

Juro real no Brasil, uma jabuticaba?

Por Carlos Eduardo Gonçalves e Tiago Cavalcanti

Valor, 26/03/2026

A variável mais relevante para decisões de investimento e o juro real de longo prazo.

Se os editores do **Valor** nos concedessem poucos caracteres para responder à pergunta do título - e já se vão até aqui mais de 100 - a resposta seria simples: sim, parece ser. Afortunadamente, temos mais espaço para ir além da metáfora e examinar os dados com a maior frieza possível.

Convém delimitar desde o início o escopo da discussão e ajustar as expectativas. Não trataremos aqui do tema que mais mobiliza os economistas de mercado, o juro de curto prazo, balizado pela taxa Selic. Essa tem mais a ver com a conjuntura, que não é o nosso foco.

A variável mais relevante para decisões de investimento, crescimento e sustentabilidade da dívida pública é o juro real de longo prazo - sobre o qual nos debruçamos neste texto. O que intriga, e ao mesmo tempo preocupa, é que essa taxa permanece elevada em nosso belo país das jabuticabas por muitos anos. Ela declinou significativamente desde a época em que o país vivia sob um regime de câmbio fixo atrelado ao dólar, mas segue elevada, dificultando o investimento privado e a dinâmica da dívida pública.

Juro Real de Longo Prazo no Brasil

Previsto pelos Modelos vs Observado - em %

Período	Média Bayesiana	Random Forest	XGBoost	Média dos modelos	Juro Real Realizado
2005–2009	2,86	6,18	5,59	4,88	8,48
2010–2014	2,50	4,66	4,69	3,95	5,55
2015–2019	3,83	4,84	4,77	4,48	5,27
2020–2025	1,68	3,92	3,62	3,07	5,35

Fonte: Elaboração própria. Modelos estimados com dados em painel para 53 países (2005–2025).

Brevemente, no entanto, sobre o juro real de curto prazo: há uma vasta literatura acadêmica indicando que apertos monetários conduzem sim a uma inflação mais baixa, ainda que o ritmo, os custos e a magnitude desse movimento possam variar de país para país e ao longo do tempo. Além disso, para economias emergentes há evidências dos efeitos benéficos do sistema de metas de inflação reforçado por uma institucionalidade que dê ao Banco Central independência de ação. Mas voltemos ao nosso assunto de hoje.

Os dados anuais aqui utilizados, englobando 53 países, são todos de natureza pública e estão disponíveis em nossa página, juntamente com os códigos utilizados para replicar os gráficos e a análise estatística. Nossa amostra abrange o período de 2005 a 2025. Em parte da análise, estimamos regressões em painel dividindo os 21 anos em três subperíodos de cinco anos e um último período de seis anos. Nesse caso, todas as variáveis econômicas relevantes são

representadas por médias para os 5 ou 6 anos em questão. A vantagem de abordar os dados dessa maneira é limpar um pouco do ruído da oscilação que ocorre de um ano para outro.

Uma última nota de cautela: o âmbito e as conclusões do nosso esforço empírico são modestos, visto que a natureza dos dados não permite fazer afirmações do tipo “isso causa aquilo”, ou sustentar que a diferença de juro real entre países se explica diretamente pelos fatores x ou y . Não dispomos, no linguajar do econometrista, de uma estratégia de identificação que nos autorize a estabelecer com confiança relações de causalidade de modo inequívoco. O que fazemos é uma exploração organizada dos dados, examinando as correlações entre diversas variáveis econômicas e institucionais e a taxa real de juro dos países da amostra.

A pergunta que temos em mente é: será que o Brasil é mesmo um ponto fora da curva nas variáveis que caminham lado a lado com o juro real? Se a resposta for negativa, então seríamos, de fato, uma jabuticaba no quesito taxa de juro. Já se a resposta for positiva, não se trataria propriamente dessa fruta singular que, por razões difíceis de compreender, cresce apenas por estas bandas. A explicação então seria mais mundana: desvios dos fundamentos econômicos teriam ao menos potencial para explicar o juro tão elevado.

Primeiro fato, em todos os anos entre 2005 e 2025, o juro real brasileiro ficou significativamente acima do nível que separa os 25% dos países com juros mais elevados. Portanto, ao longo de duas décadas, o Brasil ocupou de forma persistente o grupo das economias com juros reais mais altos do mundo.

No entanto, esses patamares elevados podem não ser excepcionais, decorrendo de fatores como a baixa poupança interna. Com o objetivo de controlar por variáveis econômicas que explicam o juro real de longo prazo, construímos uma medida de similitude entre os fundamentos econômicos do Brasil e os dos outros 52 países da amostra e analisamos se maior semelhança de fundamentos implica maior similitude de juros reais. Buscamos, ano após ano, o país que mais se aparenta estatisticamente ao Brasil em um conjunto de 22 variáveis econômicas. Resultado: são raros os anos em que o juro real de longo prazo no Brasil se situa próximo ao do país considerado mais semelhante (na maioria dos anos representado pela África do Sul). Ou seja, somos semelhantes em vários indicadores, menos no juro real.

A seguir exploramos a dinâmica das correlações ao longo do tempo para um amplo conjunto de países. Para decidir quais variáveis inserir nessa regressão, aplicamos a Média Bayesiana de Modelos para identificar os principais determinantes do juro real. São eles: qualidade institucional, poupança interna, impulso fiscal, independência do Banco Central e o fato de o país ser ou não um grande exportador de petróleo. Em todos os modelos, controlamos para a influência do ciclo global de juros. Com esse conjunto mais parcimonioso de variáveis, estimamos qual “deveria” ter sido, em média, a taxa de juros brasileira. Como mostra a coluna (1) da tabela, com exceção do período entre 2015 e 2019, a diferença entre o juro real observado e o previsto foi sempre substancial, sendo este sistematicamente inferior ao observado.

Os métodos apresentados até aqui variam em grau de sofisticação, mas todos são o que chamamos de modelos lineares, ou seja, postulam uma relação suave e proporcional entre as variáveis ditas explicativas e a variável a ser explicada (o juro real). Como exercício final, lançamos mão de métodos modernos e não lineares de machine learning. Eles estão apresentados nas Coluna (2) e (3) da tabela.

Os resultados indicam que os valores previstos pelos modelos não lineares para o Brasil são mais elevados do que os obtidos pelos modelos lineares. Ainda assim, em todos os modelos e

períodos, as previsões com base no conjunto de variáveis analisadas permanecem abaixo do juro real médio efetivamente observado.

Concluindo: em nosso entendimento, há de fato um certo gosto de jabuticaba no ar. Ainda assim, também encontramos evidências da relevância de fatores fiscais e institucionais. É possível que outros elementos aqui não considerados ajudem a esclarecer melhor a questão. Em ciência, que é o que nos move, conclusões são sempre provisórias; o importante é explicitar, com transparência, como essas verdades temporárias são alcançadas. Como diria nosso maior ídolo, João Guimarães Rosa, o que importa é a travessia.

Carlos Eduardo Gonçalves, economista do Fundo Monetário Internacional, é professor visitante da FGV-EESP.

Tiago Cavalcanti é professor titular de Economia da Universidade de Cambridge e da FGV-SP.