

O juro real, economia e mercados

A alta taxa SELIC brasileira tem sido alvo de ataques ao BC desde que o Governo Lula assumiu a presidência. Os argumentos são frágeis, desde paralelos internacionais que misturam países não comparáveis até o não entendimento de que o Banco Central tem o poder de apenas mexer somente na taxa curta. A autoridade monetária não consegue interferir na taxa longa (onde gira a economia). Afinal, ninguém toma dinheiro emprestado adotando como referência a taxa básica e sim a curva de juros a partir de um ano.

É certo que o IPCA está demorando a cair, mesmo levando em conta as defasagens de política monetária. A atividade e o crédito desaceleram lentamente, mas não o suficiente ainda para empurrar a variação de preços para a meta. Recentemente, na direção contrária, temos visto revisões do PIB para cima.

Fizemos, então, um levantamento dos principais índices econômicos e de mercado para buscar entender o que foi a economia do Brasil, comparada com os EUA, dado o impacto dos juros. Como ponto de partida, usamos agosto/1994, quando da introdução do Plano Real.

O primeiro comparativo foi em relação ao juro real historicamente praticado. Atualmente, há uma gritaria grande ao redor dos 6,5% a.a observados no Brasil, calculado a partir do *swap* de um ano e a expectativa de IPCA de 12 meses. No entanto, nos últimos 29 anos, a média do juro real atingiu espantosos 8,2% a.a. Nível elevado, mas que não impediu que o IPCA médio chegasse a 7,1% a.a médios no período. Portanto, há algo a mais na inflação brasileira que o BC tem enorme dificuldade em combater: uma forte inércia, provavelmente herdada dos tempos de hiperinflação da década de 80 e início da década de 90. Some-se a isso um problema fiscal enraizado na nossa economia. Nossa taxa de juros real alta parece mais estrutural do que conjuntural.

Além disso, há uma clara perda de potência na política monetária no Brasil por conta do excesso de crédito direcionado (40% do total). Essa espécie de “meia entrada” faz com que o restante da economia tenha que conviver com juros mais elevados.

Apesar de não serem diretamente comparáveis, os mesmos números nos EUA chamam a atenção. Diante de uma inflação acumulada de 102% (2,5% a.a médios) entre 1994/2023, o juro real médio praticado foi de apenas 0,8% a.a.

Tal constatação incentiva os críticos a insistirem na pergunta: Por que precisamos ter um juro real médio tão elevado, enquanto nos EUA, a meca do capitalismo mundial, a taxa real histórica foi dez vezes menor? A primeira resposta óbvia é que a nossa inflação no período foi simplesmente três vezes maior. Não há dúvida que 13,75% ao ano representa um nível bem elevado, tal como a inflação que está por trás. Porém, trata-se de uma

desonestidade intelectual que não se faça a seguinte pergunta: A quanto estaria o IPCA corrente e as expectativas do FOCUS, caso a SELIC não estivesse no atual patamar?

O crescimento médio brasileiro desde agosto/94 chega a 2,3% a.a. em média. No mesmo período, o PIB norte-americano andou praticamente igual: 2,5% a.a. Número parecido? Mas, como toda a média, o número seco pode enganar já que, na última década, o PIB do Brasil andou pífios 0,4% a.a. Já o número dos EUA, entre 2011 e 2020, foi de 2,4% a.a. Além disso, cabe lembrar que o PIB norte-americano é 13 vezes maior que o brasileiro, o que torna um crescimento de 2% muito mais difícil de se alcançar. Teoricamente, há mais espaço para incrementos de PIB em países emergentes, com economias menores. Para ilustrar, o PIB mundial subiu 3,5% a.a. em média entre 1994/2023, muito puxado pela China, que avançou 5,5% a.a.

É surreal constatar que quem aplicou no CDI bruto R\$ 1 mil na virada do Plano Real, possuiria na sua conta hoje R\$ 67 mil (desconsiderando taxas). Sob o mesmo critério, o investidor norte-americano que aplicou US\$ 1 mil em um *money market fund*, teria à sua disposição hoje US\$ 2,5 mil. Já o comprador do Ibovespa chegaria a R\$ 18 mil. A diferença é brutal. No Brasil, hoje, do total da indústria de fundos, não é à toa que apenas 7% estão alocados em produtos de renda variável. Nos EUA, tal proporção passa de 50%. Com isso, o S&P500, desde 1994, subiu 665%; já o Ibovespa, em dólar, andou apenas 217%.

Nossos avós nos ensinaram que o dólar é um “porto seguro” e um ótimo investimento. No Brasil, a alta taxa de juros ajuda a desmentir essa máxima. Quem investiu em CDI desde 1994 conseguiu o retorno bruto de IPCA + 8,2% a.a. Já quem apostou no dólar chegou a apenas IPCA - 0,8% a.a. (rentabilidade negativa em relação à inflação). Péssima escolha. Olhando para frente, o que dizer de um país com alto juro real estrutural, reservas de US\$ 350 bilhões e déficit em transações correntes de 2,7% do PIB conjugado a um investimento externo direto que corresponde a 4,6% do mesmo PIB? Não é à toa que toda a vez que o dólar se aproxima de R\$ 5,50/US\$, como em um movimento gravitacional, ele perde valor.

Nossa taxa de juros elevada não é causa e sim consequência de um país desajustado. As consequências nos investimentos e na economia real são visíveis nas estatísticas. O juro real alto parece mais relativo às idiossincrasias brasileiras de longo prazo (fiscal + inércia) do que por questões restritas ao ano específico de 2023. Trata-se de um ciclo vicioso muito pesado, que não se conserta com voluntarismos e bravatas.

Alexandre Póvoa

Estrategista da Meta Asset Management

Autor dos livros: *Valuation, Como Precificar Ações e Mundo Financeiro, o Olhar de um Gestor*

alexandre.povoa@metaam.com.br