

# Notas sobre as altas taxas básicas de juros no Brasil

Roberto Marcantonio

Economista da FEE

## Resumo

*Este artigo aborda a questão das altas taxas básicas reais de juros no Brasil. Observa a evolução dessas taxas na vigência do atual regime de políticas macroeconômicas. Tece considerações sobre fatores que enfraquecem a potência da política monetária, tais como a ainda reduzida intermediação financeira e os obstáculos antepostos ao alongamento do perfil da dívida pública.*

**Palavras-chave:** juros básicos; política monetária.

## Abstract

*This article addresses the problem of the high basic interest rates in Brazil. It analyses the evolution of these rates along the existence of the current macroeconomics policies regime. It focuses on the circumstances that weaken the efficiency of the monetary policy such as the low financial intermediation and the difficulties to extend maturity of the public debt.*

**Key words:** interest rates; monetary policy.

## Introdução

O objeto deste artigo é o muito elevado nível das taxas reais básicas de juros no Brasil. Essa é a circunstância vigente desde o lançamento do Plano Real até o presente, não obstante certo declínio das taxas ao longo do tempo. Ao se referir ao nível exagerado dos juros, o intuito não é o de alvejar ou julgar a atuação do Banco Central, mas, sim, é o de buscar as razões de um fato que é anterior e superior à ação da autoridade monetária na determinação do custo/rendimento do dinheiro. Quer dizer, o objeto das preocupações deste texto é a evidência de que, para controlar o grau de liquidez da economia e assegurar a estabilidade dos preços, as autoridades monetárias brasileiras se vêem compelidas a praticar taxas de juros exageradamente elevadas. O problema

tem atraído a atenção de economistas, que, com frequência, reconhecendo as dificuldades de bem esclarecer suas causas, qualificam a questão de enigmática e misteriosa. Ou seja, aparentemente, o Brasil gozaria das condições necessárias para poder ter taxas básicas de juros mais baixas do que as que logra praticar. Os efeitos colaterais das altas taxas de juros somam-se: constituem-se num fator adverso à maior ampliação do investimento agregado e à maior aceleração consistente do crescimento do PIB; elevam os custos financeiros da política monetária, exigindo maior esforço fiscal compensatório; tendem a produzir valorização excessiva da taxa de câmbio, o que prejudica o desempenho da balança comercial e gera um fator de desestímulo para as decisões de investir com vista ao mercado externo.

No que segue, este artigo se desdobra em dois tópicos. O primeiro observa a evolução da taxa básica real de juros brasileira, a Selic real, a partir do lançamento do Plano Real e tece sumárias considerações sobre essa evolução. O segundo tópico aborda alguns dos fatores que mantêm elevada a taxa básica de juros, conjecturando acerca de sua evolução na direção de eventual superação.

## A persistência das taxas básicas de juros elevadas

O Gráfico 1 expõe a trajetória da taxa básica real de juros entre 1995 e 2007. Essa trajetória permite identificar dois períodos diferenciados pelos níveis dos juros. O primeiro período estende-se de 1995 a 1998, coincidindo quase exatamente com a vigência do Plano Real. Nesses anos, as altíssimas taxas de juros praticadas tiveram nítida vinculação com as características da política macroeconômica, que identificava a estabilização como sua primeira prioridade. Assim, a âncora cambial foi definida com o real sobrevalorizado frente ao dólar, o que resultou em déficits crescentes em transações correntes e em risco elevado de desvalorização cambial. Para compensar o risco de desvalorização e atrair os recursos externos necessários para fechar o balanço de pagamento, o Banco Central praticava taxas de juros muito elevadas. O pesado custo financeiro dessa prática, não encontrando compensação na política fiscal, fez crescer rapidamente a proporção entre a dívida líquida do setor público e o PIB, circunstância que completou o quadro de inconsistência da política macroeconômica e elevou ainda mais o risco de desvalorização cambial. Dessa forma, o Brasil ficou exposto ao forte impacto dos choques externos ocorridos no período. Entre 1995 e 1998, a média anual das taxas básicas reais de juros praticadas atingiu 21,7%.

No segundo semestre de 1998 e no primeiro semestre de 1999, o Governo introduziu transformações substantivas no tripé da política macroeconômica: a política de gastos passou a estabelecer e a cumprir, rigorosamente, metas de superávit primário, com o intuito de fazer cair a relação de proporção entre a dívida líquida pública e o PIB; em janeiro de 1999, foi adotado o regime de câmbio flutuante, para dar maior flexibilidade ao ajuste das contas do balanço de pagamentos e, assim, atenuar o impacto dos choques externos sobre a economia doméstica; no primeiro semestre do mesmo ano, foi

adotado o regime monetário de metas para a inflação, estabelecendo a estabilidade dos preços como prioridade da política monetária. À época dessas mudanças, as expectativas tendiam a entender que as novas políticas econômicas, em prazo relativamente curto, propiciariam o ajuste e a recuperação da economia e, dessa forma, permitiriam que as taxas de juros convergissem, gradualmente, para os níveis vigentes nas economias com grau de desenvolvimento similar ao do Brasil. De fato, o patamar dos juros caiu — ver Gráfico 1 —, contudo muito aquém do esperado e do adequado. Entre 1999 e 2007, a média anual das taxas básicas de juros reais baixou para 9,3%; em 2007, a taxa real foi de 7,9%. Para salientar o nível ainda singularmente elevado desses percentuais, cabe citar-se trabalho de Barros e Giambiagi, que arrola as taxas básicas reais de juros de 26 países de diferentes graus de desenvolvimento em 2007. Da totalidade desses países, 21 tiveram taxas abaixo de 1%, nove dos quais, taxas negativas. Apenas a Turquia aparece com taxa básica real de juros mais elevada do que a do Brasil.

Diante da constatação de que a política macroeconômica adotada desde 1999 não produzira, já passados alguns anos, o declínio das taxas de juros na amplitude esperada, atribui-se a principal causa desse fato à sucessão de choques de origens interna e externa que atingiram a economia. Tais choques se sucederam entre 1999 e 2002; em 2003, a política econômica permaneceu mobilizada para combater o surto inflacionário causado pela desvalorização cambial ocorrida no ano anterior. Naqueles anos, a continuidade da conjuntura adversa — interrompida apenas em 2000 — foi caracterizada por instabilidade cambial, pressões inflacionárias, aperto da política monetária e baixo crescimento do PIB. Esses fatores, a despeito do cumprimento das metas de superávit fiscal primário, determinaram o pleno fracasso da tentativa de se fazer declinar a relação dívida pública/PIB, a qual se elevou significativamente, constituindo-se num fator adicional de aumento da taxa Selic.

No segundo semestre de 2001, teve início uma trajetória de forte aumento dos saldos da balança comercial, que, no decorrer dos anos seguintes, determinou pleno ajuste externo da economia brasileira. O fato foi causado pela expansão do comércio mundial, que favoreceu a grande maioria dos países em desenvolvimento. Expressa a profundidade do ajuste externo a passagem do Brasil da posição de grande devedor para a posição de credor líquido. O estabelecimento da credibilidade do Governo Lula na condução da política econômica possibilitou ao ajuste externo produzir

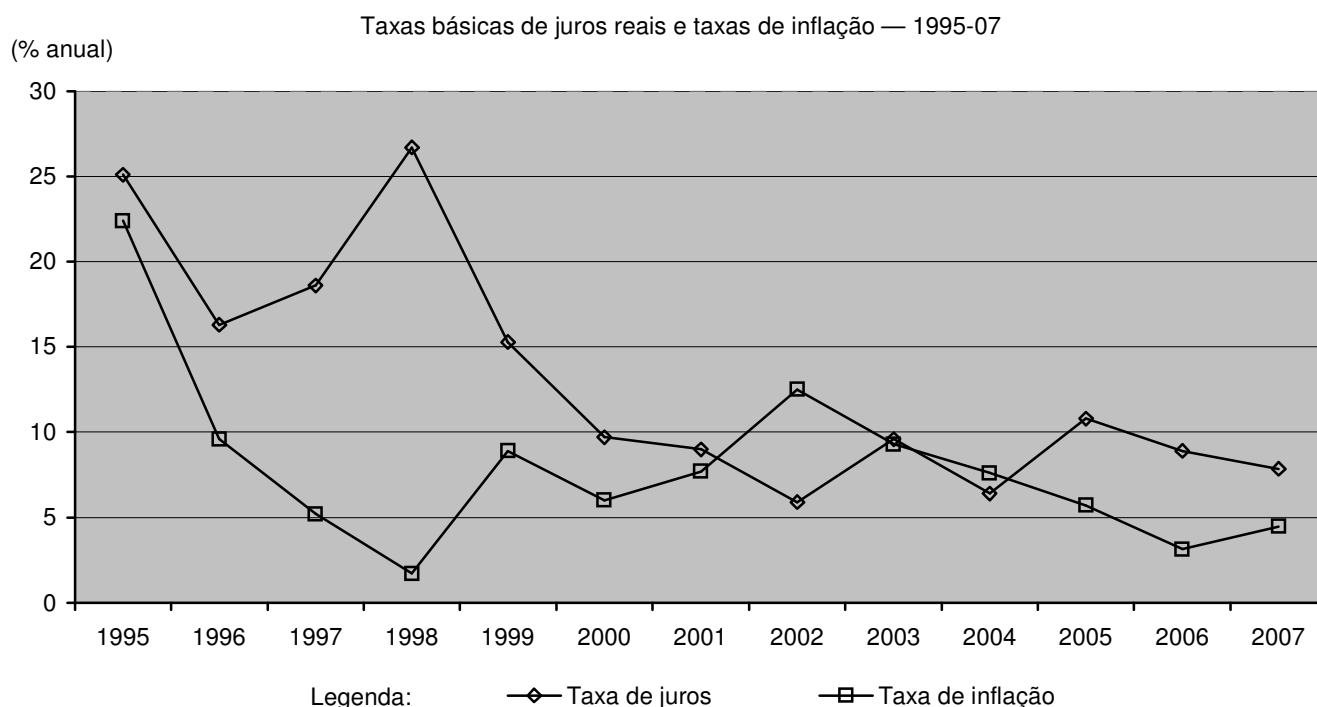
importantes efeitos positivos encadeados na economia nacional, especialmente a partir de 2004; a especificidade da conjuntura econômica que se estabeleceu, desde então, define um subperíodo específico. A bonança vigente na economia internacional e os superávits comerciais e em transações correntes deram partida a uma persistente tendência de valorização cambial. A partir de 2006, as vultosas entradas líquidas de recursos — registradas na conta capital e financeira — passaram a sustentar a continuidade da valorização cambial. A combinação da valorização cambial com o acelerado crescimento das importações — constatado a partir de 2004 — constituiu um importante fator de contenção do nível geral dos preços, favorecendo, portanto, a prática de taxas de juros menos elevadas; por consequência, elevaram-se também as taxas de crescimento do PIB. A elevação do ritmo médio do crescimento do PIB e o cumprimento de metas de superávits fiscais primários mais ambiciosas permitiram significativa redução da relação dívida líquida do setor público/PIB.

As considerações acima dividiram o período transcorrido sob a vigência do atual regime de políticas macroeconômicas em dois subperíodos. O primeiro (1999-03) é caracterizado pela repetição de choques que, desencadeando pressões inflacionárias, obrigaram a prática de taxas de juros mais elevadas. O ritmo de crescimento da economia manteve-se baixo, de forma que não era o aquecimento da demanda que acionava a contração da política monetária. O segundo subperíodo (2004-07) transcorreu sem a ocorrência de choques inflacionários. A oferta interna esteve submetida ao acirramento da competição com um maior volume de produtos importados, em situação de continuada valorização cambial; essa circunstância se constituiu num fator de relativa contenção da elevação do nível geral de preços. O subperíodo caracterizou-se por uma taxa média de crescimento do PIB singularmente elevada nos anos decorridos desde a reforma monetária que introduziu o real. Portanto, o estado das tensões inflacionárias e, também, as taxas básicas reais de juros praticadas resultaram, preponderantemente, da evolução da tensão da relação entre a demanda e a oferta.

Embora os dois subperíodos considerados acima tenham características bastante diferenciadas — como o ritmo médio de crescimento e a presença ou a ausência de choques de mercado —, essa diferença não se verifica, quando, **meramente**, se compara a evolução das taxas básicas reais de juros. Nesse sentido, cabe ver-se que,

em ambos os subperíodos, a Selic real média se manteve muito próxima de 8,5%, o que, por certo, produz um sentimento de desalento em quem quer assistir a um processo de gradual redução da taxa básica real de juros. Contudo, observando-se, em cada ano, a combinação da taxa real com a taxa de inflação, a constatação é mais alentadora; quer dizer, no segundo subperíodo, as taxas de juros estão combinadas com taxas de inflação cada vez mais baixas. Os anos de 2006 e 2007 apresentaram as melhores combinações de taxa real de juros e taxa de inflação desde a reforma monetária do real. Parece razoável tomar-se a evolução desses resultados como uma provável antecipação do início de uma gradual redução das taxas básicas reais de juros.

Gráfico 1



FONTE: BACEN.

IPEADATA.

NOTA: 1. Taxas de juros deflacionadas pelo IPCA.

2. Considerou-se como taxa de inflação o IPCA.

## Por que a Selic é tão elevada?

As autoridades governamentais definiram o atual tripé da política macroeconômica no segundo semestre de 1998 e no primeiro semestre de 1999: câmbio de livre flutuação; política monetária voltada à prioridade de realizar a meta vigente para a inflação; política fiscal comprometida com metas de superávit primário, para, de um lado, evitar que o excesso de gasto público pressionasse a demanda agregada e, de outro lado, baixar, gradativamente, a razão dívida líquida do setor público/PIB, de modo a propiciar o aumento da potência da política monetária. Sabe-se que arcabouços similares de políticas econômicas se difundiram através do mundo, definindo uma espécie de nova convenção com capacidade de manter a estabilidade, contudo sem a necessidade de praticar taxas básicas de juros tão elevadas como as do Brasil.

Este tópico tenta entender a natureza de alguns dos determinantes da Selic excessivamente elevada e avaliar suas perspectivas de superação. Nesse sentido, tem-se, em primeiro lugar, o fato de que é baixa a intermediação financeira no Brasil. Uma política monetária contracionista é mais efetiva em refrear a expansão do crédito — podendo praticar taxas de juros comparativamente menos altas — quando pessoas e empresas estão mais endividadas e sobre elas recaem mais pesadamente os efeitos do aumento dos juros. O reduzido grau de endividamento de famílias e empresas, segundo se entende, é uma circunstância que, em larga medida, tem origem no longo processo de descontrole inflacionário extinto pelo Plano Real. A alta inflação inviabilizava a previsibilidade de capacidade de pagamento das famílias, elevava o risco dos financiamentos para as mesmas e, por isso, praticamente, eliminou a oferta de crédito às pessoas físicas. A estabilidade dos preços iniciou a recuperação do crédito às famílias, contudo as taxas de crescimento desses financiamentos se mantiveram

relativamente modestas até 2004, em vista dos precários desempenhos da economia e do mercado de trabalho. Nos anos mais recentes, em decorrência do bom desempenho da economia e da vigorosa expansão do emprego, o financiamento às famílias cresceu a taxas excepcionalmente elevadas. Esse fato estabeleceu efeitos de dupla natureza em sua relação com a política monetária. Por um lado, de imediato, a expansão do crédito impulsionou a demanda, constituindo-se num fator de elevação dos juros. Por outro, o crescimento do grau de endividamento das famílias vem contribuindo para aumentar, gradativamente, a potência da política monetária.

No que respeita ao grau de endividamento das empresas, ainda reduzido, reflete, também, em larga medida, fatores históricos relacionados ao período de descontrole inflacionário, quando os riscos — para as partes passiva e ativa das operações de crédito — e o aumento dos custos dos empréstimos tornaram-nos inviáveis. Entende-se que, já no início do período de alta inflação, para evitar os altos juros bancários, as empresas, na medida de suas possibilidades, redefiniram suas carteiras de ativos, constituindo e ampliando fundos de quase-moeda para autofinanciamento. A ampliação do endividamento das empresas fica na dependência da oferta de crédito a juros mais atraentes — poder-se-ia dizer, a juros mais suportáveis. Por seu turno, a redução dos juros bancários permanece dependente da maior estabilidade dos preços. Portanto, o exercício da lógica faz supor um processo de causalidade circular, em que a estabilidade estimula a expansão do crédito, que, por seu turno, fortalece a potência da política monetária.

Um aspecto apontado pelo Banco Central que reduz a eficiência da política monetária e eleva a taxa básica real de juros é o vultoso montante de créditos administrados e com taxas de juros imunes aos movimentos da Selic. Estão nesse caso os repasses do BNDES e o crédito agrícola, que gozam de juros subsidiados e respondem por cerca de um terço do crédito da economia. Tendo a “área” de ação de seu principal instrumento limitada, o Banco Central necessita agir mais intensamente sobre sua base de incidência para contrair a liquidez e a demanda da economia. Essa é uma circunstância para a qual não se divisa um horizonte de mudança.

O mais importante dos determinantes da baixa potência da política monetária brasileira refere-se ao fato de que a dívida pública federal apresenta elevada concentração em Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), títulos estes de liquidez diária com remuneração atrelada à Selic. Isso implica que as LFTs não estão expostas a nenhum risco de perda de valor resultante do aumento

da taxas de juros. De forma diferente, na situação predominante na maioria dos países — situação que se entende como normal —, a dívida pública é representada por títulos de valor pré-fixado, de forma que, quando há uma elevação da taxa de juros, os títulos sofrem depreciação. Quer dizer, caso o detentor do título queira liquidá-lo, arcará com uma perda de rendimento ou capital — “efeito-riqueza” negativo — proporcional à magnitude da elevação da taxa básica de juros, ao valor de compra do título e à duração do prazo até seu vencimento. (Logicamente, uma redução da taxa de juros produzirá “efeito-riqueza” positivo). O “efeito-riqueza” de sentido inverso ao movimento de oscilação da taxa de juros confere potência à política monetária. Ou seja, uma elevação das taxas de juros determina um ônus para sair do mercado de títulos do Governo, na forma de perda de rendimento ou capital, e maior prêmio à entrada no mercado de títulos do Governo, na forma de juros. Esse mecanismo é de grande importância para dotar a política monetária da necessária potência. No Brasil, a grande soma de recursos que as empresas e as famílias têm aplicada em LFTs constituem um estoque de “quase-moeda” que pode ser convertido em meios de pagamentos a qualquer momento, sem nenhuma perda de rendimento. Um aumento da Selic faz crescer o valor daquela grande soma de ativos, fato que tende a se converter, ao menos em parte, em expansão da demanda.

São notórias as persistentes tentativas do Banco Central para alongar os prazos de maturação e pré-fixar o rendimentos dos títulos da dívida pública. Entretanto essa tarefa tem-se mostrado impossível, produzindo resultados pouco irrelevantes. Algumas estatísticas financeiras referentes ao ano de 2004 permitem perceber a natureza das dificuldades enfrentadas pelo Banco Central naquelas tentativas. Em janeiro de 2004, 46,0% da dívida federal interna eram carregados pelos bancos comerciais locais — 33,0%, voluntariamente, e 13,0%, compulsoriamente. A contraparte financeira desses ativos eram, principalmente, Certificados de Depósito com liquidez diária após um período inicial de 30 dias. Outros 44,0% da dívida federal interna estavam com os fundos dos clientes dos bancos, com liquidez diária ou com direitos automáticos de saque. Nesse quadro, alongar a dívida pública é inviável, dado que não se pode financiar a compra de ativos de longo prazo com instrumentos de crédito de liquidez diária sob pena de ficar exposto não apenas ao descasamento da liquidação dos ativos, mas, sobretudo, ao elevado risco de descasamento das taxas de juros. Até a criação da LFTs, em 1986, o descasamento dos prazos de maturação dos instrumentos de crédito, por aumentar os riscos dos tomadores de títulos governa-

mentais, elevava muito os custos da dívida pública. As LFTs, entretanto, têm duração de apenas um dia. Esse fato não tem impedido o Banco Central de continuar tentando alongar o perfil da dívida pública com instrumentos de rendimentos fixos. Na já citada data de janeiro de 2004, 12,6% da dívida pública eram integrados por tais instrumentos. Contudo esse tipo de título apenas é adquirido pelos bancos se esses apostam numa queda da taxa de juros. A experiência tem demonstrado que essa prática produz elevados custos fiscais, pois, quando as expectativas de queda das taxas de juros se frustram e os adquirentes daqueles títulos ficam submetidos a grandes perdas, o Banco Central, para evitar riscos sistêmicos, realiza recompras com taxas subsidiadas (Arida; Bacha; Resende, 2004).

Os esforços do Banco Central para alongar o perfil da dívida pública apresentam sempre resultados frustrantes, porque avançam de forma pouco significativa e porque, nos momentos de crise, se impõem as tendências de retrocesso para a concentração da dívida em ativos quase-moeda. No estudo intitulado **Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil**, os Economistas Persio Arida, Edmar Bacha e André Lara-Resende identificam o elevado grau de liquidez da dívida pública federal como uma manifestação específica do fato de que, no Brasil, inexistia um mercado de crédito de longo prazo. Existem, lembram, instrumentos de crédito de longo prazo associados aos bancos oficiais de desenvolvimento e financiados por fontes compulsórias, mas um mercado de crédito de longo prazo *stricto sensu*, não. Citam, como exceção à regra, o financiamento a bens duráveis de consumo, mas fazem notar que o mercado de títulos de longo prazo é pequeno e, sintomaticamente, restrito aos títulos do Tesouro com demanda institucional cativa e com um fator de ajuste à inflação (IGP-M) calculado por um instituição independente, não-governamental. Afirmam que um mercado de longo prazo inexistia não porque não há poupança financeira de longo prazo disponível, mas porque a preferência dos poupadores é o prazo muito curto. Trata-se, dizem, de uma distorção resultante da resistência das pessoas e das firmas de tornar suas poupanças disponíveis por prazos longos. Bancos e intermediários financeiros partilham da mesma relutância (Arida; Bacha; Resende, 2004, p. 7).

Segundo o estudo em pauta, a razão crucial para a inexistência de um mercado de crédito de longo prazo reside num fator de incerteza — a incerteza jurisdicional — quanto à preservação futura do valor integral dos títulos e dos contratos de crédito emitidos, em decorrência seja de mudanças legais, seja de decisões judiciais.

Sempre segundo o mesmo estudo, a incerteza jurisdicional, no Brasil, tem raízes, larga medida, na história recente, marcada pela perda de valor de contratos financeiros de longo prazo, com a manipulação da indexação, mudanças do padrão monetário, congelamento de ativos financeiros, anulação judicial de cláusulas de reajuste em moeda estrangeira, leis normativas alterando a taxa de contratos vigentes, etc. Apenas para frisar-se: no Brasil, não há um mercado de crédito de longo prazo sob jurisdição nacional. Há, contudo, um mercado de longo prazo para os devedores brasileiros, quando a jurisdição é estrangeira.

Cabe citarem-se duas passagens do estudo em pauta.

A recusa de oferecer crédito de longo prazo sob jurisdição doméstica sinaliza a presença de um importante fator de incerteza. Isso afeta, para usar a terminologia de Keynes, "a estabilidade e a segurança dos contratos monetários" pelos quais as poupanças são feitas disponíveis para o governo e outros devedores. É uma incerteza de caráter difuso, que permeia as decisões do Executivo, Legislativo e Judiciário e se manifesta predominantemente como um viés antipoupador e anticredor. O viés não é contra o ato de poupar, mas contra a disponibilidade das poupanças, a tentativa de uma transferência intertemporal de recursos através de instrumentos financeiros que são, em última análise, instrumentos de crédito. (Arida; Bacha; Resende, 2004, p. 5).

Lê-se, também:

A profundidade desse viés (antipoupador e anticredor), no Brasil, pode ser inferida das respostas a uma recente pesquisa de opinião realizada por dois cientistas sociais brasileiros (Lamounier e Souza, 2002) [...] Confrontados com o dilema entre o cumprimento do contrato e a prática de justiça social, apenas 48% dos 500 respondentes consideraram que os contratos têm que prevalecer sobre considerações sociais. Surpreendentemente, apenas 7,0% dos membros do judiciário afirmaram que estavam preparados para julgar contratos independentemente de considerações sociais. E um total de 61% admitiram que o atendimento da justiça social justificaria decisões na quebra de contratos (Arida; Bacha; Resende, 2004, p. 6).

Ao apontar a natureza institucional da causa da inexistência de um mercado nacional de crédito de longo prazo, o estudo induz a creditar que o efetivo alongamento da dívida pública é um processo que se completará apenas num indefinido período de tempo futuro. Logo, para efeitos práticos, a maior eficiência da política monetária baseada no alongamento dos títulos da dívida

pública permanecerá em tempo de espera. O avanço da consolidação da estabilidade — entende-se que é disso que trata a questão da possibilidade de baixar as taxas de juros — permanecerá na dependência de outros fatores, tais como o progressivo aumento do endividamento das famílias e das empresas, a continuidade da redução da relação dívida líquida do setor público/PIB, a manutenção de baixa volatilidade das taxas de inflação. Essa percepção faz acreditar que uma melhora no perfil de vencimento da dívida pública, mais do que instrumento do avanço da estabilidade, deverá ser, em boa medida, uma consequência desse avanço.

## Referências

ARIDA, Pêrsio; BACHA, Edmar Lisboa; RESENDE, André Lara. **Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil**. Rio de Janeiro: PUC/RJ, 2004. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br>> (Tradução do autor).

BARROS, Octavio de; GIAMBIAGI, Fabio. Inserção internacional e amadurecimento macroeconômico: o desafio de transformar a bonança externa em investimento para o futuro. In: — (Org.). **Brasil globalizado**. Rio de Janeiro: Campus, 2008.

JUROS reais altos: um enigma repleto de explicações. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, FGV, v. 59, n. 9, set. 2005

OREIRO, José Luiz da Costa et al. **Uma análise da proposta de déficit nominal zero**. Curitiba: UFPR, 2005. (Texto para discussão 18/2005). Disponível em: <<http://www.thinkmedia.com.br/ufpr/#2005>>.

