

24/02/2017 - 05:00

# Taxa real de juro: evolução e perspectivas

Por **Nelson Barbosa**

O Brasil tem a mais alta taxa básica de juro do mundo em termos reais. Essa jabuticaba econômica tem sido motivo de debate desde meados da década de 1990. O recente artigo de André Lara Resende (publicado no **Valor**) reacendeu o interesse sobre o tema <sup>1</sup>, sobretudo porque estamos em um momento de intensa discussão monetária nos EUA e de redução da taxa Selic no Brasil.

A partir da chamada Teoria Fiscal do Nível de Preço (TFNP), Lara Resende argumentou que a causalidade entre taxa de juro e inflação poderia ser no sentido contrário ao normalmente atribuído pela teoria convencional. Ao invés de a taxa de inflação determinar a taxa nominal de juro para atingir uma taxa real de juro pré-definida, a taxa nominal de juro poderia determinar a inflação devido à sua influência sobre solvência do setor público.



O sentido intuitivo da TFNP para o caso brasileiro seria que, dada uma taxa real de juro muito superior ao crescimento da economia e um nível elevado de endividamento do governo, o aumento da taxa básica de juro levaria à expansão do déficit público além da demanda do setor privado por títulos do Tesouro. Essa diferença teria, então, que ser preenchida pela expansão da quantidade de moeda ou quase-moeda (operações compromissadas), o que geraria mais inflação e completaria a causalidade da taxa de juro para o nível de preços.

O raciocínio acima é a base da hipótese da "dominância fiscal", segundo a qual, em condições especiais de baixo crescimento e elevada dívida pública, a política monetária perderia sua eficácia sobre a inflação, pois aumentos da taxa básica de juro acabariam gerando mais - ao invés de menos - inflação.

A discussão dessa hipótese ganhou importância diante da recente recessão e aumento da dívida pública no Brasil, mas até o momento nada indica que nossa economia está ou esteve sob dominância fiscal. A evolução dos acontecimentos indica exatamente o oposto.

A combinação de depreciação cambial com realinhamento de preços administrados foi combatida com sucesso pela elevação da taxa básica de juro em 2015. Passados os efeitos adversos dos choques de preços e diante da queda no nível de atividade econômica e da apreciação do real, tudo indica que a inflação voltará para o centro da meta definida pelo governo mesmo no contexto de elevados déficits primários previstos para 2017 e para os próximos anos, isto é, mesmo em um contexto de baixa poupança.

A possibilidade de causalidade inversa entre taxa nominal de juro e taxa de inflação reflete mais o debate monetário nos EUA pós-crise de 2008 do que a realidade brasileira dos últimos anos. Nosso problema ainda é a necessidade de uma elevada taxa real de juro para controlar a inflação, não a necessidade de uma inflação elevada para reduzir a taxa real de juro. Para entender essa questão, vale a pena complementar o debate teórico proposto por Lara Resende com um resumo da evolução histórica de nossa taxa de juro.

A média de taxa real de juro efetiva dos últimos anos está em 5% ao ano (aa), que também é a projeção média do mercado para o futuro. Esse valor é aproximadamente 1/9 do verificado no início dos anos 1990 (45% aa), 1/4 do registrado durante o Plano Real (22% aa) e metade do que prevaleceu no início do regime de metas de inflação (11% aa). Qualquer

discussão de política monetária não pode ignorar essa redução.

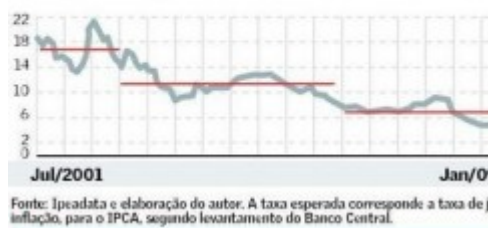
As figuras 1 e 2 apresentam a evolução das taxas reais de juro efetiva e esperada, respectivamente. A taxa efetiva é a taxa básica de juro verificada em 12 meses, corrigida pela inflação no mesmo período.<sup>2</sup> Essa taxa é uma aproximação de quanto o governo pagou ao mercado em juros reais de curto prazo e, portanto, é a variável relevante para a distribuição de renda. A taxa esperada corresponde à taxa nominal de juro pré-determinada para os próximos 12 meses, descontada pela inflação esperada para o mesmo prazo.<sup>3</sup> Essa taxa corresponde ao quanto um agente espera ganhar em termos reais no curto prazo e, portanto, é a variável relevante para decisões econômicas.

Em termos econômicos, a figura 1 (acima) aponta dois pontos importantes. Primeiro, a atual fase de taxa real de juro positiva e elevada começou no início dos anos 1990, após o fracasso do Plano Collor II, com a entrada de Márcio Marques no Ministério da Fazenda e Francisco Gomes no Banco Central. Antes disso, a taxa real de juro apresentou grandes flutuações sem tendência definida, alternando valores positivos e negativos. Segundo, apesar de a taxa real efetiva ainda ser elevada atualmente, ela caiu substancialmente desde os anos 1990, sendo estas reduções marcadas por mudanças estruturais de política econômica.

Focando no período mais recente, a taxa real efetiva atingiu aproximadamente 45% aa no fim de 1992, imediatamente após o fracasso do Plano Collor II, quando o governo teve que fixar a remuneração da dívida pública em um patamar suficientemente elevado para evitar a fuga de capitais e a aceleração da inflação. Essa estratégia ou restrição continua em vigor, mas a adoção do Plano Real e subsequente redução da inflação permitiram uma diminuição da incerteza macroeconômica no país, o que por sua vez permitiu a queda da taxa real efetiva para uma média de 22% aa já em 1993-98.

### Taxa básica de juro real es

Em % ao ano, 2001-16



A crise cambial de 1997-99 gerou um aumento temporário da taxa real de juro, mas a adoção do câmbio flutuante, metas de inflação e regras fiscais possibilitou uma nova redução de tal indicador já a partir de 2000.

Considerando o período de 2000-06 como um todo, a taxa real efetiva oscilou em torno de 12% aa, ou seja, dez pontos percentuais abaixo da média verificada durante o período de âncora cambial.

O próximo episódio de redução da taxa real efetiva ocorreu a partir de 2007, quando a acumulação de um elevado estoque de reservas internacionais

diminuiu a vulnerabilidade da economia brasileira a choques e internacionais e, dessa forma, permitiu uma nova redução estrutural da remuneração real paga por ativos domésticos. Desde então a taxa real efetiva tem flutuado em torno de 5% aa, que não por acaso é um valor próximo das expectativas de mercado para 2018.<sup>4</sup>

A figura 2 (abaixo) apresenta evolução da taxa real de juro esperada desde meados de 2001, quando o Banco Central começou a fazer levantamentos sistemáticos das expectativas de mercado. Assim como na figura 1, a evolução da taxa real esperada pode ser descrita em termos da política econômica no período considerado.

Em primeiro lugar, houve um período de taxas elevadas e voláteis, em 2001-02, quando a taxa real esperada flutuou em torno de 17% aa - sim leitores, apesar de percepções "pós-verdadeiras" em contrário, a taxa real de juro esperada pelo mercado era muito mais alta no governo FHC do que no governo Lula ou mesmo no governo Dilma.

Em segundo lugar, o ajuste macroeconômico promovido pelo primeiro governo Lula possibilitou uma rápida redução da taxa real esperada, para uma média de 11% aa em 2003-06, que por sua vez é próximo ao valor observado para a média da taxa real efetiva verificada após a adoção câmbio flutuante, metas de inflação e regras fiscais, como mencionado anteriormente.

O terceiro episódio de redução da taxa real esperada aconteceu em 2007-10, devido à combinação da acumulação de reservas internacionais pelo Brasil com a redução das taxas de juro nos países avançados após a crise internacional de 2008. Esses dois fatores, juntamente com o sucesso do governo em combater os efeitos da crise internacional, possibilitaram a redução da taxa real esperada para uma média de 7% aa durante o segundo mandato do presidente Lula.

Por fim, a taxa real esperada caiu abruptamente a partir do segundo semestre de 2011, atingindo menos de 2% aa no fim de 2012. Esse período foi marcado por uma mudança de postura do Banco Central na condução da política monetária, com cortes mais agressivos da Selic devido à desaceleração do crescimento da economia e à piora no cenário internacional. O biênio 2012-13 também foi caracterizado pela redução da taxa natural de juro do Brasil, o que em princípio justificaria a atuação do Banco Central naquele momento. <sup>5</sup>

Com o benefício da avaliação a posteriori, apesar de inicialmente correta, a redução da Selic iniciada em 2011 acabou sendo excessiva e muito longa. A taxa Selic nominal ficou abaixo de 7,5% aa por seis meses - de outubro de 2012 a abril de 2013 - e essa redução teve que ser compensada por um aumento maior e mais prolongado no período subsequente. O ciclo de aperto monetário iniciado em 2013 só terminou no fim de 2015, quando a taxa real esperada atingiu aproximadamente 9% aa. Considerando o período de 2011-16 como um todo, a média da taxa real esperada foi de 5% aa.

Hoje estamos em um período de grande elevação da taxa real de juro efetiva, mas de redução gradual da taxa real de juro esperada. De um lado, a rápida queda da inflação não foi acompanhada de uma diminuição proporcional da Selic e isso fez com que a taxa efetiva subisse de 2% para 7% aa entre janeiro e dezembro do ano passado. Do outro lado, a expectativa de redução da Selic fez com que a taxa esperada começasse a cair a partir setembro de 2015, passando de 9% naquele mês para 7% aa em dezembro de 2016.

Qual é a relação entre a taxa esperada e a taxa efetiva? Os dados indicam que, com exceção da volatilidade que marcou o fim do governo FHC, as expectativas de mercado têm sido um bom indicador da direção, mas não do valor, da taxa real de juro a ser verificada nos próximos doze meses. Mais formalmente, a correlação entre as duas taxas é de 95% para o período de 2003-16, mas em média a taxa esperada superestimou a taxa efetiva em 1,2 ponto percentual.

As expectativas mais recentes do mercado indicam que a taxa real de juro efetiva deve cair para 5% aa no fim de 2018. Com base em nossa experiência desde a década de 1990, reduções adicionais e permanentes abaixo de tal nível requerem mudanças estruturais na economia, sobretudo mudanças que diminuam a percepção de risco associada a ativos domésticos e aumentem a eficácia da política monetária.

As principais ações para reduzir a taxa real de juro são a estabilização do endividamento público, a redução relativa do volume de crédito direcionado e o aumento da produtividade da economia, que não por acaso figuram como prioridades da política de governo desde 2015. Existem várias formas e velocidades para se atingir tais objetivos, cada uma com diferentes custos sociais de transição que precisam ser debatidos em qualquer sociedade democrática. Nesse sentido, apesar de minimizar os avanços ocorridos nos últimos vinte anos, o artigo de Lara Resende é salutar por estimular o debate.

1 - 1 Resende, A.L., "Juros e conservadorismo intelectual", **Valor**, 13/01/2017

2 - A taxa nominal da ORTN ou Selic foi ajustada pela inflação ao consumidor medida pela Fipe por que o IPCA só começou a ser calculado a partir de 1980. A escolha de índice não altera a tendência dos dados.

3 - A taxa esperada é a taxa do swap pré-DI para 360 dias, ajustada pela expectativa de inflação (IPCA) para os próximos 12 meses.

4 - O relatório Focus de 10/02/17 indica uma Selic média de 9,25% e uma inflação de 4,5% para 2018.

5 - Barbosa, F. de H., Camêlo, F.D. e João, I.C. (2016), "A Taxa de Juros Natural e a Regra de Taylor no Brasil: 2003-2015", Revista Brasileira de Economia, 70(4), pp.399-417. Segundo tal estudo, a taxa natural de juro do Brasil caiu temporariamente para o intervalo de 2% a 4% aa em 2012-13.

**Nelson Barbosa, professor titular da Escola de Economia de São Paulo (FGV) e professor visitante da Universidade de Brasília. Foi ministro da Fazenda e ministro do Planejamento no governo Dilma**

**Outros colunistas do Valor também opinaram neste debate. Confira:**

Yoshiaki Nakano - **Aritmética monetarista desagradável**

Luiz Gonzaga Belluzzo e Gabriel Galípolo - **Metas de inflação e os ardis da razão**

Luciano Coutinho - **O porquê dos juros altos**

Maria Clara R. M. do Prado - **Monetarismo revisitado, 100 anos depois**

Claudia Safatle - **Governo cogita reduzir meta de inflação para 2019**