

08/02/2024 14:20:31 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: POLÍTICAS FISCAL E MONETÁRIA: ALGUÉM TEM QUE CEDER



A economia nos últimos dois anos surpreendeu positivamente, não apenas no crescimento, mas principalmente no mercado de trabalho. Para tornar ainda mais róseo o cenário, a inflação também cedeu satisfatoriamente. O único ponto claramente negativo no ano passado foi o aumento significativo dos gastos públicos. De uma maneira bem anedótica, estamos bem no jogo jogado, mas há preocupações sobre o jogo à frente, principalmente na ótica fiscal. Esse artigo traz uma análise sobre as perspectivas fiscais e monetárias de curto e médio prazo.

Antes de apresentar o meu balanço de riscos e o cenário prospectivo, apresento a visão do Banco Central do Brasil (BCB) sobre o cenário. Alguns pontos da ata da reunião de janeiro são resumidos abaixo:

1) Em relação à situação externa, o ambiente segue volátil, marcado por renovadas tensões geopolíticas e pelo debate sobre o início do processo de flexibilização da política monetária. A reversão de choques de oferta, a inflação ao produtor bem-comportada na China e nos Estados Unidos e a dinâmica recente de preços de commodities permitem extrapolar um cenário benigno para a inflação de bens.

2) Sobre a atividade doméstica, o cenário mostra um quadro de desaceleração consistente com o que já era esperado pela autoridade monetária, com resiliência no consumo das famílias e menor dinamismo na formação bruta de capital fixo. O mercado de trabalho segue aquecido e com aceleração nos rendimentos reais, embora tenha apresentado alguma moderação na margem e os ganhos reais nos rendimentos podem refletir questões temporárias.

3) A dinâmica inflacionária não divergiu do que era esperado e os indicadores que agregam os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária estão mais próximos da meta nas divulgações mais recentes. O Comitê também discutiu, em maior profundidade, a relação entre o mercado de trabalho e os preços. Destacou-se a causalidade recíproca entre os preços e a dinâmica de rendimentos, suas respectivas defasagens e as elasticidades de impacto de um sobre outro.

4) O Comitê manteve-se firme projetando novos cortes de 0,50 ponto porcentual, pois assim mantém a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário. O Comitê enfatizou que a magnitude total do ciclo de flexibilização ao longo do tempo dependerá da evolução da dinâmica inflacionária, da atividade econômica, das expectativas de inflação, de suas projeções de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos.

Ainda que não mencionado especificamente na ata, houve um aumento da preocupação com a dinâmica fiscal. As contas do setor público consolidado acumularam um déficit de R\$ 249

bilhões em 2023, o que equivale a 2,3% do PIB, com a dívida pública bruta representando 74,3% do PIB no final de 2023 contra 71,7% no final de 2022. Houve forte deterioração das contas públicas, pois mesmo retirando os efeitos pontuais dos precatórios e da compensação do ICMS para os Estados, o déficit recorrente ficou ainda em R\$ 160 bilhões. A despesa total cresceu de 18,2% do PIB no final de 2022 para 19,6% do PIB em dezembro do ano passado.

O governo ainda sustenta a meta de zero déficit em 2024, mas o mercado projeta um déficit, via Focus, de 0,8%, pois, em 2024, as despesas primárias deverão crescer 2,5%, segundo o arcabouço fiscal. O governo tem mandado uma série de medidas para aumentar a arrecadação entre elas o fim da desoneração da folha (R\$ 19 bilhões), o fim do Perse (incentivo tributário ao setor de eventos, de R\$ 16 bilhões) e limitação do uso de créditos tributários (R\$ 20 bilhões). Nem todas as medidas de aumento de arrecadação devem ser aprovadas e uma série de vetos podem ser derrubados. E ainda há risco de judicialização de algumas medidas. Quando o governo federal assumir a impossibilidade de zerar o déficit anual, isso pode gerar uma reação no comportamento da autoridade monetária, que pode considerar isso como uma piora no balanço de risco para a inflação e cortar menos os juros.

As projeções do Copom são as mais relevantes para definir os próximos passos da política monetária. As projeções de inflação divulgadas pelo Copom estão 3,5% em 2024, sendo significativamente abaixo da projeção de 3,8% do mercado contida no Relatório Focus para 2024. Para 2025, as projeções do BCB (3,2%) estão praticamente alinhadas com a meta de inflação

(3%).

Já as minhas projeções estão um pouco mais altas do que a do Copom. Utilizando as expectativas do Focus para projetar a expectativa de inflação, o resultado para 2024 é uma inflação de 3,9% mais próximo ao Focus. Para 2025, elas ficam iguais às projeções do próprio banco central em 3,2%. Porém, a Selic com base na regra de Taylor, é projetada em 9,75% para 2024, significativamente acima dos 9% do Focus, e depois a minha regra se estabiliza ao redor de 9%, acima do consenso de mercado de 8,5%.

Com base no modelo que projeta a expectativa de inflação, temos um resultado bastante parecido para todo o horizonte de projeção. Interessante notar que a expectativa de inflação projetada pelo modelo se estabiliza em 3,6%, próxima a expectativa do mercado para o mesmo período. Isso é uma frustração para o BCB, pelo fato da expectativa não ter voltado para a meta, mesmo com o CMN tendo-a fixado em 3% em junho de 2022.

Esse artigo apresentou um resumo da ata do Copom de janeiro e uma análise da situação fiscal e projeções de inflação e de juros. As conclusões dos exercícios apontam para inflações similares às do mercado em 2024 e um pouco abaixo em 2025, mas juros mais altos em 2024 (9,75% contra 9,0%) e ligeiramente mais altos no médio prazo (9% contra 8,5%). Em relação à política fiscal, houve um forte aumento dos gastos públicos no ano passado, que pode ter influenciado o resultado positivo do PIB, mas acarretou numa piora na relação dívida/PIB. O BCB ainda não assumiu nas suas premissas o déficit público de cerca de 1% em 2024, o que pode fazer com que a Selic terminal fique mais

próxima de 10% do que de 9% como espera o mercado.

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*