

13/06/2024 10:00:39 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: POUCO OU NENHUM ESPAÇO PARA AJUSTE ADICIONAL NOS JUROS



Foi realizado na FGV-EESP na sexta-feira (07/06) o seminário chamado "Condicionantes Externos da Política Monetária" para discutir o que vem pela frente no Brasil em termos de juros, num contexto econômico internacional mais adverso. Inicialmente o diretor do Banco Central do Brasil, Paulo Picchetti, fez uma apresentação sobre a conjuntura econômica, focando na situação da política monetária americana. Dentre vários pontos abordados, o diretor argumentou que há indícios que a taxa neutra nos Estados Unidos tenha se elevado. Em seguida houve debate com os outros participantes coordenados por mim, sendo discutido o "higher for longer" a nova postura dos juros nos Estados Unidos e seus impactos no Brasil. Também foram analisados os efeitos da situação do mercado de trabalho no Brasil. O desemprego bem mais baixo que o de equilíbrio afeta a inflação de serviços e deve ser um empecilho para novas quedas de juros no Brasil no futuro. A situação fiscal foi debatida e uma conclusão que, mais do que aumento dos gastos públicos, houve uma piora na governança no Brasil, com surgimento de práticas governamentais que afetam o ambiente de negócios, como, por exemplo, a ingerência nas empresas estatais.

Esse seminário é o primeiro do MacroLab. Estes serão realizados em frequência semestral daqui para frente com dinâmica similar. O MacroLab surgiu da fusão do CEMAP e do Centro de Estudos MacroBrasil e concentrará os estudos de macroeconomia aplicada na FGV-EESP. O seminário anterior, que organizei em novembro de 2023, foi sobre coordenação de política fiscal e monetária e esse tema continua atual, mas agora priorizei as relações entre a conjuntura internacional e a atual afrouxamento monetário no Brasil.

A apresentação do diretor do Banco Central do Brasil Paulo Picchetti pode ser encontrada em https://aprendervalor.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao_PP_Seminario_FGV.7.6. Em termos globais, a atividade econômica global tem sido resiliente. Dados econômicos recentes continuam a surpreender positivamente, especialmente nos EUA, com os mercados de trabalho com pouco ou nenhum afrouxamento, dificultando a desinflação global. Sobre os Estados Unidos, ele realçou que a inflação tem surpreendido para cima nas últimas leituras. A inflação de serviços continua resiliente, e salientou a dificuldade de se conseguir a "última milha", quer dizer a redução final da inflação do nível atual para a meta de 2%. O FED está desconfortável com o cenário da inflação, adiando o início do ciclo de corte dos juros e apesar do efeito do aperto exercido pelos juros, outros fatores estão mantendo as condições financeiras relativamente frouxas. Houve reprecificação das quedas dos juros com indícios que a taxa neutra nos Estados Unidos tenha subido por três razões: (i) fragmentação geopolítica que impacta o comércio internacional; (ii) necessidade de investimentos em transição ecológica e IA; (iii) aumento da

dívida pública.

Sobre a situação do Brasil, o diretor argumentou que a atividade continua surpreendendo positivamente e a inflação mostrando trajetória de queda, mas com a expectativa e as implícitas piorando na margem. A taxa real de juros também tem caído no Brasil, mais do que nos pares e a diferença entre a taxa real e a taxa neutra é menor no Brasil do que nos pares. Sobre o último Copom, apesar da divergência nos votos, não havia divergência no diagnóstico, na preocupação com problemas e no compromisso de se atingir o centro da meta no horizonte relevante. Houve muito ruído pela divisão dos votos, mas agora resta ao BC reafirmar esses pontos. Essa afirmação foi considerada bem hawkish e também ele foi duro quando ele mencionou que há uma curva de aprendizado para os novos diretores com toda a polêmica da divisão dos votos, porém ele salientou que é prematuro qualquer menção a subida de juros.

Posteriormente houve debate com Camila Faria Lima Monteiro, economista-chefe da Canvas Capital; Marcelo Fonseca, economista-chefe da REAG Investimentos; e André Raduan, Portfolio Manager da Genoa Capital. Os principais pontos discutidos estão resumidos abaixo.

Apesar da resiliência surpreendente da economia americana, há sinais de acomodação no crescimento e na inflação, o que permitirá ao Fed iniciar o ciclo de corte de juros no final do ano. Entretanto, pressões inflacionárias estruturais, tais como os gastos para a transição energética, a fragmentação do comércio internacional, e o endividamento galopante dos EUA, forçarão o mundo a conviver com taxas de juros mais elevadas, limitando o

escopo do afrouxamento monetário.

A transição do modelo de crescimento na China, com seus efeitos ambíguos sobre os preços das commodities, implica em um cenário menos favorável para o Brasil do que nas últimas décadas. Se por um lado os preços dos alimentos e dos insumos associados à transição energética se manterão elevados, commodities como o minério de ferro se deparam com uma perspectiva mais desafiadora em função do ajuste no setor habitacional.

O ambiente internacional mais incerto vem reduzindo a complacência dos mercados com os nossos problemas, especialmente no campo fiscal. O arcabouço se revela desprovido dos instrumentos para proporcionar o ajuste das contas públicas necessário para estabilizar a dívida pública em um horizonte factível.

A polêmica em torno da MP 1227/24, que limita a compensação de créditos de PIS/Cofins, demonstra que a estratégia de ajuste fiscal pautada apenas na elevação da carga tributária se esgotou. É necessário atacar o problema das despesas, revisitando temas como o controle mais efetivo sobre o crescimento global dos gastos, desvinculação de benefícios sociais do salário mínimo, eliminação de pisos para grupos de gastos, entre outras medidas espinhosas.

A despeito das dificuldades em torno da estimação da taxa de juros real de equilíbrio, é consensual que os fatores globais mencionados anteriormente, associados à forte expansão fiscal doméstica, produziram elevação dos juros neutros. Atenção

especial será dada à divulgação das novas estimativas dos juros de equilíbrio a serem publicadas no Relatório de Inflação de junho de 2024, que deverão elevar o ponto central acima de 5%. Apesar das taxas de juros reais elevadas, não parece que a política monetária esteja em território muito contracionista: o PIB cresceu nos últimos dois anos acima do produto potencial, o hiato no mercado de trabalho continua se estreitando (com a taxa de desemprego abaixo da NAIRU) e a inflação de serviços transitando significativamente acima da meta de inflação.

Diante dos fatores acima e da desancoragem crescente das expectativas de inflação, todos os debatedores concordaram que o BC deve interromper o ciclo de cortes da Selic até o final do ano. Os passos seguintes dependerão largamente da condução da política fiscal, mas sendo eles, não é possível descartar a necessidade de uma nova rodada de elevações dos juros.

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.*