

01/08/2024 10:45:06 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: O MERCADO DE TRABALHO E AS POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA



Em economia vale o ditado que o cobertor é curto, o que significa que, se uma coisa está muito bem, pode afetar negativamente outras, ou se a gente cobre a cabeça com o cobertor curto, os pés ficam de fora. O que está se destacando positivamente atualmente é o mercado de trabalho, que está no melhor momento desde 2014, mas isso tem efeitos colaterais na inflação. Para controlar esse aquecimento do emprego, dispomos das políticas fiscais e monetárias. Porém estamos verificando que a política fiscal está com o pé forte no acelerador com expressivo aumento nos gastos públicos. Sobra a política monetária para suavizar o ciclo, que já está apertada atualmente, mas sem ajuda do fiscal terá de eventualmente ser ainda mais contracionista. A dúvida que está afetando os preços dos ativos é se no próximo ano, com a troca do comando do BCB, a política monetária deixará de ser autônoma e mais leniente com a inflação.

Com relação à política fiscal, foi divulgada na segunda-feira (29/07) os dados referentes a junho e o déficit público contabilizou R\$ 40 bilhões, com o acumulado em 12 meses em 2,4%. As despesas estão crescendo de maneira significativa devido principalmente à ampliação do déficit da Previdência, que

01/Ago/2024 10:47

tem as despesas muito sensíveis à política de valorização do salário-mínimo. Nos primeiros seis meses do ano, em termos reais, as despesas subiram 10,6% em relação ao mesmo período do ano anterior. As projeções para o resultado do ano não estão ainda piores devido ao fato de a arrecadação estar crescendo de forma acentuada (receita cresceu 5,8% em junho em relação ao mesmo mês do ano passado). O que torna a percepção da situação fiscal mais aguda é a falta de vontade política em controlar o aumento dos gastos de forma sustentada. Para os próximos anos é impossível conseguir manter o ritmo de aumento das receitas em linha com o crescimento vegetativo dos gastos devido aos pisos constitucionais e à nova política do salário-mínimo. Com isso, a dívida bruta segue em firme trajetória de elevação, partindo de 71,4% do PIB em janeiro de 2023 e atingindo 77,8% em junho deste ano.

Em relação à política monetária, ainda não houve sinalização clara do Banco Central de subir os juros nas próximas reuniões, mas o comunicado do Copom de ontem (31/07) veio um pouco mais hawkish com a inclusão dos termos "acompanhamento vigilante e maior cautela". Abaixo algumas considerações trazidas no comunicado da reunião do Copom de ontem:

- Em relação à situação externa, o Copom ainda considera o ambiente adverso, mesmo com as maiores chances de se iniciar a flexibilização da política monetária nos Estados Unidos em setembro;
- Em relação ao cenário doméstico, o Copom manteve o diagnóstico que o conjunto dos indicadores de atividade econômica e do mercado de trabalho segue apresentando

dinamismo maior do que o esperado;

- A desinflação do IPCA tem arrefecido e a desancoragem das expectativas de inflação tem permanecido por período mais prolongado;

- Percepção dos agentes sobre o cenário fiscal tem impactado o preço dos ativos e a depreciação do câmbio sendo vista como permanente contamina as expectativas de inflação.

Em resumo, o comunicado salientou que o cenário global incerto, resiliência da atividade, elevação das projeções e as expectativas desancoradas demandam acompanhamento diligente e maior cautela da autoridade monetária. O Comitê reitera mais uma vez que se manterá vigilante e relembra que eventuais ajustes futuros na taxa de juros serão ditados pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta.

O regime de metas para a inflação necessita uma consistência entre as projeções de inflação e as metas para a inflação. Se há uma convergência das projeções para a meta, há espaço para flexibilizar a política monetária, em caso contrário, quando as projeções estão se afastando da meta, a receita é apertar a política monetária. Os mais importantes inputs para a projeção de inflação são o hiato do produto, o câmbio e a expectativa de inflação.

O hiato do produto está muito correlacionado com o desemprego, que em maio atingiu o nível de 7,0% na série com ajuste sazonal, bem próximo do mínimo histórico de 6,7% de 2014. O emprego está crescendo cerca de 3% e os salários, 5,4%, o que pressiona a

inflação de serviços. A massa salarial cresceu 8,5% em 12 meses, impulsionada pelas transferências do governo e sustentando o crescimento do consumo das famílias. Esse mercado de trabalho apertado desperta alertas sobre o hiato do produto. De acordo com as previsões do Banco Central, esse indicador estava na última medida em -0,6% em linha com as minhas estimações que estão ao redor de zero.

Já o câmbio tem se desvalorizado por várias razões, entre elas a falta de clareza sobre a política fiscal e a preocupação com a indicação do futuro presidente do Banco Central tendo em vista os recentes ataques do presidente Luiz Inácio Lula da Silva ao presidente do BCB. No acumulado do ano, o real foi a moeda que mais se desvalorizou (14%), entre os países emergentes, acima até da lira turca e do peso argentino. Só para efeito de comparação, o peso colombiano desvalorizou 8% e chileno 7%. Há também uma questão técnica de desmonte de posições de carry-trade, que também está afetando o peso mexicano, que desvalorizou cerca de 9%.

As expectativas de inflação estão se afastando progressivamente das metas. Na última reunião do Copom a expectativa para 2024 estava em 4% e a de 2025 em 3,8%, havendo ligeira piora na margem para 4,1% e 3,96%, respectivamente. A inflação corrente tem vindo razoavelmente comportada com o número de junho surpreendendo do lado baixista, mas o acumulado de 12 meses vem subindo desde abril passando de 3,69% para 4,23% (4,44% com o IPCA-15 de julho). Além disso, a inflação de serviços subjacentes, mais sensíveis ao mercado de trabalho, no IPCA-15 de julho subiu para 0,58%, ficando em 4,9% na variação anual.

As projeções do Copom são as mais relevantes para definir os próximos passos da política monetária. As projeções de inflação divulgadas ontem (31/07) pelo Copom estão 4,2% em 2024. Para 2025, as projeções do BCB aumentaram de 3,4% na reunião anterior para 3,6%, ficando mais longe da meta de inflação (3%). Utilizando o Focus para projetar a expectativa de inflação, o meu modelo projetou para 2024 uma inflação de 4,3%. Para 2025, as minhas projeções ficaram em 3,4% abaixo da expectativa e da própria projeção do BCB. Porém, a projeção para os juros de 1 ano a frente com base na regra de Taylor, é de 11% para 2024, portanto um patamar de juros aproximadamente igual ao verificado atualmente. Para o final de 2025, o juros de um ano estão projetados em 10,5%, significando ligeira queda ao longo do próximo ano, mas ainda significativamente acima dos 9,5% do Focus. No médio prazo, a regra de Taylor projeta uma estabilização ao redor de 9,5% acima do consenso de mercado de 9%.

Esse artigo apresentou o meu modelo de regra de Taylor, que não está prevendo subida de juros ao longo desse ano, sendo o nível dos juros reais vigentes ao redor de 7%, bem acima de qualquer medida de juros neutros. De qualquer maneira, o expansionismo dos gastos públicos numa conjuntura de mercado de trabalho apertado aumenta o risco da inflação divergir ainda mais da meta, dificultando a tarefa do BCB, que eventualmente pode ser obrigado a apertar a política monetária. Qualquer dúvida sobre o comprometimento do indicado para ser presidente do BCB com o regime de metas pode inflar os preços dos ativos e contaminar as expectativas de inflação.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor

econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

*Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.*