

Relatório Econômico

Guiados pelas estrelas

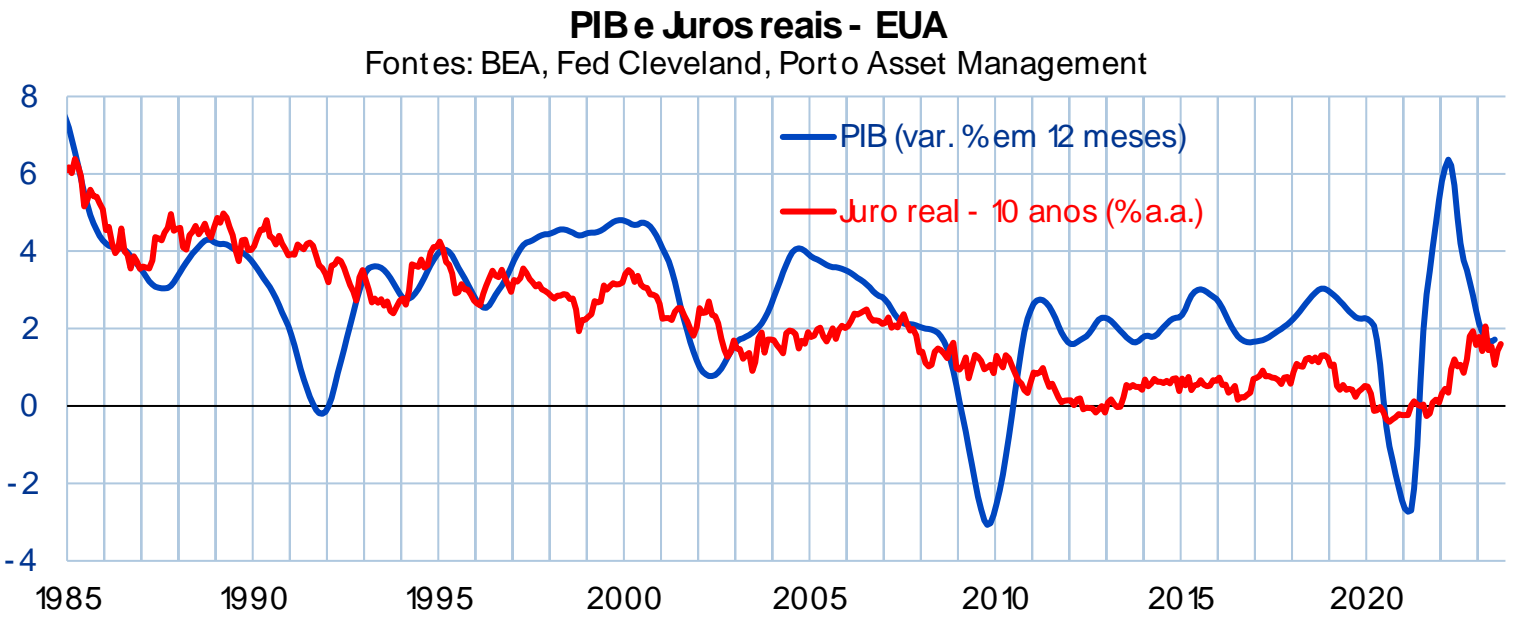
Porto Asset
Management



Setembro - 2023

A economia americana tem emitido sinais encorajadores de desinflação. Nesse sentido, o mercado já precifica a proximidade do final do ciclo de altas e se prepara para o início do processo de normalização da taxa de juros nos EUA. Surge então a pergunta: qual é o nível normal da taxa de juros? A resposta conceitual é o chamado juro neutro, ou r^* ("r-estrela"). Vale para os EUA assim como para o Brasil, que já inaugurou o movimento de queda da taxa básica de juros. Logo, a identificação do nível do r^* é relevante para saber, entre outras coisas, quão longe o Copom consegue levar a Selic.

Sabemos que uma taxa de juros muito elevada desestimula consumo e investimentos, esfria a economia e desacelera a inflação; simetricamente, uma taxa muito baixa tem o efeito oposto. Portanto, existe uma taxa intermediária que não aquece nem esfria a economia — esse patamar é o juro neutro. Essa é uma construção teórica, não exatamente medida nem observada. Ainda assim, podemos estimar o r^* porque entendemos que ele é determinado fundamentalmente por crescimento econômico e outros fatores secundários.

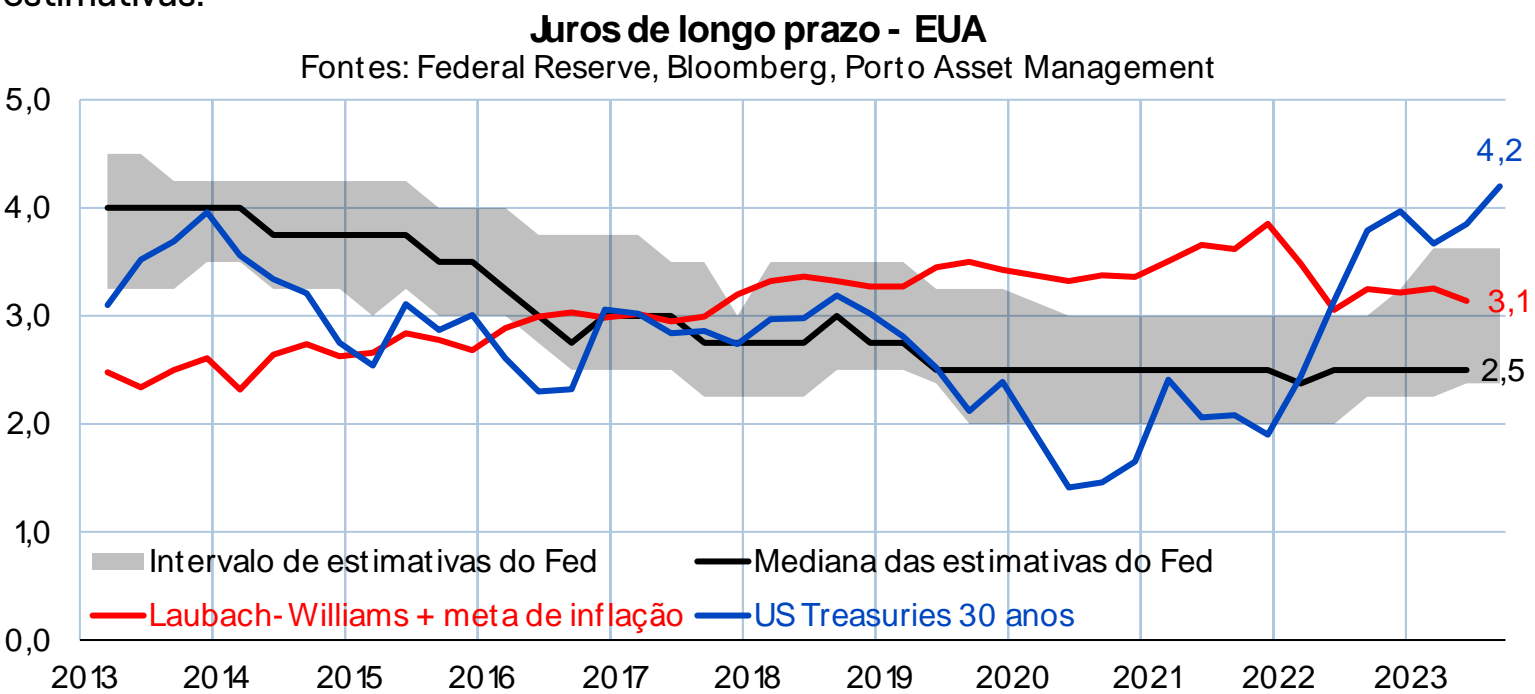


De maneira simplificada, podemos considerar que o “presente” será mais valioso em uma economia que naturalmente cresce mais — afinal, se sabemos que riquezas nos esperam no futuro, vamos exigir uma remuneração maior para poupar agora. Dito de outro modo, uma taxa mais acelerada de crescimento da economia está associada a um juro neutro maior. A figura acima ilustra como estão relacionados os grandes ciclos do PIB americano e da taxa de juros de longo prazo. Essa comparação sugere que, em grande parte, a taxa de juros nos EUA no passado recente permaneceu baixa porque essa economia já não crescia com a mesma velocidade dos anos 80 e 90.

Além do crescimento, outros fatores como a abrangência e a competição no mercado de capitais, a propensão a poupar da população, seu perfil demográfico e a percepção de risco também exercem sua influência sobre o juro neutro. Entre esses fatores, o risco fiscal tem se destacado no passado mais recente. A economia americana é a maior do mundo, e a capacidade de financiamento do governo americano é muito robusta. Contudo, o elevado patamar da dívida pública, aliado às projeções de déficits primários relevantes por todo o horizonte de projeções do Congresso Americano põem em risco essa avaliação, sobretudo porque os financiadores clássicos da economia americana (Europa, China e Japão) também enfrentam dificuldades em suas próprias economias.

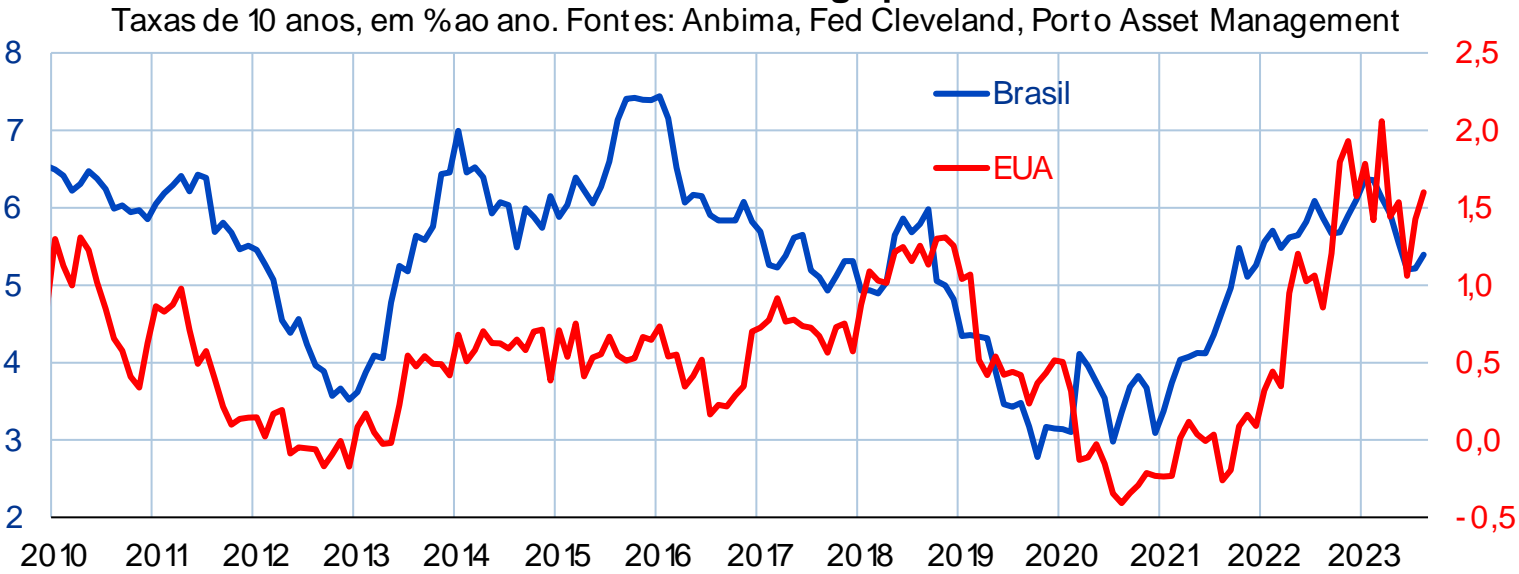
A combinação da taxa de crescimento com esses outros fatores nos dá uma boa ideia do nível do r^* . Um modelo que ganhou notoriedade na estimação do juro neutro foi elaborado por Thomas Laubach e John Williams (hoje diretor do Fed de NY), carregando os sobrenomes dos autores. Esse modelo condensa as variáveis que exploramos acima em uma única medida, e nos dá uma pista do nível em que os juros nos EUA devem se equilibrar, depois que o Fed normalizar a política monetária.

Para além desse modelo, os diretores do Fed divulgam suas estimativas de juros de longo prazo, que também podem ser entendidas como suas visões para o juro neutro. Diante dessas estimativas, dos preços de mercado e dos riscos que observamos, sobretudo na seara fiscal, vemos como crescente a possibilidade de que, nos próximos anos, o juro básico definido pelo Fed se estabilize em patamares mais próximos do topo dessas estimativas.



Para a economia brasileira, os determinantes do juro neutro são essencialmente os mesmos. Aliás, no nosso caso específico, um fator crucial é justamente o nível global de juros, uma vez que a economia brasileira é significativamente sensível aos fluxos de capital estrangeiro. Inspirados no trabalho de Laubach & Williams, nós desenvolvemos uma estimativa de r^* para o Brasil, com algumas modificações em relação ao modelo original para o adaptar à nossa realidade de país emergente.

Juros reais de longo prazo

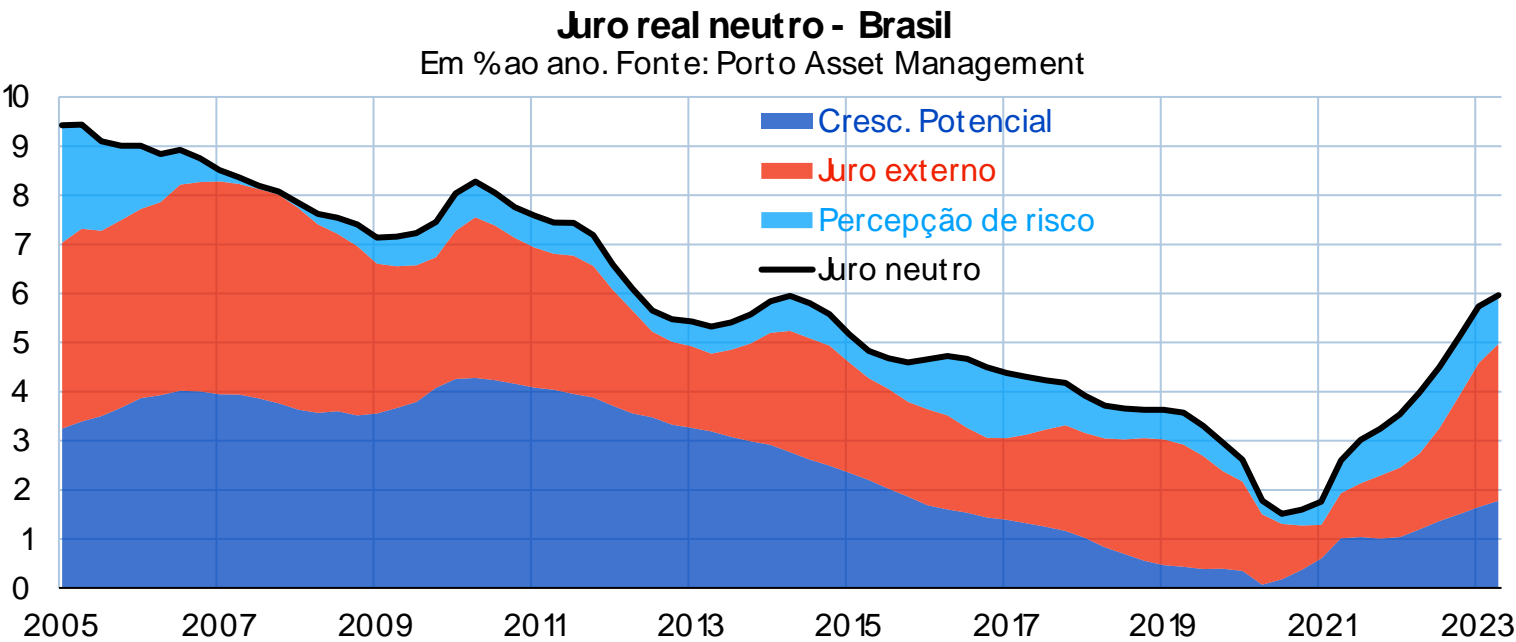


Nossa estimativa sugere que o juro neutro vinha em trajetória cadente desde 2005, mas se elevou substancialmente após a pandemia, na esteira da significativa expansão fiscal promovida durante esse período – doméstica e internacionalmente. E no momento atual, os três principais fatores que explicam o r^* apontam para uma taxa mais elevada.

Primeiro, o crescimento econômico tem ganhado força. Parte disso nasce da expansão fiscal, sobretudo na forma de transferências do governo. Ainda que políticas desse tipo não tenham uma relação inequívoca com o crescimento de longo prazo (haja visto o desempenho da economia brasileira nos últimos dez anos), é fato que enquanto esse impulso durar, o r^* segue inflado.

Segundo, os juros externos estão elevados – por uma combinação de razões boas (crescimento) e ruins (risco). Isso quer dizer que o r^* que equilibra oferta e demanda de recursos no Brasil compete com taxas maiores lá fora, e, por isso, também aumenta.

Finalmente, o ambiente de risco doméstico segue latente, sobretudo diante da incerteza persistente ao redor das sustentabilidade das contas públicas. A reação do mercado ante a divulgação do Projeto de Lei Orçamentária de 2024 ilustra a fragilidade do momento.



Como disse o presidente do Federal Reserve, Jerome Powell, em discurso recente na conferência de Jackson Hole, a execução da política monetária é como navegar sob as estrelas – em alusão ao r^* e às demais variáveis não observáveis dos modelos econômicos.

A principal dificuldade aqui é identificar justamente onde essas estrelas se encontram. Do nosso lado, cabe apontar também para onde vemos essas estrelas migrando. Seguimos reforçando que, sem a contribuição da política fiscal, a monetária não consegue ser muito eficaz. Será um grande desafio para o Fed reduzir substancialmente a taxa de juros sem maior atenuação do expansionismo fiscal nos EUA.

E por aqui, com juros americanos persistentemente elevados, e risco fiscal latente, o r^* mais baixo que experimentamos no final da década passada pode ter ficado para trás. Esse é o fundamento por trás da nossa avaliação de que, nas condições atuais, o mais prudente para o BC é concluir o ciclo de normalização com a Selic em 9,25%.

		2021	2022	2023 (p)	2024 (p)	2025 (p)
PIB	var. acum. %	5,0	2,9	3,0 (2,3)	1,5 (1,5)	1,5 (1,5)
IPCA	var. acum. %	10,1	5,8	4,8 (4,8)	3,3 (3,3)	3,3 (3,3)
BRL	R\$/US\$, dez	5,58	5,22	4,80 (4,80)	4,90 (4,90)	5,00 (5,00)
Selic	%, dez	9,25	13,75	11,75 (11,75)	9,25 (9,25)	9,25 (9,25)

(p): atual (anterior)