



OPINIÃO PEZCO: JURO REAL: QUANTO É MUITO?

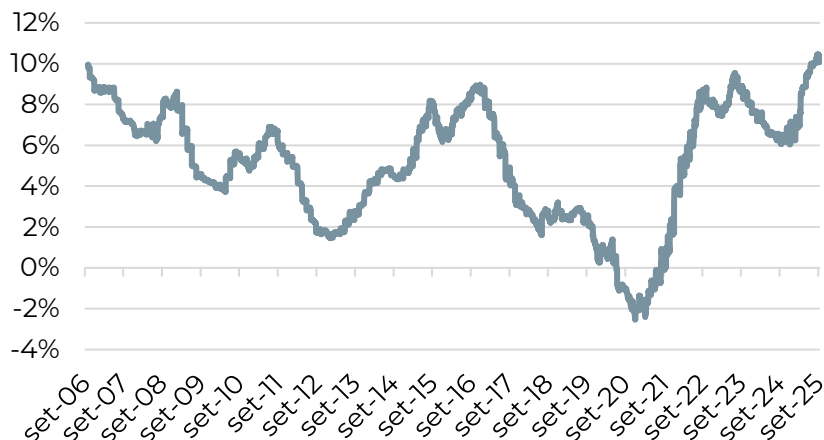
O Banco Central do Brasil divulgou na terça-feira, 23 de setembro, a ata da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) realizada na semana anterior. O documento explicita o compromisso de perseverar em uma “política significativamente contracionista por um período bastante prolongado” e promete que a autoridade “não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso julgue apropriado”. Não surpreende que o mercado tenha consolidado, a partir de então, um consenso de que a taxa Selic permanecerá estável em 15% ao ano até 2026.

O começo da história foi parecido para a maior parte dos países. Um processo inflacionário que sucedeu a da pandemia foi combatido com aperto da política monetária. Os juros saíram de um patamar considerado inferior ao neutro, e portanto estimulativo, para níveis contracionistas entre 2021 e 2023. O recuo da inflação permitiu o início de um processo de relaxamento generalizado e quase até, sincronizado entre as economias mais importantes. O problema é que, diferentemente do que estava ocorrendo em outros cantos do mundo, a política fiscal excessivamente estimulativa no Brasil impediu a convergência da taxa de juro real para a neutralidade, e obrigou a autoridade monetária a implementar um novo ciclo de aperto em 2024.

Então, ficamos assim: se considerarmos como medida de taxa de juros real a diferença entre a Selic e a média das expectativas dos analistas para o IPCA um ano à frente (conceito conhecido como juro real “ex ante”), estaríamos atualmente em um patamar de 10,1% a.a., o mais alto dos últimos 20 anos (Gráfico 1). Caso as estimativas de inflação do mercado para 2026 continuem caindo, a ponto de atingir, digamos, 4,1% ao final de dezembro, teríamos um juro real na casa de 10,5% a.a..

**Gráfico 1. Juro Real (% a.a.)
Selic x Expectativas de
Inflação 1 ano à frente**

Fonte: Banco Central do Brasil



É claro que existem outras formas de medir o juro real. Os cálculos baseados na Selic, principalmente quando tomados em relação à inflação passada (Gráfico 2, a seguir), são úteis para avaliar o impacto fiscal da política monetária. Segundo o Banco Central a parcela da dívida bruta indexada à Selic atingiu 55% ao final de julho. Constatar que a taxa básica ajustada pela inflação está no maior nível das últimas décadas equivale a dizer que o custo da política monetária para as contas públicas é também dos mais elevados no período.

**Gráfico 2. Juro Real
Selic X Inflação Passada**

Fonte: Banco Central do Brasil



Do ponto de vista de impacto sobre os canais de transmissão da política monetária associados ao comportamento da demanda, parece fazer mais sentido levar em consideração as taxas praticadas pelo mercado. O Gráfico 3 (abaixo) mostra a taxa pré-fixada de um ano, vis a vis as expectativas de inflação para o mesmo período. Essa medida permite avaliar a dinâmica do rendimento esperado pela decisão de adiar consumo e aumentar a poupança. Ajuda também a compreender como tem evoluído um dos mais importantes componentes do custo de manter estoques. Desse ponto de vista a situação é menos dramática. O patamar atual, de 7% a.a. permanece inferior aos picos anteriores mas ainda assim evidencia uma situação de substancial contração monetária. Esse estado de condições financeiras tende contribuir para manter a atividade econômica em ritmo mais fraco ao longo de 2026.

**Gráfico 3. Juro Real
Taxa Pré de 1 anos X
Expectativas de Inflação 1
ano à frente**

Fonte: Banco Central do Brasil e
Bloomberg.

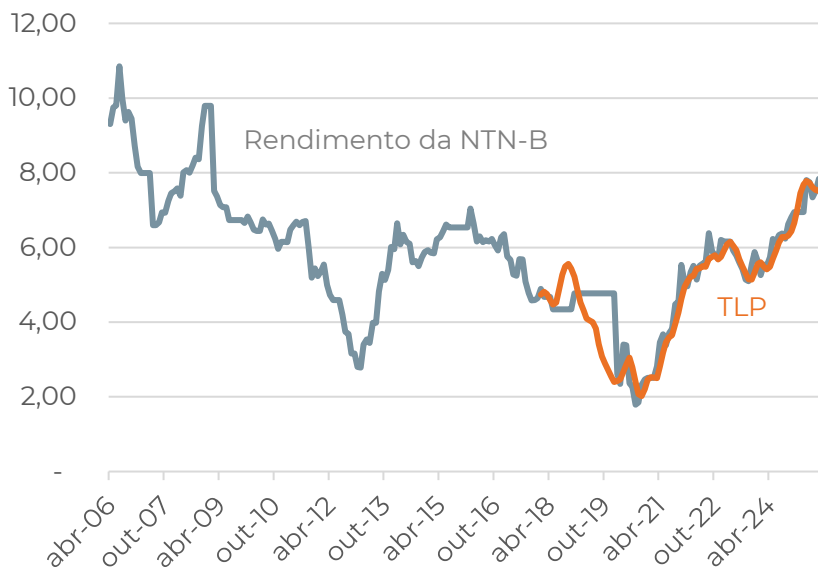


O rendimento das NTNBS, que são os papéis emitidos pelo Tesouro e indexados ao IPCA, fornecem informações semelhantes às da taxa pré-fixada deflacionada, com a vantagem de incorporar um horizonte mais extenso de tempo. O Gráfico 4 (próxima página) mostra o histórico de um título do Tesouro sintético de 5 anos (prazo fixo, vencimento móvel), obtido por interpolação a partir dos dados disponíveis para os papéis emitidos e negociados com datas de vencimento fixas.

Para um agente que precisa tomar uma decisão de investimento levando em conta prazos mais longos, essa seria a melhor medida a levar em consideração. Mesmo porque compõe a base de cálculo da TLP (Taxa de Longo Prazo), referência para empréstimos concedidos principalmente pelo BNDES. Os dados mostram que o custo de oportunidade para investimentos produtivos está atualmente em um nível extremamente elevado, só compatível com o observado ao final da década de 2000. Nesse caso, muito mais do que decorrência das ações de curto prazo da autoridade monetária, as taxas refletem o risco associado à política fiscal, seja via percepção de necessidades de financiamento (demanda por recursos) crescentes no longo prazo, seja por uma perspectiva de persistência de inflação elevada a ser combatida com juros permanentemente mais altos.

Gráfico 4. Juro Real Rendimento das NTN-Bs de 5 anos

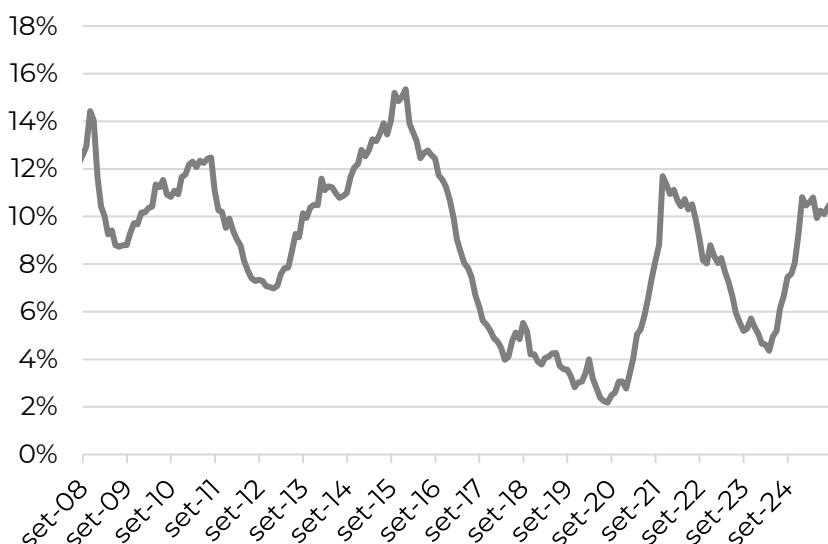
Fonte: Banco Central do Brasil e Bloomberg.



Uma outra abordagem útil para comparar taxas de juros ao longo do tempo refere-se ao diferencial entre o praticado no Brasil e, digamos, nos Estados Unidos. O Gráfico 5 (a seguir) se refere a retornos de 1 ano dos títulos do Tesouro brasileiro deduzidos do rendimento dos papéis de mesmo prazo emitidos pelo governo federal norte-americano. É possível constatar, também nesse caso, níveis dos mais altos no passado recente. Essa medida é particularmente relevante para avaliar o impacto da política monetária sobre a taxa de câmbio.

Gráfico 5. Diferencial de Juros Brasil x Estados Unidos (1 ano)

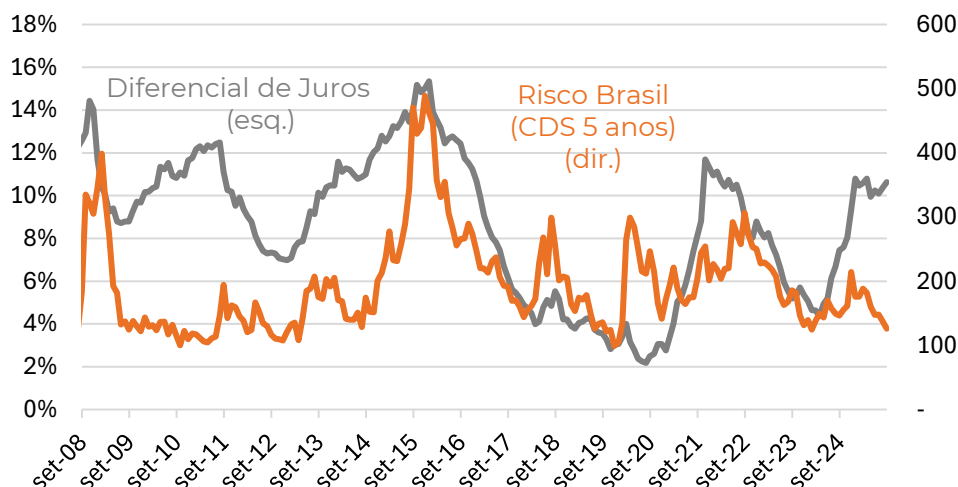
Fonte: Banco Central do Brasil e Bloomberg.



De fato, além das pressões de demanda, o repique de preços ocorrido em 2024, após a forte desinflação de 2023, esteve relacionado também à depreciação cambial ocorrida naquele ano. A relação real / dólar saiu de R\$ 4,80 no início de janeiro para encerrar o ano em incríveis R\$ 6,20 (uma variação de 30% no período). Esse tipo de situação costuma exigir prêmios de juros elevados para manter a atratividade de capitais internacionais, ainda que de curto prazo, de forma a fortalecer a taxa de câmbio e prevenir impactos mais adversos sobre a inflação. Curioso notar, no entanto, pelo gráfico abaixo (6), que a percepção de risco país (representada aqui pelo CDS de 5 anos) não parece se mostrar atualmente crítica o suficiente para exigir tamanho diferencial de juros. Isso pode sugerir que o canal de transmissão considerado mais crítico pela autoridade monetária é, de fato, a demanda e que os prêmios generosos praticados atualmente podem contribuir para fortalecimento adicional do real em relação ao dólar.

Gráfico 6. Diferencial e juros (Brasil – EUA) e prêmio de risco.

Fonte: Banco Central do Brasil e Bloomberg.



A taxa de juros praticada atualmente é altíssima sob qualquer aspecto, justificada pela necessidade de trazer uma inflação que atualmente ronda os 5% por ano, para a meta de 3%. O repique de preços pós desinflação de 2023 foi causado tanto por pressão de demanda quanto em função de uma forte depreciação cambial. Sob qualquer ponto de vista, o impacto dos custos de financiamento sobre a dívida pública tem sido brutal. A situação caracterizada por expansão de consumo do governo contrabalançada por juros altos pode até configurar um equilíbrio temporário do ponto de vista da inflação. Mas a expansão sistemática de gastos acaba provocando um ciclo vicioso de aumento de juros e de incertezas associadas à política fiscal que não parece sustentável.

PEZCO ECONOMICS **Economia & Mercados**

Contato:

economics@pezco.com.br

+55 (11) 3582 5509

Rua Bela Cintra, 1200, 1º andar, Consolação, São Paulo, SP

Este relatório foi preparado e publicado pela equipe de sócios e consultores da Pezco Consultoria, Editora e Desenvolvimento Ltda ("Pezco Economics"), exclusivamente para seus clientes e parceiros. Este documento tem como objetivo servir de base para a discussão de elementos do ambiente econômico e setorial, através da compilação de informações e exposição de análises e de pontos de vista. Foram tomados os melhores cuidados com a confiabilidade das informações e de suas fontes, mas não é possível garantir a exatidão delas ou das análises realizadas sobre elas. Todas as informações aqui contidas a título de "projeção" ou "previsão" estão fundamentadas em elementos e tendências disponíveis quando a análise foi produzida, cujos pressupostos podem mudar significativamente ao longo do tempo. Este documento não se destina a oferecer ou solicitar compra ou venda de quaisquer bens ou serviços. A Pezco Economics e os profissionais que participaram deste relatório não se responsabilizam por decisões tomadas com base neste. Tanto a Pezco Economics quanto seus sócios e consultores que figuram neste relatório podem manter posições em ativos mencionados neste documento, bem como podem estar participando ou ter participado de projetos de consultoria/assessoria relacionados a organizações aqui mencionadas – nesse caso, as análises resultantes desconsideram as informações não públicas e protegidas por acordos de confidencialidade. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito pela Pezco Economics.