

26/10/2023 09:15:07 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: OS JUROS AMERICANOS E AS CONSEQUÊNCIAS PARA O BRASIL



Depois de décadas de juros longos muito baixos, os títulos de 10 anos dos Estados Unidos encostaram em 5% recentemente. As razões para esta subida estão sendo discutidas incessantemente e sem um diagnóstico claro, mas as consequências para as finanças mundiais são inúmeras, principalmente para os países emergentes. Esse artigo enumera algumas possíveis causas para a elevação dos juros americanos e aponta os desdobramentos para o Brasil, trazendo também algumas simulações sobre a alteração nos juros de equilíbrio. Se os juros americanos ficarem mais altos no longo prazo, isso afetaria os juros de equilíbrio aqui no Brasil, que, segundo as minhas estimações, passariam de 4,6% para 4,9%.

Dentre as razões para os juros terem subido tanto, há algumas razões mais macroeconômicas como a forte atividade econômica e algum rebote na inflação, e outras razões, mais técnicas do mercado financeiro, como o excesso de oferta de títulos públicos. Em seguida, apresento uma análise sobre o tema dividida em 4 tópicos:

1. Pujança da economia - na virada do ano, havia até uma

discussão sobre eventual entrada dos Estados Unidos em recessão no segundo semestre de 2023, o que só não aconteceu como a expectativa de crescimento do 3º trimestre está acima de 3%, com o Nowcast do Fed de Atlanta projetando além de 5%. O mercado de trabalho super apertado, juntamente com aumento de salários e greves, está também alimentando essa sensação de economia acima do pleno emprego. Há, porém, alguns indicadores já apontando enfraquecimento da atividade no 4º trimestre.

2. Repique da inflação - Depois de alguns meses de inflação benigna com o core anualizado caindo abaixo de 2% em junho e julho, houve reaceleração recente devido as altas do petróleo. De qualquer maneira, com o mercado de trabalho tão apertado, a inflação não deve voltar a meta de 2% pelo menos até 2025.

3. Déficit fiscal e Quantitative Tightening - Há uma forte oferta de títulos públicos devido ao impulso fiscal pós-covid, que está aumentando o term premium. Somado a isso, temos o chamado Quantitative Tightening, quando o US Federal Reserve está diminuindo o seu balanço patrimonial, colocando no mercado US\$ 75 bilhões de títulos públicos e imobiliários todo mês. Essa oferta muito grande de títulos diminui o preços deles e aumenta a taxa de juros.

4. Elevação dos juros de equilíbrio de longo prazo - Depois de vivermos anos discutindo a chamada "secular stagnation", quando havia uma pressão baixista de longo prazo nos juros de equilíbrio devido, principalmente, ao excesso de poupança dos países asiáticos (savings glut). Com o fim de compradores cativos de títulos americanos, como o governo chinês, a demanda

por títulos do governo americano cai e os juros sobem, elevando os juros neutros.

Segundo Anatole Kaletsky, da Gavekal, se a inflação dos Estados Unidos permanecer em 2,5%, os juros de equilíbrio voltarem para 1,4% e um term premium de 0,8%, que é metade do período pré-Covid, teríamos uma taxa longa de 4,7% o que não é distante do patamar que temos observado mais recentemente. Saliente-se que ele acha que poderíamos ter juros ainda mais altos no curto prazo, dado que o FED continua em regime de aperto monetário. Dado que essa situação de juros mais altos pode ser o novo normal, argumento abaixo quais seriam as consequências para o Brasil e os desdobramentos para a política monetária.

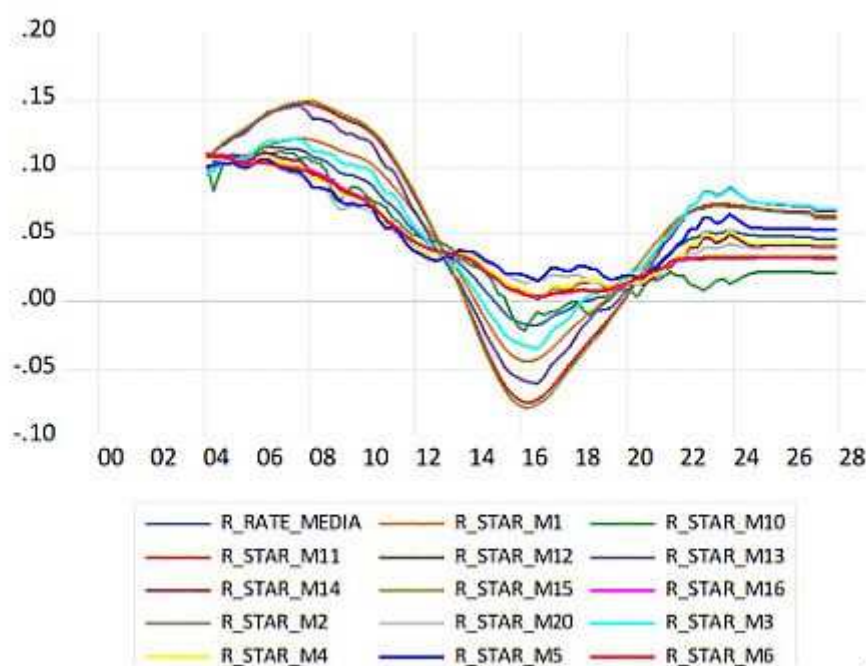
O primeiro efeito, que já ocorreu, foi uma desvalorização do câmbio nominal. No primeiro semestre, o real parecia que estava registrando uma tendência de valorização com o mercado positivamente surpreendido com o ministro Fernando Haddad. No final de julho, a moeda doméstica chegou a ficar em 4,70 por dólar. Com a subida dos juros nos Estados Unidos, há uma realocação de recursos em nível mundial com ativos financeiros migrando para os Estados Unidos, acarretando uma depreciação do Real, que agora encontra-se ligeiramente acima de 5.

Uma segunda consequência da alta dos juros nos Estados Unidos é um desaquecimento da economia global com efeito no crescimento do Brasil. No primeiro semestre, o PIB veio acima do esperado com forte desempenho da agropecuária e do consumo das famílias, mas já está contratada uma desaceleração no terceiro trimestre com o próprio IBC-BR de agosto vindo negativo em 0,6% na margem. De qualquer maneira, ainda não

houve tempo da elevação do juros americanos ter um efeito de transbordamento para a economia doméstica, pois a economia americana ainda não sentiu todo o impacto da elevação dos juros. O consenso do crescimento do PIB brasileiro para o presente ano está em 2,9% (que é acima do potencial), mas aponta para 1,5% para 2024 podendo inclusive ser abaixo disso, se a economia mundial entrar em recessão.

Há, também, um terceiro canal de transmissão que consiste em que o aumento dos juros reais de equilíbrio americano afetar o seu similar no Brasil. Atualizei as estimativas de juros de equilíbrio brasileiro do artigo publicado na RBFIn "Equilibrium real interest rates in Brazil: Convergence at last, but not quite" e encontrei um valor médio de 4,6% 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 e também das minhas estimações anteriores feitas em agosto e publicadas em <https://eesp.fgv.br/sites/eesp.fgv.br/files/artigobroadcopom051023>. Quando se simula os juros reais americanos em 2027 mais próximos de 2%, os juros de equilíbrio no Brasil sobem para 4,9%.

Figura 1 - Estimações dos Juros de Equilíbrio para o Brasil



Concluindo, a principal razão para os juros americanos estarem perto de 5% é a pressão de venda de ativos dados pelo aumento da dívida americana e pela diminuição do balanço do Fed, o chamado Quantitative Tightening. Em termos de consequências para o Brasil, já houve alguma depreciação do real, mas ainda não houve impacto no crescimento. Além disso, se os juros americanos voltarem ao patamar histórico, o efeito será negligenciável nos juros de equilíbrio doméstico, mas se ficarem no atual patamar, os juros de equilíbrio no Brasil se aproximarão de 5%, dificultando a Selic ficar abaixo de 9% no longo prazo, atual consenso do Focus.

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.*