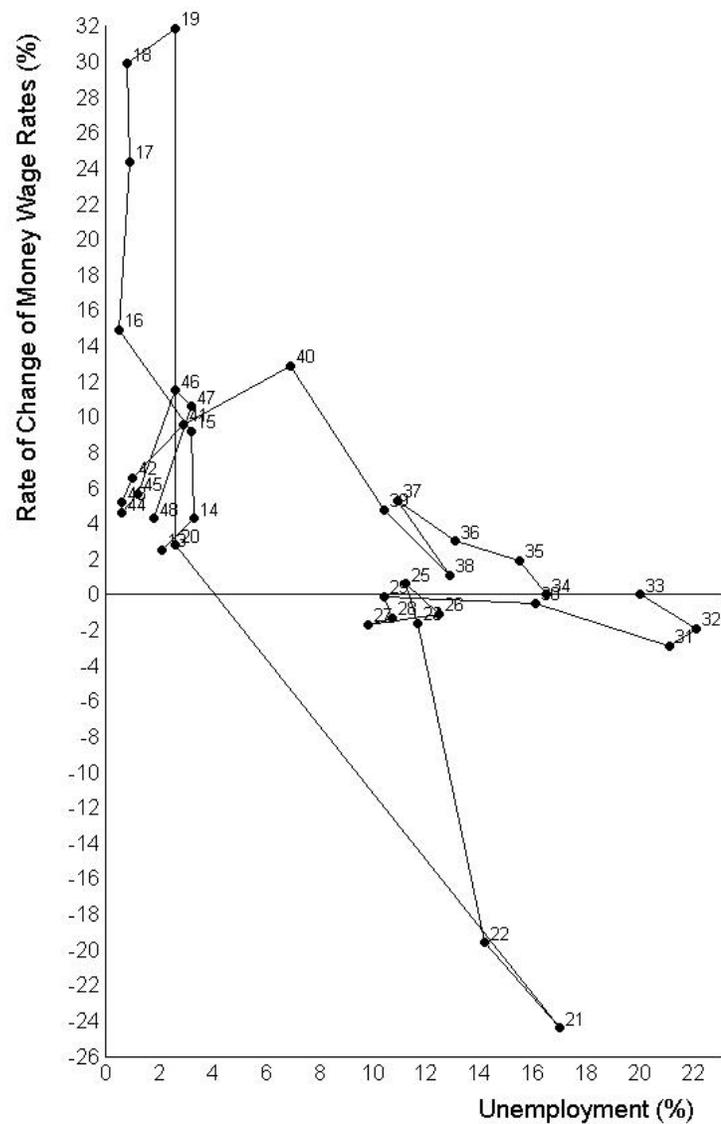


# PARECE QUE FUNCIONA. POR QUE?

## Núcleo de inflação vs taxa real de juros (Jan-06 a Jan-17)



# CURVA DE PHILLIPS (1958)



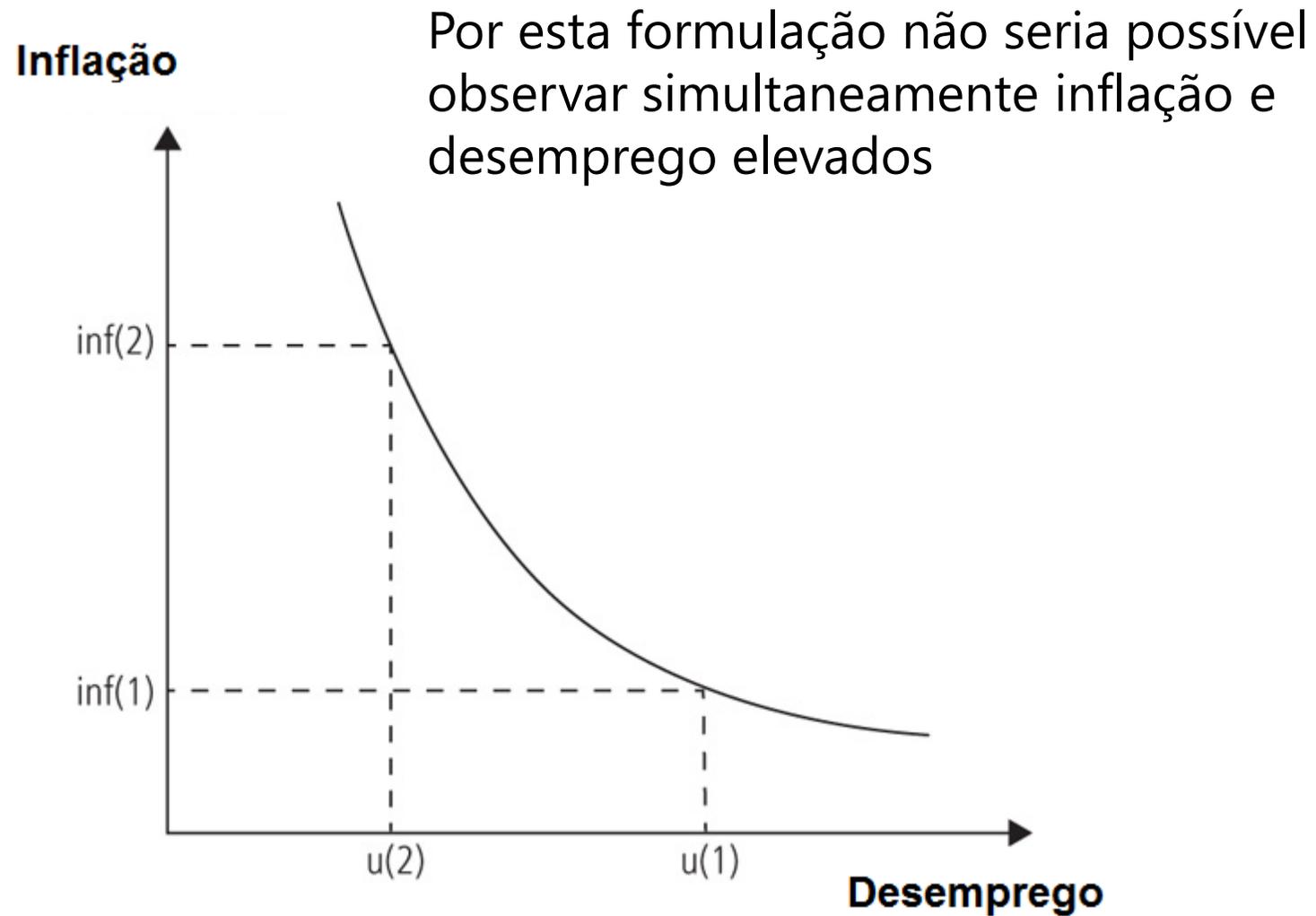
William Phillips: desemprego vs salários

Relação negativa: maior desemprego; menor crescimento dos salários

Associação salário-inflação

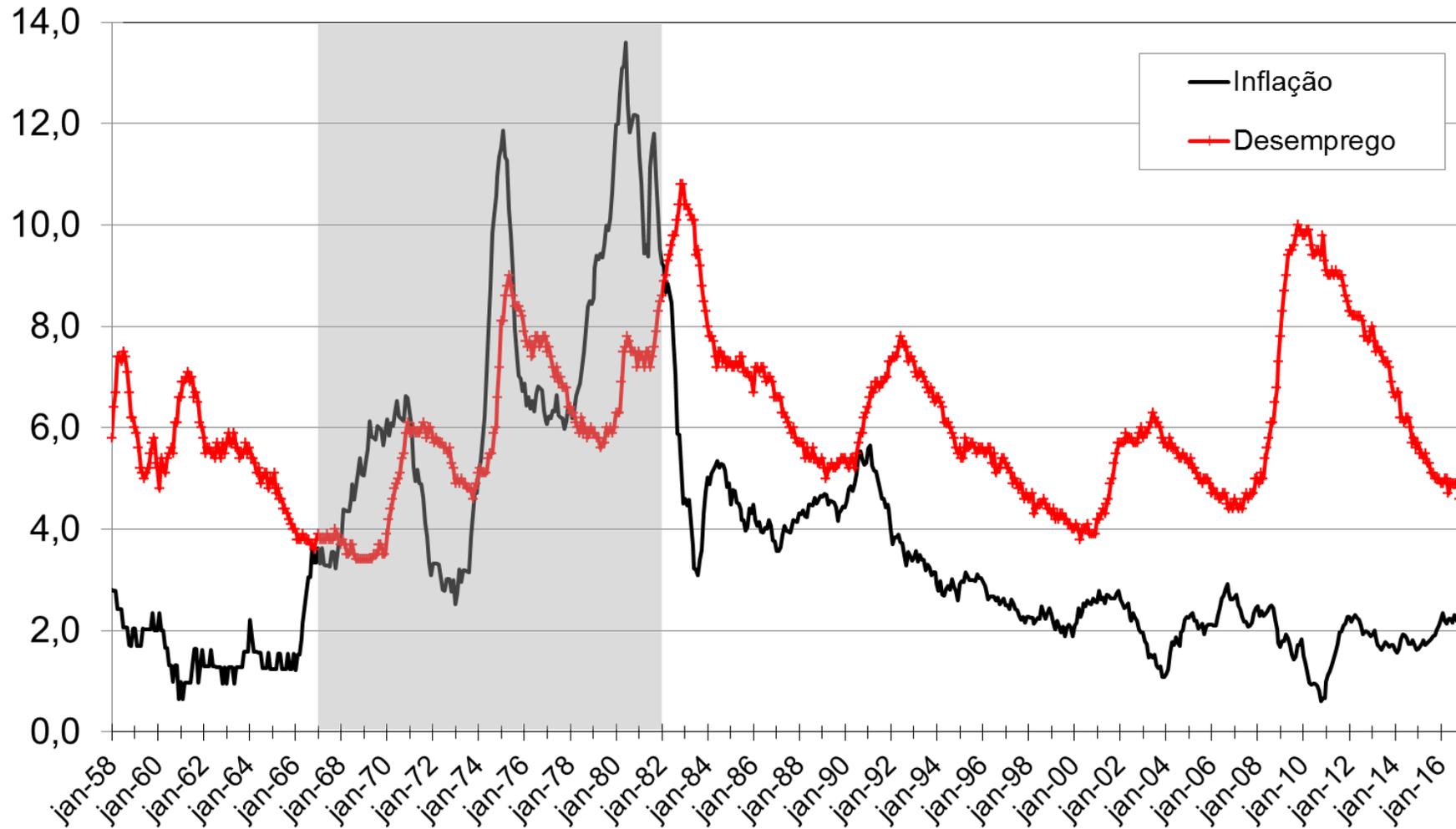
Troca estável entre inflação e desemprego

## COMO "COMPRAR" MENOS DESEMPREGO?



# A REALIDADE, PORÉM, DISCORDA

## Inflação vs desemprego EUA (1958-2017)



## FRIEDMAN & PHELPS (1968)

Crítica à Curva de Phillips (antes do problema aparecer!)

CP presume que trabalhadores não notam inflação

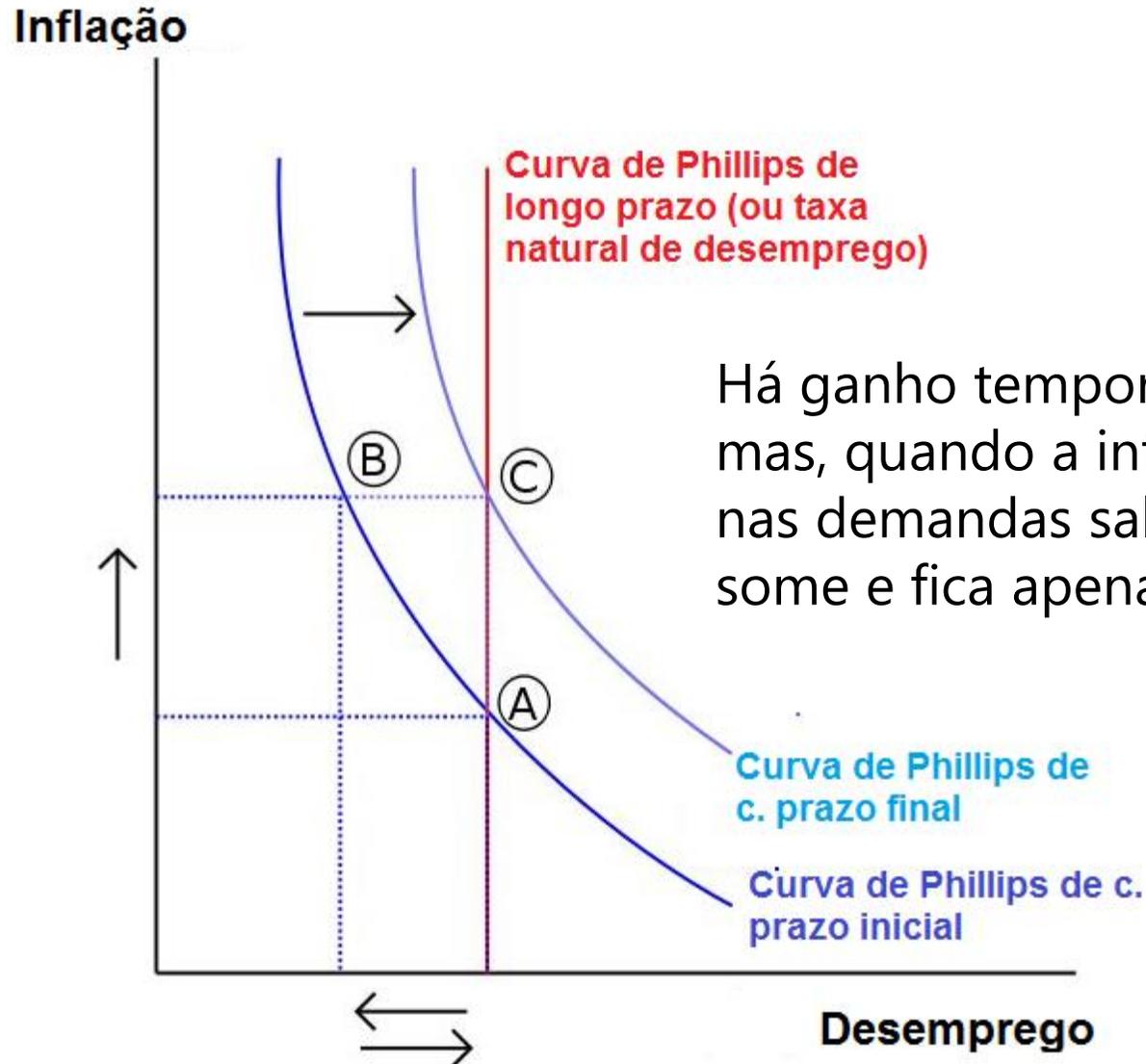
Alternativa: trabalhador se preocupa com salário real

Ajuste de salários considera aquecimento e inflação

Inflação não é conhecida (portanto *inflação esperada*)

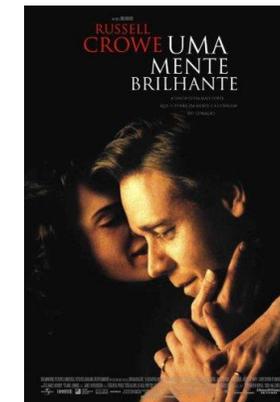
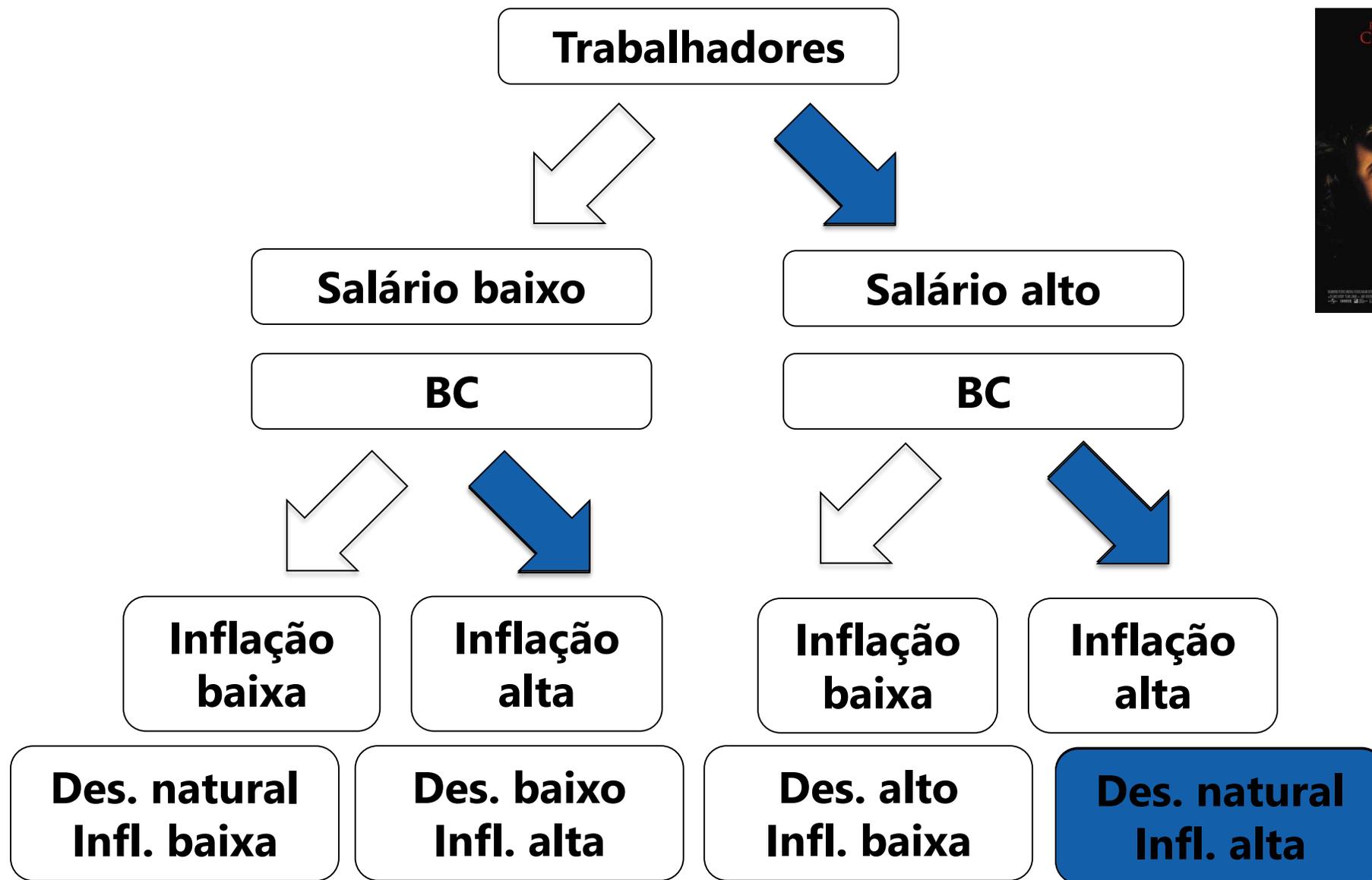
Troca entre inflação e desemprego não é estável

# Não há troca persistente inflação x desemprego



Há ganho temporário de desemprego, mas, quando a inflação é incorporada nas demandas salariais, este ganho some e fica apenas a inflação mais alta

# Não há troca persistente inflação x desemprego



## ONDE ESTAMOS

BCs estão sempre tentados a produzir mais inflação

Isto é incorporado às expectativas dos trabalhadores

Pior dos mundos: não há ganho emprego e inflação é alta

BC precisa se **comprometer** com inflação baixa

Alternativas: câmbio fixo (Argentina), oferta de moeda

Nova Zelândia (1990): **meta para a inflação**

# REGIME DE METAS

- Há um objetivo **numérico** para a inflação
- Não há outro objetivo numérico (crescimento, câmbio)
- BCs *tipicamente* usam taxa de juros como seu instrumento
- Há uma regra de política monetária

- Quando inflação (esperada) está acima da meta, juro sobe
- Quando inflação (esperada) está abaixo da meta, juro cai

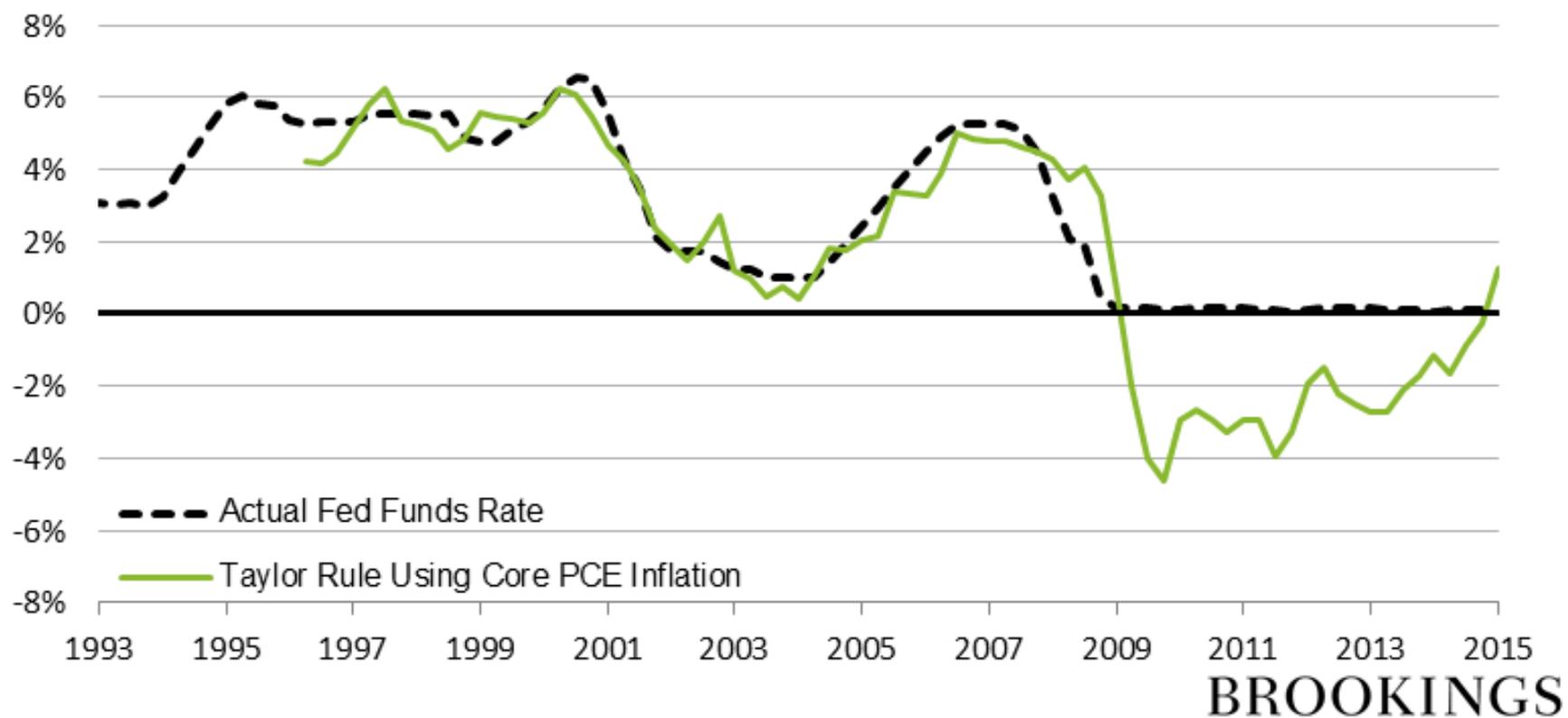
$$\text{Juro} = \text{Juro real "neutro"} + \text{Exp inflação} + a(\text{Exp inflação} - \text{Meta})$$

5,5%	2%	3%	0,5	3%	2%
4,0%	2%	2%		2%	2%

## O CASO AMERICANO

Figure 2: Predictions of a Modified Taylor Rule

(Core PCE inflation, weight of 1.0 on output gap)



## A REGRA E A ESTABILIDADE

Regra de política monetária tem uma propriedade crucial

Taxa real de juro sobe quando a inflação sobe (e vice-versa)

Elevação da taxa de juros implica menor atividade/emprego

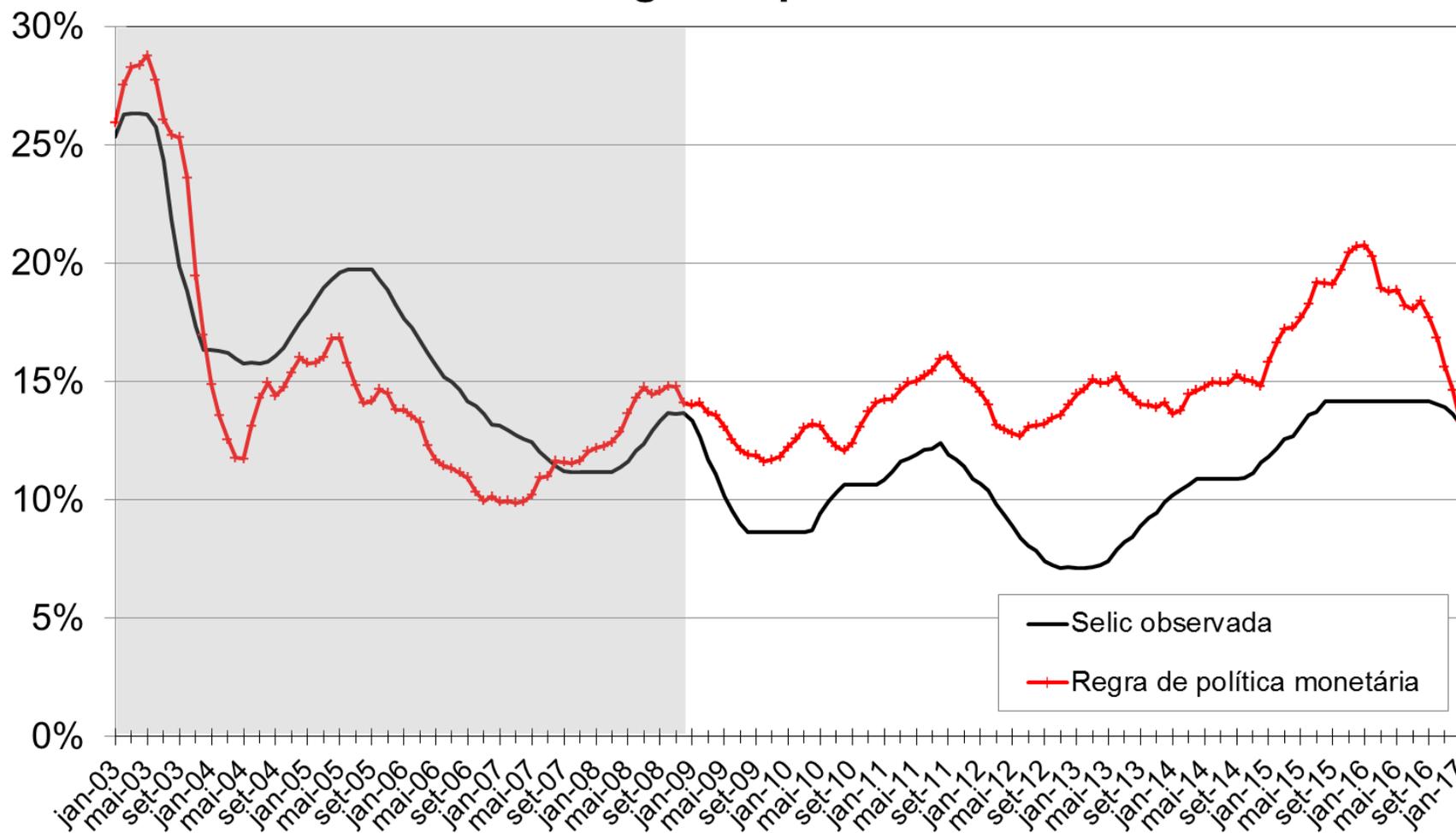
Salários desaceleram e inflação também

Política monetária estabiliza a inflação (esperada)

Há desvios, por conta de eventos imprevisíveis (seca, petróleo, reajuste tarifas públicas), mas, **se corretamente seguida**, a regra faz com que a inflação oscile ao redor da meta, assim como expectativas

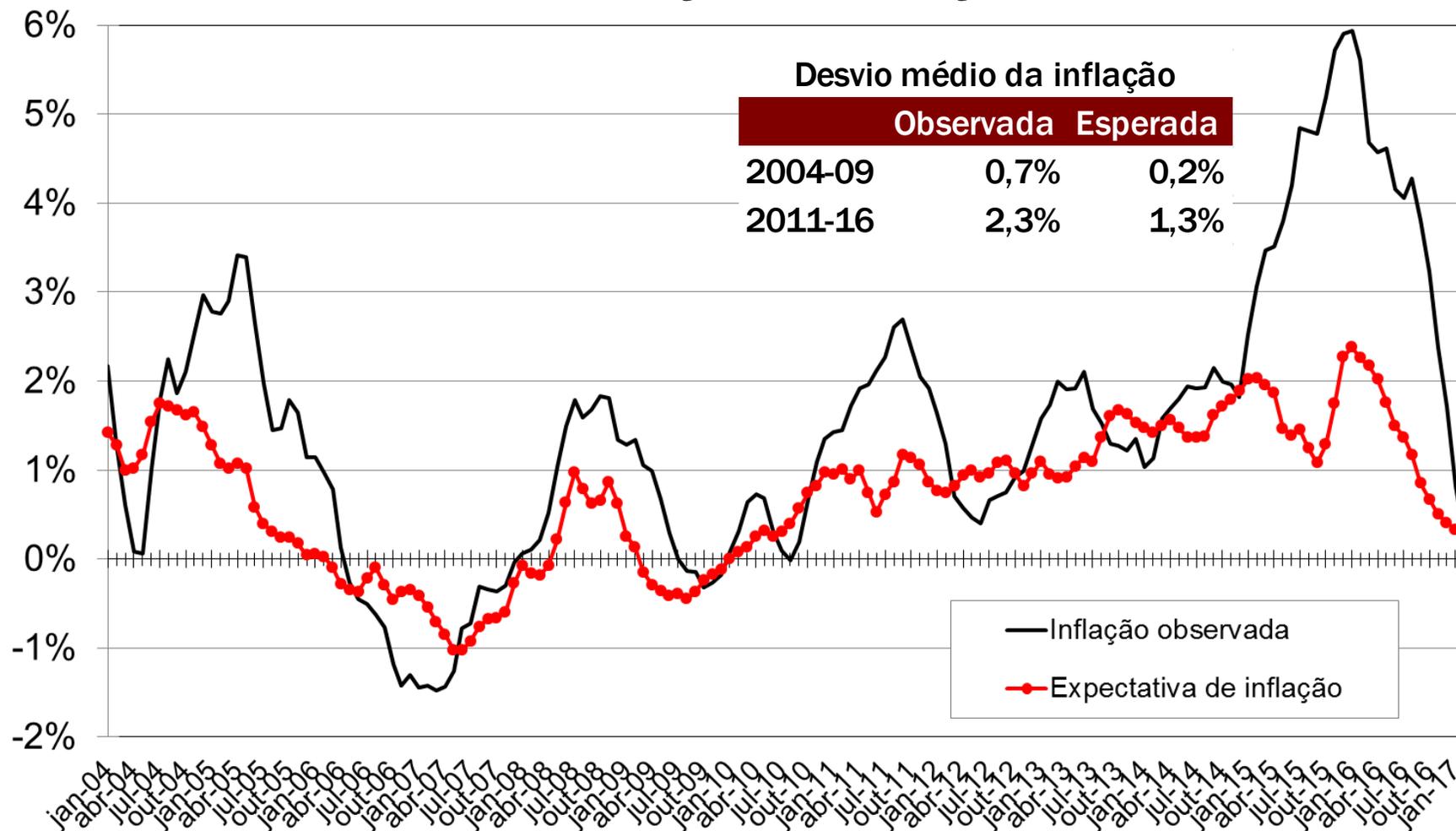
# O CASO BRASILEIRO

## Selic vs. regra de política monetária

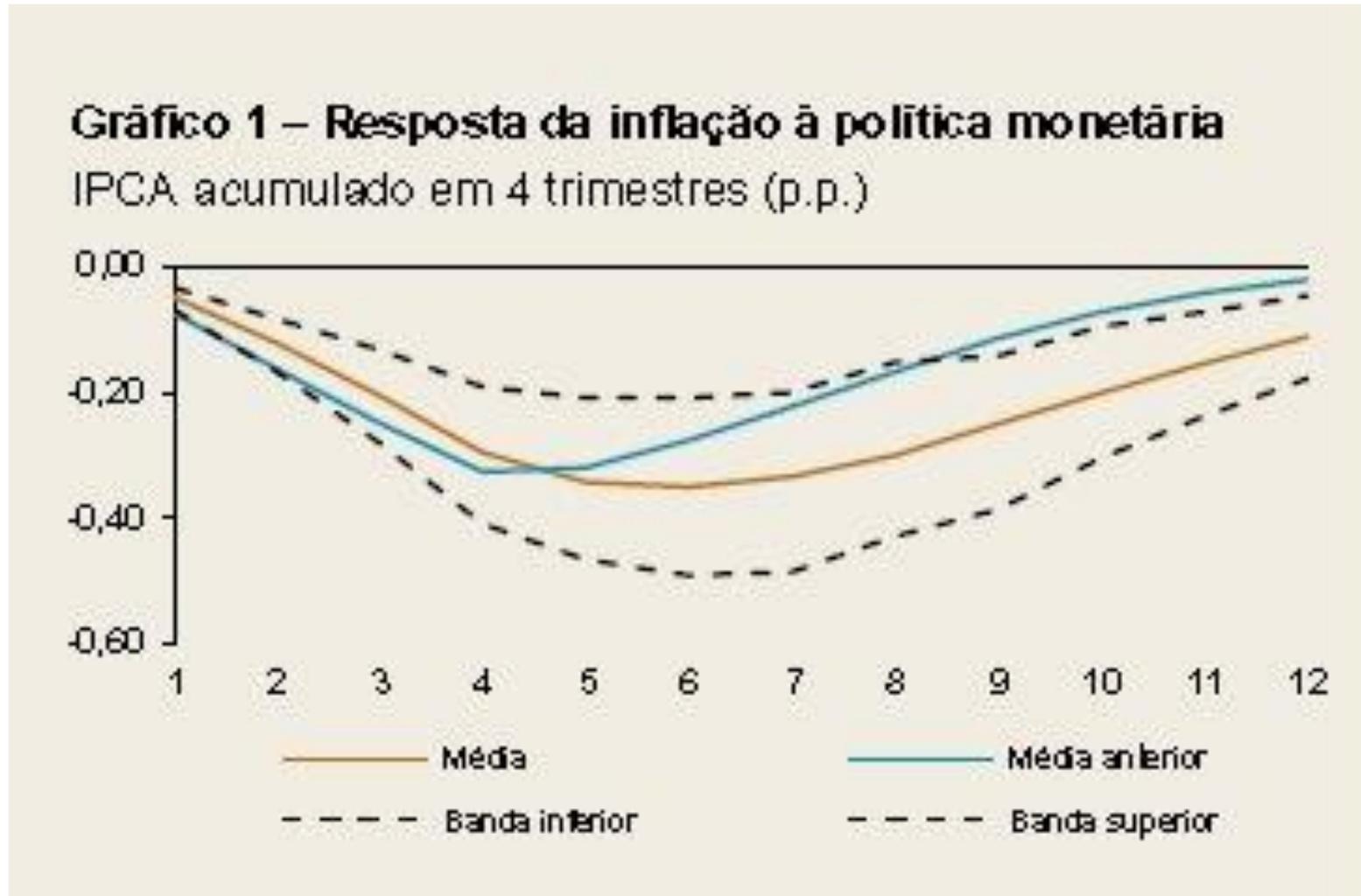


# NÃO É SÓ TEORIA

## Desvio da inflação com relação à meta



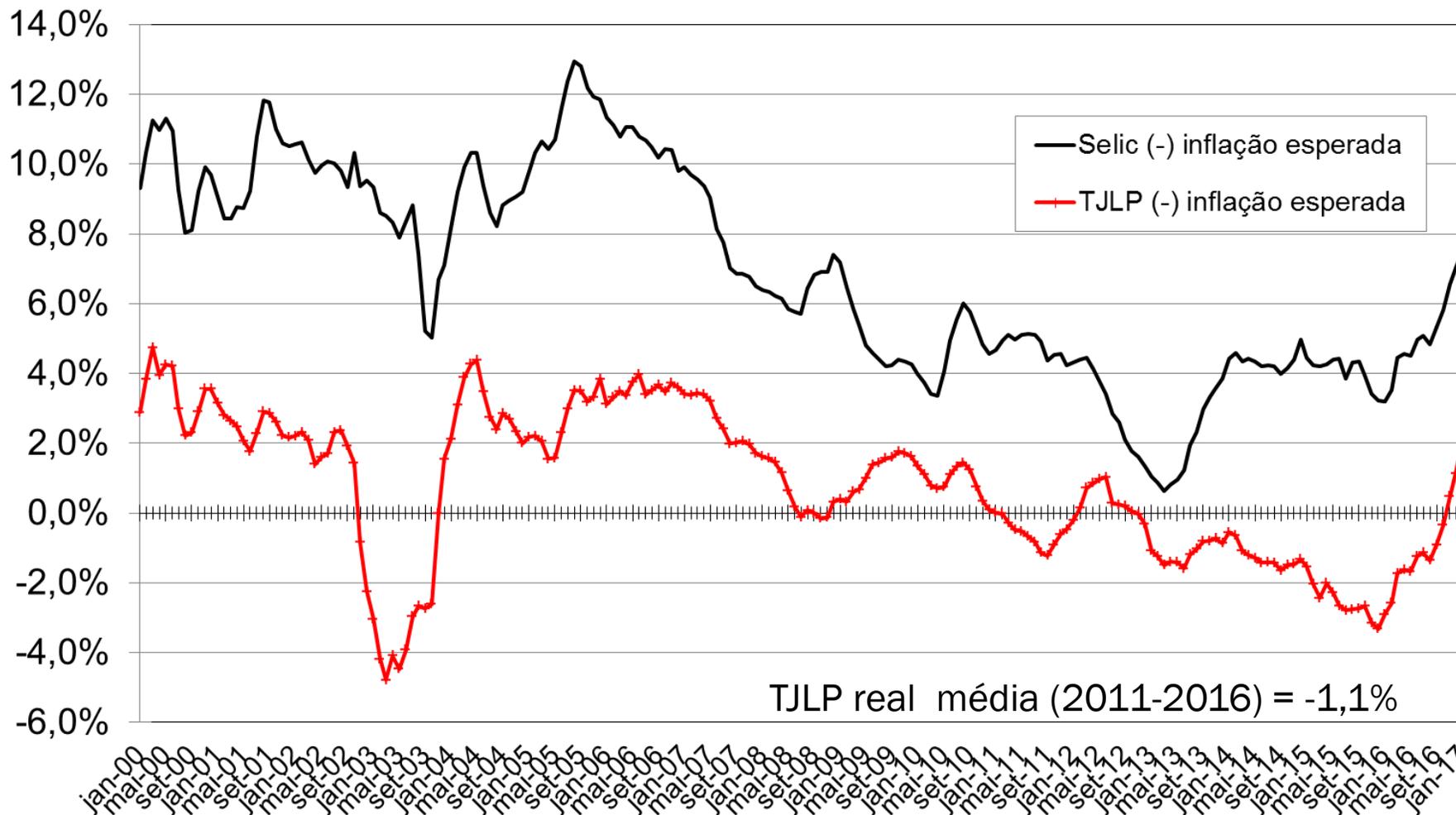
# POLÍTICA MONETÁRIA FUNCIONA, MAS DEFASADA



Cada 1% de juro reduz a inflação cerca de 0.25% em 1 ano

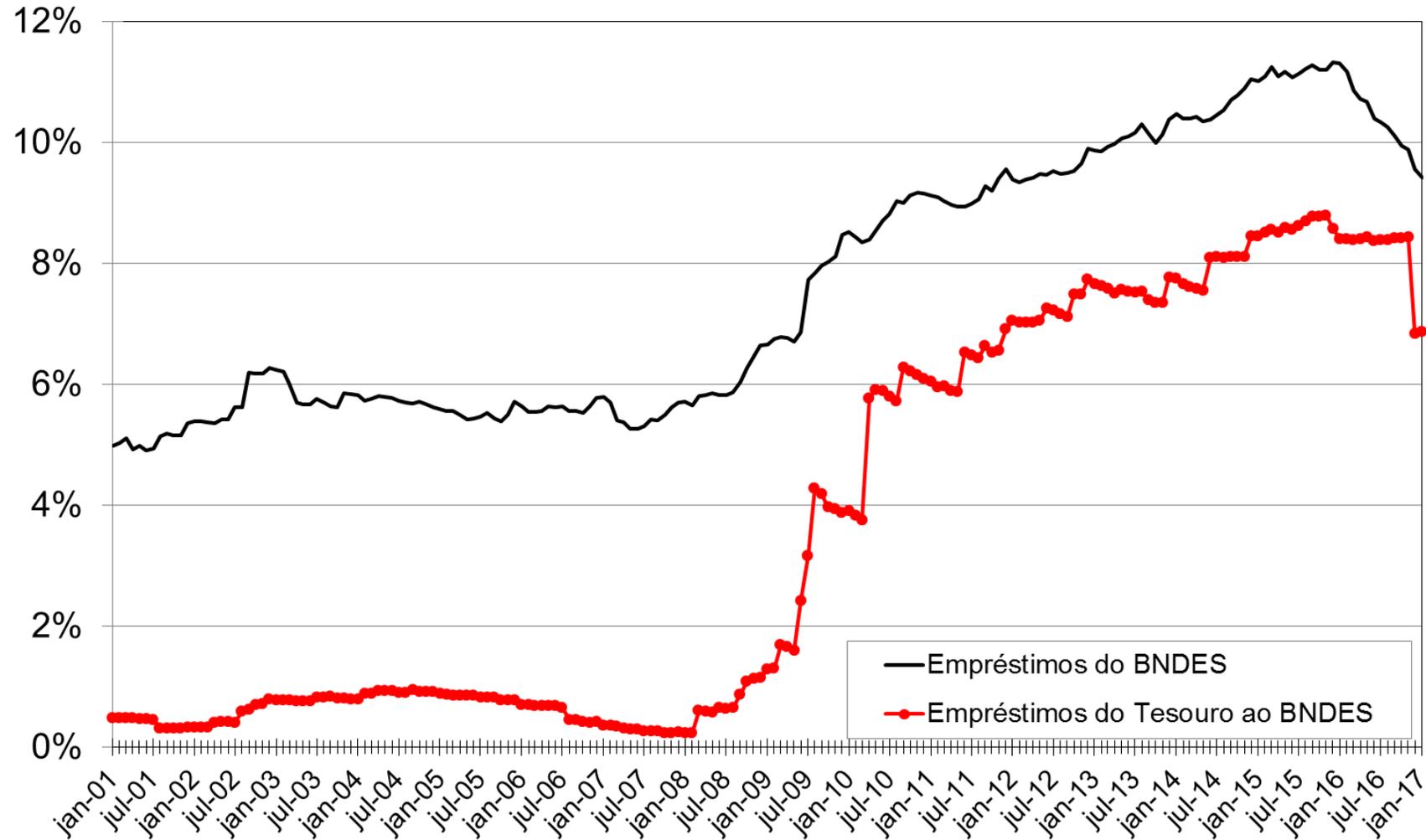
# O QUE ATRAPALHA

## Selic vs TJLP - % aa



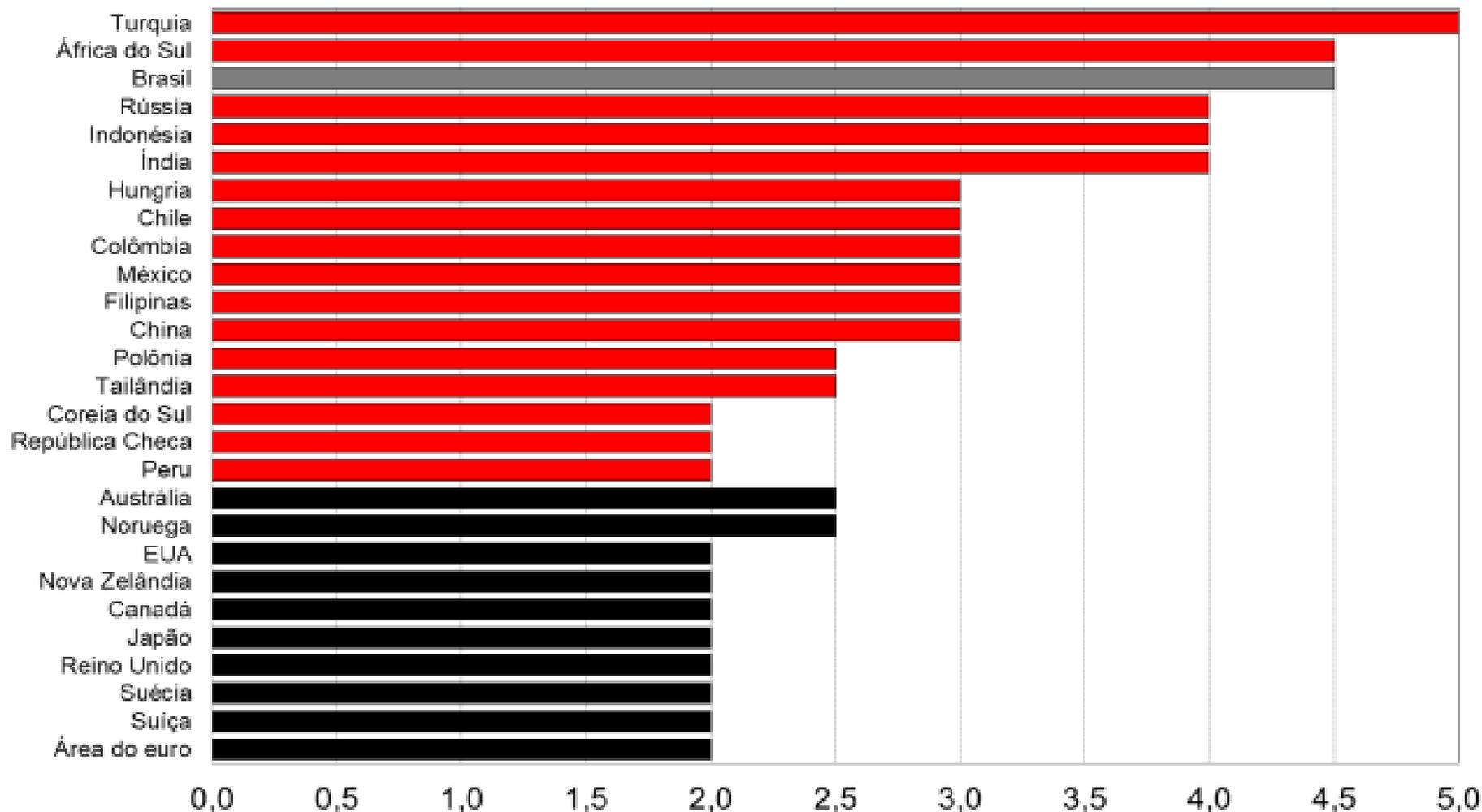
# NÃO É POUCO DINHEIRO

## Empréstimos do BNDES e seu financiamento - % PIB



# DEVEMOS REDUZIR A META?

## Metas para a inflação



# META PODE ABORTAR A REDUÇÃO DA SELIC?



## Meta de inflação deverá ser mantida

Mantega diz que são remotas as chances de redução  
23 de maio de 2009

A chance de o governo reduzir a meta de inflação para 2011 é remota, apesar de esse ser um desejo acalentado nos bastidores pelo Banco Central. Ontem, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, disse, em São Paulo, que não há perspectiva de se reduzir a meta para o primeiro ano do próximo governo, deixando clara sua visão que, nessa matéria, tem prevalecido nos últimos anos no embate interno da equipe econômica.

Atualmente, a meta é de 4,5%, a mesma prevista para 2010. Uma fonte do Ministério da Fazenda explicou que, embora o assunto ainda não esteja sendo discutido a todo vapor dentro do governo (uma decisão será tomada em junho pelo Conselho Monetário Nacional),

*a avaliação preliminar é de que uma redução na meta teria como consequência um menor espaço para queda na taxa de juros.*

*"Seria importante o BC primeiro avançar mais na redução dos juros para depois discutirmos uma redução na meta", disse a fonte, lembrando que a atividade econômica deverá retomar em ritmo acelerado em 2010 e **uma meta menor poderia levar a um indesejável aperto monetário**, o que ninguém quer ouvir, especialmente em ano eleitoral. Vale lembrar que os juros no segundo semestre de 2010 já estarão sendo calibrados para a inflação de 2011.*

(...)

Para Mantega e sua equipe, além de outros desenvolvimentistas do governo, a prioridade do País continua sendo aumentar o crescimento, mantendo a estabilidade de preços. E, na visão deles, a meta de 4,5% é a mais adequada para compatibilizar os dois objetivos.

# A META INFLACIONÁRIA E A REGRA MONETÁRIA

O que acontece se reduzirmos a meta (no ano que vem)?

Suponha a seguinte situação inicial:

$$\text{Juro} = \text{Juro real "neutro"} + \text{Exp inflação} + a(\text{Exp inflação} - \text{Meta})$$

9,5%      5%                      4,5%              0,5      4,5%              4,5%

Com uma meta de 4%, se a credibilidade for perfeita, teremos:

$$\text{Juro} = \text{Juro real "neutro"} + \text{Exp inflação} + a(\text{Exp inflação} - \text{Meta})$$

9%              5%                      4%              0,5      4%              4%

No ano corrente, porém, a expectativa de inflação cai para 4%:

$$\text{Juro} = \text{Juro real "neutro"} + \text{Exp inflação} + a(\text{Exp inflação} - \text{Meta})$$

8,75%      5%                      4%              0,5      4%              4,5%

Redução da meta pode levar a juro menor no curto prazo

## E SE?

Hipótese crucial é “credibilidade”

Suponha que expectativa se mantenha em 4,5%

Juro = Juro real “neutro” + Exp inflação + a(Exp inflação – Meta)

9,75%

5%

4,5%

0,5

4,5%

4%

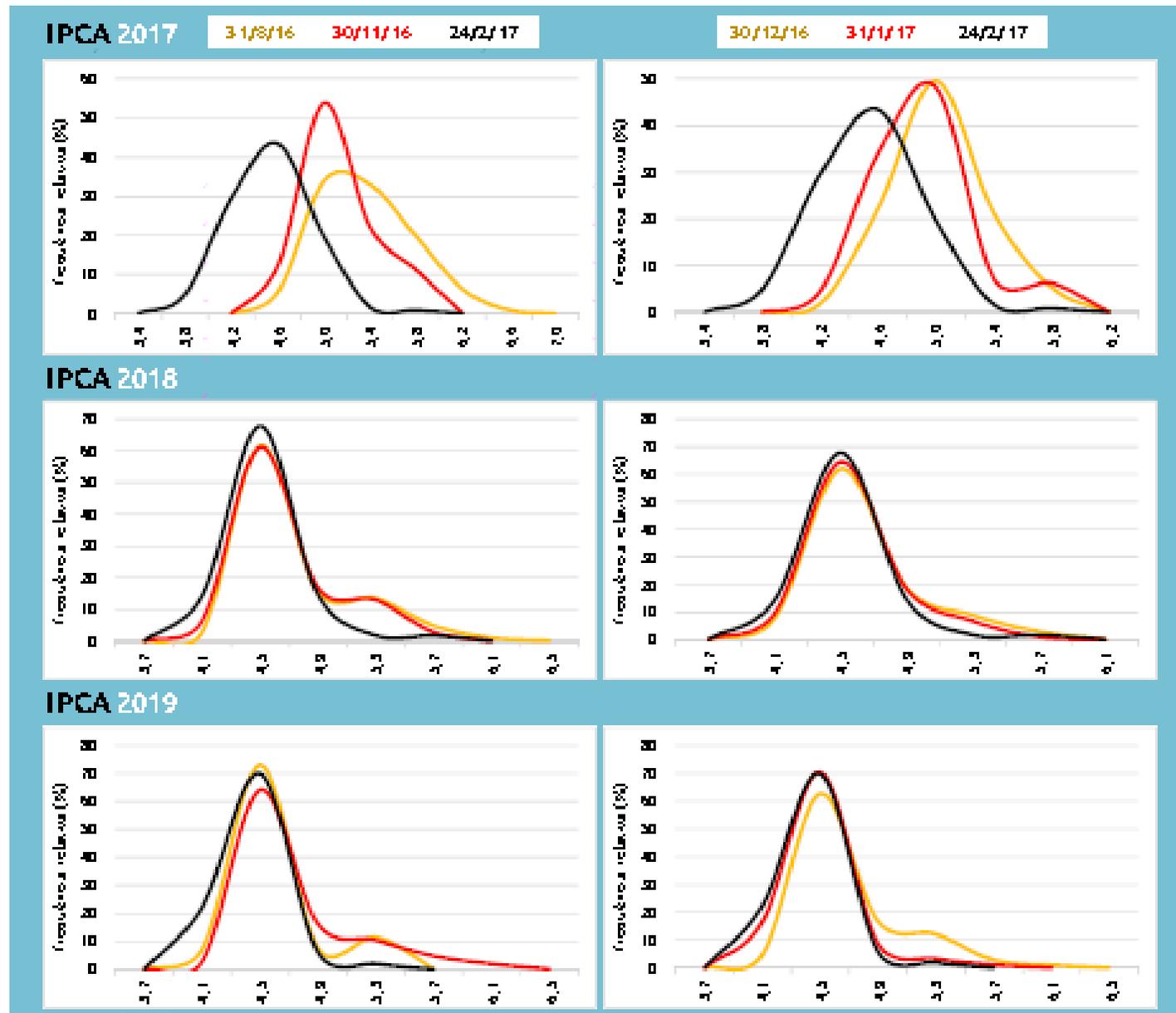
Credibilidade no presente contexto significa expectativa de inflação igual à meta

Faz sentido?

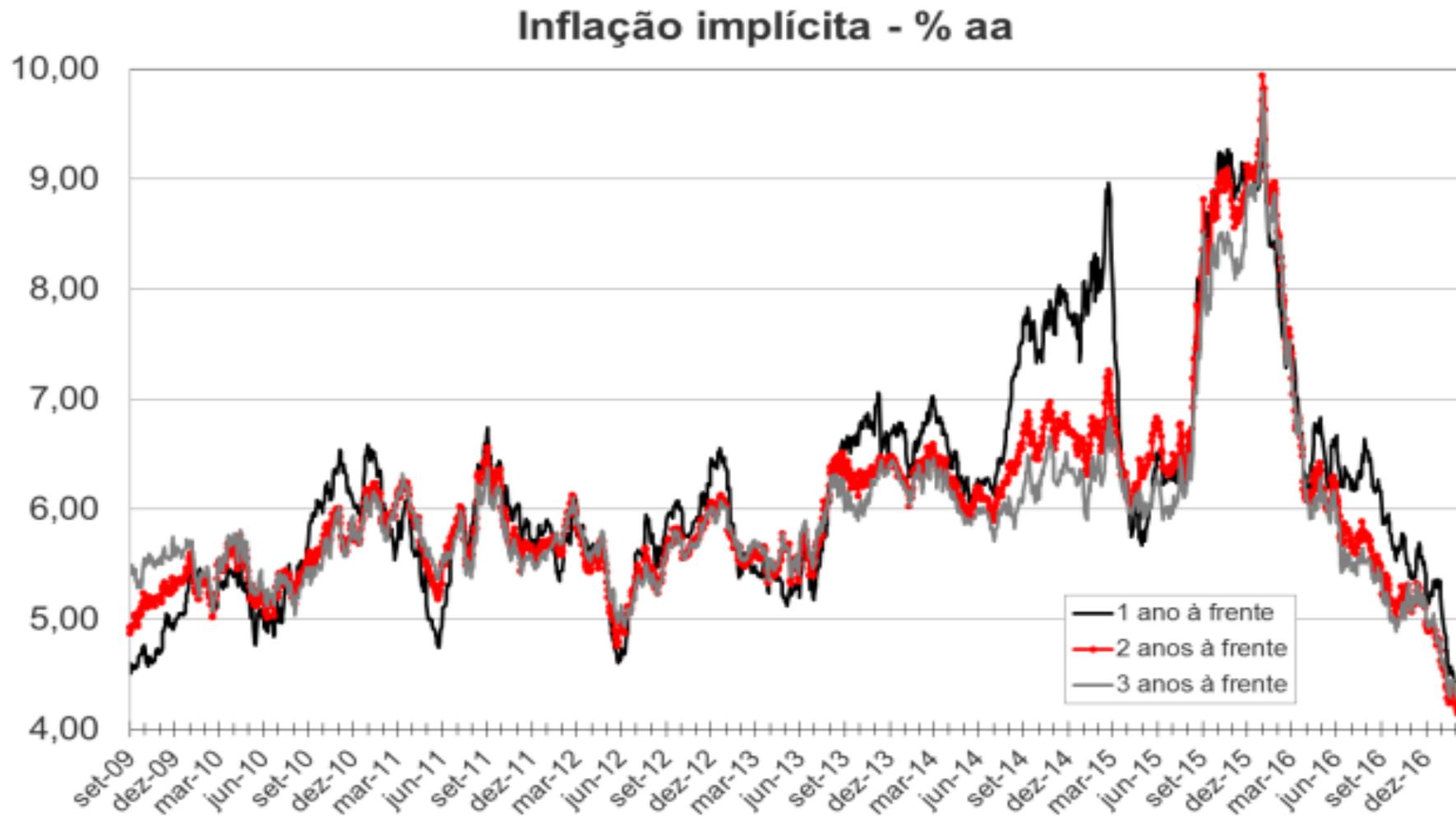
# A PESQUISA FOCUS RESPONDE



# A PESQUISA FOCUS RESPONDE (DE NOVO)



# O MERCADO DE RENDA FIXA RESPONDE



# O QUE APRENDEMOS

1

Determinantes da inflação: desemprego e expectativas

2

Não há troca persistente entre inflação e desemprego

3

Tentativa de explorar a troca gera só mais inflação

4

O porquê dos regimes de metas

5

A importância das regras

6

Uma hipótese sobre a causa da Selic elevada

7

Sob que condições a meta pode ser reduzida

**Pós-Graduação em Finanças, Investimentos e Banking**

**PUCRS** | ESCOLA DE  
NEGÓCIOS