



Samuel Pessôa

Pesquisador associado do
FGV IBRE



Ponto de Vista

Taxonomia dos juros elevados no Brasil

Nesta Ponto de Vista, organizarei dados e informações para produzir uma taxonomia da formação dos juros no Brasil. Minha leitura dos fatos, quando olhados a partir da organização da evidência proposta neste texto, é que os juros elevados são menos surpreendentes do que parecem à primeira vista. Adicionalmente, nada há que nos impeça de construir instituições que permitam que consigamos conviver com juros civilizados.

Em geral, quando temos um mesmo sintoma é porque a doença é a mesma. No entanto, nem sempre as coisas são dessa forma. Há casos em que um mesmo sintoma ocorre para doenças que mudam, dificultando a confecção do diagnóstico. De certa forma, é o que acontece na questão dos juros elevados no Brasil.

A tabela a seguir nos ajuda a ordenar os fatos. A organização passa por dividir o longo período – de 1995 até hoje – em subperíodos com similaridade no processo de determinação dos juros no Brasil.

Na tabela, para diversos períodos representados nas linhas, temos, para cada coluna, uma informação diferente. Na primeira coluna temos a partição do período total – 1995/1996, 1999-2005, (...), 2018/2019 – em períodos disjuntos. Na segunda coluna, a característica de cada subperíodo que está ligada à formação da taxa de juros. Na terceira coluna, os juros reais do interbancário no Brasil. Consideramos a série mensal da taxa de juros nominal do CDI deflacionada pelo IPCA no mês. Para cada período essas taxas reais mensais foram capitalizadas, tomando como base o mês de dezembro do ano anterior. O mesmo cálculo foi feito para a taxa de juros do mercado monetário americano, dado reportado na quarta coluna. Consideramos a taxa efetiva das reservas bancárias do banco central americano (Federal Funds Effective Rate) e a inflação ao consumidor (CPI). Tanto para o Brasil quanto para os EUA, consideramos, portanto, taxas de juros anualizadas *ex post*. Na quinta coluna temos a diferença em pontos

percentuais das duas colunas. Na sexta coluna, uma medida de risco Brasil dada pelo Credit Default Swap (CDS) de cinco anos. O CDS é medido em centésimos de percentagem. E, na sétima coluna, temos a diferença entre a taxa de crescimento anualizada do gasto primário real, para o período, com a mesma taxa para o crescimento potencial da economia. Consideramos os pagamentos dos precatórios de dezembro de 2023 como sendo pagos em 2024 e retiramos a capitalização da Petrobras. O gasto primário real foi deflacionado pelo IPCA.^{1,2} Para o crescimento potencial empregamos o dado da Instituição Fiscal Independente.

No primeiro período, entre 1995 e 1998, o regime era de câmbio fixo. Havia expectativa de que o câmbio seria alterado. De fato, tínhamos nes-

sa época um déficit externo expressivo,³ o que sinalizava não sustentabilidade da cotação do câmbio. Os juros tinham que compensar o investidor pela expectativa de desvalorização do câmbio. O diferencial de juros entre o mercado monetário brasileiro e americano foi de 18,6 pontos percentuais (p.p.) no período!

No segundo subperíodo, entre 1999 até 2005, o câmbio era flutuante, mas o país tinha uma fragilidade externa: o Estado brasileiro era devedor líquido em moeda estrangeira. Sempre que o país sofria um choque ruim ou a percepção de risco piorava, o câmbio se desvalorizava. A desvalorização do câmbio aumentava a dívida pública medida em moeda doméstica e elevava a percepção de risco, gerando um círculo vicioso. De fato, a média para

o período do CDS de cinco anos foi de 911 centésimos de percentagem, ou 9,1%, não muito diferente do diferencial de juros, que foi de 9,4 p.p.

Para os demais períodos, a percepção de risco país caiu muito e os juros caíram menos. Esse é o enigma associado aos juros brasileiros. Por que, apesar da queda de risco país medida pelo CDS, os juros não caíram na mesma proporção? O CDS de cinco anos mede o custo de fazer seguro contra um possível calote no pagamento de uma dívida soberana. A acumulação de reservas e o fato de o Estado ser credor em moeda estrangeira reduziu muito a percepção de risco de calote em dívida soberana emitida em moeda externa.

Argumento que, com a queda do risco país, a formação da taxa de

Taxa de juros reais anualizada do mercado monetário:

média por período

		Brasil	EUA	Diferencial de juros (pontos percentuais, p.p.)	CDS 5 anos	Excesso do crescimento do gasto primário sobre o PIB potencial (p.p.)
1995-1998	Câmbio fixo	21,4	2,8	18,6		
1999-2005	Câmbio flutuante sem reservas	10,5	1,1	9,4	911	2,1
2006-2014	Câmbio flutuante com reservas, mas gasto crescendo acima do PIB	5,2	-0,5	5,7	155	3,8
2015-2019	Câmbio flutuante com reservas, mas gasto crescendo junto com o PIB	4,1	-1,0	5,1	242	0,8
2020/2021	Pandemia	-3,4	-3,2	-0,2	204	-0,9
2022-2026	Câmbio flutuante com reservas mas gasto crescendo acima do PIB	7,4	0,2	7,1	179	2,2
2013/2014	Auge da nova matriz econômica	3,1	-1,6	4,6	162	5,3
2018/2019	Normalização da economia	2,1	-0,3	2,3	177	1,2

Fontes: Taxa de juros brasileira, CDI e PIB real baixados do Ipeadata. Inflação medida pelo IPCA baixada do site do BCB. Taxa de juros americana Federal Funds Effective Rate baixada do site do Federal Reserve Bank of St. Louis e taxa de inflação dada pelo CPI baixada do site do Bureau of Labor Statistics (BLS). CDS Brasil de cinco anos baixado do site Investing.com. Gasto primário baixado do site da Secretaria do Tesouro Nacional. Cálculos próprios.

Se o gasto primário real cresce além do crescimento da economia, o setor público produz seguidos choques de demanda. Por outro lado, se o gasto primário cresce aquém do crescimento da economia, há redução do impulso fiscal sobre o mercado de bens e serviços

juros passou a ser majoritariamente definida pelo equilíbrio entre oferta e demanda para o mercado doméstico de bens e serviços. Há algum risco não captado pelo CDS que impede que os investidores internacionais coloquem recursos no Brasil. Ou seja, dado o diferencial de juros observado, um investidor ganharia dinheiro internalizando recursos. Esse é um fato bem estabelecido na literatura: em países emergentes, a paridade descoberta da taxa de juros – isto é, o investidor que internalizar recursos sem comprar o *hedge* cambial – na média ganha

dinheiro. O risco não captado pela medida do CDS é algo que impede que a paridade descoberta da taxa de juros valha. Segundo o texto de Matteo Maggiori no *Handbook of International Economics*:

Em um estudo clássico, Lustig *et al.* (2011) documentam a rentabilidade e o risco do *carry trade*, classificando as moedas em grupos de acordo com o nível de sua taxa de juros nominal. Eles mostram que, em média, os grupos contendo moedas com taxas de juros mais altas tendem a ter retornos maiores do que aqueles contendo moedas com taxas de juros mais baixas. A Figura 3 apresenta o retorno acumulado do investimento no grupo de maiores taxas de juros, financiando a operação com o grupo de menores taxas de juros. Ela ilustra três padrões comuns documentados pela literatura empírica: (i) que o *carry trade* é, em média, lucrativo; (ii) que a operação tem um desempenho ruim em períodos de crise e estresse financeiro; e (iii) que os ganhos se acumulam lentamente ao longo do tempo, enquanto as perdas tendem a ser grandes e repentinas.⁴

Ou seja, há um risco que tem uma estrutura muito clara: ganha-se sistematicamente até que, em um evento repentino, súbito, as perdas são quase instantâneas e muito elevadas. A recuperação, ocorre, como nos ganhos, siste-

maticamente, mas de forma lenta. Esse tipo de risco, que se assemelha a um processo estocástico de Poisson e não a um movimento browniano, impede que a conta de capital aberta equalize as taxas de juros somadas às medidas usuais de risco. A partir de um ponto, a economia opera como se fosse uma economia fechada. Faz sentido, portanto, olhar para o equilíbrio no mercado de bens e serviços.

Sob a hipótese de que o equilíbrio entre a oferta e procura no mercado doméstico de bens e serviços é o maior determinante da taxa de juros do interbancário, consideraremos uma variável básica para descrever dois estados da economia. Se o gasto primário real cresce além do crescimento da economia, o setor público produz seguidos choques de demanda. Por outro lado, se o gasto primário cresce aquém do crescimento da economia, há redução do impulso fiscal sobre o mercado de bens e serviços. Quando ocorrem seguidos choques de demanda na economia, há pressão sobre a base de recursos e a inflação se acelera. Pela operacionalização do regime de metas de inflação, os juros precisam se elevar.

No período de 2006 até 2014 e de 2022 até 2026, o crescimento do gasto primário real em excesso ao crescimento da economia foi respectivamente de 3,8 e 2,2 p.p. O diferencial de juros foi elevado: respectivamente de 5,7 p.p. e de 7,1 p.p. No período de 2015 até 2019, o crescimento real do gasto primário

em excesso ao crescimento da economia se reduz para 0,8 p.p. O leitor atento pode considerar a queda do diferencial de juros pequena entre os períodos: de 5,7 p.p. para 5,1 p.p. quando o gasto primário em excesso ao crescimento da economia caiu de 3,8 p.p. para 0,8 p.p. No entanto, este segundo período está muito comprometido pelo esforço de desinflação. A política monetária entre 2015 e 2017 enfrentou dois desafios: lidar com a inércia inflacionária, que era elevada em 2014 (por quatro anos a inflação de serviços rodou a 8,5% ao ano); e lidar com a reversão do represamento dos preços administrados e do câmbio.

Para termos uma ideia melhor das diferenças, é útil considerar os anos do auge da nova matriz econômica (NME), o biênio 2013/2014, e a normalização da economia após nossa grande crise, o biênio 2018/2019. O diferencial de crescimento do gasto primário real em excesso ao crescimento da economia foi respectivamente de 5,3 p.p. e 1,2 p.p. Para o diferencial de juros, temos 4,6 p.p. e 2,3 p.p. Sabemos, no entanto, que os juros no primeiro período estavam artificialmente baixos, o que gerou muitos problemas no período subsequente. Para o biênio 2013/2014, a inflação de livres rodou 2,5 p.p. acima da meta inflacionária e o hiato de recursos, uma medida de excesso de demanda sobre a oferta, foi de 2%, segundo a série da Instituição Fiscal Independente (IFI). Por outro lado, olhando posteriormente e sendo engenheiro

de obra feita, é possível afirmar que os juros estavam excessivamente elevados no biênio 2018/2019: a inflação de livres rodou 1 p.p. abaixo da meta e o hiato de recursos foi negativo em 1%. Ou seja, era para o diferencial de juros ter sido menor no período 2018/2019 e bem maior no período 2013/2014.

Para o intervalo mais recente, de 2022 até 2026, o diferencial de juros está muito elevado, 7,1 p.p., para um excesso do crescimento do gasto primário real sobre o PIB real de 2,2 p.p. Sabemos que tem ocorrido fortíssima elevação na concessão de crédito, seja em função de difusão das *fintechs*, nova tecnologia que permitiu forte expansão do crédito, e de políticas públicas, com os programas Desenrola e o novo consignado lastreado no FGTS, que têm gerado choques exógenos de demanda. Adicionalmente, pela IFI o hiato de recursos desde meados de 2024 tem sido positivo por volta de 1%: choques de demanda têm impactos maiores sobre a inflação do que sobre a atividade.

Minha leitura da tabela é que, se a economia política brasileira permitir que ao longo de muitos anos o gasto primário cresça na mesma velocidade da economia, ou levemente abaixo, conseguiremos convergir nosso diferencial de juros para uns 2 p.p. ao ano, número ligeiramente menor do que o observado no biênio anterior à pandemia. Vale lembrar que nesse biênio, como vimos, teria havido

espaço para que o diferencial de juros fosse ainda menor.

Os juros elevados brasileiros ficam menos misteriosos se lembrarmos que, no longo período que segue a implementação do Plano Real, desde 1994 para cá, o salário mínimo real cresceu 190%, para uma produtividade do trabalho que cresceu ridículos 25%. Adicionalmente, houve no período forte expansão do crédito livre para a pessoa física: de 3% do PIB em 1995 para 18% em 2025. 

¹É possível calcular a diferença entre a taxa de crescimento do gasto primário real no período do crescimento do PIB real no período de duas formas. Primeira, podemos considerar o gasto total na data $t+T$, e o gasto na data t , sendo que o período considerado vai de $t+1$ até $t+T$. Em seguida calculamos o crescimento das duas estatísticas, $\frac{X_{t+T}-X_t}{X_t}$, anualizamos e tomamos as diferenças. A outra possibilidade é considerar a diferença entre as duas taxas para cada ano do período e, em seguida, considerar médias das diferenças. Os dois resultados são iguais a menos de 0,1 ponto percentual. O único período em que há alguma diferença relevante é o período da pandemia em que a média das diferenças é de 3 pontos percentuais. Neste caso é mais representativo olhar 2021 tomando como base 2019, que é o resultado reportado na tabela (em 2020 e 2021 o gasto oscilou muito e a economia oscilou muito).

²Os dados de juros e inflação e risco para 2026 terminam em junho. Para PIB e gasto público empregamos nossa estimativa para o ano.

³Em 1998 o déficit de transações correntes superou 4% do PIB.

⁴Página 223 (tradução livre do texto original em inglês) em “International macroeconomics with imperfect financial markets”, de Matteo Maggiori. Cap. 5 (p. 199-236) do v. 6 do *Handbook of International Economics: International Macroeconomics*. Coleção editada por Gita Gopinath, Elhanan Helpman e Kenneth Rogoff (North-Holland). O trabalho citado é de Hanno Lustig e colaboradores, publicado em 2011 em *The Review of Financial Studies*, v. 24, n. 11, p. 3.731-3.777, intitulado “Common risk factors in currency markets”.