

Os Desafios da Política Monetária com Resiliência da Inflação e ritmo da Atividade próximo do Potencial

Os desafios prosseguem para as próximas decisões da taxa de juros no Brasil. Por um lado, temos uma pressão política para reduzir os juros e do outro, uma resiliência da inflação no tocante às projeções. Na véspera da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de maio, avaliamos que não ocorreu alteração relevante no balanço de riscos em relação à analisada da decisão anterior de política monetária.

As medianas das expectativas da inflação (IPCA) ainda não estabilizaram de forma consistente: a de 2023, aumentou de 5,95% para 6,05% e para 2024, de 4,11% para 4,18% e a despeito da revalorização do real verificada em algumas semanas, o prêmio de risco recuou pouco, ainda superior a 200 pontos. Na atividade econômica, a taxa de desemprego na faixa de 8% a 9% é uma taxa próxima da nossa estimativa da taxa natural, apontando que existe sim, uma inflação de demanda líquida.

Reestimamos o grau de persistência inflacionária, como uma proxy da inflação estrutural, e o modelo apurou uma taxa de 4,67%, uma alta ante à taxa de 4,33% estimada e divulgada em 2021. Em outras palavras, excluindo a variância do ciclo econômico e choques eventuais do lado da demanda e/ou da oferta, a inflação brasileira para 2024 por exemplo, teria probabilidade reduzida de situar-se abaixo de 4,67%, portanto, superior ao teto da meta de inflação.

A regra fiscal ainda não foi aprovada no Congresso na elaboração desse documento (final de abril) e ainda não existem garantias automáticas de contingenciamento e penalidades ao descumprimento das metas do resultado primário fiscal.

O déficit público tem piorado nos últimos resultados mensais e tem um viés expansionista se não for coberto pela arrecadação, com as correções do salário-mínimo pela inflação adicionado à variação do Produto Interno Bruto de dois anos anteriores e da tabela do Imposto de Renda. Em suma, com o lado fiscal expansionista, o Banco Central não deve se comprometer com redução da taxa básica de juros na próxima decisão de política monetária em junho. É mais provável que a curva futura mantenha a taxa Selic em 13,75% como probabilidade mais elevada ao longo de maio.

Em suma, com base nas medidas recentes implementadas, nosso cenário fiscal foi reforçado, ou seja, qualquer necessidade de ajuste passará pela receita. Cortes e/ou eficiência de gastos não serão prioridades no curto prazo. Na virada de abril para maio, o governo resolveu tributar as aplicações no exterior, para

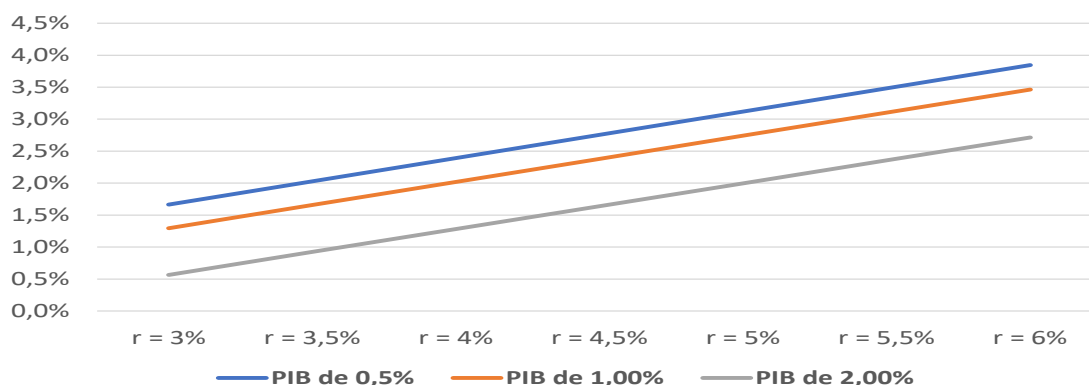
justamente tentar gerar receita para cobrir parcialmente o déficit público. Entretanto, alguns pontos são polêmicos e não garantem que a proposta seja aprovada integralmente no Congresso, dentre os quais que essa tributação vai considerar ganhos pela variação cambial e que a Medida Provisória não considera a jurisdição entre a instituição e o Trust, regido por lei estrangeira.

Não alteramos o nosso cenário da política fiscal e por isso, reiteramos a nossa avaliação da Carta Mensal anterior (de março). Refazendo as estimativas do resultado primário e considerando por hipótese que o objetivo seja estabilizar a dívida pública como proporção do PIB em 73% até o final de 2024, haveria um “furo”, uma necessidade de geração de um superávit primário consolidado de 3,2% a 3,6% do PIB, na condicionalidade da previsão de outros parâmetros. Em suma, reiteramos que o viés da dívida pública será de alta nos próximos meses.

Seria ideal uma regra fiscal anticíclica efetiva, adotada em economias como a chilena, onde o governo busca a geração de poupança nos anos de maior crescimento econômico e de arrecadação para poder gastar mais, ou seja, reduzir o superávit ou então gerar déficit em ciclos desfavoráveis de perda de emprego e do ímpeto do crescimento. Com essa atuação, o governo estaria comprometido de ter “reservas” e estabilizar ou mesmo reduzir a dívida pública/PIB ao longo do tempo.

Entretanto, na prática essa regra é pró-cíclica: (i) cria um piso de expansão dos gastos públicos, independentemente, por exemplo, de uma contração forte do PIB e da arrecadação; (ii) além disso, não há uma regra formal de poupança fiscal que reduza a dívida e (iii) a percepção preponderante do mercado é de que na necessidade de um ajuste fiscal extraordinário, após revisão das receitas e despesas, o governo optaria pela elevação da carga tributária do que propriamente uma redução das despesas.

**Superávit Primário para estabilizar
Dívida Bruta = 73% do PIB**



Elaboração: JF Trust

Com base em nossas simulações, o superávit primário requerido para estabilizar a dívida pública/PIB na faixa de 70% por exemplo, teria que ser entre 2,3% a 2,9% do PIB considerando diferentes cenários para os parâmetros do modelo, como por exemplo, um juro real esperado (ex-ante) entre 5,0% e 6,0% e trajetórias hipotéticas de crescimento do PIB não superior à 1,5% em termos reais na média no biênio 2024-2025. Como a meta de superávit definido nesse arcabouço foi de apenas 0,25% do PIB, estimamos que a dívida pública bruta deverá aumentar para o patamar na vizinhança de 80% e não estabilizar em 73% do PIB.

Na recente avaliação bimestral de receitas e despesas do governo, o governo estimou uma receita líquida de R\$ 1,91 bilhão e despesa de R\$ 2,02 bilhões, ou sejam um déficit de quase R\$ 110 bilhões, portanto, de 1% do PIB em 2023. É interessante que na divulgação da regra fiscal, anunciada uns dez dias posterior a esse relatório de avaliação, o novo déficit estimado passou para 0,5% do PIB. O que explicaria essa mudança? Será que o governo não estaria “muito otimista” com o crescimento econômico do PIB e/ou com a arrecadação

O déficit nominal do setor público no acumulado em doze meses atingiu 4,64% do PIB em dezembro de 2022 e no final do primeiro bimestre de 2023 , 5,62% do PIB, com previsão esperada de pelo menos 6% até dezembro deste ano. Nesse cenário, a dívida pública crescerá a não ser que o governo opte pelo financiamento via expansão monetária, mas que é inflacionária ao longo do tempo. De qualquer forma, avaliamos que esse financiamento inflacionário via moeda não acontecerá, pois o Banco Central sustentará sua autonomia operacional.

Comparando com o anúncio de metas do superávit primário do período presidencial de FHC e do primeiro mandato de Lula de 2003-2006, a reação dos preços do mercado foi positiva, mas moderada na minha avaliação, em particular nos mercados de juros e de Bolsa. Devemos lembrar que a geração de superávits primários entre 2003-2010 decorreu do ritmo expressivo do crescimento econômico do PIB e dos recordes de arrecadação que permitiram também uma trajetória de elevação sistemática de gastos.

O panorama de expansão do PIB mundial e doméstico era muito favorável, mas as previsões desse ano e para 2024 é de desaceleração, em particular no Brasil. As previsões de crescimento mundial do FMI apontam que a despeito de um cenário de aceleração real do PIB chinês para 5,2% em 2023, a economia mundial vai desacelerar 0,6 p.p. de 3,4% para 2,8%. De fato, as economias norte-americana e da Zona do Euro de 2,1 e 3,5% vão desacelerar para taxas de 1,6% e 0,8%, respectivamente, Em suma, o Brasil não pode “contar” com o fluxo cambial, pois o cenário não será de bonança externa nos próximos meses.

Em suma, o mercado incorpora nas expectativas o padrão de aumento da despesa pública na série histórica e por isso, terá que comprovar se o governo cumprirá a regra condicionada dos gastos limitada à 70% da receita. Há dúvida, se no contexto de frustração da arrecadação e/ou crescimento abaixo do esperado pelo orçamento, o governo também cortará os gastos, ou sejam probabilidade reduzida em relação ao ajuste pela receita.

Com núcleos de inflação anualizados superiores ao teto da meta, mantivemos nossa previsão piso próxima de 7% a.a. para o IPCA de 2023 e revisamos em alta a probabilidade de superar o limite superior da nossa estimativa. Tem sido a prática do Bacen dos últimos anos, suavizar o impacto de choques de preços para o cumprimento da meta ao longo do tempo e não no prazo fechado de um ano, mas por enquanto, o modelo não aponta um juro inferior à 12% a.a. até dez-2022.

Em suma, o governo precisará conquistar reputação junto ao mercado (uma das formas será o monitoramento dos resultados mensais do setor público e a regulação clara nos normativos do ajuste dos gastos públicos) e com o Bacen, para influenciar as expectativas de início do corte da taxa básica de juros. Como em 2016, avalio que o Bacen deveria ao menos, esperar a tramitação do projeto pleno do arcabouço fiscal e sua aprovação no Congresso até o final de maio/junho para sinalizar um movimento de flexibilização da taxa básica de juros., com maior probabilidade para o seu início em agosto.