

Selic mais alta com atividade mais forte

Sumário Executivo¹

- A atividade econômica tem surpreendido positivamente com revisões sucessivas no crescimento do PIB. Modelo para PIB projeta crescimento de 2,4% para 2024
- Estimativas de inflação estão próximas ao Focus, mas as de juros bem mais altas. Regra de Taylor projeta 10% no final de 2024 e 9,5% no longo prazo
- Projeções dos juros reais de equilíbrio estão entre 4,3% e 4,5% dependendo do cenário dos juros americanos de longo prazo.
- As despesas do governo federal apresentaram um aumento de 12,9% em termos reais em 2023 e mercado vê com grande ceticismo a zeragem do déficit em 2024
- Sem reformulação da estrutura do gasto público, a revisão das metas e volatilidade devido ao risco fiscal serão fenômenos corriqueiros.
- O anúncio do plano de financiamento do Tesouro Americano nesta quarta-feira pode afetar prêmio de risco e execução da política monetária.

O MacroTrends é um documento elaborado pelo grupo de pesquisadores do MacroLab vinculado a Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. O documento terá periodicidade trimestral e trará um resumo dos principais resultados dos modelos desenvolvidos e uma análise da conjuntura econômica com foco em Brasil.

O MacroLab surgiu da unificação dos CEMAP e do Centro Macro-Brasil dentro da EESP para incentivar a realização de pesquisa em Macroeconomia Aplicada e a discussão de questões de política macroeconômica, com foco principal na economia brasileira. Ativamente, busca ser uma ponte entre a academia, o setor privado, o mercado financeiro e os formuladores de política econômica. O MacroLab orienta suas atividades pelo uso de modelagem rigorosa e pela utilização criteriosa de métodos quantitativos.

¹Este documento foi elaborado por Emerson Marçal, Clemens Nunes, Marcelo Fonseca e Marcelo Kfoury Muinhos. As opiniões e análises aqui apresentadas são exclusivas dos autores e não representam necessariamente as da Fundação Getulio Vargas

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

Atividade Econômica

A atividade econômica tem surpreendido positivamente com revisões sucessivas no crescimento do PIB. A primeira expectativa de crescimento para 2024 no Focus era de 1,6% em janeiro e o mesmo dado no fim de abril já está em 2,02%. A probabilidade de voltar a ser PIB trimestral positivo depois de dois trimestres de estabilidade é bem alta. Os dados correntes corroboram essa melhora de projeção. O IBC-BR, que é uma *proxy* mensal do PIB, teve crescimento de 0,4% em fevereiro e traz um *carry over* de 1,3% para o primeiro trimestre. As estimativas feitas pelo modelo CEMAP de PIB apontam para um crescimento maior 2,4%, ou seja, um cenário mais positiva para a atividade econômica nesse ano.

A média móvel de 3 meses das vendas ao varejo ampliadas está 5% acima do mesmo período no ano passado, conforme pode ser observado no gráfico abaixo. Apenas a produção industrial teve resultado decepcionante, com queda nos últimos dois meses, mas a produção de bens de capital sinaliza investimento no terreno positivo no primeiro trimestre do ano.

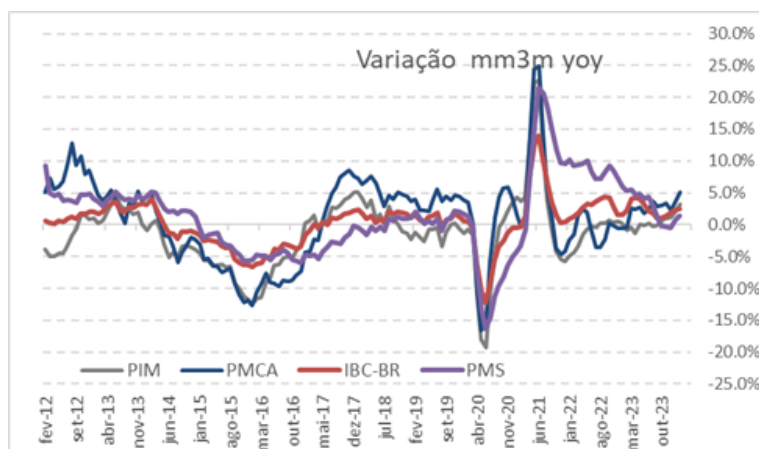


Figura 1: Cenários

O mercado de trabalho após alguns meses de relativa estabilidade voltou a se aquecer. A taxa de desemprego, que apresentou uma média de 7,8% no segundo semestre de 2023, apresentou queda em fevereiro para 7,6% da série com ajuste sazonal. Importante salientar que o desemprego se encontra 2 p.p. mais baixo do que a média histórica e mais de 4 p.p. abaixo do que no período pré pandemia. Esse mercado de trabalho tão aquecido para os padrões brasileiros dificulta a queda mais rápida da inflação, principalmente a inflação de serviços, dificultando a convergência às metas de inflação.

Inflação e Política Monetária

A inflação de março foi de 0,16% acumulando 3,93% em 12 meses terminados em março. O modelo do Cemap previa 0,15% na primeira vintage logo após o anúncio do IPCA de fevereiro. Conforme pode ser verificado no gráfico abaixo, o desempenho do modelo tem sido sistematicamente melhor do que a mediana do Focus. A previsão da inflação de abril pelo mesmo modelo e vintage é de 0,25%. Já para a inflação anual a previsão do modelo do Cemap totaliza 3,87% em 2024. Os resultados atualizados do *backtest* para o modelo do CEMAP são apresentados na Figura 2. Desde de 2016, o modelo vem apresentando desempenho melhor que a mediana do Focus.

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

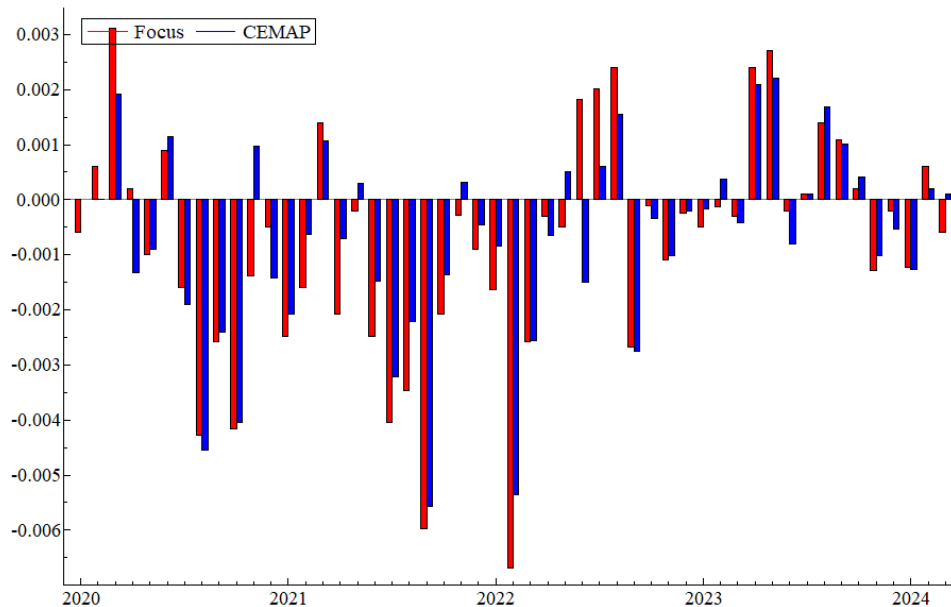


Figura 2: Backtest CEMAP versus Focus

As projeções do modelo de três equações, que apresenta uma regra de Taylor como caminho para os juros, são reportadas na tabela abaixo. A inflação de 2024 fica ao redor de 3,8% acima da prevista pelo Banco Central e praticamente igual ao Focus. Para 2025, a inflação fica em 3,27% próxima ao valor esperado pelo Banco Central e um pouco abaixo do Focus. No gráfico é projetada o *swap Pre-DI* ao invés da Selic, pois essa é a variável que tem aderência ao se estimar a regra de Taylor. Os juros ficam bem mais altos do que está sendo projetado pelo Focus. Não só o final de 2024 está mais alto (10,38% contra 9,5%) mas também os juros de longo prazo (9,70% contra 8,50% em 2027). Na tabela abaixo também é possível verificar o hiato do produto. O nível atual dessa variável é de -0,70% e no longo prazo se estabiliza em -1,4% no território contracionista, mostrando que os juros se estabilizaram

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

num patamar alto, porém nem a inflação vai para a meta bem como o hiato não vai para zero.

Data	FX	Swap	Inflação	Hiato de Produto
mar-24	4.99	9.64	3.96	-0.70
jun-24	5.27	10.16	3.97	-0.89
set-24	5.27	10.33	3.78	-0.93
dez-24	5.25	10.38	3.84	-1.05
mar-25	5.25	10.30	3.58	-1.24
jun-25	5.24	10.18	3.43	-1.30
set-25	5.24	10.03	3.29	-1.39
dez-25	5.24	9.90	3.27	-1.38
mar-26	5.24	9.79	3.26	-1.37
jun-26	5.24	9.72	3.26	-1.35
set-26	5.24	9.70	3.26	-1.33
dez-26	5.24	9.69	3.34	-1.31
mar-27	5.24	9.81	3.47	-0.51
jun-27	5.23	9.92	3.39	-0.60
set-27	5.24	9.83	3.47	-1.64
dez-27	5.24	9.70	3.38	-1.58
mar-28	5.24	9.58	3.28	-1.53
jun-28	5.25	9.53	3.28	-1.48
set-28	5.25	9.46	3.29	-1.43
dez-28	5.25	9.45	3.42	-1.39

Tabela 1: Cenários das principais variáveis Macro

O modelo cujos resultados se encontram na tabela acima apresentam mais do que 3 equações, pois há uma estimação para a expectativa de inflação. Interessante observar que os resultados desse modelo em termos de projeção das expectativas são bastante parecidos com as expectativas de inflação do Focus, ficando ao redor de 3,5% no horizonte de projeção. Essas estimações das expectativas são a chave para a inflação não convergir para a meta de 3%. A principal razão apontada pelos especialistas de política monetária para a não conversão são as incertezas associadas à substituição do presidente do Banco Central no final do ano.

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

Outro modelo apresentado nesse relatório é o de juros de equilíbrio. Entre as variáveis que afetam os juros de equilíbrio no Brasil estão os juros reais de equilíbrio americano. Atualizamos as estimativas de juros de equilíbrio brasileiro do artigo publicado por Kfoury, Fonseca e Schulz na RBFIn link aqui ². Encontrou-se um valor médio de 4,3% quando se estima os juros de equilíbrio nos Estados Unidos indo para a média histórica, um pouco acima de 1%. O gráfico abaixo mostra os quinze modelos usados na estimação. Essas estimativas estão bem próximas do resultado do próprio Banco Central, publicadas no Relatório de Inflação de junho de 2023. Quando se simula os juros reais americanos em 2027 mais próximos de 2%, os juros de equilíbrio no Brasil sobem para 4,5%.

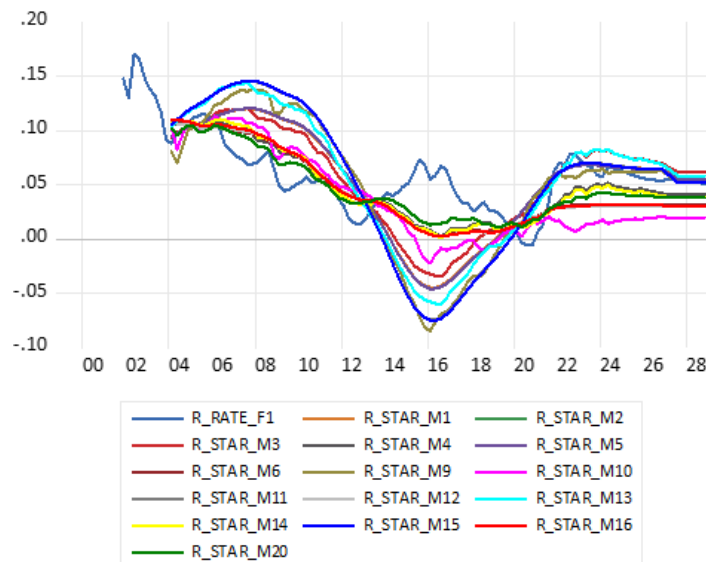


Figura 3: Cenários para Juros de Equilíbrio

²"Equilibrium real interest rates in Brazil: Convergence at last, but not quite", RBFIn, 20(1), 2022.

Política Fiscal

O resultado primário do setor público consolidado registrou no ano passado um déficit de R\$ 249,1 bilhões (2,3% do PIB) – o segundo pior da série histórica – mostrando uma forte reversão em relação ao superávit de R\$ 126,0 bilhões (1,25% do PIB) observado em 2022. Essa forte deterioração é resultado de duas alterações relevantes no regime fiscal implementadas na passagem de 2022 para 2023. A primeira delas foi a aprovação da Proposta de Emenda Constitucional 126, que autorizou elevação nos gastos públicos federais em aproximadamente R\$ 175 bilhões. A outra foi a revogação da Emenda Constitucional 95, que instituiu o teto de gastos, e a introdução do novo arcabouço fiscal. Como resultado, as despesas do governo federal apresentaram um aumento de 12,9% em termos reais em 2023.

Com o objetivo de cumprir as metas fiscais estabelecidas com a aprovação no novo arcabouço, o governo vem conduzindo uma série de medidas de elevação da arrecadação. O relativo sucesso na aprovação dessas medidas – estima-se um impacto positivo ao redor de R\$ 70 bilhões no orçamento federal de 2024 com as novas receitas – não foi capaz de reverter o ceticismo dos participantes de mercado com relação à trajetória das contas públicas ao longo dos próximos anos. Recentemente, o risco fiscal voltou a ser tema central dos mercados domésticos, com a inesperada, ainda que não surpreendente, decisão do governo de reduzir as metas fiscais para todos os anos do mandato atual. Para 2025 e 2026, as metas foram rebaixadas em 0,5 p.p. do PIB indo para zero no próximo ano, ao passo que para 2026 o governo agora promete alcançar um superávit de apenas 0,25% do PIB.

A decisão reflete as claras limitações na estratégia de ajuste das contas públicas exclusivamente por meio do aumento da arrecadação. Além disso, tornam-se evidentes as fragilidades do novo arcabouço fiscal de disciplinar a expansão dos gastos públicos. De maneira diametralmente oposta ao antigo teto de gastos, o novo regime fiscal prevê um piso para o crescimento das despesas – equivalente a 70% do crescimento da arrecadação, limitado entre 0,6% e 2,5% a.a. Diversas salvaguardas e regras de observação existentes anteriormente foram eliminadas, a principal

delas sendo a possibilidade de responsabilização pessoal do administrador público em caso do não cumprimento das metas estabelecidas. Dessa forma, retomou-se a velha prática do governo de encaminhar orçamentos ao congresso subestimando-se despesas e superestimando-se receitas. Por fim, iniciativas como a de conceder aumentos reais para o salário-mínimo (com efeitos diretos sobre gastos como previdência social e programas sociais) ou de reindexar as despesas com saúde e educação às receitas reduzem comprimem os gastos discricionários e diminuem a margem de manobra do governo para efetuar os ajustes no orçamento necessários para o cumprimento das metas.

Diante desse quadro, restou ao governo dobrar-se à realidade e aceitar uma dinâmica fiscal mais adversa. Enquanto não houver coragem institucional de se reformular a estrutura do gasto público, a revisão das metas será um ato corriqueiro, e episódios de volatilidade nos mercados diante do risco fiscal cada vez mais frequentes. O resultado, como sabemos, são inflação e juros mais altos e menor crescimento econômico.

Economia Internacional

O anúncio do plano de financiamento pelo Tesouro americano, na quarta-feira, pode afetar os prêmios de risco dos ativos financeiros, a condução da política monetária e as condições financeiras (liquidez) na economia. O crescimento do déficit público dos EUA na pandemia e sua manutenção em níveis elevados, estimado pelo CBO entre 5,6 e 6% do PIB entre 2024 e 2026, implica num aumento relevante das emissões de *Treasuries* para financiamento do gasto público. Este aumento pode produzir impactos relevantes nas 3 variáveis citadas acima.

Não obstante, tão relevante quanto a quantidade líquida de títulos a ser emitida, é a composição desta. Diferentes escolhas de mix entre títulos de curto prazo e longo prazo impactam estas três variáveis de forma distinta. Aqui, títulos de curto prazo (*bills*) são caracterizados como aqueles com maturidade até um ano. Sendo os demais considerados títulos de longo prazo (*cupons*). O Tesouro americano é o responsável por esta decisão e considera diversos aspectos em sua definição: o custo de financiamento, dado pela curva de juros; demanda prospectiva de

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

mercado; o calendário de vencimentos e as implicações sobre as três variáveis acima mencionadas.

Conforme o gráfico a seguir, o comportamento do Tesouro reflete uma política de adotar as emissões de curto prazo (bills) para ajustar-se a choques temporários na economia e financiar o déficit ciclicamente ajustado com cupons, especificamente entre dois e dez anos. No entanto, 2023 marca uma importante mudança. Apesar da inversão da curva de juros, o Tesouro optou por financiar 77% do total emitido em títulos de curto prazo. Isto provocou importantes mudanças nas variáveis acima mencionadas. Adicionalmente, explora condições favoráveis de financiamento, quando as taxas de juros estão excepcionalmente baixas, para alongar a maturidade dos seus títulos.

Particularmente, a queda na taxa de juros de 10 anos e o afrouxamento das condições financeiras na economia. Por efeito de portfólio, ao reduzir a oferta de títulos de 10 anos, reduz-se a *duration* disponível aos agentes. Em resposta, os agentes ajustam seu portfólio para manter sua exposição ao risco, aumentando a demanda por ativos de maior risco. Conforme pode ser observado pelo seu desempenho desde o 3T de 2023.

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

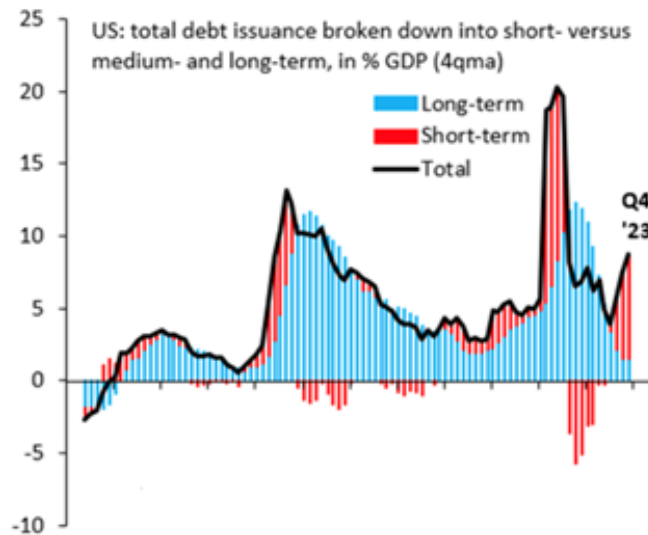


Figura 4: Composição da Dívida americana

Considerando as condições da economia e as discussões do Fed para reduzir o ritmo do QT, o que podemos esperar sobre a composição do financiamento para o restante do ano? Em março, um comitê consultivo formado por agentes de mercado, membros do Fed e do Treasury (TBAC) reuniu-se para discutir as opções de financiamento para o restante do ano. Mantidas as previsões de necessidade de financiamento do orçamento, o Comitê antecipa que o aumento da emissão de cupons, realizado em fevereiro, foi suficiente para atender a demanda de mercado e que a redução do QT pode ser atendida com a oferta de *bills*. Esta visão favorece uma postura mais *dovish* nas taxas de juros de médio prazo, porém condicionada a manutenção de números favoráveis de inflação.