



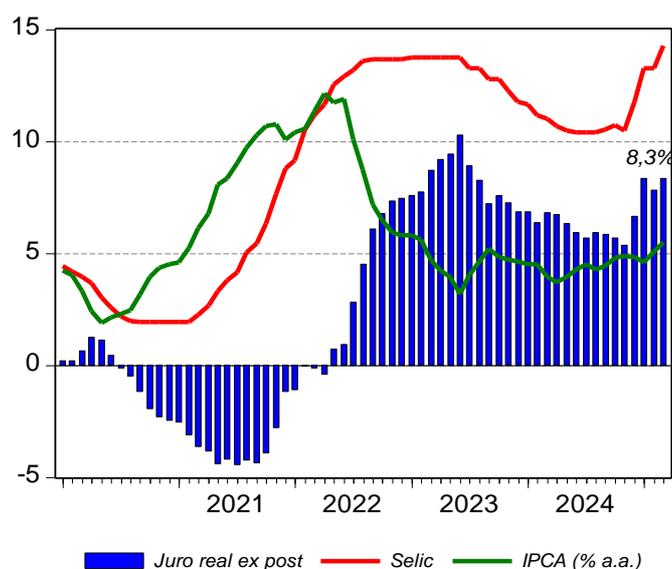
CARTA DE CONJUNTURA – MARÇO/2025

As consequências do juro real elevado

A taxa real de juro no Brasil, medida pela Selic, deflacionada pela variação do IPCA nos 12 meses anteriores (*taxa ex post*), tem ficado acima de 5% ao ano desde meados de 2022, situando-se hoje em 8,3%, como mostra o Gráfico 1. Dado o fato de que a taxa de inflação resiste bem acima do teto da meta de 3%, não se deve esperar uma redução significativa da taxa real de juro no corrente ano.

Gráfico 1

Juro nominal, inflação e juro real *ex post*



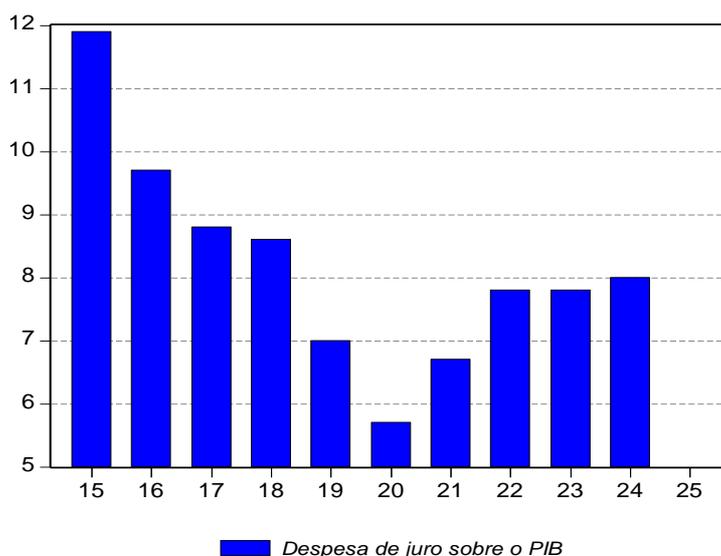
Quais as consequências para a economia da convivência com juros reais tão elevados por três anos (ou mais) seguidos? Nesta Carta, vamos explorar o problema sob a ótica do setor público e sob a ótica do setor empresarial privado.

Do ponto de vista do setor público, a conta é simples. Em 2024, o Governo Central pagou perto de um trilhão de reais de juros sobre sua dívida bruta, o que implicou uma taxa média de juro de 10,5% no ano. Em 2025, é provável que essa taxa se eleve ainda mais, considerando que a taxa Selic atual já está em 14,25%. Vamos fazer o seguinte exercício. Suponhamos que a taxa média deste ano para o governo seja de 12%, o PIB cresça 2% e a taxa de inflação fique em 5,5%. Com essas hipóteses, seria necessário ao governo gerar um superávit primário de 4,2% do PIB para estabilizar a relação dívida-PIB. Ao invés disso, espera-se um déficit primário talvez de 0,5% do PIB. Isso significa que a relação dívida-PIB deve subir de 76,5% no ano passado para 80,2% neste ano.

Esse exercício simples dá a dimensão da crise fiscal, agravada a partir de 2023 pela extraordinária expansão das despesas primárias pelo atual governo. Assim, estabeleceu-se um círculo vicioso: (a) o governo gasta demais e se endivida; (b) o Banco Central sobe o juro básico para segurar a inflação consequente do excesso de gasto; (c) aumenta a relação dívida-PIB; (d) agrava-se a crise financeira do governo e o país caminha para mais perto de um processo de “dominância fiscal”. Para desarmar esta bomba, a única maneira seria uma contração fiscal, apoiada numa profunda reforma do arcaico setor público brasileiro.

Gráfico 2

**Despesa de juro do Governo Central
(% do PIB)**



Do ponto de vista do setor empresarial privado, o problema é mais complexo, mas não menos grave. Em seu último relatório, o CEFEB-FIPE⁽¹⁾ constata que 60% das empresas abertas brasileiras terão taxas de retorno ao capital investido no negócio menor do que o custo do endividamento em 2025 (contra 39% em 2024), em razão do aumento das taxas reais de juro sobre as várias modalidades de crédito. Esta proporção é ainda mais elevada para as empresas pequenas e médias. A estimativa do custo médio do endividamento é de 15% para as empresas grandes e de 19,4% para as empresas pequenas e médias. Essa constatação tem várias consequências. A primeira delas é a redução da taxa de retorno esperada sobre o capital próprio investido (o lucro residual após o pagamento de juros). A segunda é o aumento da taxa de inadimplência, o que leva os financiadores (bancos e mercado de capitais) a aumentar os prêmios de risco sobre novos empréstimos, a restringir o crédito e assim aumentar ainda mais o custo do capital das empresas. A Serasa Experian relata que 6,9 milhões de empresas se encontravam inadimplentes em dezembro de 2024, número maior do que os 6,2 milhões no pico da pandemia em 2020. A terceira é a redução de novos projetos de investimento produtivo.

Podemos dizer que o empuxo de crescimento econômico consequente da saída da pandemia e da expansão fiscal dos dois últimos anos está se esgotando no corrente ano, em que se prevê uma taxa de crescimento ao redor da metade da do ano passado. A herança de crise fiscal, aumento da taxa de inflação e explosão do juro real indicam que o país teve mais um “voo de galinha”. E isso ocorre num momento de grande incerteza na economia mundial, criada com o programa de substituição de importações e a guerra tarifária lançados pelo governo norte-americano.

¹ Veja-se CEFEB-FIPE, Dificuldades Financeiras das Empresas em 2025: Aumento do Custo de Dívida e Queda do Impulso de Crédito, Nota no.1/25 de março de 2025.