

TAXA DE JUROS NO BRASIL

Mostra

Amostra

TAXA DE JUROS NO BRASIL

MÁRCIO HOLLAND

*Caminhos para o Brasil conviver
com taxas de juros civilizadas*

Prefácio de FELIPE SALTO



ALTA BOOKS
GRUPO EDITORIAL
Rio de Janeiro, 2026

Taxa de Juros no Brasil

Copyright © 2026 STARLIN ALTA EDITORA E CONSULTORIA LTDA.

Copyright © 2026 Márcio Holland

ISBN: 978-85-508-3025-4

Alta Cult é um selo do Grupo Editorial Alta Books (Starlin Alta Editora e Consultoria LTDA.).

Impresso no Brasil – 1ª Edição, 2026 – Edição revisada conforme o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 2009.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

H737t

Holland, Márcio

Taxa de juros no Brasil: Caminhos para o Brasil
conviver com taxas de juros civilizadas / Márcio Holland.
1ª Ed. - Rio de Janeiro: Alta Cult, 2026.

192 p. : 15,7 x 23 cm.

ISBN: 978-85-508-3025-4

1. Taxa de juros. 2. Política monetária. 3. Sistema
financeiro - Brasil. 4. Economia brasileira.
5. Macroeconomia. I. Título.

CDD 332.456

Índice para catálogo sistemático:

1. Taxa de juros: Política monetária:
Economia financeira 332.456

Todos os direitos estão reservados e protegidos por Lei. Nenhuma parte deste livro, sem autorização prévia por escrito da editora, poderá ser reproduzida ou transmitida. A violação dos Direitos Autorais é crime estabelecido na Lei nº 9.610/98 e com punição de acordo com o artigo 184 do Código Penal.

O conteúdo desta obra fora formulado exclusivamente pelo(s) autor(es).

Marcas Registradas: Todos os termos mencionados e reconhecidos como Marca Registrada e/ou Comercial são de responsabilidade de seus proprietários. A editora informa não estar associada a nenhum produto e/ou fornecedor apresentado no livro.

Material de apoio e erratas: Se parte integrante da obra e/ou por real necessidade, no site da editora o leitor encontrará os materiais de apoio (download), errata e/ou quaisquer outros conteúdos aplicáveis à obra. Acesse o site www.altabooks.com.br e procure pelo título do livro desejado para ter acesso ao conteúdo.

Suporte Técnico: A obra é comercializada na forma em que está, sem direito a suporte técnico ou orientação pessoal/exclusiva ao leitor.

A editora não se responsabiliza pela manutenção, atualização e idioma dos sites, programas, materiais complementares ou similares referidos pelos autores nesta obra.

Produção Editorial: Grupo Editorial Alta Books

Diretor Editorial: Anderson Vieira

Editor da Obra: J. A. Ruggeri

Vendas Governamentais: Cristiane Mutüs

Produtora Editorial: Rita Motta



Rua Viúva Cláudio, 291 – Bairro Industrial do Jacaré

CEP: 20.970-031 – Rio de Janeiro (RJ)

Tels.: (21) 3278-8069 / 3278-8419

www.altabooks.com.br – altabooks@altabooks.com.br

Ouidoria: ouvidoria@altabooks.com.br

Editora
afiliada à:



alabr
ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE
EDITORES EDITORAIS

ASSOCIADO



Amostra

Dedicado à minha neta Maria Eduarda, a Duda.

Amostra

AGRADECIMENTOS

Este livro é fruto de pelo menos duas décadas de estudos sobre o tema. Teria, por isso mesmo, muitas pessoas a quem agradecer. Foram muitos os amigos que me ouviram pacientemente refletir sobre por que as taxas de juros no Brasil são tão elevadas; muitos, os coautores de artigos científicos que tanto me ensinaram; e muitos, os colegas da FGV EESP com quem compartilhei ideias ao longo de meus vinte anos na casa. Quando um estudo atravessa décadas, nomear pessoas é correr o risco de omitir outras tantas igualmente importantes nesta jornada.

Demarco pessoalmente minhas inquietações sobre o tema aqui tratado a partir do meu ano sabático na University of California, Berkeley, entre 2004 e 2005, sob a supervisão do Prof. Barry Eichengreen. Tanto tempo se passou que o tema já deveria ter sido superado e deixado de ser relevante, mas não é esse o caso. Em um seminário na FGV EESP, sobre um estudo que meus coautores e eu elaboramos há vinte anos, conheci pessoalmente o Prof. Yoshiaki Nakano, a quem tenho profunda gratidão pelos recorrentes ensinamentos e orientações profissionais. Agradecê-lo não é apenas um gesto de gratidão, mas também de deferência a um dos economistas mais marcantes que tive a honra de conhecer. Visionário e empreendedor, fundou a Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV EESP), hoje uma das maiores referências em ensino e pesquisa em economia no país. Graças a ele, passei a ver a querida EESP como uma extensão da minha casa.

Agradeço também aos meus colegas da FGV EESP, que vêm realizando um trabalho extraordinário na sustentação do legado do Prof. Nakano, hoje liderados pela Profa. Lilian Furquim, sua sucessora na direção da instituição, a quem agradeço igualmente pela confiança em meu trabalho. Nomear as amizades conquistadas na FGV EESP envolve sempre o risco de omissões, mas não posso deixar de registrar meu carinho pelos Profs. Braz Camargo, Emerson Marçal, Gabriela Fonseca, Joelson Sampaio, Lycia Lima, Marcelo Fernandes, Pedro Valls e Priscilla Tavares. Foi na FGV EESP que encontrei apoio indispensável para minhas diversas iniciativas nestas duas últimas décadas, como o de Deise Esteves, Márcia Galastri, Marcio Swistalski, Patrícia Fiuza e Sarah Meconi. Na reta final de preparação do livro, Guilherme Gallego realizou uma cuidadosa revisão de conceitos e abordagens, a quem agradeço, mas isentando-o de erros e omissões remanescentes.

Aos meus filhos, Isabela Arantes e Igor Brito, meus amores eternos e fonte constante de aprendizado como pai. Eles são minha inspiração para seguir firme no propósito de tentar compreender os problemas econômicos brasileiros e, esperançosamente, contribuir, entre erros e acertos, para a construção de uma sociedade melhor para as gerações futuras. Sigo nesse caminho de dedicação aos estudos porque minha querida mãe, Dona Neném, e meu saudoso pai, Seu Brito, me ensinaram que não há outro caminho senão o da dedicação, do trabalho, da humildade e da gratidão.

Minha jornada de vida me presenteou com a presença de uma grande mulher: Ana Claudia Borges de Oliveira. Eu a conheci exatamente quando o livro começou a ganhar forma, e ela me inspirou a não o deixar como apenas mais um projeto guardado entre arquivos de computador. Muito obrigado, Ana Claudia, pelo carinho, por trazer o melhor de mim e por me fazer acreditar que eu seria capaz de concluir e publicar este livro. Sua parceria e dedicação aos estudos me inspiram.

SUMÁRIO

	<i>Prefácio</i>	1
	<i>Apresentação</i>	7
	<i>Introdução: Por que os juros importam mais do que parece</i>	11
01.	O Brasil no pódio dos juros: persistência e comparação internacional	15
02.	Por que o Brasil insiste no pódio mundial dos juros reais?	43
03.	O Estado como grande tomador, intermediador e organizador do sistema financeiro	61
04.	Sistema financeiro, concorrência e spreads persistentes	79
05.	Política fiscal, política monetária e juros: fundamentos teóricos	93
06.	O Problema Fiscal Brasileiro Visto de Dentro	105
07.	Considerações finais: Rumo aos juros civilizados e as escolhas difíceis	143
	<i>Referências Bibliográficas</i>	151
	<i>Glossário</i>	157

Amostra

PREFÁCIO

Desde 1999, o Brasil optou por uma política econômica pautada em três eixos: responsabilidade fiscal, autonomia da autoridade monetária para cumprir metas de inflação e regime de câmbio flutuante. A expectativa era a seguinte: com bons níveis de superávit primário (receitas menos despesas, sem contar os juros da dívida pública), os juros diminuiriam naturalmente, levando ao aumento dos investimentos e do crescimento.

A taxa de câmbio flutuante, por sua vez, garantiria a livre mobilidade de capitais, atraindo fluxos de boa qualidade para a economia nacional. Ocorre que, a despeito do inegável legado do Real, a tríade acima enunciada não foi suficiente para elevar o crescimento econômico. A resiliência dos juros está na raiz das explicações desse processo. Radiografar as entranhas e os mecanismos da política monetária é uma tarefa inacabada. Nesse sentido, este livro traz importante contribuição.

Vocês alcançarão, nesta obra, uma síntese do debate das últimas décadas sobre a taxa de juros no Brasil. Mas ela é também — e, talvez, mais importante — uma história ilustrada da evolução da política econômica e das dificuldades do país em planejar e executar a sofisticada tarefa de prover condições macroeconômicas adequadas ao progresso social.

A taxa de juros alta é uma espécie de autotelia, um problema cuja explicação, para muitos, está nele mesmo. É o raciocínio do “sempre

foi assim”, já que sempre tivemos fragilidade nas contas públicas, risco de calote, contas externas desequilibradas, risco institucional, insegurança jurídica ou inflação alta. Uma dessas alternativas ou uma combinação delas, vale dizer. Não importa, desde que não se discuta a taxa de juros, instrumento quase intocável, associado à garantia do cumprimento das metas de inflação.

Alimentar postulados como esse é o oposto do que o autor pretende nesta obra. A exploração exaustiva de todas as hipóteses ou, ao menos, de muitas das possíveis explicações para o problema dos juros discrepantes é o ponto alto oferecido ao leitor. Parte-se de um diagnóstico exaustivo e didático para se chegar às discussões a respeito do papel do Estado e dos mercados na formação das taxas de juros no Brasil.

Márcio Holland, que foi Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda e possui vasta experiência acadêmica, sobretudo na Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EESP/FGV), mas também no exterior, dissecou duas questões que, particularmente, me chamaram a atenção: os spreads bancários e o desequilíbrio fiscal. Para ambos os assuntos, apresenta uma visão mais complexa (menos trivial), ao expor os argumentos usuais e, em seguida, introduzir novas apurações e comparações.

A saber, os capítulos estão organizados a partir de três linhas mestras: fundamentação empírica, com dados históricos comparados; resgate de elementos da teoria econômica; e combinação de diferentes (e frequentes) explicações para o problema dos juros altos no debate público nas últimas décadas.

A composição da dívida pública e a questão do déficit associam-se à tese do excessivo crédito direcionado para compor explicações mais elaboradas a respeito dos juros. A organização do mercado bancário, sua concentração, o grau de inadimplência, os spreads bancários e o múltiplo papel do Estado — da intermediação à organização do sistema financeiro e monetário — são apresentados de maneira inovadora,

conjuntamente, e não como respostas isoladas para a questão central a que este livro pretende responder.

O ponto de partida é o fato estilizado, digamos, de que o Brasil tem ocupado, em diferentes situações e momentos históricos, as primeiras colocações na lista mundial dos juros reais e nominais. Não se aceita como corriqueiro o fato de figurarmos, sob condições e conjunturas as mais diversas, no pódio mundial dos juros.

Não se trata de explicar uma situação específica ou um período isolado — por exemplo, em que elevados índices de inflação justificariam taxas de juros mais apertadas —, na presença de uma autoridade monetária com autonomia para cumprir determinada meta.

A motivação do autor, que acaba nos conquistando, é a inquietação frente a um verdadeiro jabuti acomodado lá na copa da árvore: juros persistentemente estratosféricos, notadamente quando comparados aos praticados no resto do mundo.

No Capítulo 5, o autor dedica-se a explicar as relações teóricas entre o lado fiscal e o lado monetário da economia, para, em seguida, detalhar as contas públicas brasileiras no Capítulo 6. O espaço e a profundidade destinados ao tema fiscal sugerem que esta é uma das raízes principais, sim, das taxas de juros campeãs mundiais. A desarumação quase permanente das contas públicas é uma ferida aberta.

Mas o jabuti é multifacetado, como o conjunto da obra propõe ao leitor. Basta observar que, mesmo nos períodos de geração de superávits primários robustos, de 1999 a 2008, nos governos FHC e Lula, os juros caíram, mas permaneceram em níveis elevados, comparativamente.

Há, neste volume, um esforço de atualização e de organização dos debates teóricos, dentro e fora do país, que subsidiaram as formulações de política monetária após o Plano Real. Por exemplo, no Capítulo 2, Holland resgata o posicionamento do renomado economista André Lara Resende a respeito da ineficácia da taxa de juros como instrumento para controle da inflação. Coteja essas avaliações teórico-empíricas

com as respostas de pares para trazer ao leitor um rico passeio pelo debate nacional sobre as melhores composições de política econômica.

Os registros dessas trocas, a partir da leitura interpretativa do Professor Márcio Holland, fazem-nos lembrar de como a Economia é, de fato, uma ciência cujos profissionais não podem prescindir de humildade. Só assim é possível reconhecer as limitações das intervenções de política econômica e, com sorte, avançar.

O saudoso economista, ex-ministro e professor Antônio Delfim Netto escreveu, na *Folha de S. Paulo*, em 26 de outubro de 2005: “A teoria econômica tem que enfrentar uma ‘natureza’ que se altera (as instituições) e um objeto (o homem) que reflete, reage e se defende das intervenções das políticas econômicas executadas por governos que se supõem a si mesmos como neutros e benevolentes.” E termina o artigo assim: “Só o exercício da ‘boa política’ pode salvar a ‘boa teoria econômica’.”

A consideração do peso do arcabouço político-institucional, das leis, da Constituição — enfim, das regras do jogo formais e informais — sobre o problema do juro alto, na esteira do neoinstitucionalismo econômico — também abordado neste livro —, é inescapável. Lembrar que a Ciência Econômica lida com pessoas e instituições é salutar, sobretudo quando o estudo e o desenvolvimento de modelos matemáticos parecem, por vezes, extrapolar os próprios limites, em que pese a importância das conquistas acadêmicas nessa frente.

Ao longo das próximas páginas, pavimentam-se alguns caminhos para se chegar a níveis civilizados de juros. Mas não por meio de fórmulas prontas, vale dizer.

O leitor não deve esperar receitas de bolo ou regras práticas a serem aplicadas pelos próximos presidentes da República, ministros da Fazenda ou presidentes do Banco Central. Por outro lado, estará munido de elementos fundamentais para a discussão sobre a formulação de política econômica nos próximos anos.

Para ter claro, ao sistematizar as discussões, opiniões, teorias e dados, à luz das especificidades do funcionamento dos mercados e do

Estado brasileiro, o autor colabora para algo essencial nesta quadra da história nacional: a busca de consensos.

Evidentemente, não bastarão as constatações e indicações de caminhos, mas estas serão fundamentais para a construção de uma nova realidade que, espera-se, permita à economia brasileira alçar voos mais ambiciosos, em benefício da coletividade.

Felipe Salto

É economista-chefe da Warren Investimentos, professor de Finanças Públicas no Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa (IDP), membro do Conselho Superior de Economia da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) e membro do Conselho de Altos Estudos em Finanças e Tributação da Associação Comercial de São Paulo (ACSP). Foi secretário da Fazenda e Planejamento do Estado de São Paulo (2022) e o primeiro diretor-executivo da Instituição Fiscal Independente (IFI) do Senado Federal (2016–2022).

Amostra

APRESENTAÇÃO

Poucos temas da economia brasileira atravessaram tantas décadas com tamanha regularidade quanto o das taxas de juros persistentemente elevadas. Desde a estabilização monetária dos anos 1990, o país avançou de forma decisiva no controle da inflação, construiu instituições monetárias modernas, aprimorou instrumentos e instituições de política econômica comparáveis aos das economias avançadas. Ainda assim, os juros reais permaneceram entre os mais altos do mundo, desafiando explicações simplificadoras e soluções de curto prazo.

Este livro parte de uma constatação simples, mas frequentemente negligenciada: o problema dos juros elevados no Brasil não pode ser compreendido como uma falha pontual de política monetária nem como um desvio transitório associado a conjunturas específicas. Trata-se de um fenômeno estrutural, que atravessa diferentes regimes cambiais, arranjos fiscais, orientações políticas e ciclos econômicos. Quando um problema persiste sob condições tão distintas, a hipótese de causas profundas — institucionais e históricas — torna-se incontornável.

A estabilização monetária promovida pelo Plano Real representou uma ruptura fundamental na história econômica do país. Ao derrotar a inflação crônica, o Brasil criou as condições necessárias para o funcionamento de uma economia moderna, baseada em contratos, preços relativos informativos e decisões intertemporais. No entanto,

a estabilização não encerrou todos os desafios. Ao contrário, revelou um conjunto de tensões latentes entre política fiscal, política monetária, sistema financeiro e desenho do Estado, que passaram a se manifestar, de forma recorrente, por meio de juros elevados.

Ao longo das últimas décadas, o debate nacional produziu diagnósticos sofisticados sobre essas tensões. Discutiram-se a fragilidade fiscal, a herança inflacionária, a baixa poupança doméstica, a credibilidade da política monetária, a indexação financeira, a estrutura do sistema bancário e o papel do crédito direcionado. Cada uma dessas explicações contribuiu para iluminar partes relevantes do problema. O desafio, contudo, tem sido integrá-las em uma leitura coerente que vá além de respostas fragmentadas.

A tese central deste livro é que o Brasil se encontra preso a um equilíbrio institucional no qual a política monetária é permanentemente chamada a compensar fragilidades que se originam fora do seu alcance direto. Nesse arranjo, juros elevados não são um acidente nem um excesso ocasional, mas o preço recorrente de um sistema que posterga escolhas difíceis e transfere riscos de forma assimétrica ao longo do tempo.

Essa leitura não nega os avanços institucionais conquistados nem minimiza a importância da política monetária na ancoragem das expectativas inflacionárias. Pelo contrário. Reconhece que a autoridade monetária brasileira operou, muitas vezes, em condições adversas, sendo levada a carregar um fardo que deveria ser compartilhado por outras dimensões da política econômica. Quando o ajuste fiscal é incompleto, quando o orçamento é excessivamente rígido, quando subsídios e indexações distorcem preços relativos e quando o sistema financeiro apresenta mecanismos de transmissão imperfeitos, a taxa de juros acaba se tornando o instrumento residual de acomodação desses desequilíbrios.

O livro procura, portanto, deslocar o foco do debate. Em vez de perguntar apenas qual deveria ser o nível adequado da taxa básica de juros em determinado momento, propõe-se a refletir sobre por que o

país, de forma recorrente, exige juros tão elevados para financiar o Estado, as empresas e as famílias. Essa mudança de perspectiva permite compreender os juros não apenas como variável técnica, mas como um indicador sintético do funcionamento — e das disfunções — do arranjo institucional brasileiro.

Ao longo dos capítulos, o leitor será conduzido de um diagnóstico empírico detalhado a uma discussão conceitual integrada, culminando em reflexões sobre os caminhos possíveis para que o Brasil conviva, de forma duradoura, com taxas de juros compatíveis com investimento de longo prazo e crescimento sustentado. Não se trata de oferecer soluções fáceis nem de apresentar um programa de governo. Trata-se, antes, de qualificar o debate público, reconhecendo que a superação dos juros estruturalmente elevados exige coordenação institucional, reformas persistentes e disposição para enfrentar conflitos distributivos.

Conviver com juros civilizados é, em última instância, parte do esforço mais amplo de completar uma transição iniciada décadas atrás. Uma transição que começou com a estabilização da moeda, mas que ainda demanda o amadurecimento pleno das instituições fiscais, financeiras e políticas capazes de sustentar, no longo prazo, uma economia previsível, funcional e socialmente mais eficiente.