

A Enorme Taxa de Juros do Brasil: Será que os brasileiros conseguem suportá-la?

Por Mark Weisbrot, Jake Johnston Julia Villarruel Carrillo e Vitor Mello*

Abril de 2017



Center for Economic and Policy Research
1611 Connecticut Ave. NW
Suite 400
Washington, DC 20009

tel: 202-293-5380
fax: 202-588-1356
<http://cepr.net>

* Mark Weisbrot é Co-Diretor e economista do Center for Economic and Policy Research (CEPR) [Centro Para Pesquisa Econômica e Política Pública], em Washington, DC, EUA. Jake Johnston é Pesquisador Associado, Julia Villarruel Carrillo é ex-estagiária do Programa Internacional do CEPR e Vitor Mello é estagiário do Programa Internacional do CEPR.

Conteúdos

Apresentação	2
A Enorme Taxa de Juros do Brasil: será que os brasileiros conseguem suportá-la?.....	5
Conclusão.....	13
Referências.....	16

Agradecimentos

Os autores agradecem a Dan Beeton, Alexander Main e Rebecca Watts pela ajuda dos comentários e pela assistência editorial. Agradecem também Franklin Serrano e Ricardo Summa por seus comentários, e Fábio Pitta e Vitor Mello pela tradução.

Apresentação

O Brasil vem pagando atualmente um preço muito alto em termos de crescimento econômico, emprego, desenvolvimento e progresso social em razão de sua exorbitantemente alta taxa de juros. O pagamento de juros da dívida pública para 2016 está estimado em 7,6% do seu Produto Interno Bruto (PIB). É o quarto maior encargo com taxas de juros do mundo (de um total de 183 países). Demais países com encargos similares ao brasileiro como o Iêmen e o Egito estão assolados por conflitos civis e outros fatores de risco que fazem aumentar sua probabilidade de inadimplência. O Brasil, ao contrário, apresenta pequeno risco de inadimplência e, com 360 bilhões de dólares em reservas internacionais, há pouca probabilidade de sofrer uma crise em sua balança de pagamentos, a qual poderia conduzir a uma inflação galopante.

O maior componente de sua dívida pública consiste em títulos atrelados à Taxa Selic, que é a taxa de empréstimo *overnight* estabelecida pelo Banco Central. Tais títulos perfazem 46,3 por cento da dívida pública. Desde janeiro de 2003 a Taxa Selic nominal apresentou média de 13,25 por cento e sua taxa real (ajustada à inflação) apresentou média de 6,14 por cento. Tal taxa de juros real é extremamente alta para o período, e aparenta ser inexplicável se considerados os conhecidos fatores de risco.

Entre 2003 a 2015, a política econômica para com a taxa de juros real brasileira (Taxa Selic) a estabeleceu como a quinta maior do mundo (dentre 68 países que possuem 5 anos de dados). Novamente, os poucos países com taxas de juros mais altas, como a República Democrática do Congo ou o Tadjiquistão, não se enquadram na mesma categoria que o Brasil em relação aos diferentes fatores que são considerados capazes de afetar as taxas de juros.

As evidências apresentadas neste artigo indicam que a taxa de juros exorbitantemente alta é muito mais uma escolha de política econômica do que resultado de fatores estruturais tais como taxas de poupança cronicamente baixas. As altas taxas de juros são parte de uma política de metas inflacionárias que se utiliza da taxa de juros para promover a valorização cambial (do real) e, conseqüentemente, a diminuição dos preços de bens comercializáveis. Essa política é frequentemente procíclica e, assim, agrava os danos ao emprego e ao crescimento durante os períodos de queda da atividade econômica.

Os maiores bancos do Brasil usam tanto seu poder econômico quanto político para apoiar o regime de altas taxas de juros. Sua fatia nos ativos financeiros subiu de 53 por cento em 2003 para mais de 72 por cento atualmente. Entre meados de 2012 e janeiro de 2017, seu spread, a saber, a diferença entre a taxa média de seu empréstimo bancário e seu custo com fundos, aumentou de 12,8 para 23,8

por cento. Isso em um momento de redução da atividade econômica e posterior aprofundamento da recessão, a qual se tornou a maior queda da atividade econômica brasileira nas últimas três décadas.

Parece que os bancos foram capazes de compensar o declínio do ritmo de crescimento do crédito não apenas com os rendimentos mais altos e livres de risco dos títulos do governo, mas também por meio do aumento do spread bancário, a diferença entre as taxas que paga para captar dinheiro e para emprestá-lo. Isto poderia ser graças à relativa falta de competição no setor financeiro.

Os retornos garantidos dos títulos do governo — não apenas da alta Taxa Selic, mas também de outros títulos que oferecem proteção contra a inflação ou mudanças na taxa de câmbio — são uma fonte enorme de lucratividade do setor financeiro brasileiro. Para os anos 2003 — 2015, os lucros dos quatro maiores bancos cresceram 460 por cento — de 5 bilhões de reais para mais do que 28 bilhões de reais.

No presente imediato, um dos aspectos mais nocivos das altas taxas de juros no Brasil é o peso dos pagamentos dos juros no orçamento nacional, em um contexto de debate nacional altamente disfuncional acerca do déficit orçamentário do governo federal brasileiro. A subida dos encargos com juros da dívida desde 2012 é responsável por aproximadamente metade do crescimento deste déficit, o qual aumentou de 2,5 por cento do PIB para os 10,4 por cento do PIB projetados para 2016.

Menores taxas de juros poderiam dar espaço fiscal para um estímulo econômico mais cabível, o qual poderia ajudar na recuperação econômica. Ao invés disso, o governo adotou a direção contrária, obtendo com êxito a passagem de uma emenda constitucional que mantém constante os gastos federais reais (ajustados à inflação) para os próximos 20 anos.

Como pode ser visto na **Figura 4**, o Brasil apresentou um crescimento do PIB per capita muito baixo ao longo do período entre 1980-2003, menos de 0,2 por cento anuais. De 2003 a 2011, o crescimento do PIB per capita foi retomado de forma aguda apresentando uma média anual de 3,3 por cento. Porém, o crescimento começou a diminuir em 2011; e para o período entre 2011 a 2016 houve queda média anual do PIB per capita de 1,3 por cento. O Brasil está atualmente a caminho de reproduzir — ou, neste ritmo, fazendo muito pior do que — a década perdida dos anos 1980.

Tal qual o colapso do crescimento de longo prazo de 1980 até 2003, a derrocada atual é o resultado de erros de política macroeconômica. As políticas com taxas de juros no Brasil, que são únicas, são a

parte principal dos erros da política econômica, que se não forem submetidas a sérias mudanças de longo prazo podem condenar o país a mais um longo período de falência econômica.

A Enorme Taxa de Juros do Brasil: será que os brasileiros conseguem suportá-la?

Por muitos anos o Brasil tem estado no ou próximo ao topo do ranking de países no que diz respeito às taxas de juros reais e aos encargos com juros da dívida pública. A **Tabela 1** mostra os sete principais países do mundo em termos de porcentagem do PIB que é estimada para pagar suas dívidas públicas em 2016. Taxas de juros cronicamente altas podem ter muitos custos, incluindo a redução do investimento, do crescimento econômico e do desenvolvimento, os quais promovem a redução do emprego e prejudicam a redistribuição de renda e de riqueza. Os pagamentos de juros da dívida pública não envolvem necessariamente consequências tão amplas, porém, eles são uma importante medida dos encargos imediatos das altas taxas de juros. Eles são também particularmente importantes em um momento de pressão política para redução dos gastos do governo, como é o caso atualmente no Brasil. O Brasil aparece em quarto lugar no ranking de 183 países que têm seus dados disponibilizados, já que aloca 7,63 por cento do seu PIB para o pagamento de juros da dívida.

TABELA 1

Comparação dos Países com os Maiores Encargos com Juros

País	Encargos com Juros (% do PIB)	Dívida Bruta (% do PIB)	Dívida Líquida (% do PIB)	Reservas Internacionais (em meses de importações)	Balança de Conta Corrente (% do PIB)
Líbano	9.15	143.87	137.67	32.23	-16.03
Gâmbia	8.81	99.44	99.44	1.54	N/D
Iêmen	8.36	82.38	81.31	5.12	-8.02
Brasil	7.63	78.28	45.83	22.68	-3.32
Egito	7.63	94.63	86.17	2.73	-1.98
Jamaica	7.60	118.85	N/D	6.51	-0.14
Gana	6.36	65.97	64.18	3.79	-1.90

Fontes e Notas: Encargos com Juros, cálculo dos autores, IMF [FMI] (2016d). Dívida Bruta e Líquida, dados do IMF [FMI] (2016d). Balança de Conta Corrente, cálculo dos autores baseado em dados do IMF [FMI] (2016a) e IMF [FMI] (2016d) (dados de 2015, exceto Egito, 2014). Dados das Reservas Internacionais, cálculo dos autores baseado em dados do World Bank [Banco Mundial] (2016) e IMF [FMI] (2016b). Para as Reservas Internacionais, todos os dados são de 2015, exceto para Gâmbia.

O alto encargo com juros da dívida pública, como porcentagem do PIB, é o resultado da combinação de uma dívida alta (relativa ao PIB) e altas taxas de juros a serem pagas por sua dívida remanescente. Por exemplo, o Líbano está em primeiro no ranking da Tabela 1, pagando anualmente em dívida pública mais do que 9 por cento do seu PIB. Porém, mesmo com uma dívida pública muito maior que a brasileira; com uma dívida bruta de 144 por cento do PIB, a taxa de juros nominal aplicada à sua dívida é de 6 por cento, diferente da taxa brasileira de aproximadamente 10 por cento. O Líbano também enfrenta um enorme déficit em conta corrente, de 16 por cento do PIB, o que significa o risco de uma crise na balança de pagamentos. Sob tais circunstâncias, altas

taxas de juros são esperadas a fim de manter capital dentro do país. Crises na balança de pagamentos também podem levar a uma alta inflacionária, o que traz risco aos credores da dívida pública.

Os outros países cujos encargos com juros da dívida são comparáveis aos do Brasil também enfrentam sérios problemas, os quais poderiam levar ao aumento do risco de inadimplência e/ou ao aumento da taxa de juros de suas dívidas. O Iêmen enfrenta atualmente uma brutal guerra civil e há muitos anos passa por uma considerável instabilidade política. O Egito, com encargos com juros como os brasileiros, também tem apresentado instabilidade política, especialmente nos últimos seis anos e, até 2009, quando a tormenta política se iniciou, seu encargo com juros era de apenas 3 por cento do PIB. A Jamaica vem sofrendo longamente com encargos de dívida insustentáveis, mesmo após duas reestruturações da dívida, sendo a última em 2013.¹ Este país vem apresentando crescimento negativo do PIB per capita nos últimos 20 anos, parcialmente em razão do encargo com sua dívida pública.² A Jamaica está atualmente submetida a um acordo com o FMI, o qual, como nos acordos anteriores, compromete o governo a cumprir políticas monetárias aceitáveis pelas autoridades do FMI.

Podemos observar que o Brasil não pode ser comparado a nenhum destes países com altos encargos com dívidas em relação ao seu atual contexto e risco de inadimplência. Embora o Congresso Brasileiro tenha decretado o *impeachment* da Presidente Dilma Rousseff em agosto de 2016, o processo como um todo, assim como seu resultado final, não contribuíram para o aumento do risco de inadimplência. De fato, os mercados financeiros reagiram com grande entusiasmo ao processo de *impeachment* e seus resultados, com o câmbio brasileiro tendo apresentado valorização de 25 por cento³ e o mercado de ações tendo subido mais de 40 por cento em 2016 — uma das melhores performances de um país de mercado emergente ao longo deste período de tempo tanto para o câmbio como para o mercado de ações.

O déficit em conta corrente brasileiro foi de 3,3 por cento do PIB em 2015. O governo detém mais do que 360 bilhões de dólares em reservas internacionais, um montante equivalente a aproximadamente dois anos de importações. Este é um montante muito grande em reservas internacionais; normalmente uma quantidade de reservas internacionais capaz de pagar por alguns meses de importações já seria considerada suficiente. O Brasil não parece estar sujeito a sérios problemas de balança de pagamentos em um futuro próximo.

1 Ver Johnston (2013) e Johnston (2015).

2 Ver Serrano e Summa (2015) e Weisbrot, Johnston e Lefebvre (2014).

3 Banco Central do Brasil (BCB) (2017d).

A dívida bruta do Brasil está atualmente estimada em 78,3 por cento do PIB, com uma dívida líquida de 46 por cento. Os altos encargos com juros do Brasil são o resultado de altas taxas de juros com sua dívida bruta; estes encargos são muito maiores do que os juros que recebe por seus ativos, por exemplo, os 360 bilhões de dólares de reservas internacionais. Estes estão em sua maioria investidos em ativos de alta liquidez e baixo retorno tais como títulos do tesouro dos EUA. Nós estimamos que a média da taxa de juros da dívida bruta total do governo brasileiro seja de aproximadamente 10,3 por cento em 2016.⁴

Em todo caso, a persistência de altas taxas de juros da dívida brasileira não pode ser explicada pelo risco de inadimplência, risco inflacionário ou pelo risco de uma crise da balança de pagamentos. Aproximadamente 95 por cento da dívida pública brasileira está em moeda doméstica. Embora a inflação tenha aumentado em 10 por cento em 2015, ela arrefeceu desde então e, o mais importante, esteve dentro da meta de 2,5 a 6,5 por cento de 2004 a 2014.⁵

A **Tabela 2** apresenta a composição dessa dívida desde 2006.

TABELA 2

Composição da Dívida Pública Brasileira

(em porcentagem da dívida total)

	Taxa de Câmbio (índice)	Preço (índice)	Selic (índice)	Pré-Fixada	Outros
2006	11.85	20.20	35.55	30.03	2.37
2007	7.66	22.29	37.61	30.28	2.17
2008	8.52	22.49	43.35	23.97	1.67
2009	5.63	21.17	47.20	24.41	1.59
2010	5.34	23.16	39.14	30.67	1.69
2011	4.79	23.98	38.73	30.80	1.70
2012	4.91	26.55	35.97	30.83	1.73
2013	5.36	26.73	33.35	32.25	2.30
2014	5.82	24.65	37.72	29.15	2.66
2015	6.88	23.23	39.20	28.06	2.63
2016	5.53	22.13	44.41	25.51	2.41
2017	5.14	23.09	46.25	23.20	2.32

Fontes e Notas: Dados do final do ano, exceto para 2017 (janeiro). BCB (2017b).

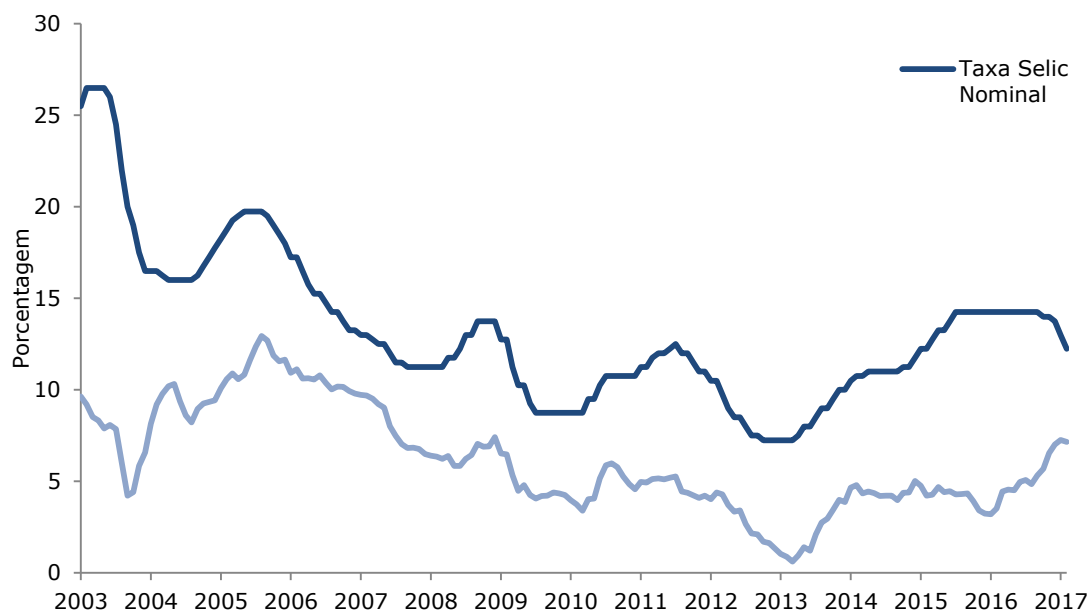
O maior componente da dívida, de 46,3 por cento, tem taxa de juros determinada pela Taxa Selic. Esta é a taxa *overnight* ou a taxa estabelecida pela política monetária do Banco Central do Brasil (BCB).

⁴ Tal cálculo provém da divisão entre os pagamentos com juros em 12 meses até dezembro de 2016 e a dívida bruta total do governo em dezembro de 2015. Ver BCB (2017b), Quadro III e Quadro XIX. Tal está de acordo com os cálculos e projeções do FMI. Ver IMF [FMI] (2015), p.7. Para metodologia, ver: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15121.pdf>.

⁵ Ver Weisbrot, Johnston e Lefebvre (2014).

A **Figura 1** mostra a evolução da Taxa Selic, tanto nominal quanto real, desde janeiro de 2003. A taxa nominal tem média de 13,25 por cento e a taxa real 6,14 por cento. Essa é uma taxa real extremamente alta para o período, a qual parece inexplicável segundo quaisquer fatores de risco conhecidos. Enquanto a taxa Selic nominal foi recentemente cortada, é importante notar que a taxa Selic real (ajustada pela inflação) é a mais alta para o período desde dezembro de 2008.

FIGURA 1
Taxa Selic Nominal e Real ao Longo do Tempo



Fonte: BCB (2017c, e).

A **Tabela 3** apresenta os dez países com as maiores taxas de juros reais do mundo para o período de 2003 a 2015. O Brasil se encontra em quinto lugar no ranking com 6,35 por cento, atrás da República Democrática do Congo.

TABELA 3
Maiores Taxas de Juros Reais, 2003–2015

(porcentagem)

País	Taxa de Juros
Gâmbia	12.82
Tadjiquistão	12.67
Belize	10.19
Congo, República Democrática	9.11
Brasil	6.35
Gana	3.66
Quênia	3.49
Bahamas	3.08
São Tomé e Príncipe	3.00
Senegal	2.51

Fontes e Notas: Dados para 68 países que têm disponíveis informações para os últimos cinco anos, pelo menos. IMF [FMI] (2016c).

Francisco Lopes recentemente examinou inúmeras explicações teóricas para as excessivamente altas taxas de juros brasileiras, incluindo déficits fiscais, "viés inflacionário", excesso de demanda por investimento e deficiência estrutural na formação de poupança privada.⁶ Ele acredita que nenhuma delas parece provável.

Por outro lado, a política do Banco Central de alta taxa de juros é parte de um sistema de meta de inflação. Este resulta de um programa político deliberado ao invés de um elemento estrutural tal como uma deficiência crônica da poupança privada. As metas de inflação no Brasil significam que o Banco Central se esforça para garantir apenas um objetivo político, a saber, manter a inflação dentro de um parâmetro estabelecido como meta. Mas a inflação no Brasil é principalmente um fenômeno de transferência de custos (*"cost-push" phenomenon*), com custos provenientes primeiramente de mudanças externas e não determinados pela demanda doméstica. Isso significa que quando o Banco Central do Brasil sobe a taxa de juros ele valoriza a moeda doméstica e mantém, assim, a inflação sob controle ao reduzir o preço dos seus bens comercializáveis. De 2004 a 2010, por exemplo, o Banco Central foi capaz de manter a inflação dentro dos parâmetros estabelecidos como meta, principalmente por meio da atuação de política econômica sobre a taxa de câmbio.⁷

Há evidência de que o regime de metas de inflação conduza a uma taxa média de juros mais alta, em razão de uma assimetria nos movimentos do Banco Central. Quando a inflação está subindo, o Banco Central tende a agir prontamente e sobe suas taxas de juros, apreciando, assim, o real. Porém, quando a inflação está caindo, há menos incentivo para taxas de juros mais baixas, já que não existe ameaça perceptível de deflação. Ocorre também uma tendência geral por parte do regime de metas de inflação em priorizar a meta de inflação ao invés de se preocupar com flutuações na produção de bens (*output*) e no emprego.⁸

Vale a pena notar que esta tendência a taxas de juros mais altas também está relacionada à tendência procíclica da política monetária geralmente adotada por países desenvolvidos com mercados de capitais abertos. Por exemplo, quando ocorre uma fuga de capitais em razão de algum choque na economia internacional, o Banco Central eleva as taxas de juros a fim de conter o fluxo. Isso fomenta a redução da atividade econômica, a qual já havia começado a ocorrer. No momento de aquecimento da atividade econômica, se o Banco Central reduz as taxas de juros em resposta à excessiva entrada de capitais, isso também é procíclico, já que estimula uma economia que já está sendo impulsionada pelo investimento.

⁶ Lopes (2014).

⁷ Ver, para mais detalhes, Serrano e Summa (2015).

⁸ Ver, por exemplo, Libânio (2008).

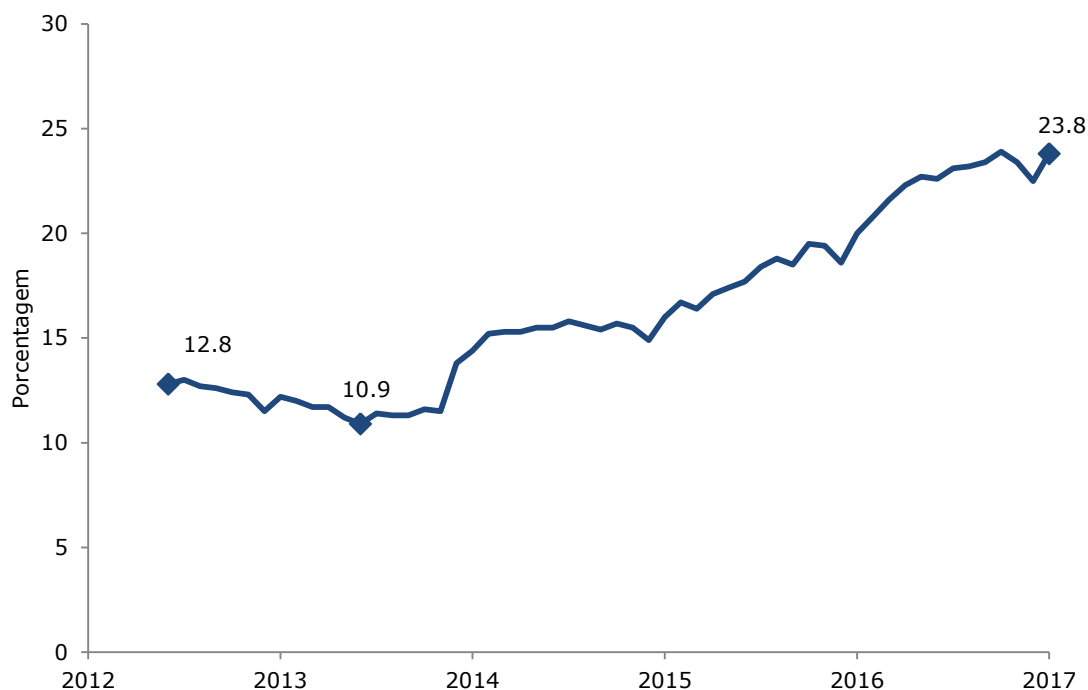
Somada à evidência que o regime de metas de inflação brasileiro conduz a taxas de juros crônicas e excessivamente altas, há também evidência de que o poder político e de mercado do setor bancário e financeiro do país também atuam de maneira importante para manter as taxas de juros tão altas.

Os quatro maiores bancos no Brasil, dois dos quais são públicos, controlam mais de 72 por cento do total de ativos do sistema de bancos comerciais.⁹ Isso está 53 por cento acima do que quando o Partido dos Trabalhadores (PT) assumiu a presidência em 2003.¹⁰ Tais bancos e outras instituições financeiras se beneficiam enormemente das extraordinariamente altas taxas de juros do Brasil. Isso é verdade mesmo quando a economia está reduzindo de velocidade ou em recessão, um fato que pode contribuir ainda mais para com a característica procíclica da política monetária brasileira.

A **Figura 2** mostra o spread bancário, relação entre a média da taxa de empréstimo bancário (comercial e para o consumidor) e seu custo com fundos, de meados de 2012 a janeiro de 2017. O mesmo subiu de 12,8 para 23,8 por cento. Isso em um momento de diminuição da velocidade da atividade econômica, que entrou em recessão no começo de 2014 e se aprofundou a partir de então, conduzindo o Brasil à sua pior virada descendente da economia em mais de trinta anos.

FIGURA 2

Spread Bancário, Relação entre Taxas de Empréstimos e Custo com Fundos, 2012–2017



Fonte: BCB (2017a).

⁹ BCB (2016b).

¹⁰ Ibid (2016a).

O retorno seguro e garantido dos títulos do governo — não apenas da alta Taxa Selic, mas também de outros títulos que oferecem proteção contra inflação ou mudanças na taxa de câmbio — é uma enorme fonte de lucratividade para o setor financeiro brasileiro. Na **Tabela 4** nós também podemos observar o aumento dos rendimentos bancários com títulos do governo do fim de 2012 a meados de 2015. Estes sobem de 50,7 bilhões para 67 bilhões de reais, ou 32 por cento — mais do que quaisquer outras operações bancárias. Sabendo que os gastos administrativos ou associados a investimentos nos títulos do governo são muito baixos, a contribuição dos títulos do governo para com os lucros dos bancos é muito maior do que sua proporção na receita total destes últimos.

TABELA 4

Receita no Acumulado de 12 Meses, Antes de Impostos, a partir de Operações Seleccionadas

(bilhões de reais)

Data	Crédito	Tesouro	Serviços
Dezembro de 2012	108.9	50.7	87.6
Junho de 2013	115.6	48.1	92.3
Dezembro de 2013	115.9	46.0	96.6
Junho de 2014	113.5	54.6	99.5
Dezembro de 2014	116.9	59.1	104.3
Junho de 2015	116.6	67.0	108.7

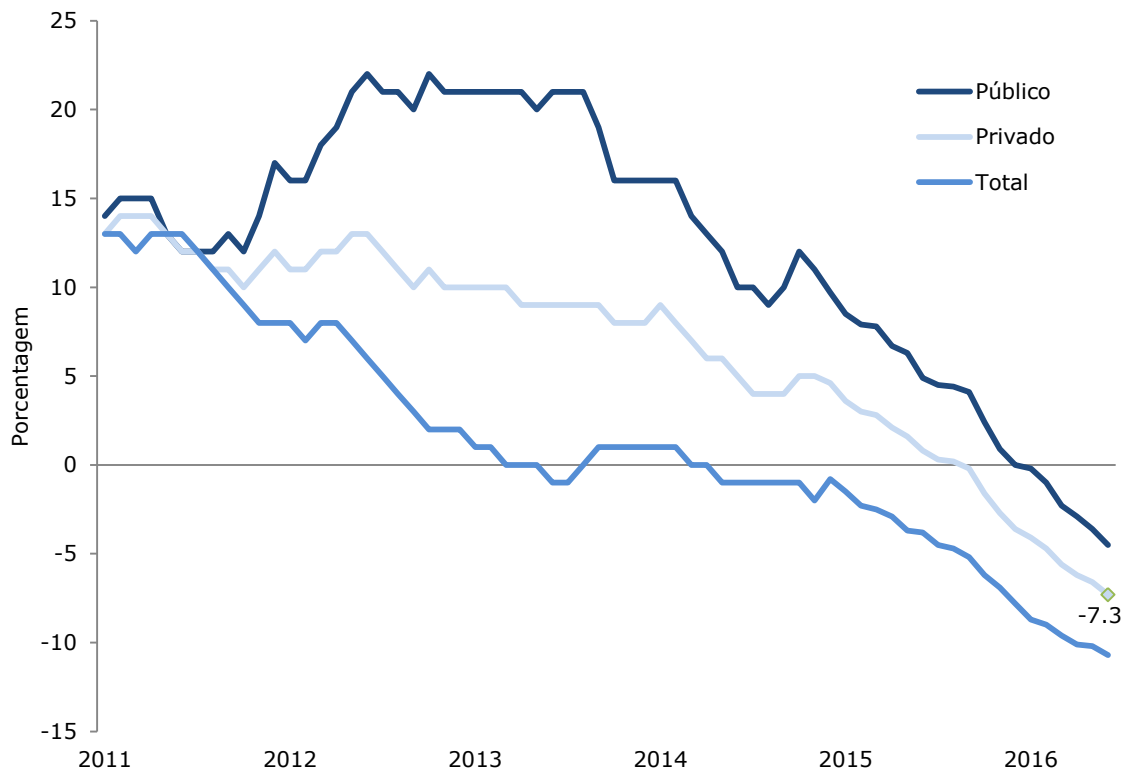
Fonte: BCB (2015), Tabela 2.4.3.

Para os anos entre 2003-2015, os lucros líquidos dos quatro maiores bancos cresceram 460 por cento — de 5 bilhões de reais para mais de 28 bilhões de reais.¹¹

É importante notar que o spread bancário aumenta ao mesmo tempo que os empréstimos bancários recuam durante a recessão. Como pode ser visto na **Figura 3**, a taxa de crescimento do crédito real passa de uma média mensal de 12,25 por cento em 2011, para uma queda de 5,75 por cento para 2016 (primeiros seis meses).

¹¹ BCB (2016a).

FIGURA 3
Crescimento do Crédito Real, 2011–2016



Fontes e Notas: BCB (2016d), Tabela 2.3.2.

Parece que os bancos foram capazes de compensar o declínio do crescimento do crédito não apenas por meio de um retorno maior e livre de risco com os títulos do governo, mas também ao aumentar seu spread, a relação entre as taxas pelas quais empresta dinheiro e aquelas que paga para captá-lo. Isso ocorre provavelmente em razão da falta de competição no setor financeiro.

Em 2012, o governo se engajou em uma disputa pública e política com os bancos privados na tentativa de forçá-los a reduzir suas taxas de juros. O governo foi bem sucedido ao conseguir que os dois maiores bancos públicos do país, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, abajassem suas taxas, porém, teve problemas para que os bancos privados seguissem tal procedimento. No primeiro de maio, Dia do Trabalho no Brasil, a Presidente Dilma Rousseff levou tal disputa para a cadeia nacional de rádio e TV: “É inaceitável que o Brasil, com um dos mais sólidos e lucrativos sistemas financeiros, mantenha uma das mais altas taxas de juros do mundo. Estas taxas não podem ser tão altas. Atualmente o Brasil não pode justificá-las,” disse ela.¹² Porém, dois meses e meio depois, o ministro das finanças Guido Mantega observou que os bancos privados “não estavam agindo no sentido de ampliarem o crédito” e que o spread bancário (a diferença entre as taxas de

¹² Folha de São Paulo (2012).

juros pagas pelos bancos aos investidores e as taxas que cobram daqueles que lhe tomam dinheiro emprestado) estava “muito alto e que não havia justificativa para isso.”¹³

A Taxa Selic foi reduzida de 12,25 por cento em junho de 2011 para 7,25 por cento em dezembro de 2012. Depois disso, a partir de junho de 2013, uma nova rodada de aperto procíclico foi iniciada, conduzindo a novo aumento da Taxa Selic para o patamar de 14,25 por cento ao longo dos dois anos seguintes. A taxa foi então reduzida para 13,75 por cento ao final de 2016, sendo novamente cortada para 12,25 por cento em março de 2017.

Há ainda um agravante em relação aos bancos terem tal acesso a retornos extremamente altos e seguros durante as viradas descendentes da economia, assim como no que diz respeito à sua concentração e poder de mercado. Como um número relevante de observadores já notou, isso significa que o sistema financeiro brasileiro é muito menos vulnerável a crises financeiras sistêmicas do que em muitos outros países. Os bancos brasileiros conseguem ter o melhor dos mundos: liquidez e alto rendimento, ativos seguros. Com títulos do governo de risco zero perfazendo uma grande parte de seus portfólios e com o governo oferecendo proteção contra desvalorização e inflação, fica mais fácil para o sistema bancário brasileiro garantir requerimentos de capital ponderado pelo risco. O sistema bancário brasileiro apresentou boa performance ao longo da crise financeira e da recessão de 2008-2009. Em parte em razão de inúmeras mudanças estruturais, incluindo importantes reformas regulatórias de meados dos anos 1990, assim como em razão das medidas de emergência adotadas a fim de aumentar sua liquidez durante a crise de 2008.¹⁴ Porém, parte de tal performance ocorreu graças à consolidação do setor financeiro causada, durante as reformas da década de 1990, pelo acesso do sistema bancário aos títulos do governo, seguros e de alto retorno.

Conclusão

Quaisquer que sejam as vantagens da estabilidade do sistema bancário garantidas por sua consolidação e estrutura oligopolista, assim como pelas exorbitantes taxas de juros dos títulos do governo de retorno garantido, o custo deste sistema para a economia brasileira é alto demais. Apesar da grande expansão do crédito, que saiu de 20 por cento do PIB em 2004 para 49 por cento do PIB em 2012, o crédito no Brasil, em relação ao tamanho de sua economia, continua baixo quando

¹³ BBC Worldwide Monitoring Service [BBC Serviço de Monitoramento Global] (2012).

¹⁴ Ver Sobreira e Paula (2010) para uma visão geral.

comparado a países semelhantes.¹⁵ As altas taxas de juros do Brasil limitam o crescimento do crédito, isso ficou claro no que diz respeito ao crédito ao consumidor (inclusive hipotecas) durante a expansão recente, quando as altas taxas de juros levaram ao não pagamento das dívidas conforme as famílias adquiriam mais dívidas.¹⁶ As taxas de juros anuais para empréstimos sem designação específica (*non-earmarked loans*), em março de 2016, eram de 71,4 por cento para indivíduos e de 30,6 por cento para empresas tomadoras de empréstimo.¹⁷

O estrago mais imediato atualmente é, entretanto, o peso do pagamento de juros no orçamento nacional, numa conjuntura de debate nacional altamente disfuncional acerca do déficit orçamentário do governo federal brasileiro. O aumento dos encargos com juros da dívida desde 2012 contabiliza aproximadamente metade do crescimento do déficit orçamentário do governo federal, o qual subiu de 2,5 por cento do PIB para uma projeção de 10,4 por cento do PIB para 2016.¹⁸ Muito do restante do aumento da dívida é resultado da queda nas receitas e de alguns estabilizadores automáticos relacionados à recessão/depressão atual; e, obviamente, o crescimento do déficit parece maior como porcentagem do PIB em razão do reduzido crescimento do PIB nominal decorrente da recessão. Porém, mesmo se nós observarmos apenas a diferença entre os pagamentos do governo com juros em 2016 e 2012, como porcentagem do PIB, ela é de 3,2 por cento do PIB. Tal seria suficiente para garantir um estímulo saudável sem nenhum aumento no déficit federal e sob um regime de taxa de juros mais baixo.

Infelizmente, em razão da pressão de grande parte da mídia, tanto brasileira como internacional, assim como dos analistas e comentadores inseridos no presente debate, foi produzida uma narrativa profundamente destrutiva. A ideia de tal narrativa, há muito rejeitada pela maioria dos profissionais em Economia, é de que o *deficit spending* brasileiro é a causa da sua crise econômica atual e não o resultado tanto da crise mesma como das altas taxas de juros politicamente induzidas.

Com base nessa narrativa, o Senado brasileiro aprovou uma emenda constitucional restringindo os gastos futuros do governo federal a 0 para além da inflação durante os próximos 20 anos. Se aderido, isso certamente vai impedir a recuperação econômica brasileira, que se quer começou.

Em um cenário de retração como o que foi experimentado pela Grécia bem recentemente, assim como por outros países que implementaram a austeridade em um momento recessivo, tentativas de aumentar o superávit primário como porcentagem do PIB podem levar à depressão prolongada já

15 Ver IMF [FMI] (2013).

16 Ver Serrano e Summa (2015) para mais detalhes.

17 BCB (2016c).

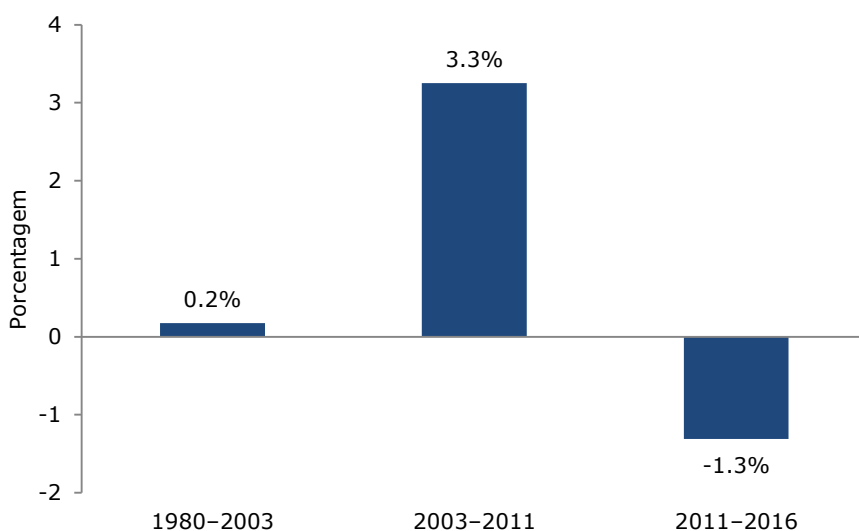
18 Isto significa um aumento de 256 bilhões de reais com pagamento de juros de um total de 518 bilhões de aumento no déficit orçamentário para o período 2012-2016 (estimado).

que a continuidade do declínio do PIB, assim como a queda nas receitas com a arrecadação federal, tornam cada vez mais difícil alcançar a meta movente da relação superávit primário/PIB.

Como pode ser visto na **Figura 4**, o Brasil apresentou um crescimento muito pequeno do PIB por pessoa ao longo de todo o período de 1980 a 2003, menos de 0,2 por cento anuais. (Isso após um período de 20 anos com um dos crescimentos mais rápidos dentre as economias do mundo). De 2003 a 2011, o crescimento do PIB per capita foi retomado de maneira aguda com uma média anual de 3,3 por cento do PIB. Porém, o crescimento começou a diminuir em 2011; e para o período 2011-2016, houve queda média anual de 1,3 por cento do PIB per capita. O Brasil está a ponto de reproduzir — ou, desse jeito, está fazendo muito pior do que — a década perdida dos anos 1980.

FIGURA 4

Brasil: Média de Crescimento Anual do PIB per capita, 1980–2016



Fontes e Notas: BCB (2017f), IMF [FMI] (2016d).

Assim como o colapso do crescimento de longo prazo sem precedentes do período 1980–2003, a derrocada atual é fruto de erros de política macroeconômica. Tais erros estão sendo adotados conforme o governo retroalimenta a austeridade. Claro que existiram choques externos na economia brasileira nos últimos seis anos, em termos de preços de *commodities* e das exportações, porém, eles tiveram um papel menor se comparado aos erros de política macroeconômica em relação à recessão que se desenvolveu.¹⁹ Com reservas internacionais de mais de 360 bilhões de dólares, o Brasil não enfrenta constrangimentos da balança de pagamentos à sua retomada econômica. As excepcionais políticas brasileiras em relação à taxa de juros são a parte principal dos erros da política econômica, os quais, se não forem submetidos a uma séria mudança de longo prazo, poderão condenar o país a mais um longo período de profunda falência econômica.

¹⁹ Ver Serrano e Summa (2015) para mais detalhes.

Referências

- Banco Central do Brasil (BCB). 2015. “Relatório de Estabilidade Financeira — Outubro 2015.”
<https://www.bcb.gov.br/?id=RELESTAB&ano=2015>
- . 2016a. “50 maiores bancos e o consolidado do Sistema Financeiro Nacional.”
<http://www4.bcb.gov.br/top50/port/top50.asp>
- . 2016b. “Dados Seleccionados de Entidades Supervisionadas.” Setembro.
<https://www3.bcb.gov.br/informes/relatorios?lingua=pt>
- . 2016c. “Interest Rates and Bank Spreads: Information up to June 2016” [“Taxas de Juros e Spreads Bancários: Informações até Junho de 2016”]. Série Perguntas Frequentes (FAQ).
<http://www.bcb.gov.br/conteudo/home-en/FAQs/FAQ%2001-Interest%20Rates%20and%20Bank%20Spreads.pdf>
- . 2016d. “Relatório de Estabilidade Financeira – Setembro 2016.”
<https://www.bcb.gov.br/?id=RELESTAB&ano=2016>
- . 2017a. “Monetary Policy” [“Política Monetária”] Fevereiro.
<http://www.bcb.gov.br/ingles/infecon/notas.asp?idioma=I>
- . 2017b. “Política Fiscal.” Fevereiro.
<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p>
- . 2017c. “Taxa Selic: Dados Diários.” <http://www.bcb.gov.br/htms/selic/selicdiarios.asp>
- . 2017d. “Taxas de Câmbio.”
<http://www4.bcb.gov.br/pec/taxas/port/ptaxnpesq.asp?id=txcotacao>
- . 2017e. “Time Series Management System: Code 433: Broad National Consumer Price Index (IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Ampliado)” [“Sistema Gerenciador de Séries Temporais: Código 433: IPCA”].
<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>

———. 2017f. “Time Series Management System: Code 21777: GDP per capita at constant last year prices in R\$ (Produto interno bruto per capita em R\$ do último ano)” [“Sistema Gerenciador de Séries Temporais: Código 21777: GDP per capita”].

<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>

BBC Worldwide Monitoring Service [BBC Serviço de Monitoramento Global]. 2012. Entrevista com Guido Mantega, 17 de Agosto.

Folha de São Paulo. 2012. “President Dilma uses TV to urge private banks to lower interest rates” [“Presidente Dilma usa TV para pedir urgência aos Bancos Privados para Baixarem Taxas de Juros”]. 1 de Maio. <http://www1.folha.uol.com.br/internacional/en/brazil/2012/05/1083928-president-dilma-uses-tv-to-urge-private-banks-to-lower-interest-rates.shtml>

International Monetary Fund [Fundo Monetário Internacional]. 2013. “Brazil: Technical Note on Consumer Growth and Household Financial Stress” [Brasil: Nota Técnica sobre Crescimento do Consumo e Stress Financeiro das Famílias]. Relatório Nacional do FMI No. 13/149. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13149.pdf>

———. 2015. “Brazil: 2014 Article IV Consultation—Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director for Brazil” [“Brasil: Consulta ao Artigo IV, 2014 – Relatório Técnico; Comunicado de Imprensa; e Declaração do Diretor Executivo para o Brasil”]. Relatório Nacional do FMI 15/121. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr15121.pdf>

———. 2016a. “Balance of Payments and International Investment Position Statistics (BOP/IIP)” [“Balança de Pagamentos e Estatísticas da Posição do Investimento Internacional”]. <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>

———. 2016b. “Direction of Trade Statistics (DOTS).” [“Estatísticas da Direção do Comércio”]. <http://data.imf.org/?sk=9D6028D4-F14A-464C-A2F2-59B2CD424B85>

———. 2016c. “International Finance Statistics (IFS)” [“Estatísticas Financeiras Internacionais”]. <http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1>

———. 2016d. “World Economic Outlook (WEO) Database: October 2016 Edition” [“Banco de Dados de Perspectiva da Economia Global: Edição Outubro de 2016”]. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/index.aspx>

- Johnston, Jake. 2013. “The Multilateral Debt Trap in Jamaica” [“A Armadilha da Dívida Multilateral da Jamaica”]. Washington, DC, EUA: Center for Economic and Policy Research (CEPR). Junho. <http://cepr.net/publications/reports/the-multilateral-debt-trap-in-jamaica>
- . 2015. “Partners in Austerity: Jamaica, the United States and the International Monetary Fund” [“Parceiros na Austeridade: Os EUA e o FMI”]. Washington, DC, EUA: Center for Economic and Policy Research (CEPR). Abril. <http://cepr.net/publications/reports/partners-in-austerity-jamaica-the-united-states-and-the-international-monetary-fund>
- Libânio, Gilberto. 2008. “A Note on Inflation Targeting and Economic Growth in Brazil” [“Uma Nota sobre Metas de Inflação e Crescimento Econômico no Brasil”]. Procedimentos do 36º Encontro Brasileiro de Economia. <https://ideas.repec.org/p/anp/en2008/200807211614210.html>
- Lopes, Francisco Lafaiete. 2014. “On high interest rates in Brazil” [“Sobre as Altas Taxas de Juros no Brasil”]. *Revista de Economia Política* 34(1): 3–14. http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572014000100001
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* [“Agora é Diferente: Oito Séculos de Insensatez Financeira”]. Princeton: Princeton University Press, EUA.
- Serrano, Franklin and Ricardo Summa. 2015. “Aggregate Demand and the Slowdown of Brazilian Economic Growth from 2011–2014” [“Demanda Agregada e a Desaceleração do Crescimento Econômico Brasileiro de 2011–2014”]. Washington, DC, EUA: Center for Economic and Policy Research (CEPR). Agosto. <http://cepr.net/publications/reports/aggregate-demand-and-the-slowdown-of-brazilian-economic-growth-from-2011-2014>
- Sobreira, Rogério and Luiz Fernando de Paula. 2010. “The 2009 financial crisis and banking behavior in Brazil: the role of the prudential regulation” [“A Crise Financeira de 2009 e o comportamento bancário no Brasil: o papel da regulamentação prudencial”]. *Journal of Innovation Economics & Management*, 2(6):77–93. <https://www.cairn.info/revue-journal-of-innovation-economics-2010-2-page-77.htm>

Weisbrot, Mark, Jake Johnston, e Stephan Lefebvre. 2014. “The Brazilian Economy in Transition: Macroeconomic Policy, Labor and Inequality” [“A Econômica Brasileira em Transição: Política Macroeconômica, Trabalho e Desigualdade”]. Washington, DC, EUA: Center for Economic and Policy Research (CEPR). Setembro. <http://cepr.net/publications/reports/the-brazilian-economy-in-transition-macroeconomic-policy-labor-and-inequality>

World Bank [Banco Mundial]. 2016. “Total reserves (includes gold, current US\$)” [“Reservas Totais: (inclusive ouro e dólar)”]. <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>