Juro real atipicamente elevado no Brasil: o impulso fiscal pesa, mas não explica o “excesso”

Bráulio Borges

FISCAL

DEBATES

Comparando o Brasil a sete emergentes, Bráulio Borges mostra que o impulso fiscal explica as oscilações do juro real brasileiro, mas não o seu nível: mesmo com política fiscal neutra, o diferencial seguiria cerca de 3 p.p. acima do dos pares.

Mesmo depois de descontados o juro real dos EUA e o prêmio de risco soberano, o juro real ex-post brasileiro ficou, em média, cerca de 3 pontos percentuais acima do observado em economias emergentes comparáveis entre 2001 e 2025. Este texto pergunta quanto desse "excesso" pode ser atribuído à execução da política fiscal, medida pelo impulso fiscal, isto é, pela variação do resultado primário ajustado ao ciclo econômico.

A resposta tem duas partes. A primeira é que, no Brasil, o impulso fiscal de fato pesa sobre o diferencial de juros: cada ponto do PIB potencial de impulso por ano está associado a um diferencial de juros cerca de 1,9 p.p. maior, uma relação estatisticamente robusta que não se observa na média dos demais emergentes. A segunda é que, mesmo com um impulso fiscal zero, o diferencial brasileiro estimado seria de cerca de 3,4 p.p., um patamar que nenhum par alcança. **Portanto, a execução da política fiscal – isto é, se ela é expansionista ou contracionista –**

ajuda a explicar as oscilações do juro brasileiro, mas não o seu nível.

A discussão ganhou urgência com a proposta do economista André Lara Resende, que circula no debate público desde o fim de setembro, de "tabelar" a Selic. Um conselho fiscal e monetário fixaria metas fiscais e monetárias para quatro ou cinco anos, e o Banco Central manteria a taxa básica numa banda entre a meta de inflação (3%) e o crescimento do PIB nominal potencial (cerca de 5,5%). A Selic cairia dos atuais 13,75% para cerca de 7,5% em doze meses, e parte das reservas internacionais seria usada para conter o câmbio.

O diagnóstico de partida, de que o juro real brasileiro é anormalmente alto e pesa mais na dinâmica da dívida do que em outros países com nível de endividamento e taxa de poupança doméstica parecidas com o Brasil, é compatível com os dados deste texto. O "excesso" do patamar de juros no Brasil é, de fato, um “puzzle”.

Mas isso não significa que possa ser resolvido por decreto. Se o excesso tem raízes estruturais, como os resultados abaixo sugerem, fixar o juro de curto prazo abaixo do que o mercado aceita tende a transferir o ajuste para os juros longos, a taxa de câmbio nominal e a inflação, como mostrou a experiência recente da Turquia.

O debate

No Boletim Macro de setembro, Silvia Matos, Caio Dianin e Samuel Pessôa retomam um dos temas mais antigos da macroeconomia brasileira desde o Plano Real: porque nossa taxa real de juros é tão elevada.

Com variações do modelo de Laubach e Williams (2003) que incorporam o CDS, o juro real americano e o crescimento do gasto primário federal, os autores estimam um juro neutro médio de 7,5% entre 2024 e agosto de 2026 (faixa de 6,7% a 8,1%), ante 2,8% em 2018-2019. Como o

neutro norte-americano estimado pelo Fed de Nova York segue entre 1,0% e 1,5%, concluem que as razões para o juro elevado são domésticas. Um ponto importante aqui antes de prosseguir: estimativas recentes, usando técnicas mais refinadas, apontam que o juro neutro dos EUA e da União Europeia subiram cerca de 2 pontos percentuais desde a pandemia (para mais detalhes, ver aqui).

O argumento de fundo desenvolvido por meus colegas do FGV IBRE tem dois passos. O primeiro se apoia na literatura de mercados financeiros imperfeitos: nos emergentes haveria uma "sobra" de juros que o CDS não captura, associada ao risco de perdas súbitas com operações de carry trade, de modo que, a partir de certo ponto, a economia opera como se fosse fechada.

O segundo passo decorre do primeiro: se o juro passa a ser determinado no mercado doméstico de bens e serviços, um gasto primário crescendo acima do PIB potencial produz choques de demanda sucessivos, e o regime de metas exige juros mais altos. A Tabela 1 do artigo ilustra a tese com períodos selecionados: com gasto crescendo acima do potencial (2006-2011 e 2023-2026), o diferencial de juros com os EUA líquido do CDS ficou em torno de 5 p.p.; com gasto crescendo em linha (2017-2019), caiu para 1,6 p.p.

Concordo com boa parte desse diagnóstico, inclusive com a conclusão de que as razões são domésticas, e os dados que apresento abaixo confirmam que a execução da política fiscal doméstica move o juro brasileiro. O contraponto está na magnitude. Toda a evidência do artigo vem de séries temporais do próprio Brasil, e uma comparação entre países permite separar duas perguntas que a série brasileira sozinha mistura: quanto o diferencial responde ao impulso fiscal e onde ele estaria se o impulso fosse nulo. Se a "sobra" não precificada pelo CDS é característica dos emergentes, e se o que a amplifica no caso brasileiro é a política fiscal, então um Brasil com política fiscal neutra deveria ter diferencial parecido com o de seus pares. É esse o teste que faço aqui.

O exercício

O exercício combina duas séries anuais para o período 2001-2025:

- **Diferencial de juros ajustado ao risco:** taxa real ex-post do país (taxa de política monetária média do ano, deflacionada pela inflação média ao consumidor) menos a taxa real ex-post dos EUA, descontado o prêmio de risco soberano. Para os EUA, uso a *shadow rate* de Wu e Xia em 2009-2022, que capta o afrouxamento por compras de ativos quando a taxa básica estava no Zero Lower Bound (ZLB)[1]; fora desse intervalo, a taxa efetiva dos Fed Funds. Uso duas medidas de prêmio, o EMBI+ e o CDS de 5 anos.
- **Impulso fiscal:** variação, com sinal trocado, do resultado primário ciclicamente ajustado estimado pelo FMI no Fiscal Monitor, em % do PIB potencial. Valores positivos indicam política fiscal expansionista (e vice-versa). Vale notar que essa métrica do FMI engloba o governo geral (governo federal e governos regionais), e não somente o governo federal. Esse conceito não deve ser confundido com o resultado primário estrutural (que é o resultado primário recorrente, ajustado pelos efeitos estimados do ciclo econômico sobre receitas).

A amostra reúne Brasil, México, Chile, Colômbia, Peru, África do Sul, Indonésia e Filipinas: emergentes com metas de inflação, acesso a mercados internacionais e prêmio de risco cotado. Na versão com CDS, as Filipinas saem por ausência de cotação.

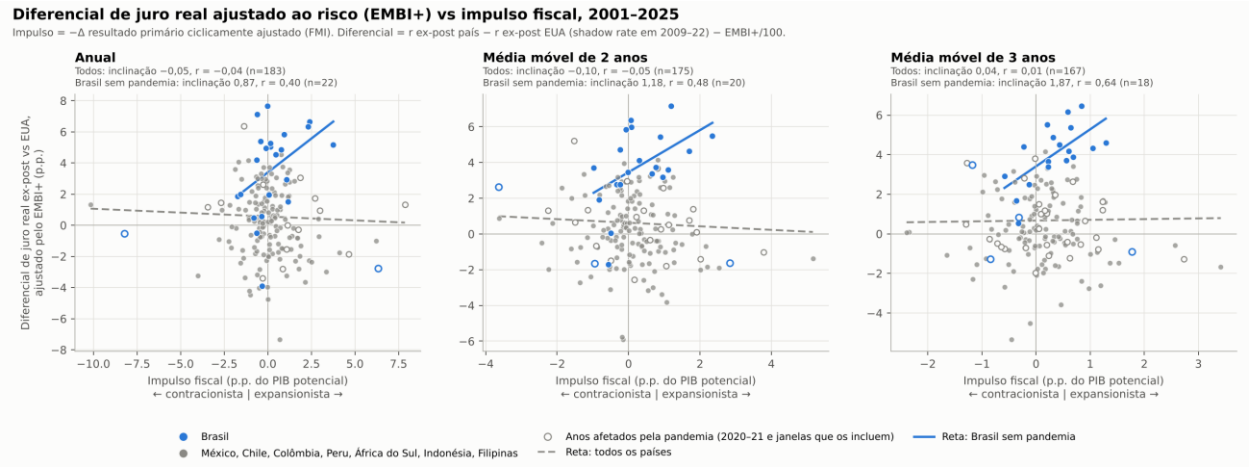
Como políticas fiscal e monetária afetam a economia com defasagens, comparo os dados anuais e também médias móveis de dois e de três anos, tanto do impulso quanto do diferencial. A especificação central é a de médias de três anos, que reduz o ruído de um ano específico sem perder a sequência dos ciclos. Também reporto os resultados excluindo a pandemia (2020-2021 e as janelas de média móvel que incluem esses anos.

[1] A shadow rate foi negativa, em termos nominais, entre meados de 2009 e meados de 2015 e, também, ao longo de 2021.

Vale registrar duas diferenças em relação ao artigo de meus colegas do IBRE. A primeira é a taxa de juros: eu utilizei a taxa de política monetária ex-post, em médias anuais, porque é o que existe de forma homogênea para todos os países (os autores usam o swap de 360 dias deflacionado pelas expectativas de inflação, um conceito ex-ante). A segunda é a medida fiscal. Eles olham o crescimento do gasto primário federal acima do PIB potencial; eu usei o resultado primário ajustado ao ciclo do governo geral, que também incorpora as receitas e é calculado pelo FMI com a mesma metodologia para todos os países. Uma medida de impulso fiscal que olha somente para oe gasto pode registrar expansão num ano em que um aumento estrutural da carga tributária gera, na verdade, consolidação fiscal (ainda que o efeito líquido disso deva considerar os multiplicadores fiscais, geralmente maiores para os gastos do que para a carga, em módulo).

O Gráfico 1 resume o ponto de partida do exercício. No conjunto dos oito países, não há relação entre impulso fiscal e diferencial de juros ajustado ao risco, seja com dados anuais, seja com médias móveis de dois ou três anos.

Gráfico 1 — Diferencial de juro real ex-post vs EUA ajustado pelo EMBI+ e impulso fiscal, 2001-2025



Fonte: BIS, FRED, Federal Reserve Bank of Atlanta (Wu-Xia), Banco Mundial (WDI), J.P. Morgan via 4intelligence e FMI (Fiscal Monitor). Elaboração própria.

O Brasil aparece deslocado para cima em todos os painéis. Seu impulso fiscal médio entre 2002 e 2025 foi de +0,17 p.p. do PIB potencial ao ano, contra +0,11 p.p. nos pares. Somando os 24 anos, o impulso acumulado brasileiro (+4,2 p.p.) é parecido com o de Colômbia (+4,8), África do Sul (+3,5), Indonésia (+3,2) e Chile (+3,0), países cujo diferencial médio ajustado ao risco ficou próximo de zero.

Há, porém, um detalhe no Gráfico 1 que a comparação agregada esconde: a reta azul, estimada apenas com os dados brasileiros (excluindo o biênio da pandemia), é claramente positiva e fica mais inclinada à medida que as séries são suavizadas. A Tabela 1 resume os dois resultados.

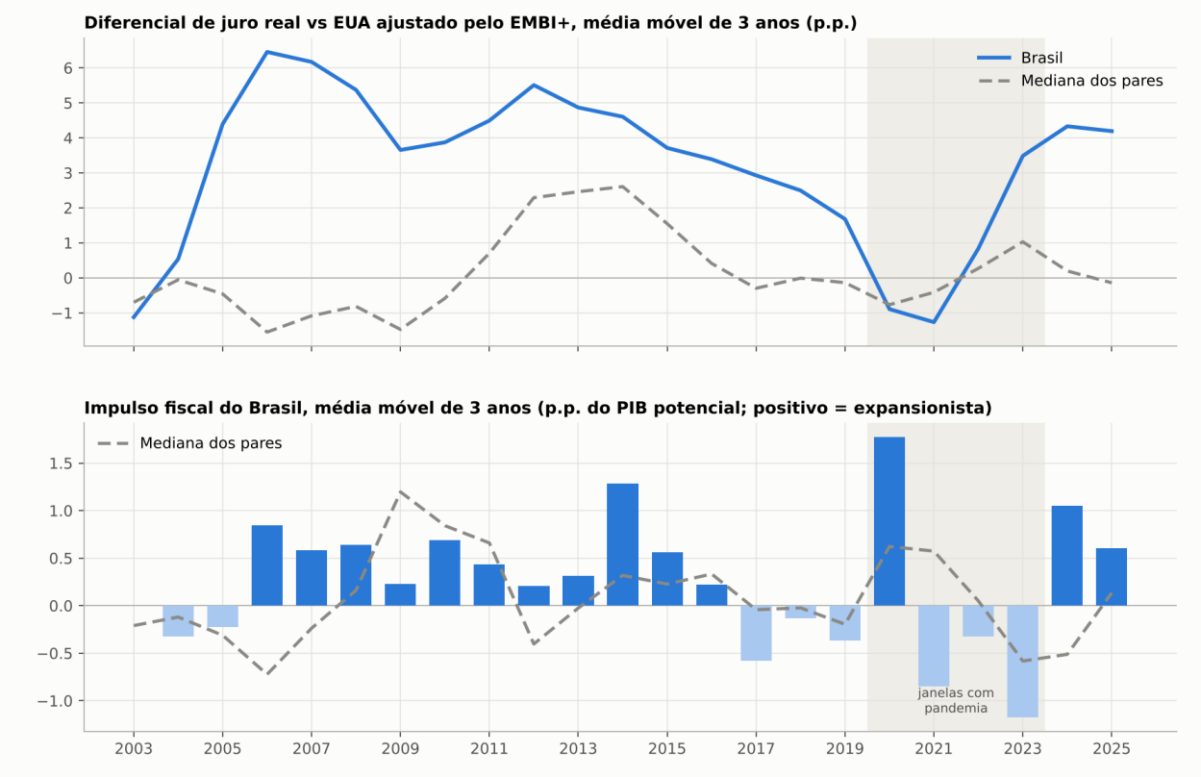
Tabela 1 — Excesso do Brasil e correlações entre impulso fiscal e diferencial, 2001-2025

Medida	EMBI+	CDS 5 anos
Excesso médio do Brasil sobre a média dos pares (p.p.)	3,0	2,4
Correlação, todos os países: anual / MM2 / MM3	−0,04 / −0,05 / 0,01	−0,03 / −0,04 / 0,01
Correlação, só os sete pares: anual / MM2 / MM3	−0,10 / −0,13 / −0,07	−0,11 / −0,15 / −0,10
Correlação, só o Brasil, sem pandemia: anual / MM2 / MM3	**0,40 / 0,48 / 0,64**	**0,35 / 0,46 / 0,62**

Nota: MM2 e MM3 = médias móveis de 2 e 3 anos do impulso e do diferencial. Excesso = média anual da diferença entre o diferencial brasileiro e a média dos pares. Sem as Filipinas na coluna de CDS.

O Gráfico 2 mostra a relação ao longo do tempo. As janelas de impulso positivo (as terminadas entre 2006 e 2016, e as de 2024 e 2025) coincidem com diferenciais altos, entre 3,4 e 6,5 p.p.; o ajuste de 2015-2019 coincide com a queda do diferencial para 1,7 p.p. na janela 2017-2019, o menor valor fora da pandemia. Os pares, na mediana, não exibem esse padrão.

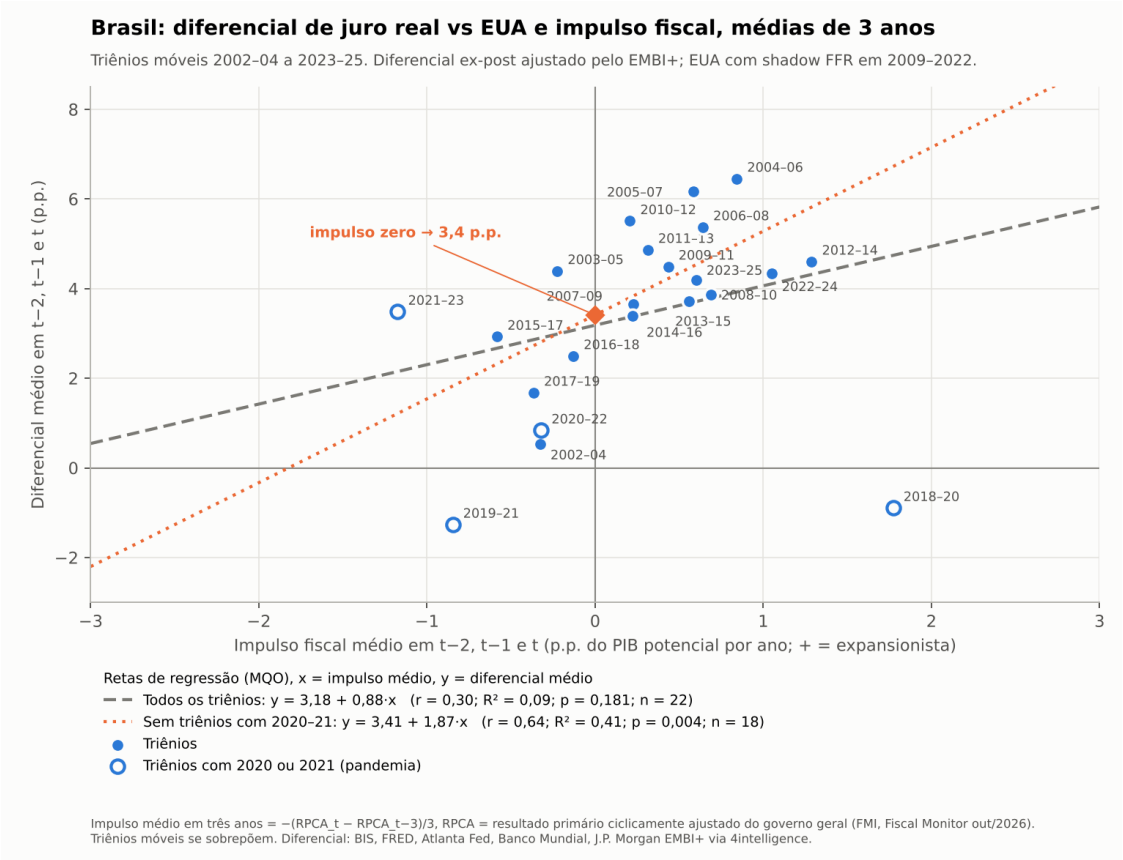
Gráfico 2 — Brasil: diferencial ajustado pelo EMBI+ e impulso fiscal, médias móveis de 3 anos



Nota: cada ano indica o fim da janela de três anos (2025 = média de 2023-2025). Área sombreada: janelas que incluem 2020 ou 2021. Fonte: ver Gráfico 1. Elaboração própria.

O Gráfico 3 transforma essa associação identificada no caso brasileiro em uma regressão. Cada ponto é um triênio móvel, com o impulso médio no eixo horizontal e o diferencial médio no vertical.

Gráfico 3 — Brasil: diferencial ajustado pelo EMBI+ e impulso fiscal, médias de 3 anos, com retas de regressão



Fonte: ver Gráfico 1. Elaboração própria.

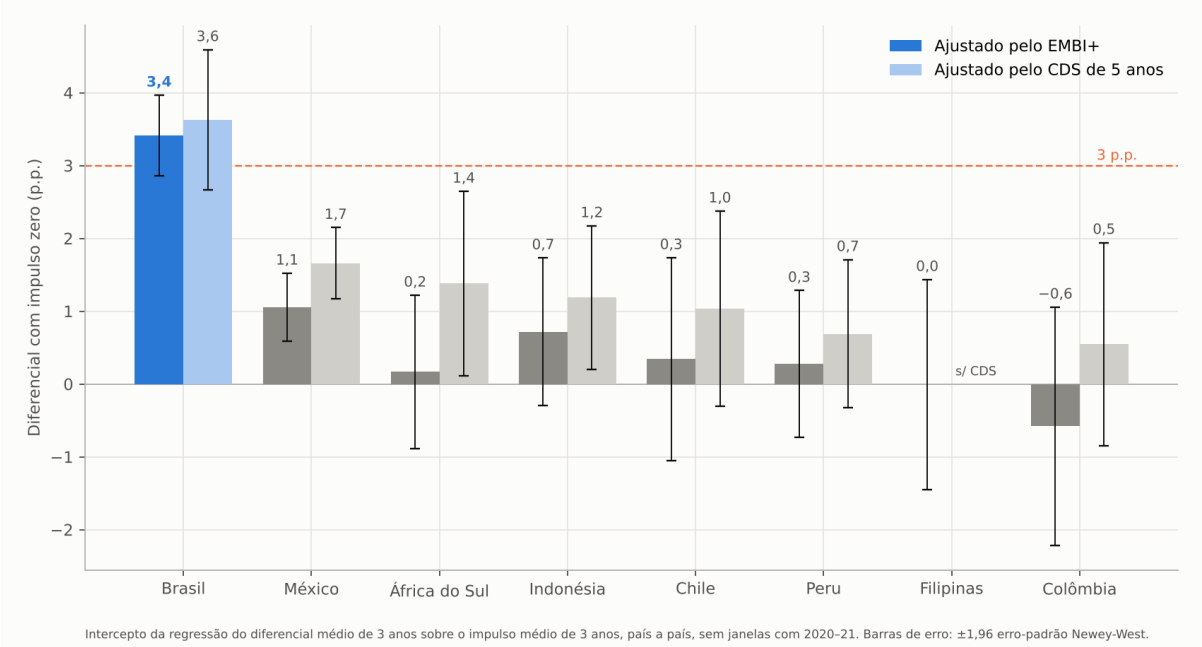
A inclinação positiva é estatisticamente significativa mesmo com erros-padrão robustos à autocorrelação (o que importa porque triênios vizinhos compartilham dois anos). Um impulso fiscal médio de 1 p.p. do PIB potencial por ano, sustentado por três anos, está associado a um diferencial de juros quase 2 p.p. maior. Esse resultado é coerente com a tese de meus colegas do IBRE e com um Banco Central que reage aos efeitos do afrouxamento fiscal sobre a demanda agregada.

A mesma reta tem uma segunda leitura. O intercepto, +3,4 p.p., é o diferencial que a relação estimada associa a um triênio de política fiscal neutra, sem expansão nem contração do resultado estrutural. O intervalo

de confiança de 95% vai de 2,9 a 4,0 p.p. Ou seja: mesmo que o Brasil tivesse mantido impulso fiscal zero em todo o período, o seu juro real ajustado ao risco teria ficado mais de 3 p.p. acima do americano.

Para comparar esse número com o dos pares, estimei a mesma regressão acima para cada país. O Gráfico 4 e a Tabela 2 resumem os principais achados. Com o EMBI+, o Brasil é o único com intercepto acima de 1,1 p.p.; nos demais, ele varia de −0,6 p.p. (Colômbia) a 1,1 p.p. (México), e no painel dos sete pares é de 0,2 p.p. Com o CDS, que tende a ser menor que o EMBI+ e por isso eleva todos os diferenciais, o Brasil fica em 3,6 p.p. e os pares entre 0,5 e 1,7 p.p. Em ambas as medidas, o intervalo de confiança brasileiro não se sobrepõe ao de nenhum outro país. A inclinação também é atípica: só no Brasil ela é positiva e significativa; nos pares, é pequena, de sinal variável e, no painel, negativa.

Gráfico 4 — Diferencial estimado com impulso fiscal zero, por país (intercepto da regressão em médias de 3 anos)



Nota: regressões país a país, sem janelas que incluem 2020-2021. Filipinas sem CDS. Fonte: ver Gráfico 1. Elaboração própria

Tabela 2 — Regressão do diferencial sobre o impulso fiscal, médias de 3 anos, por país (sem pandemia)

País	Período (janelas)	Inclinação	p-valor	r	Intercepto EMBI+ (e.p.)	Intercepto CDS (e.p.)
Brasil	**2002-2025 (18)**	**1,87**	**<0,001**	**0,64**	**3,41 (0,28)**	**3,63 (0,49)**
México	2001-2025 (19)	0,48	0,35	0,23	1,05 (0,24)	1,66 (0,25)
Chile	2004-2025 (16)	−0,19	0,28	−0,16	0,34 (0,71)	1,03 (0,69)
Colômbia	2001-2025 (19)	1,10	0,34	0,25	−0,58 (0,83)	0,55 (0,71)
Peru	2004-2025 (16)	0,17	0,74	0,10	0,28 (0,51)	0,69 (0,52)
África do Sul	2006-2025 (14)	−0,60	0,06	−0,28	0,17 (0,54)	1,38 (0,65)
Indonésia	2006-2025 (14)	−2,13	0,09	−0,48	0,72 (0,52)	1,19 (0,50)

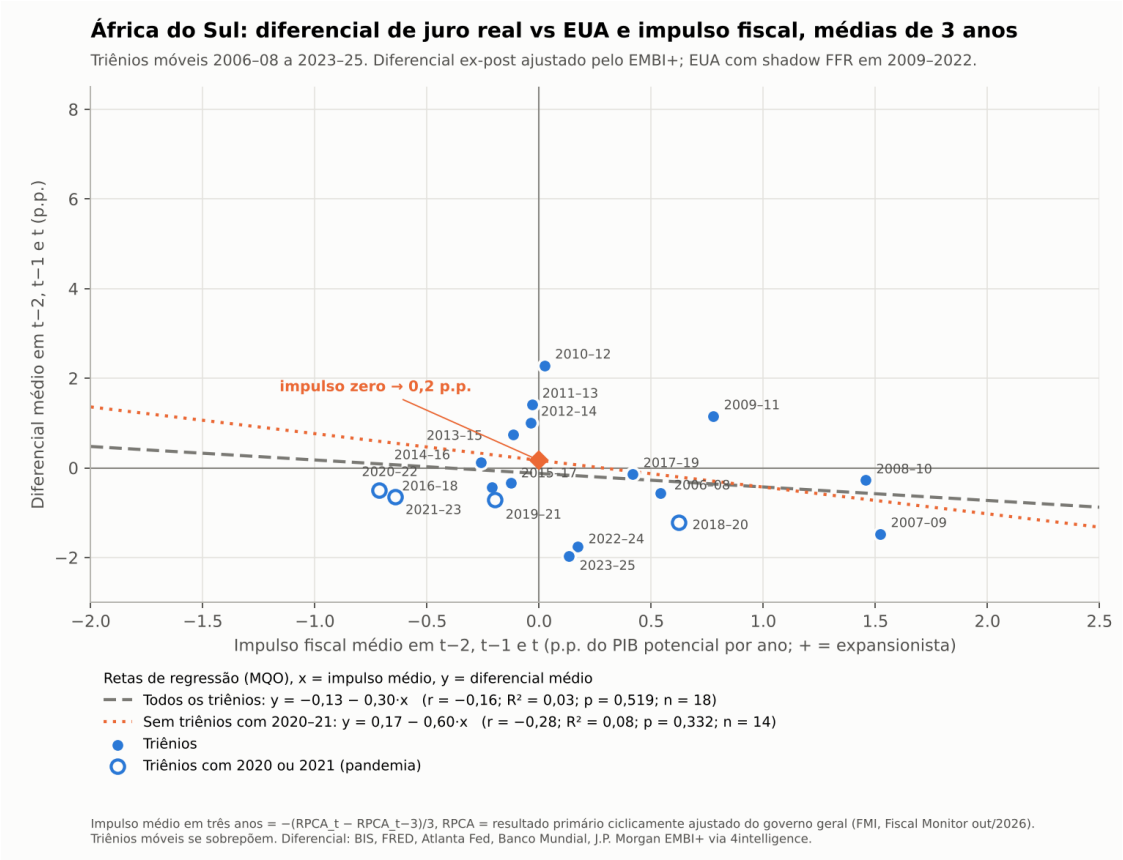
País	Período (janelas)	Inclinação	p-valor	r	Intercepto EMBI+ (e.p.)	Intercepto CDS (e.p.)
Filipinas	2001-2025 (19)	−0,10	0,91	−0,04	−0,01 (0,73)	—
Sete pares (painel)	(117)	−0,10	0,47	−0,05	0,23 (0,21)	1,06 (0,17)

Nota: inclinação, p-valor e r referem-se à especificação com EMBI+. Erros-padrão Newey-West (3 defasagens) nas regressões por país e agrupados por país no painel. Períodos indicam o primeiro e o último ano cobertos pelas janelas.

Brasil e África do Sul: o que é parecido e o que é diferente

A África do Sul é o caso mais interessante. Entre os emergentes da amostra, é o país mais parecido com o Brasil do ponto de vista fiscal: dívida pública alta e crescente, impulso fiscak acumulado de +3,5 p.p. do PIB entre 2002 e 2025 (contra +4,2 p.p. no Brasil). O Gráfico 5 aplica a ela exatamente o mesmo exercício do Gráfico 3, na mesma escala vertical.

Gráfico 5 — África do Sul: diferencial ajustado pelo EMBI+ e impulso fiscal, médias de 3 anos, com retas de regressão



Nota: o EMBI+ da África do Sul está disponível a partir de 2006. Fonte: ver Gráfico 1. Elaboração própria.

O contraste é nítido. Na África do Sul, a nuvem de pontos fica em torno de zero, e a reta tem inclinação ligeiramente negativa (−0,60, sem significância a 5%). O intercepto é de 0,2 p.p., estatisticamente indistinguível de zero. Ou seja, o país mais parecido com o Brasil na trajetória fiscal teria, com impulso zero, um diferencial cerca de 3,2 p.p. menor que o brasileiro. Mesmo os triênios sul-africanos de maior expansão (2007-2009 e 2008-2010, com impulso médio de cerca de 1,5 p.p. ao ano, maior que qualquer triênio brasileiro fora da pandemia) tiveram diferencial negativo.

Se a política fiscal não explica a distância entre os dois países, o que explica? A Tabela 3 compara Brasil e África do Sul em variáveis frequentemente associadas ao nível dos juros, agrupadas em quatro blocos. A última coluna resume a comparação, e as linhas destacadas indicam as diferenças mais marcantes.

Tabela 3 — Brasil e África do Sul: indicadores selecionados

Indicador	Brasil	África do Sul	Leitura
Política fiscal e dívida pública			
Dívida bruta do governo geral, 2025 (% do PIB)	93,3 (78,6 no conceito do BCB)	78,4	Semelhante no conceito do BCB
Dívida líquida do governo geral, 2025 (% do PIB)	66,8	75,7	Maior na África do Sul
Variação da dívida bruta / líquida, 2015-2025 (p.p. do PIB)	+21,6 / +28,9	+33,2 / +34,7	Alta maior na África do Sul
Dívida pública em moeda estrangeira (% do total)	3,8	10,3	Maior na África do Sul
Dívida mobiliária interna indexada à inflação (% do total)	27,0	21,5	Semelhante
Dívida mobiliária interna pós-fixada (% do total)	**50,2**	**5,1 (15,8 com letras do Tesouro)**	**Diferença marcante**

Indicador	Brasil	África do Sul	Leitura
Não-residentes na dívida mobiliária interna (% do estoque)	**10,4**	**Mais de 25**	**Diferença marcante**
Poupança e setor externo			
Poupança nacional bruta, 2025 (% do PIB) [média 2016-2025]	14,1 [14,1]	13,4 [14,2]	Semelhante
Reservas internacionais, % da métrica ARA do FMI, 2025	121	99 (111 com ajuste por CFM)	Mais confortável no Brasil
Abertura financeira de facto: ativos + passivos externos, fim de 2025 (% do PIB)	**148**	**264**	**Diferença marcante**
Crédito e transmissão da política monetária			
Spread bancário: taxa de empréstimo − taxa de depósito, média 2015-2024 (p.p.)	**31,8**	**3,4**	**Diferença marcante**
Crédito direcionado (% do saldo total de crédito), dez/2025	**42,6**	**Sem direcionamento compulsório**	**Diferença marcante**

Indicador	Brasil	África do Sul	Leitura
Crédito bancário ao setor privado, 2025 (% do PIB)	75,1	59,2	Maior no Brasil
Instituições monetárias			
Índice de independência do banco central (CBIE, Romelli; 0 a 1), 2023	0,75	0,51	Maior no Brasil

Fontes: dívida, poupança e PIB: FMI, World Economic Outlook de outubro de 2026 (dívida bruta no conceito do BCB: FMI, Brazil 2026 Article IV, Tabela 1). ARA: FMI, Brazil 2026 Article IV (fim de 2025) e South Africa 2025 Article IV (estimativa para 2025; CFM = medidas de gestão de fluxos de capital). Abertura: posição de investimento internacional (FMI, IIP). Composição e detentores da dívida: Brasil, Tesouro Nacional, dezembro de 2025 (moeda estrangeira = DPFe/DPF; demais = % da DPMFi); África do Sul, National Treasury, Budget Review 2026, Tabela 7.7 (exercício 2025/26), e participação de não-residentes no fim de 2025 segundo a imprensa especializada. Spread e crédito ao setor privado: Banco Mundial (WDI); as taxas de empréstimo não são homogêneas (no Brasil, média das operações com recursos livres; na África do Sul, a prime rate), e o spread médio do Banco Central do Brasil (taxa média menos custo de captação, série 20783) foi de 18,9 p.p. em 2016-2025. Crédito direcionado: BCB (séries 20593 e 20539). CBIE: Romelli (2022, 2025), índice de jure.

Três padrões aparecem. O primeiro é que, nas variáveis fiscais e de poupança, os dois países são parecidos, e quando diferem a África do Sul está em situação pior. A dívida bruta é praticamente igual no conceito

do Banco Central do Brasil (78,6% contra 78,4% do PIB), já que o conceito do FMI inclui os títulos na carteira do Banco Central. A dívida líquida sul-africana é maior e cresceu mais nos últimos dez anos, a poupança nacional está em torno de 14% do PIB nos dois países, e a África do Sul tem mais dívida em moeda estrangeira e reservas menos folgadas. O segundo é que, nas instituições monetárias, o Brasil está melhor: depois da Lei Complementar 179/2021, o Banco Central do Brasil tem um grau de independência formal maior que o do South African Reserve Bank. Nenhuma dessas variáveis explica por que o juro brasileiro com impulso fiscal zerado é cerca de 3 p.p. mais alto.

O terceiro padrão é que as diferenças marcantes se concentram em dois blocos: a integração do mercado de dívida com o exterior e o canal de crédito. Metade da dívida mobiliária brasileira é pós-fixada, contra 5% na África do Sul; os não-residentes detêm cerca de 10% da dívida interna brasileira, contra mais de um quarto da sul-africana; a soma de ativos e passivos externos é de uma vez e meia o PIB no Brasil e de mais de duas vezes e meia na África do Sul. No crédito, o spread bancário brasileiro é várias vezes maior (mesmo com a medida do Banco Central do Brasil, cerca de 19 p.p., contra 3 p.p.), e mais de 40% do crédito é direcionado, com taxas reguladas, algo sem paralelo na África do Sul.

Por que o juro brasileiro parece operar como numa economia fechada?

Matos, Dianin e Pessôa argumentam que, a partir de certo ponto, a economia brasileira opera como se fosse fechada, com o juro determinado pelo equilíbrio doméstico entre poupança e demanda, e não pela paridade de juros com o exterior.

Emergem ao menos três hipóteses para explicar isso:

- **Quem forma o preço da dívida.** Na África do Sul, mais de um quarto da dívida interna está com não-residentes, e quase toda ela é prefixada ou indexada à inflação, com prazos longos. Gestores globais comparam a curva sul-africana com as de outros emergentes, e essa arbitragem mantém o juro doméstico próximo do que a paridade de juros ajustada ao risco prevê. No Brasil, cerca de 90% da dívida interna está com residentes, e metade dela é LFT, título de duração quase nula carregado sobretudo por fundos e bancos domésticos e pouco atrativo para o investidor estrangeiro. O preço marginal da dívida é formado por poupadores domésticos, cuja alternativa é a própria Selic, e não pela arbitragem internacional.
- **Um prêmio que o EMBI+ e o CDS não medem.** Os dois indicadores precificam o risco de calote da dívida em dólares, que no Brasil é menos de 4% do total da dívida pública. O risco que o credor doméstico cobra está na dívida em reais: inflação, dominância fiscal e desvalorização cambial. Como esse risco é precificado quase somente por residentes, ele aparece no juro doméstico, mas não no spread usado para ajustar o diferencial. Na África do Sul, a presença significativamente maior de investidores estrangeiros na dívida local aproxima a precificação do risco em moeda local da do risco externo, e a "sobra" fica menor. Ao final deste texto, preparei um Anexo no qual é apresentado um exercício que decompõe o diferencial em prêmio de calote, depreciação real e retorno em dólar e mostra que o real é a moeda de maior risco cambial sistemático da amostra, um risco que o EMBI+ não mede.
- **Uma política monetária menos potente.** Com cerca de 10% das concessões de crédito ocorrendo de forma direcionada a taxas reguladas ou subsidiadas, spreads bancários muito altos e metade da dívida pública pós-fixada, cada ponto de Selic tem menos efeito sobre a demanda agregada. A dívida pós-fixada elimina o efeito riqueza negativo da alta de juros e ainda aumenta a renda de juros dos credores. Para obter a mesma desinflação, o Banco Central precisa de um juro real mais alto.

Os três mecanismos têm em comum o fato de dizerem respeito à estrutura do mercado doméstico de dívida e de crédito, e não ao fluxo fiscal e ao nível de endividamento público. Há um problema de

causalidade evidente: a LFT, a indexação e o crédito direcionado nasceram em parte como resposta à inflação e aos juros altos do passado, e podem ser tanto causa quanto consequência do "excesso". Ainda assim, por serem variáveis de nível e persistentes, são candidatas naturais a explicar um diferencial que já dura quase três décadas.

Considerações finais

Os dados sustentam duas afirmações ao mesmo tempo. A primeira é que, no Brasil, o impulso fiscal pesa sobre a determinação da taxa de juros real doméstica: nas médias de três anos, cada ponto do PIB potencial de impulso anual está associado a um diferencial de juros cerca de 1,9 p.p. maior, e as fases de expansão e de consolidação fiscal coincidem com altas e quedas do diferencial. Essa relação é específica do Brasil; na média dos demais emergentes, ela não aparece.

A segunda é que a dinâmica do impulso fiscal não explica o patamar de juros reais atipicamente elevado brasileiro. Com impulso zero, a relação estimada para o Brasil aponta para um diferencial de 3,4 p.p. (3,6 p.p. com CDS), comparativamente a valores entre −0,6 e 1,1 p.p. nos pares e de 0,2 p.p. na África do Sul, o país com quadro fiscal mais parecido com o nosso. Uma consolidação fiscal deverá ajudar a reduzir os juros reais brasileiros em relação ao nível atual, mas não há evidência, nesta amostra, de que ela seja suficiente para aproximar os juros brasileiros, de forma sustentada, daqueles de México, Chile ou África do Sul.

Uma simulação simples ilustra as duas afirmações. No triênio 2023-2025, o impulso fiscal brasileiro foi, em média, de +0,6 p.p. do PIB potencial por ano (+1,8 p.p. acumulado), o diferencial ajustado pelo EMBI+ foi de 4,2 p.p. e o juro real ex-post foi, em média, de 7,9%.

A Tabela 4 aplica a sensibilidade estimada no Gráfico 3 a dois cenários contrafactuais alternativos, mantendo constantes o juro real americano e o EMBI+: (i) impulso neutro, isto é, resultado primário ajustado pelo ciclo

estável no triênio; e (ii) uma contração fiscal de 1,5 p.p. do PIB ao longo do triênio, ou seja, impulso médio de −0,5 p.p. por ano.

Tabela 4 — Brasil, 2023-2025: juro real observado e contrafactual com outros impulsos fiscais

Cenário	Impulso médio anual (acumulado no triênio), p.p. do PIB	Diferencial ajustado pelo EMBI+ (p.p.)	Juro real ex-post médio (%)	Juro real: intervalo de 95% (%)
Observado	+0,6 (+1,8)	4,2	7,9	—
(i) Impulso neutro	0,0 (0,0)	3,1	6,7	6,1 a 7,4
(ii) Contração de 1,5 p.p. do PIB	−0,5 (−1,5)	2,1	5,8	4,7 a 6,9
Memo: média dos sete pares, 2023-2025	—	−0,3	—	—
Memo: África do Sul, 2023-2025	—	−2,0	—	—

Nota: juro real contrafactual = juro real observado + 1,87 × (impulso médio contrafactual − impulso médio observado), com juro real dos EUA e EMBI+ mantidos nos valores observados. Intervalo de 95% calculado com o erro-padrão Newey-West da inclinação (0,53). Fonte: ver Gráfico 1. Elaboração própria.

Com impulso neutro, o juro real médio de 2023-2025 teria sido de cerca de 6,7%, 1,1 p.p. abaixo do observado; com uma contração de 1,5 p.p. do PIB, de cerca de 5,8%, 2,1 p.p. abaixo. São efeitos relevantes, que confirmam que a política fiscal expansionista do período contribuiu para explicar uma parte dos juros altos.

Mesmo no cenário de contração fiscal, porém, o diferencial brasileiro ajustado ao risco ficaria em torno de 2 p.p., contra −0,3 p.p. na média dos pares e −2,0 p.p. na África do Sul no mesmo triênio. A simulação tem limitações: aplica uma relação média a um único triênio, ignora que uma consolidação fiscal poderia também reduzir o prêmio de risco (o que ampliaria o efeito) e trata o juro americano e a inflação como dados.

Juros mais baixos, porém, viriam acompanhados de uma política fiscal menos expansionista, e o efeito líquido sobre a atividade depende do tamanho de cada canal. A Tabela 5 faz uma conta simples, contemporânea e sem defasagens. O efeito fiscal é a diferença entre o impulso acumulado no triênio em cada cenário e o efetivamente observado (+1,8 p.p. do PIB), multiplicada por multiplicadores fiscais de +0,5, +1,0 e +1,5. O efeito dos juros é a queda do juro real da Tabela 4 multiplicada por uma semi-elasticidade do PIB ao juro real de −1,4.

Tabela 5 — Brasil, 2023-2025: efeito contrafactual sobre o PIB do impulso neutro e da contração fiscal

Cenário e multiplicador fiscal	Efeito do impulso fiscal	Efeito do juro real	Efeito líquido no triênio	Efeito líquido médio por ano	Crescimento médio anual 2023-2025 (%)
Observado	—	—	—	—	3,0
(i) Impulso neutro: impulso acumulado de 0,0 p.p. do PIB, 1,8 p.p. abaixo do observado (+1,8); juro real 1,1 p.p. menor					

Cenário e multiplicador fiscal	Efeito do impulso fiscal	Efeito do juro real	Efeito líquido no triênio	Efeito líquido médio por ano	Crescimento médio anual 2023-2025 (%)
Multiplicador 0,5	−0,9	+1,6	+0,7	+0,2	3,2
Multiplicador 1,0	−1,8	+1,6	−0,2	−0,1	2,9
Multiplicador 1,5	−2,7	+1,6	−1,1	−0,4	2,6
(ii) Contração de 1,5 p.p. do PIB: impulso acumulado de −1,5 p.p. do PIB, 3,3 p.p. abaixo do observado (+1,8); juro real 2,1 p.p. menor					
Multiplicador 0,5	−1,7	+2,9	+1,2	+0,4	3,4
Multiplicador 1,0	−3,3	+2,9	−0,4	−0,1	2,8
Multiplicador 1,5	−5,0	+2,9	−2,1	−0,7	2,3

Nota: efeitos em % do nível do PIB ao fim do triênio, salvo o crescimento médio anual (%). Efeito do impulso = multiplicador × (impulso acumulado no cenário − impulso acumulado observado), ou seja, −1,8 p.p. no cenário (i) [0,0 − 1,8] e −3,3 p.p. no cenário (ii) [−1,5 − 1,8]; efeito do juro = −1,4 × variação do juro real médio; a semi-elasticidade de −1,4 corresponde ao valor estimado pelo Banco Central do Brasil em seu modelo semiestrutural de pequeno porte, já anualizada. Crescimento observado: média geométrica de 2023-2025 (FMI, World Economic Outlook de outubro de 2026: 3,2%, 3,4% e 2,3%). Pequenas diferenças decorrem de arredondamento.

O sinal do efeito líquido depende do tamanho do multiplicador fiscal. Com multiplicador de +0,5, a queda dos juros mais do que compensa a retirada do estímulo fiscal, e o crescimento ficaria acima do observado (3,2% ao ano com impulso neutro e 3,4% com a contração). Com multiplicador de +1,0, o efeito líquido é pequeno: o crescimento médio de 2023-2025 passaria de 3,0% para cerca de 2,9% ao ano com impulso neutro e 2,8% com a contração de 1,5 p.p. do PIB. Só com multiplicador de +1,5 a perda se torna mais relevante (2,6% e 2,3%, respectivamente). Com a semi-elasticidade de −1,4, o canal dos juros equivale a um multiplicador de cerca de 0,9 com sinal contrário (1,4 × 1,87/3), de modo que a consolidação seria neutra ou positiva para a atividade sempre que o multiplicador fiscal fosse inferior a esse valor.

O exercício é deliberadamente simples e tende a superestimar o custo da consolidação. Ele ignora que um ajuste fiscal crível poderia reduzir o prêmio de risco, o câmbio nominal e as expectativas de inflação, além de supor efeitos contemporâneos, quando os juros atuam com defasagens mais longas que o gasto público.

Seu principal recado é outro: como os juros respondem ao impulso, a política fiscal expansionista de 2023-2025 teve um efeito líquido sobre a atividade bem menor do que o sugerido apenas pelo seu multiplicador, e a contrapartida foi um juro real mais alto. A questão, portanto, não é se o fiscal importa, e sim qual dimensão do fiscal importa, e se ela é a única.

Essa conclusão tem uma implicação direta para a proposta de tabelar a Selic. Se o juro brasileiro é alto por razões estruturais, que incluem um prêmio pelo risco da dívida em reais que é precificado quase só por residentes, cerca de metade da dívida mobiliária indexada à própria Selic e uma moeda com risco cambial elevado, um juro fixado abaixo do que os poupadores aceitam não elimina o prêmio: desloca-o. Com conta de capital aberta e uma dívida que pode ser trocada rapidamente por dólares, a reação a um tabelamento do juro de curto prazo tenderia a vir pela taxas de juros longas, pela taxa de câmbio nominal, pela inflação

corrente e esperada (implícita nos títulos públicos que não são atrelados à Selic) e pelas reservas internacionais.

Foi o que aconteceu na Turquia. Entre setembro de 2021 e fevereiro de 2023, o banco central turco cortou a taxa básica de 19% para 8,5%, por ordem do presidente do país. Como resultado disso, a inflação ao consumidor chegou a 85% em outubro de 2022, a lira perdeu boa parte do valor e as reservas líquidas, excluídos os swaps, ficaram negativas pela primeira vez desde 2002. A correção exigiu um choque de juros iniciado em meados de 2023, que levou a taxa básica a 50% em março de 2024, nível em que ficou até o fim daquele ano. A comparação não é perfeita, já que o Brasil tem reservas folgadas e um Banco Central com autonomia formal, mas mostra a direção do risco.

As opiniões expressas neste artigo são de responsabilidade exclusiva do autor, não refletindo necessariamente a opinião institucional da FGV.

Referências

– Matos, S.; Dianin, C.; Pessôa, S. Debate sobre a elevada taxa real de juros no Brasil. Blog do IBRE e Boletim Macro FGV IBRE, setembro de 2026.
– Pessôa, S. Os juros elevados brasileiros. Blog do IBRE.
– Lara Resende, A. (2026). Proposta de banda para a Selic, conforme noticiada pela imprensa (Folha de S.Paulo e O Globo, coluna de Lauro Jardim), novembro de 2026.
– FMI (2026). Brazil: 2026 Article IV Consultation. IMF Country Report n. 26/191.
– FMI (2026). South Africa: 2025 Article IV Consultation. IMF Country Report n. 26/34.
– National Treasury (2026). Budget Review 2026, cap. 7. Pretória.
– Tesouro Nacional (2026). Relatório Mensal da Dívida Pública Federal, dezembro de 2025.
– Bacha, E. (2010), conforme citado em Matos, Dianin e Pessôa (2026).

– Goldfajn, I.; Bicalho, A. (2011). A longa travessia para a normalidade: os juros reais no Brasil. Texto para Discussão Itaú Unibanco, n. 2.
– Laubach, T.; Williams, J. C. (2003). Measuring the natural rate of interest. Review of Economics and Statistics, 85(4).
– Lustig, H.; Roussanov, N.; Verdelhan, A. (2011). Common risk factors in currency markets. Review of Financial Studies, 24(11).
– Maggiori, M. (2022). International macroeconomics with imperfect financial markets. Handbook of International Economics, vol. 6, cap. 5.
– Romelli, D. (2022). The political economy of reforms in central bank design: evidence from a new dataset. Economic Policy, 37(112).
– Segura-Ubiergo, A. (2012). The puzzle of Brazil's high interest rates. IMF Working Paper 12/62.
– Du, W.; Schreger, J. (2016). Local currency sovereign risk. Journal of Finance, 71(3).
– Wu, J. C.; Xia, F. D. (2016). Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound. Journal of Money, Credit and Banking, 48(2-3).

Anexo — Decomposição do diferencial de juro real e o risco que o EMBI+ não mede

O diferencial usado no artigo desconta do juro real brasileiro o juro real americano e o EMBI+. O EMBI+ precifica, porém, apenas o risco de calote da dívida soberana em dólares, que no Brasil corresponde a menos de 4% da dívida pública federal, contra cerca de 9% na África do Sul e de 22% a 42% nos demais pares. Quem aplica em ativos em reais corre também risco cambial, que o EMBI+ não mede. Este anexo procura dimensionar esse componente.

A decomposição parte de uma identidade. Em logaritmos, o diferencial de juro real em relação aos EUA é igual à soma de três termos: o prêmio de calote (EMBI+), a depreciação real da moeda em relação ao dólar e o retorno, em dólares, de aplicar à taxa básica do país financiado à taxa americana, acima do EMBI+. O último termo é o ganho que o investidor externo obteve, ex-post, além da compensação por risco de calote e da perda cambial. A Tabela A1 e o Gráfico A1 mostram as médias dos anos com EMBI+ disponível entre 2001 e 2025.

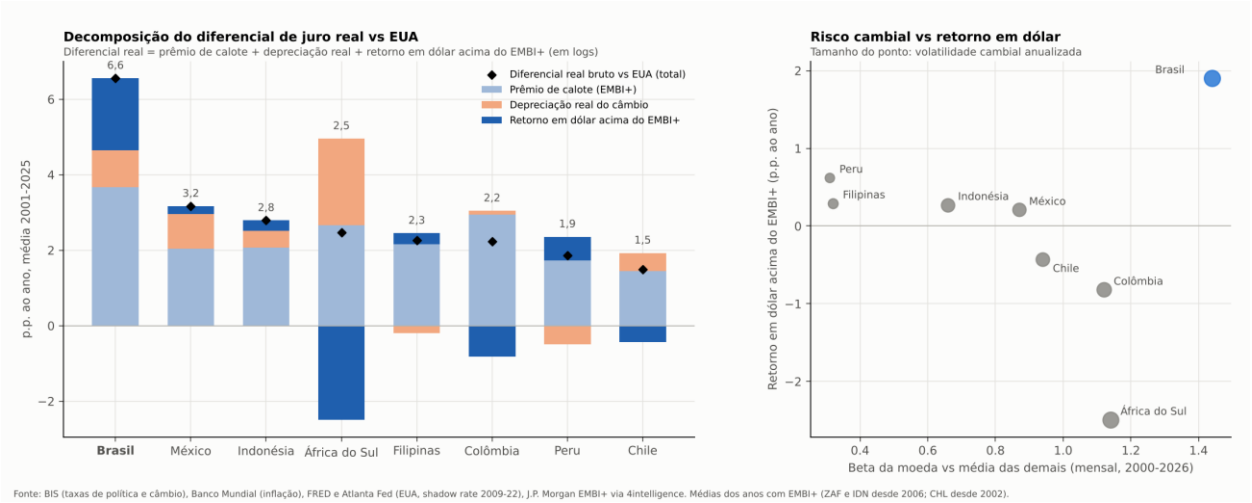
Tabela A1 — Decomposição do diferencial de juro real ex-post em relação aos EUA, médias de 2001-2025 (p.p. ao ano)

País	Diferencial real vs EUA	Prêmio de calote (EMBI+)	Depreciação real da moeda	Retorno em US$ acima do EMBI+
Brasil	**6,6**	**3,7**	**1,0**	**1,9**
México	3,2	2,0	0,9	0,2
Chile	1,5	1,4	0,5	−0,4
Colômbia	2,2	2,9	0,1	−0,8
Peru	1,9	1,7	−0,5	0,6

País	Diferencial real vs EUA	Prêmio de calote (EMBI+)	Depreciação real da moeda	Retorno em US$ acima do EMBI+
África do Sul	2,5	2,7	2,3	−2,5
Indonésia	2,8	2,1	0,4	0,3
Filipinas	2,3	2,2	−0,2	0,3
Média dos sete pares	2,3	2,2	0,5	−0,3
Brasil menos média dos pares	**4,2**	**1,5**	**0,5**	**2,2**

Nota: decomposição em logaritmos, com médias anuais de taxas básicas e câmbio; os componentes somam o diferencial, salvo arredondamento. Depreciação real positiva = moeda perdeu valor real frente ao dólar. Médias dos anos com EMBI+ (África do Sul e Indonésia desde 2006; Chile desde 2002). Fonte: BIS, Banco Mundial, FRED, Federal Reserve Bank of Atlanta, J.P. Morgan EMBI+ via 4intelligence. Elaboração própria.

Gráfico A1 — Decomposição do diferencial de juro real e risco cambial, por país



Fonte: ver Tabela A1. Beta: coeficiente da variação mensal da moeda frente ao dólar sobre a média das variações das outras sete moedas, dezembro de 1999 a setembro de 2026. Elaboração própria.

Do excesso de 4,2 p.p. do diferencial real brasileiro sobre a média dos pares, 1,5 p.p. correspondem a um EMBI+ mais alto e apenas 0,5 p.p. a uma depreciação real maior. Os 2,2 p.p. restantes foram retorno em dólares: quem aplicou em juro curto brasileiro ganhou, em média, quase 2 p.p. ao ano acima do prêmio de calote, enquanto nos pares esse ganho foi próximo de nulo. A África do Sul mostra o padrão oposto: a depreciação real do rand, de 2,3 p.p. ao ano, mais do que anulou o diferencial, e o retorno em dólares foi negativo.

Parte desse ganho pode ser compensação por risco cambial. O real é a moeda de maior risco sistemático da amostra (Tabela A2): é a que mais se desvaloriza quando as moedas emergentes em geral se desvalorizam, tem a maior volatilidade e sofreu a pior depreciação em 12 meses do período (67% em 2002). Um prêmio por esse risco é legítimo e não aparece no EMBI+.

Tabela A2 — Indicadores de risco cambial e composição da dívida pública

País	Beta da moeda	Volatilidade anualizada (%)	Pior depreciação em 12 meses (%)	Dívida pública em moeda estrangeira (% do total)
Brasil	**1,44**	**12,8**	**67**	**3,8**
África do Sul	1,14	12,5	52	9,2
Colômbia	1,12	10,6	59	31,7
Chile	0,94	9,5	34	34,0
México	0,87	9,2	37	~22
Indonésia	0,66	9,3	43	29,5
Filipinas	0,32	5,0	25	~32
Peru	0,31	4,3	16	41,9

Fontes: câmbio, BIS (dezembro de 1999 a setembro de 2026, dados mensais). Dívida em moeda estrangeira: Brasil, Tesouro Nacional (DPFe/DPF, dezembro de 2025); México, Secretaria de Hacienda (maio de 2026); Filipinas, Bureau of the Treasury (dívida externa, fim de 2025); demais, Banco Mundial, Quarterly Public Sector Debt (governo central, fim de 2025). As definições não são homogêneas entre países.

O risco cambial, porém, não parece explicar todo o excesso. A África do Sul tem volatilidade e perdas extremas comparáveis às do Brasil e beta apenas um pouco menor, mas entregou retorno em dólares negativo. Para que a diferença de beta entre os dois países justificasse uma diferença de mais de 4 p.p. no retorno líquido, o preço do risco cambial teria de ser muito superior ao que a literatura de carry trade costuma

estimar. Além disso, ao longo do tempo, o diferencial não aumenta nos anos de maior volatilidade cambial, e variações do EMBI+ se transmitem apenas parcialmente ao diferencial bruto brasileiro (cerca de 0,3 p.p. por ponto), o que indica que subtrair o EMBI+ integralmente é uma convenção, e não uma relação observada nos dados.