

02/05/2024 10:35:25 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: MACROTRENDS APONTA PIB MAIS FORTE E SELIC MAIS ALTA



Esse artigo traz um resumo da 1ª edição MacroTrends

(<https://eesp.fgv.br/sites/eesp.fgv.br/files/macrotrends01.pdf>), que é um documento elaborado pelo grupo de pesquisadores do MacroLab vinculado a Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EESP/FGV). 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.

Com relação a atividade econômica, vimos que ela 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, de 2,4%, ou seja, um cenário mais positivo para a atividade econômica nesse ano.

Com relação a inflação, o modelo do Cemap previa 0,15% na primeira vintage, logo após o anúncio do IPCA de fevereiro. O desempenho do modelo tem sido sistematicamente melhor do que a mediana do Focus. A previsão da inflação de abril pelo mesmo modelo é de 0,25%, significativamente menor do que o Focus, que está em 0,35%. Já para a inflação anual, a previsão do modelo do Cemap totaliza 3,87% em 2024.

Já as projeções do modelo de três equações são apresentadas na tabela abaixo e tem a inflação de 2024 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. Projetamos 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). Outra variável que esse modelo projeta é 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 num patamar alto, porém nem a inflação vai para a meta nem o hiato vai para zero.

02/Mai/2024 10:36

Time	FX	Swap	Inflation	Output Gap
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

Outro modelo apresentado no MacroTrends 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 Muinhos, Fonseca e Schulz na RBFIn "Equilibrium real interest rates in Brazil: Convergence at last, but not quite", RBFIn, 20(1), 2022. 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%. 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%.

Em relação às contas fiscais, observou-se forte piora das contas públicas no primeiro ano do atual governo. 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. 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 rebaixasadas 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. Com a fragilização do arcabouço, 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.

O MacroTrends também traz uma seção sobre a economia americana. O anúncio do plano de financiamento pelo Tesouro americano em 1º de maio 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. O comportamento do Tesouro americano 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.

Considerando as condições da economia e as discussões do Fed para reduzir o ritmo do *quantitative tightening* (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 Tesouro (Treasury Borrowing Advisory Committee, 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.

Nessa primeira edição, o MacroTrends trouxe alguns resultados que mostram que as projeções de inflação estão em linha com o consenso e com as do Banco Central, mas a nossa regra de Taylor está indicando um nível de juros bem acima do consenso. A nossa estimativa de Swap Pre-DI está em linha com mais dois cortes de juros de 0,25pbs nas próximas duas reuniões e uma queda muito suave nos juros até 2028, finalizando a Selic ao redor de 9,5%. Esse nível de juros e com a inflação ao redor de 3,5% indica juros reais de 6% acima das nossas previsões de juros neutros. Esse cenário com a política monetária mais apertada é consistente com uma tendência de uma política fiscal mais frouxa.

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.*