

Opinião

O Efeito Fisher e a inflação no Brasil

Rodrigo Zeidan



A taxa de juros nominal é igual à taxa de juros real mais a inflação esperada. Um aumento nas expectativas sobre a inflação significa, via de regra, a necessidade de aumento na taxa de juros nominal, representada pela Selic no Brasil. Isso independe da causa da inflação, se é de demanda ou de custos. Na verdade, ocorre o Efeito Fisher, que leva o nome do economista Irving Fisher (1867-1947), segundo o qual a taxa de juros nominal deve mudar em função de mudanças na taxa de juros real ou das expectativas de inflação.

O Efeito Fisher é ensinado em qualquer curso de graduação em economia, mas parece que nos esqueçamos disso no Brasil. Ele integra o pacote básico de modelos macroeconômicos que alimentam as decisões dos Bancos Centrais no mundo. Não é difícil, portanto, entender por que a Selic tem tido aumentos sucessivos nas últimas reuniões do Copom. As expectativas de inflação se deterioraram e, com isso, a taxa de juros nominal tem de ser aumentada.

Não o fazer seria plantar, como há dois anos, mais inflação, por força de uma taxa de juros nominal menor do que a relação indicada pelos juros reais pagos no Brasil e a inflação esperada.

O gráfico mostra o comportamento dos juros reais no Brasil entre 2002 e 2015, com base nos relatórios de mercado Focus, publicados pelo Banco Central, com expectativas dos agentes de mercado que revelam dados sobre inflação e taxa de juros para o final do ano e o ano seguinte. Por exemplo, o relatório do final de maio de 2015 traz informações sobre as expectativas sobre o IPCA e a Selic para o fim de 2015 e de 2016. A diferença entre as expectativas para a trajetória da Selic e do IPCA é uma aproximação do que o mercado espera que seja o nível de juros reais no Brasil em um período de dois anos.

O gráfico nos leva a três conclusões principais: 1 - No período de 2002 a 2007, a taxa de juros

real do Brasil caiu de um patamar médio de 9% para 6% ao ano. 2 - de 2008 a 2015, a tendência da taxa de juros real no Brasil se manteve em cerca de 6% ao ano, à exceção de, 3 - no final de 2012 e 2013, quando o governo tentou forçar a Selic a patamares artificialmente baixos e o mercado ajustou suas expectativas de juros reais. É possível pensar que se tivéssemos criado as condições fiscais para manter essas expectativas baixas à época, o resultado hoje fosse uma Selic de um dígito. Pelo contrário, a política monetária expansionista, somada à frouxidão fiscal, levou o governo a plantar as sementes de um processo inflacionário que estamos colhendo agora.

É importante ressaltar que a taxa de juros real não se alterou do final de 2014 até o último relatório Focus de maio de 2015, tanto para o final deste ano quanto para 2016. A única alteração foi nas expectativas de inflação, que saíram

de 6,4% em janeiro para 8,4% hoje. Esta é a principal explicação para os aumentos recentes da Selic, que seguiu quase linearmente a deterioração das expectativas de inflação. Para a redução sustentável dos juros no Brasil, é fundamental atacar a formação das expectativas sobre os juros reais (além da inflação) e não focar somente na taxa de juros nominal.

Adiar o ajuste significa manter o país como o campeão da taxa de juros nominal, com seus efeitos perversos

A pergunta correta que devemos nos fazer não é por que a Selic é uma das taxas de juros mais altas do mundo, mas sim: por que os juros reais no Brasil estão entre os maiores do mundo? É justamente este processo de formação de juros reais que a redução do déficit, capitaneada por Joaquim Levy, tenta atacar.

O Brasil conseguiu reduzir os juros reais de 9% a 6% no período de ouro do governo Lula e, agora, é preciso reduzir, de forma sustentável, esse patamar para cerca de 3% ao ano, para que possamos reduzir a Selic futura independentemente do nível de inflação. Enquanto não o fizermos, teremos de lidar com aumentos da Selic para controlar processos inflacionários e pagar um alto custo por isso, devido ao excesso de juros que solapa ainda mais as contas públicas.

Tentar essa redução "na caneca", como em 2012 e 2013, só ajuda a semear as expectativas de maiores processos inflacionários futuros. A taxa de juros no Brasil é alta não por causa da inflação, mas pelo altíssimo nível de juros reais. É esse custo de captação real pelo Estado, até em títulos de mais de 20 anos, que transforma a nossa dívida pública, que, como proporção do PIB é muito menor do que na maioria dos países, em uma das mais onerosas do mundo.

O setor agrícola é o único com resultados positivos recentes na contribuição do PIB do Brasil. Neste país, em se plantando, tudo dá. Até inflação. As expectativas para 2016 são de uma inflação menor e, também, de uma Selic menor. Quanto mais rápido ajustarmos de forma sustentável as contas públicas, maior a velocidade da queda dos juros reais.

Nosso problema não é só semear inflação, mas também lidar com a formação da taxa de juros real no Brasil — afinal, por que um título de longo prazo no Brasil paga 6% ao ano mais inflação enquanto em países desenvolvidos essa taxa gira em torno de 1%? Diminuir esse fosto é determinante para pavimentar o caminho do desenvolvimento de longo prazo no Brasil. Adiar o ajuste significa manter o país como o campeão da taxa de juros nominal, com todos os seus efeitos perversos sobre a economia.

Rodrigo Zeidan é professor de economia e finanças da Fundação Dom Cabral e NYU Shanghai.

Frase do dia

"A probabilidade hoje de o país perder o grau de investimento no ano que vem é de 50%".

De Daniel Tenengauzer, chefe de estratégia de emergentes e de estratégia global de moedas do RBC Capital Market, ao notar que o resultado fiscal continua piorando e o BC segue aumentando os juros

Cartas de Leitores

Dívida bruta

Enquanto nossa dívida bruta atinge patamares históricos (62,5% do PIB), os poderes da República parecem ignorar solenemente os riscos que incorremos. A situação crítica da Grécia parece não sensibilizar os responsáveis pelo poder, daí que o Executivo continua com sua estrutura paquidérmica, sem sequer cogitar da necessária e óbvia redução de ministérios e a consequente redução de despesas; o Legislativo segue aprovando gastos sem ter as necessárias contrapartidas das receitas e o Judiciário é o poder mais privilegiado, com os melhores salários médios.

Examinando o quadro exibido na matéria do Valor de ontem, na página A3, sob o título "Dívida crescente eleva risco para nota de crédito", parece que seguimos de forma irresponsável o caminho do precipício.

Dirceu Luiz Natal

dirluna@gmail.com

9%

Enquanto a presidente Dilma viaja pelos EUA com um grande séquito, como se o país estivesse na melhor das maravilhas, sua aprovação cai mais um ponto, chegando a 9%. E um dos principais motivos apontados para isso foi a economia.

Beatriz Campos

beatriz.campos@uol.com.br

A popularidade da presidente, segundo as pesquisas divulgadas ontem, está abaixo do índice de inflação, que já vai celerar rumo aos 9,5%.

Claudio Juchem

cjuchem@gmail.com

Grécia

A Europa e os grandes banqueiros, especuladores e rentistas internacionais estão dando as costas para a Grécia e jogando o país num abismo econômico, com terríveis consequências para o povo grego e até mesmo para a economia mundial.

Mais uma vez, vemos os interesses mesquinhos do grande capital prevalecer sobre princípios e valores humanos. Vivemos em um mundo cada vez mais injusto e desigual. Nossa solidariedade e apoio à bela Grécia — berço da civilização ocidental, com cultura, arte e beleza — e ao povo grego.

Renato Khair

renato.khair@uol.com.br

Embora pareça muito distante de nós, a crise grega está inserida dentro da uma realidade econômica global que vem se complicando de 2007 para cá. A receita neoliberal globalizada quer agora impor à Grécia já e nossa velha conhecida de éras passadas. As avaliações contra tal receita, que fazem dos renomados economistas ganhadores do Prêmio Nobel, Joseph Stiglitz e Paul Krugman, devem merecer nossa atenta reflexão para que não venhamos a cometer desastros em nossa já frágil economia, nestes tempos de crise.

José Nobre de Almeida

josedalmeida@globom.com

Correspondências para Av. Francisco Matarazzo, 1.500 - Torre New York - CEP 05001-100 - Águas Brancas - SP ou para cartas@valor.com.br, com nome, endereço e telefone. Os textos poderão ser editados.

Maioria já pôs nos preços os efeitos de um aumento gradual dos juros. Por **Laura Tyson**

O futuro dos mercados emergentes

Durante o ano passado, o ambiente econômico mundial mudou significativamente e inesperadamente. Os preços de energia e commodities despencaram. O crescimento na China (que representa cerca de 40% do crescimento mundial) caiu para seu nível mais baixo desde 1996, apesar de suas bolsas de valores terem apresentado altas insustentáveis. Os EUA e a União Europeia apertaram as sanções econômicas contra a Rússia em resposta a suas incursões na Ucrânia, o que evidenciou os riscos geopolíticos associados a investimentos internacionais. E tem havido grandes oscilações nas taxas de câmbio, alimentadas por mudanças efetivas, ou, no caso de Fed (Federal Reserve, banco central dos EUA), previstas, em política monetária.

Essas mudanças rápidas geraram preocupações nos mercados financeiros mundiais e assustaram os investidores, reduzindo seu apetite por risco — uma atitude cautelosa que vem se refletindo nos mercados emergentes. Os investidores ficaram em compasso de espera e a índice MSCI que acompanha os retornos proporcionados por ações dos mercados emergentes estagnou.

Durante o segundo semestre do ano passado, as 15 maiores economias emergentes sofreram as maiores saídas de capital desde a crise de 2008. E as reservas cambiais mundiais de países emergentes caíram pela primeira vez desde 1994, quando iniciaram uma íngreme ascensão, uma característica definidora da economia mundial nas últimas duas décadas.

Um importante fator determinante do fraco desempenho dos investimentos nos mercados emergentes é a expectativa de que o Fed vá começar a elevar as taxas de juro e a normalizar a política monetária no fim deste ano. Em recente discurso, a presidente do Fed, Janet Yellen, confirmou que essas medidas serão "apropriadas" caso a economia continue a melhorar, afirmando que "adiar medidas de aperto da política monetária até que o emprego e a inflação já estejam de volta às nossas metas criaria riscos de sobreaquecer a economia".

As expectativas de uma elevação dos juros restringiram os flu-



Ao navegar as águas incertas dos mercados emergentes nos próximos anos, os investidores mundiais precisam lembrar que, para China e Índia, a onda de industrialização e urbanização e os ganhos de produtividade associados estão longe de acabar

xos para os mercados emergentes desde 2013, quando o Fed provocou o que veio a ser chamado de "chillique" [em face da redução gradual do alívio quantitativo], ao anunciar que provavelmente reduziria seu programa de compra de títulos. O alarme resultante perturbou os mercados financeiros americanos e repercutiu internacionalmente.

Felizmente, o pior do "chillique" revelou-se temporário. Mas a experiência levanta questões sobre os efeitos de futuras iniciativas do Fed. Stanley Fischer, vice-presidente do Fed, disse, recentemente, acreditar que o aumento previsto para os juros do Fed no fim deste ano "revele-se administrável" para as economias emergentes. Mas declínios acentuados repentinos no fluxo de capitais estrangeiros, desencadeados por decisões do Fed, poderão exacerbar as dificuldades que até mesmo as economias asiáticas estão enfrentando, à medida que uma demanda anêmica em seus mercados importadores faz o crescimento esfriar.

O Fed empobrecerá para deixar bem claras suas intenções, estratégias e o momento de implementação de suas políticas, para assegurar que os investidores não sejam surpreendidos. Em anos recentes, os ativos de economias de merca-

dos emergentes — especialmente moedas — depreciaram-se entre 5% e 50% em relação ao dólar, refletindo tanto desequilíbrios externos como as condições macroeconômicas em países individuais. Existe uma percepção generalizada segundo a qual a maioria dos mercados emergentes já "precificou" os efeitos de um aumento gradual das taxas de juro. Mas isso não significa que esses efeitos se serão insignificantes.

À medida que os investidores tomaram-se mais cautelosos, ficaram também mais seletivos.

Muitos dos países com melhor desempenho econômico estão na Ásia — a única região onde várias economias cresceram 5% ou mais durante pelo menos quatro décadas. Ao longo do ano passado, o índice MSCI para a Ásia subiu 10%, ao mesmo tempo em que caiu cerca de 14% para os mercados emergentes e de fronteira e 21% para os mercados emergentes na América Latina. As duas maiores economias emergentes na Ásia oferecem razões para otimismo cauteloso.

A China não está isenta de riscos. A recente alta dos mercados acionários está largamente divorciada dos fundamentos e está sendo puxada por compras especulativas financiadas por endividamento. A perspectiva para os lucros empresariais continua fra-

ca; e oferta de ações no país é crescente e as cotações estão superaquecidas. Até 10% da capitalização no mercado acionário chinês é financiado por crédito — cinco vezes a média das economias desenvolvidas.

Mas a China também dispõe de substancial margem de manobra em suas políticas monetária e fiscal para conter as consequências adversas de seu acúmulo de endividamento, boom imobiliário, e exuberante irracionalidade em seu mercado de ações, simultaneamente prosseguindo com reformas estruturais ousadas em sua economia e seus mercados de capital. A taxa de crescimento chinesa pode ter caído de uma média de 10% durante três décadas para um mínimo de 7% em 25 anos, mas esse esfriamento foi em grande parte resultado de políticas visando reduzir o investimento fixo e deslocar o foco da economia da indústria para serviços. O emprego continua vigoroso e a classe média está crescendo rapidamente.

Enquanto isso, na Índia, a implementação da ambiciosa agenda de reformas do primeiro-ministro Narendra Modi avança lentamente. Mas a inflação está em queda; a situação fiscal melhorou e a economia beneficiou-se do barateamento do petróleo e das commodities. Um crescimento de 6% a 7% parece viável, e Modi continua a ser um líder reformista popular cujas políticas estão atraído o apoio de investidores nacionais.

Ao navegar as águas incertas dos mercados emergentes nos próximos anos, os investidores mundiais precisam lembrar que, para essas economias, a onda de industrialização e urbanização e os ganhos de produtividade associados estão longe de acabar. Com suas populações e produtividade em rápido crescimento, eles vão desfrutar de uma vantagem de crescimento em relação às economias desenvolvidas por algum tempo futuro. (Tradução de Sergio Blum).

Laura Tyson é presidente do Conselho de Assessoria Econômica do presidente dos EUA, é professora na Haas School of Business, na Universidade da Califórnia, em Berkeley. Copyright: Project Syndicate, 2015.

www.project-syndicate.org