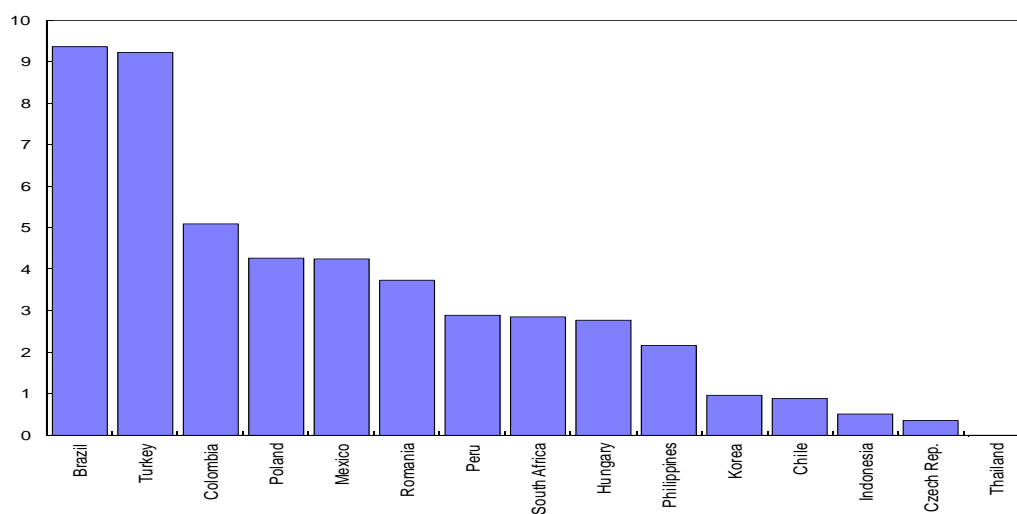


O enigma das altas taxas de juros no Brasil¹

Alex Segura-Ubiergo²

As taxas de juros estão em um nível historicamente baixo no Brasil, se considerarmos sua tendência histórica. Mas essas taxas ainda são muito altas se comparadas com as de outros países emergentes que, como o Brasil, utilizam o regime de metas de inflação (Figura 1). Excluindo-se o período de hiperinflação (1988-1994), quando as taxas de juros reais foram extremamente voláteis (o que poderia distorcer a análise), as taxas de juros ex-post (aquelas medidas após se conhecer o valor da inflação no período em que se avalia a taxa de juros) caíram, em média, de aproximadamente 40% ao ano nos anos 1980 para algo como 20% na segunda metade da década de 90, antes da introdução do regime de metas de inflação e da mudança do regime cambial de fixo para flutuante em 1999. As taxas declinaram ainda mais, para 10% ao ano no período 2000-2005, decrescendo para menos de 8% ao ano entre 2006 e 2009, atingindo seu menor nível em toda a série histórica considerada em 2009, ficando um pouco abaixo de 5% ao ano. Esse é um nível bastante baixo para os padrões brasileiros, ainda que esteja em torno de quatro pontos percentuais acima da média dos países emergentes que usam o regime de metas de inflação.

Figura 1. Taxas de juros reais de curto prazo (ex-post), média 2000 - 2009



A alta taxa de juros é frequentemente citada como uma das mais importantes restrições ao desenvolvimento econômico do país. Alguns autores se referem a esse problema como a mais importante restrição ao crescimento (Hausmann 2008). Portanto, é um exercício importante

¹ O presente texto é um resumo do IMF Working Paper “The Puzzle of Brazil’s High Interest Rates” (IMF 12/62), traduzido e publicado com autorização do autor e do FMI.

² Economista do FMI. As opiniões expressas neste texto são do autor e não devem ser atribuídas ao FMI, sua direção executiva ou à sua gerência.

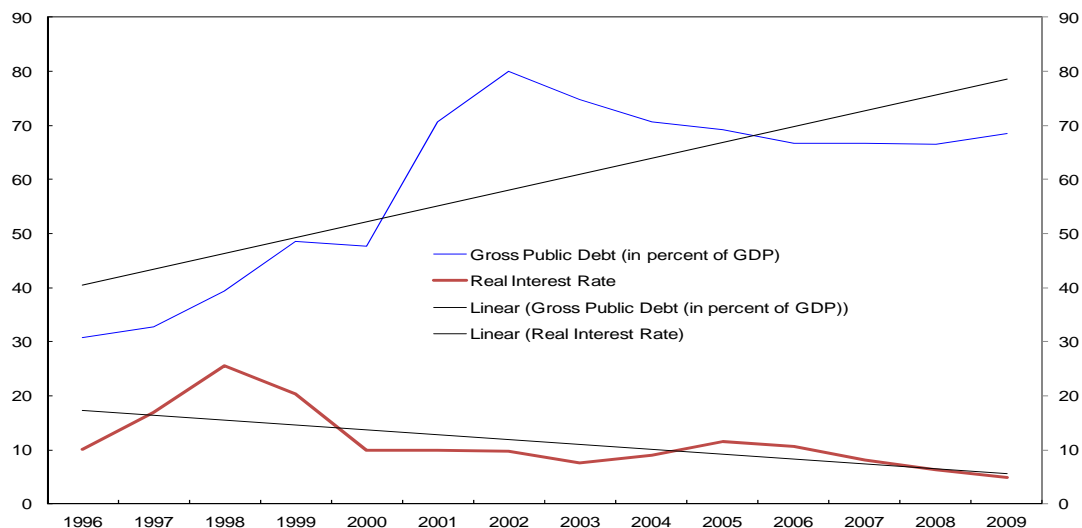
entender quais são os fatores que podem estar associados com essa tendência de queda nas taxas de juros reais, e tentar explicar como o Brasil pode reduzir ainda mais os juros de modo a convergir para a taxa média das outras economias emergentes que utilizam o regime de metas de inflação.

Os argumentos que buscam explicar as taxas de juros historicamente altas no Brasil podem ser agrupados em alguns grupos temáticos. Há cinco tipos de razões apresentadas pela literatura:

A. Considerações sobre a política fiscal

O principal argumento fiscal refere-se aos efeitos da chamada “dominância fiscal” e ao risco de *default* da dívida pública. Favero e Giavazzi (2002) mostram que as taxas de juros são altas no Brasil devido ao alto nível da dívida pública. Rogoff (2005) argumenta que o histórico de *defaults* (sete episódios de *defaults* ou reestruturações de dívida no período 1824–2004) significa que o Brasil, mesmo com um relativamente baixo nível de dívida pública, já começa a pagar um prêmio de risco elevado. As evidências empíricas sobre o efeito da dívida pública na taxa de juros real no Brasil não são conclusivas. Muinhos e Nankane (2006), por exemplo, não encontram evidência de uma relação negativa entre o nível da dívida pública e a taxa de juros real. De fato, um simples exame da tendência da taxa de juros real e da dívida pública mostra que não há aparente relação entre as variáveis (Figura 2). Embora essa seja apenas uma relação entre duas variáveis, a inclusão da dívida pública bruta em uma regressão em painel também não produz resultados robustos, e em algumas especificações o efeito aparece com o sinal inverso.

Figura 2. Brasil: Dívida Pública Bruta (em porcentagem do PIB), 1996–2009

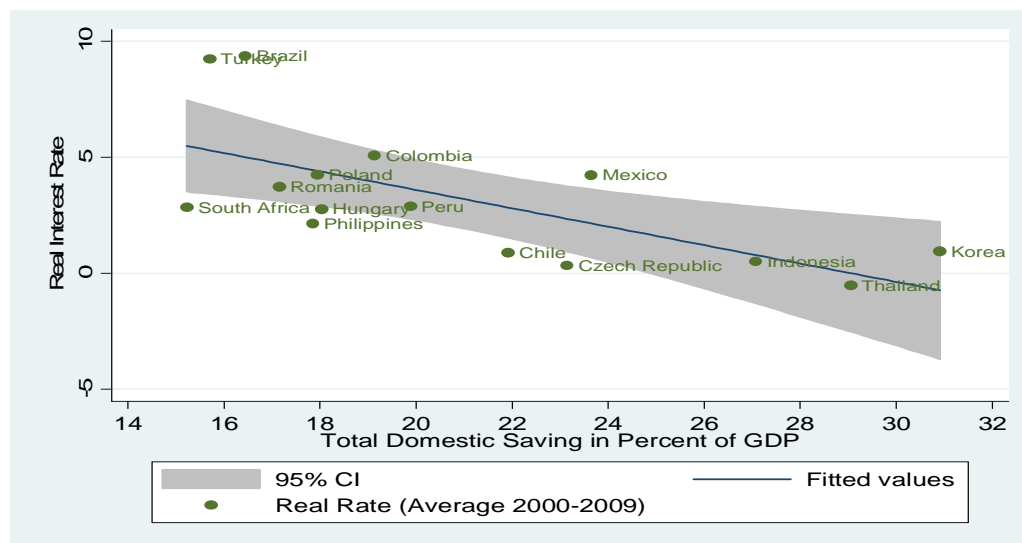


B. Poupança doméstica

O Brasil tem um nível de poupança doméstica relativamente baixo. Hausmann (2008) argumenta que essa é a principal restrição ao crescimento e a razão para a alta taxa de juros. Um argumento similar sobre o efeito da baixa poupança sobre a taxa de juros real é feito por

Fraga (2005). Miranda e Muinhos (2003) também fazem referência a esse argumento, mas não o testam empiricamente. A intuição por trás desse argumento é convincente. De acordo com a teoria clássica de investimento e poupança, se a demanda por investimento excede a oferta de poupança doméstica, a taxa de juros real de equilíbrio se eleva. É bem verdade que em uma economia aberta ao exterior a poupança doméstica pode não ser uma restrição, pois pode ser complementada pela poupança externa. Porém, Feldstein e Horioka (1980), e vários outros estudos posteriores, encontram grande correlação entre poupança doméstica e investimento doméstico. Rogoff e Obstfeld (2000) descrevem esse fenômeno como um dos principais enigmas da macroeconomia moderna.

Figura 3. Poupança doméstica e taxa de juros real em países emergentes - média 2000–09



A relação entre poupança doméstica e a taxa de juros real parece ser forte (Figura 3). Entre as mais baixas taxas de juros em uma amostra de países emergentes que utilizam o regime de metas de inflação estão os países do sudeste asiático (Coréia, Indonésia e Tailândia), que têm altos níveis de poupança doméstica (em torno de 30% do PIB). Chile e México têm poupança doméstica média entre 6 e 7 pontos percentuais maiores que o Brasil e níveis consideravelmente mais baixos de juros reais. No entanto, Brasil e Turquia aparecem muito longe da média. Ambos têm juros elevados porque suas poupanças domésticas são baixas em relação aos demais países, mas a previsão linear traçada na Figura 3 sugere que as taxas de juros de Brasil e Turquia deveriam ser aproximadamente 4 pontos percentuais mais baixas que os valores efetivamente observados.

C. Fragilidade institucional

Há argumentos de que a alta taxa de juros decorre, por um lado, da fragilidade das instituições políticas e econômicas brasileiras, necessárias para prover proteção aos investidores (garantia de cumprimento de contratos e de direitos de propriedade); e por outro lado da falta de independência do Banco Central.

- Incerteza jurisdicional. Esse é um termo vagamente definido que se refere à fraqueza dos direitos de propriedade e das instituições responsáveis por garantir o cumprimento dos contratos. O termo foi criado por Arida, Bacha, e Lara-Resende (2004) que o descrevem como uma espécie de vies anti-credor, o risco de mudança no valor dos contratos antes ou no momento de sua execução, e o risco de interpretação desfavorável do contrato em seu julgamento pela justiça. O problema dessa hipótese é que muitos outros países emergentes não têm instituições de defesa do direito de propriedade e de garantia de cumprimento de contratos melhores que as do Brasil e, mesmo assim, têm taxas de juros muito mais baixas. Ademais, evidências empíricas não dão sustentação a essa hipótese, como demonstrado por Gonçalves, Holland, e Spacov (2007).
- Falta de completa independência do Banco Central. Esse argumento é citado por Rogoff (2005) e outros. Esse é um importante argumento, mas difícil de testar empiricamente, uma vez que não é fácil quantificar e testar qual deve ser o nível crítico de independência do Banco Central.

D. Histórico de alta inflação e volatilidade da taxa de inflação

O Brasil tem uma longa história de inflação alta e volátil. A inflação anual foi moderadamente alta nos anos 1970 (média de 30%); muito alta no período 1980–88, (média de mais de 200%); e se transformou em hiperinflação entre 1989 e 1994, (média de 1.400%). Entre 1980 e 1994 o Brasil foi o país com a mais longa história de inflação alta entre os países emergentes que agora usam metas de inflação. Não é de surpreender que haja uma forte correlação entre inflação alta e taxas de juros altas. A taxa de juros precisou subir para puxar a inflação para baixo, e algumas vezes precisou ir a níveis muito altos. A queda da inflação e da volatilidade de suas taxas no Brasil permitiu que as “expectativas inflacionárias fossem domadas” (Bevilaqua et al, 2007). Esse parece ter sido um fator chave para garantir a tendência declinante nas taxas de juros reais.

E. Fatores que afetam o mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil

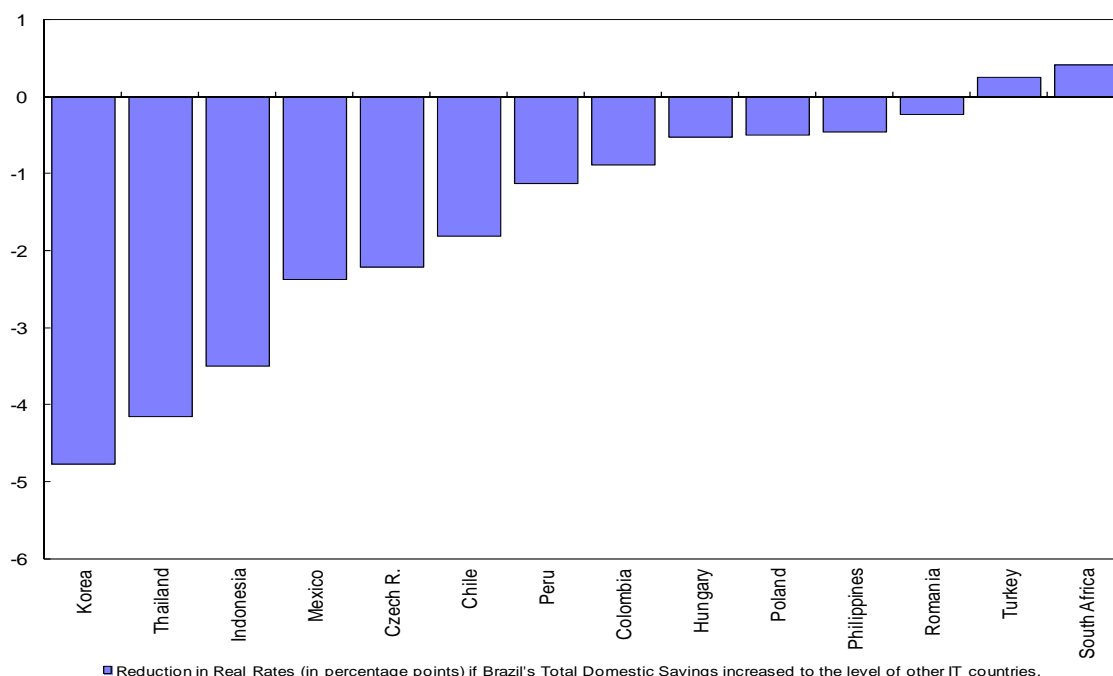
Várias peculiaridades do caso brasileiro têm sido citadas como fragilizadoras do mecanismo de transmissão da política monetária e como possíveis fontes de pressão adicional sobre a taxa de juros. Podem ser citados:

- Segmentação do mercado de crédito. Empréstimos feitos abaixo das taxas de Mercado pelo BNDES e pelos setores de habitação e agricultura podem estar puxando para cima a taxa de juros real de equilíbrio no mercado de crédito livre. A intuição por trás desse argumento é que se o setor público oferece crédito com taxas subsidiadas, a taxa de juros controlada pelo Banco Central, para efeito de política monetária, precisará ficar mais alta, para conter a demanda por crédito em um nível consistente com a meta de inflação.
- Outros fatores. Barbosa (2008) apresenta ampla revisão de outros fatores que afetam a eficácia da política monetária no Brasil e podem estar associados com altas taxas de

juros reais, quais sejam: (i) inércia inflacionária causada pela indexação de preços-chave da economia, o que cria rigidez da inflação brasileiro a mudanças na taxa de juros, e requer uma grande redução da demanda agregada para que a inflação seja reduzida; (ii) fraqueza do “efeito riqueza”, devido à indexação e o curto prazo de vencimento da dívida pública, o que neutraliza o efeito negativo sobre o valor dos títulos público gerado por uma alta da taxa de juros; e (iii) uma relativamente baixa relação crédito-PIB em comparação com outras economias emergentes, o que reduziria o impacto do canal do crédito de um dado aumento da taxa de juros.

O uso de um modelo econométrico (veja detalhes em IMF 12/62) mostra que o aumento da poupança doméstica parece ser o fator individual mais importante para a redução da taxa de juros real no Brasil ao longo do tempo. Essa é a variável que tem potencialmente o mais promissor efeito porque o Brasil ainda tem uma base muito baixa, o que permitiria a expansão da poupança doméstica. A Figura 4 mostra que se a taxa de poupança doméstica crescesse de sua média amostral de 16,5% do PIB para a média do México (22,6% do PIB), o modelo indicaria que a taxa de juros real poderia declinar em 2 pontos percentuais. Ao passo que uma redução mais intensa dos juros reais, de 4 a 5 pontos percentuais, requereria o incremento da poupança doméstica para os níveis de Tailândia ou Coréia (em torno de 30% do PIB), o que nunca foi observado na história do Brasil. Atingir o nível de poupança doméstica do México seria mais factível para o Brasil, e permitiria reduzir a diferença do país em relação à média dos demais países emergentes com metas de inflação em quase 50%.

Figura 4. Brasil: reduções na taxa de juros real se a poupança doméstica crescesse ao nível daquelas observadas em outros países emergentes com metas de inflação.



A alta taxa de juros no Brasil é provavelmente resultado de baixa poupança doméstica e de imperfeições no mercado de crédito. Quanto ao primeiro ponto, aumentar a poupança doméstica por meio de melhorias na situação fiscal (ou seja, pelo aumento na poupança do governo) provavelmente produzirá grande efeito. Isso é sugerido pela maior magnitude dos coeficientes de regressão associados à poupança do governo. No entanto, a redução integral da diferença entre o Brasil e a média dos demais países da amostra utilizando-se apenas o aumento da poupança doméstica requereria taxas de poupança similares às da Coreia e Indonésia (30% do PIB). Isso não parece realista para o Brasil no curto prazo. Os resultados também mostram que, controlado os outros efeitos do modelo, a taxa de juros real do Brasil ainda fica 2 pontos percentuais acima dos demais (esse efeito é capturado pelo efeito fixo do modelo de regressão). Tal resultado sugere que há questões específicas do país que podem estar associadas com a alta taxa de juros, que vão além daquelas analisadas no modelo. Fatores importantes a esse respeito, que não podem ser testados empiricamente, e que requereriam atenção particular em pesquisas futuras, seriam as imperfeições do mercado de crédito e o efeito dos empréstimos públicos a taxas subsidiadas. Embora esse tipo de empréstimo tenha sido uma das mais eficazes ferramentas de política anti-cíclica durante a crise após a quebra do Lehman Brothers, o seu uso em tempos normais deve levar em conta o fato de que ele pode estar enfraquecendo o mecanismo de transmissão da política monetária e contribuindo para taxas de juros reais de equilíbrio de mercado mais altas.

REFERÊNCIAS

- Arida, Persio, Edmar Bacha e Andre Lara-Resende, 2004, “High Interest Rates in Brazil: Conjectures on the Jurisdictional Uncertainty,” *Nucleo de Estudos de Politica Economica*, Casa das Garcas (NUPE/CdG), March.
- Bacha, Edmar, Marcio Holland e Fernando Goncalves, 2007, “Is Brazil Different? Risk, Dollarization, and Interest Rates in Emerging Markets,” IMF Working Paper 07/294 (Washington: International Monetary Fund).
- Barbosa-Filho, Nelson, 2008, “Inflation Targeting in Brazil: 1999–2006,” *International Review of Applied Economics* Vol. 22(2), pp. 187–200.
- Bevilaqua, Afonso, Mario Mesquita e Andre Minella, 2007, “Brazil: Taming Inflation Expectations,” Central Bank of Brazil Working Paper No. 129.
- Blanchard, Olivier, 2004, “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil,” NBER Working Paper No. 10389 (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Catao, Luis, Douglas Laxton e Adrian Pagan, 2008, “Monetary Transmission in an Emerging Targeter: The Case of Brazil,” IMF Working Paper 08/191 (Washington: International Monetary Fund).
- Coates, Kenneth e Edwin Rivera, 2004, “Fiscal Dominance and Foreign Debt: Five Decades of Latin American Experience,” Paper presented at the Latin American Workshop, Banco de Portugal, Lisbon, October 14–15.
- D’Amato, Jeffrey, 2005, “The Role of the Natural Rate of Interest in Monetary Policy,” BIS Working Paper 171 (Basel: Bank for International Settlements).
- Favero, Carlo e Francesco Giavazzi, 2002, “Why are Brazil’s Interest Rates so High,” Innocencio Gasparini Institute for Economic Research, Working Paper No. 224.

- _____, e Francesco Giavazzi, 2004, "Inflation-Targeting and Debt: Lessons from Brazil," NBER Working Paper No.10390, (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Feldstein, Martin e Charles Horioka, 1980, "Domestic Savings and International Capital Flows," NBER Working Paper No. 310, (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Fraga, Arminio, 2005, "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil," In Giavazzi, Francesco, Ilan Goldfajn, and Santiago Herrera, eds. *Inflation Targeting, Debt and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*, (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Fried, Joel e Peter Howitt, 1983, "The Effects of Inflation on Real Interest Rates," *American Economic Review*, Vol. 73(5), pp. 968–980.
- Gonçalves, Fernando, Marcio Holland e Andrei Spacov, 2007, "Can Jurisdictional Uncertainty and Capital Controls Explain the High Level of Real Interest Rates in Brazil? Evidence from Panel Data," *Revista Brasileira de Economia*, Vol. 61(1): pp. 49–76.
- ITAU e Unibanco, 2010, "Real Interest Rate: Where is Neutral?," Weekly Macro Report, January 12, 2010.
- Hausmann, Ricardo, 2008, "In Search of the Chains that Hold Brazil Back". *Harvard Center for International Development*, Working Paper No. 180.
- Miranda, Pedro Calhman e M. Muinhos, 2003, *A Taxa de Juros de Equilíbrio: Uma Abordagem Múltipla*. Central Bank of Brazil, Working Paper No. 66.
- Muinhos, Marcelo Kfoury e Marcio Nankane, 2006, "Comparing Equilibrium Real Interest Rates: Different Approaches to Measure Brazilian Rates," Central Bank of Brazil Working Paper No. 101.
- Nahon, Bruno Freitas e Roberto Meuer, 2009, "Measuring Brazilian Central Bank Credibility Under Inflation Targeting," *International Research Journal of Finance and Economics* Vol. 27, pp. 72–81.
- Neto, Paulo Chananeco e Marcelo Savino Portugal, 2009, "The Natural Rate of Interest in Brazil Between 1995 and 2005," *Revista Brasileira de Economia* Vol. 63 No. 2, pp. 103–118.
- Rogoff, Kenneth e Maurice Obstfeld, 2000, "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause," NBER Working Paper No. 7777, (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- _____, 2005, "Strategies for Bringing Down Long-Term Real Interest Rates in Brazil," Presentation prepared for the Central Bank of Brazil, August 30, 2005.
- Woodford, Michael, 2003, *Interest and Prices, Foundations of a Theory of Monetary Policy*. (Princeton, NJ: Princeton University Press).
- World Bank, 2006, *Brazil: Interest Rates and Intermediation Spreads*, Report No. 36628-BR. (Washington, DC).