

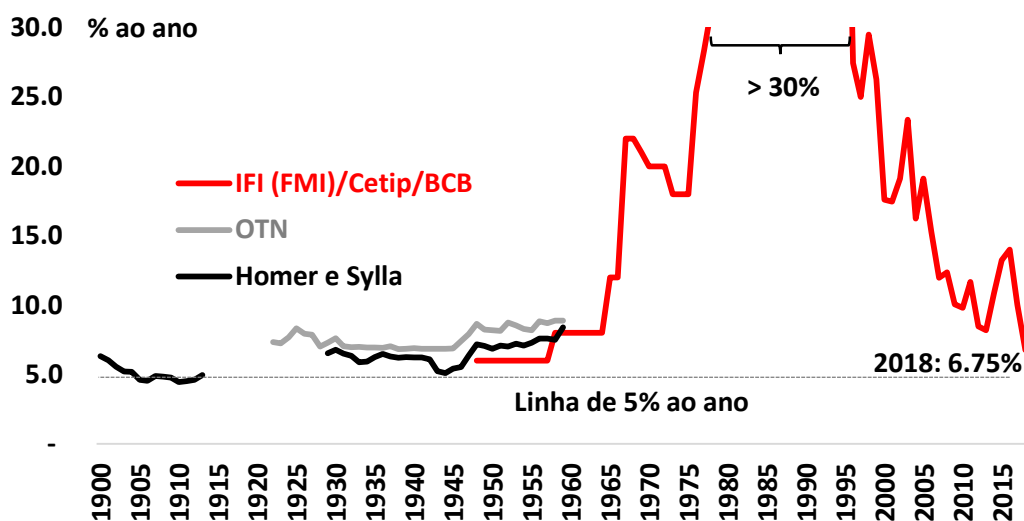
### O Juro Mais Baixo da História

Maurício Molan

[mmolan@santander.com.br](mailto:mmolan@santander.com.br)

- Acreditamos que o atual ciclo de afrouxamento da política monetária se encerrará com a taxa básica de juros a 6,75% a.a., o menor patamar desde março de 1999 (início da série).
- Olhando para um período mais longo, e levando em consideração o conceito de overnight interbancário (CDI), isso implica em ter a taxa mais baixa dos últimos 60 anos.
- O menor juro da história republicana foi, provavelmente, algo próximo a 5%, predominante no início do século passado.
- A inflação extremamente baixa, a enorme ociosidade presente na economia e a fortaleza das contas externas sugerem que, diferentemente do que ocorreu em 2011-2012, será possível manter a taxa abaixo de 7% ao longo de 2018.
- Ao contrário da realidade prevalecente no início da década de 50 (última vez em que os juros de curtíssimo prazo estiveram na casa de 6% a 7% nominais), temos hoje um sistema de câmbio flutuante e ausência de controles relevantes das contas de capitais.
- Por outro lado, é importante aprender com os erros do passado. Um dos fatores que desencadeou a perda de controle da inflação e a aceleração da taxa de juros a partir da década de 60 foi justamente o desequilíbrio das contas públicas.
- O aprofundamento do ajuste fiscal é, portanto, condição necessária para a permanência da taxa básica em níveis civilizados ao longo das próximas décadas.
- Como consequência desse impulso monetário, o PIB deve acelerar de uma variação de 0,8% em 2017 para 3,2% em 2018, segundo nossas projeções.

Gráfico 1: Taxa de Juros Interbancária “Overnight” (% ao ano) desde 1900



Fonte: FMI, Banco Central do Brasil, IPEA e Homer and Sylla (“A History of Interest Rates”).

**Não é novidade que o ciclo de afrouxamento monetário provavelmente levará a taxa Selic ao menor nível da sua existência (desde 1999) antes do final de 2017, e que a enorme ociosidade que predomina hoje na economia brasileira sugere elevada probabilidade da taxa básica se manter estável ao longo de 2018.** Seriam os juros esperados para os próximos anos os mais baixos da história do país?

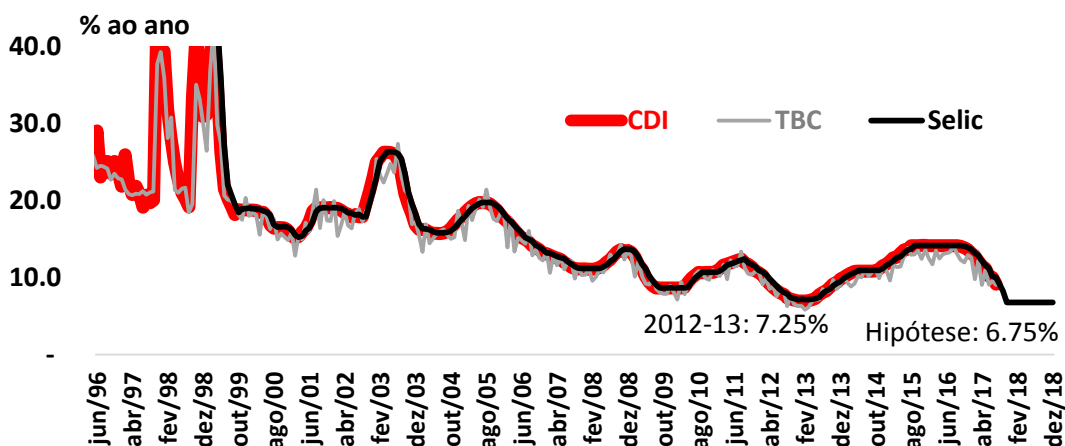
É quase impossível chegar a uma conclusão categórica a esse respeito. Primeiro, em função da dificuldade de encontrar dados históricos para todo o período. Segundo, porque o funcionamento do sistema financeiro e outras instituições (como regime cambial por exemplo) mudaram demais ao longo do tempo, tornando as diversas modalidades de juros existentes ao longo da história não comparáveis. E terceiro porque, mesmo em um determinado ponto do tempo, existem vários conceitos diferentes para taxa de juros: real, nominal, meta de política monetária, “overnight” (de curtíssimo prazo), interbancária de curto e longo prazo, taxa final a consumidores, etc.

Dito isso, apresentamos no Gráfico 1 (primeira página) o resultado de um levantamento de dados históricos a respeito de taxas de juros no Brasil. Não fomos para tempos anteriores ao século XX, e restringimos a coleta de informações a algumas bases de dados já existentes. **Essas informações nos parecem suficientes para concluir que uma taxa interbancária “overnight” (muito próxima à taxa básica, Selic) inferior a 7,25% a.a. ao ano estaria entre as mais baixas praticadas pelo país desde o início do século passado, e certamente seria a menor dos últimos 60 anos.**

### Fonte dos Dados

- A maior parte da série foi construída com base nos dados do IFS (“International Financial Statistics”), um dos principais departamentos de coleta e disponibilização de dados estatísticos mundiais do FMI<sup>1</sup>.
- O Banco Central do Brasil disponibiliza as séries de Selic a partir de março de 1999, e de TBC (Taxa Básica do Banco Central) a partir de 1996. Os dados referentes ao CDI têm como fonte a Cetip<sup>2</sup>. Estes indicadores, apesar de conceitualmente diferentes, apresentam valores bastante próximos, inclusive nas leituras diárias.
- OTN. Taxa implícita de juros (% a.a.) das Obrigações do Tesouro Nacional. Cláudio Contador, Mercado de Ativos Financeiros no Brasil (Perspectiva histórica e comportamento recente). IBMEC. 1974. Apêndice D - Taxas de Juros no Brasil, pp 211-222. Obs.: Taxa de juros nominal implícita (% a.m.) das obrigações do Tesouro Nacional emitidas em 1921, com renda anual de 5% sobre o preço nominal de 1:000\$000. Série obtida em [ipeadata.gov.br](http://ipeadata.gov.br).
- “A History of Interest Rates”, de 1986, Homer e Sylla, do Instituto de Pesquisa Wiley Finance, apresenta uma análise detalhada dos mercados financeiros em diversas economias, e disponibiliza tabela com histórico para o Brasil antes de 1948. Os autores citam como fontes primárias “League of Nations, Statistical Year Book”, 1939-40, pg. 223 e Canadá, “Report of Official Board of Enquiry, Cost of Living (1915).

**Gráfico 2: Taxa de Juros Interbancária “Overnight” (% ao ano)**



Fonte: Banco Central do Brasil e Cetip.

<sup>1</sup> <http://data.imf.org/?sk=4C514D48-B6BA-49ED-8AB9-52B0C1A0179B>

<sup>2</sup> [http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series\\_v05/paginas/web\\_v05\\_template\\_informacoes\\_di.asp?str\\_Modulo=completo&int\\_Idioma=1&int\\_Titulo=6&int\\_NivelBD=2](http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v05_template_informacoes_di.asp?str_Modulo=completo&int_Idioma=1&int_Titulo=6&int_NivelBD=2)

## Como era o mundo na última vez em que tivemos juros “civilizados”

A última vez que tivemos juros nominais abaixo de 8% por um período razoavelmente longo foi no início da década de 50, durante o segundo governo de Getúlio Vargas (1951-1954). A taxa de câmbio se mantinha fixa e sobrevalorizada, enquanto a política de comércio exterior se caracterizava por controle de importações através de um sistema de concessão de licenças. Esse represamento de importações levou a uma situação confortável em termos de balanço de pagamentos, resultando em endividamento externo líquido temporariamente baixo para padrões históricos (Gráfico 3). A contrapartida era a escassez de matérias primas, que limitava a produção e colocava pressão sobre a inflação, mesmo com o câmbio “congelado”. Apesar da persistência de alguma ortodoxia na área fiscal no início dos anos 50, a política de crédito praticada pelo Banco do Brasil (o Banco Central seria criado apenas em 1964) era expansionista.

O aumento das tensões políticas e sociais, notadamente a partir de 1953, contribuiu para o abandono precoce das políticas de austeridade. O regime cambial mudou para um sistema de taxas múltiplas e a posição de Tesouro Nacional junto ao Banco do Brasil se inverteu (tornando-se devedora), contribuindo para a expansão dos meios de pagamento. **A inflação, que oscilava entre 1% e 10% ao final dos anos 40, atingiu média de 16% na primeira e 21% na segunda metade da década de 50 (Gráfico 4).** Fica claro que a persistência dos juros de curtíssimo prazo nos patamares de 6% a 8% nos anos 50 e 60 do século passado implicavam em taxas reais negativas, que não se mostrariam sustentáveis em pouco tempo.

É fácil perceber as enormes diferenças existentes entre os dois momentos históricos em que tivemos taxas próximas a 7% ao ano. **A situação atual se mostra bem mais favorável, na medida em que inexistem intervenções relevantes nos mercados de câmbio e comércio exterior, que no passado induziam a uma situação favorável, porém não sustentável, das contas externas.** Adicionalmente, não somente o nível da inflação, mas principalmente sua volatilidade é bem mais moderada agora, resultado de um regime de metas ancorado na credibilidade da autoridade monetária.

Gráfico 3: Dívida Externa Líquida\* / Exportações

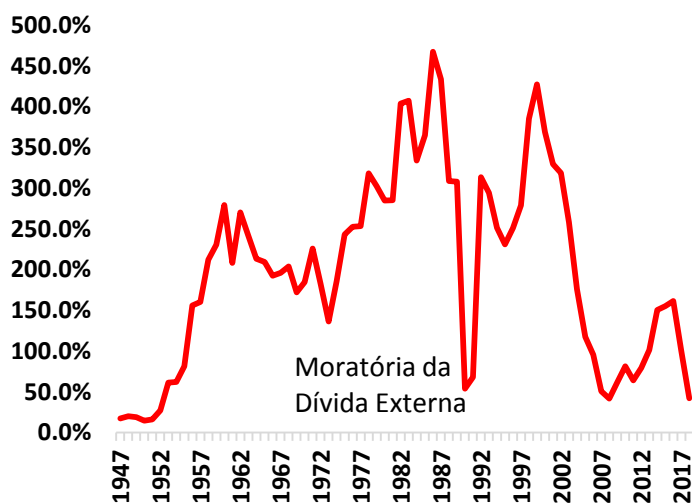
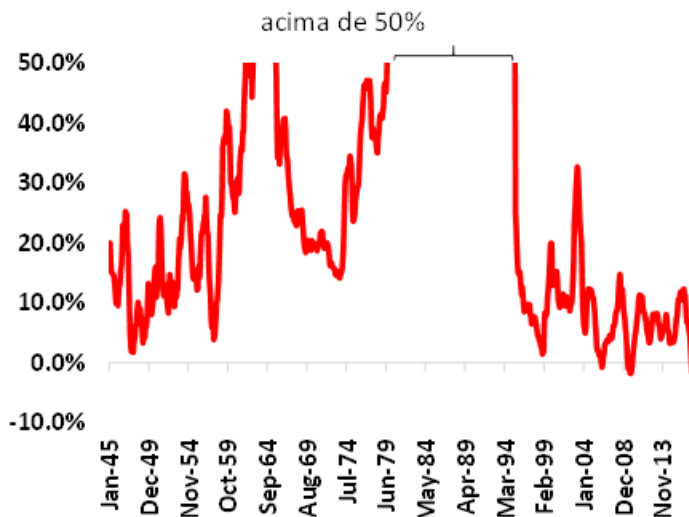


Gráfico 4: Inflação



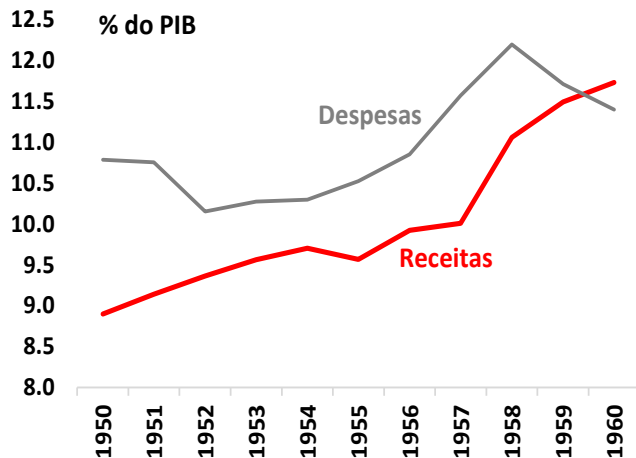
Fonte: FGV e IPA. \* Dívida Externa Bruta (-) Reservas

**O desequilíbrio fiscal, no entanto, corresponde a uma semelhança desconfortável que necessita ser superada para viabilizar um cenário de juros civilizados para o longo prazo no Brasil.** A década de 50 marca o início de uma relação simbiótica entre inflação e déficit público, que predominaria por várias décadas. O déficit fiscal (Gráfico 5), crescentemente financiado por expansão monetária, colocava pressão adicional sobre os preços, enquanto as surpresas inflacionárias aliviavam o desequilíbrio orçamentário ao elevar as receitas nominais em ritmo mais rápido que as despesas<sup>3</sup> (além de reduzir a dívida pública em termos reais). A oportunidade existente no momento atual reside nos mecanismos institucionais de financiamento do déficit público, que impede o financiamento inflacionário do déficit.

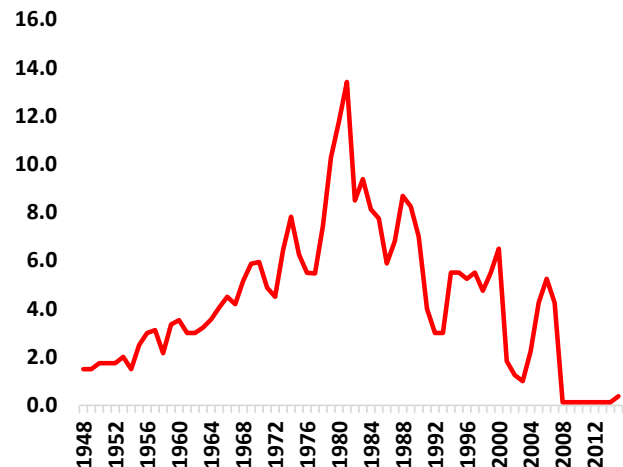
<sup>3</sup> A arrecadação incidente sobre renda e faturamento tende a incorporar imediatamente os efeitos da inflação, enquanto as despesas podem ser corroídas pela inflação via postergação de pagamentos e intervalos de reajustes.

Outra característica da situação atual em relação aos últimos anos de inflação baixa na década de 50 é a existência de um **cenário internacional favorável**, ilustrado principalmente pela taxa de juros internacional (Gráfico 6). Nesse caso, parece inevitável um processo de normalização ao longo dos próximos anos, o que reforça a urgência e importância do ajuste das contas públicas.

**Gráfico 5: Receitas e Despesas Primárias do Governo Federal**  
(% do PIB entre 1950 e 1960 – média móvel 3 anos)



**Gráfico 6: Estados Unidos – Taxa de Juros %**  
(Taxa de Desconto desde 1947)



Fonte: IBGE (Estatísticas do Século XX) e IPEA

### Retomada Consistente do Crescimento do PIB

É bem provável que a menor taxa de juros dos últimos 60 anos persista por, pelo menos, até meados de 2019, já que tem base sólida em inflação contida e baixa vulnerabilidade externa. Essa perspectiva de estabilidade difere substancialmente o cenário atual daquele predominante entre 2012 e 2013, quando a autoridade monetária tentou reduzir os juros sem alinhamento com a realidade inflacionária. Essa experiência foi muito semelhante à vivenciada na virada da década de 50 para a década de 60 do século passado.

Como consequência, é de se esperar por transformações importantes no sistema financeiro e no mercado de capitais, com efeitos imediatos sobre o crescimento da economia. Os juros baixos proporcionarão espaço para aumento do financiamento direto (via novas emissões de ações e dívidas) para as grandes empresas, maior acesso a recursos bancários para as pequenas e médias empresas, e taxas mais baixas para consumidores, com oportunidade de desencadear um novo ciclo de expansão das modalidades de crédito de longo prazo, como o habitacional. **A redução do custo de capital para as empresas tende a impulsionar os investimentos, da mesma forma que a redução do comprometimento de renda das famílias com pagamento de dívida acabará alavancando o consumo (ver “Condicionantes de Consumo Subestimados”, 13 de junho de 2017, [clique aqui](#).)**

**Por isso, temos sustentado uma visão de que a intensidade da retomada será mais forte do que a esperada pelo consenso do mercado. Projetamos variações do PIB de 0,8% em 2017 (consenso em 0,7%) e 3,2% em 2018 (consenso em 2,4%).**

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados