

Prioridade da Âncora Fiscal no Brasil para recuperação dos preços dos ativos em 2023 e estimamos que taxa de juros nos EUA terá que superar 5% a.a.

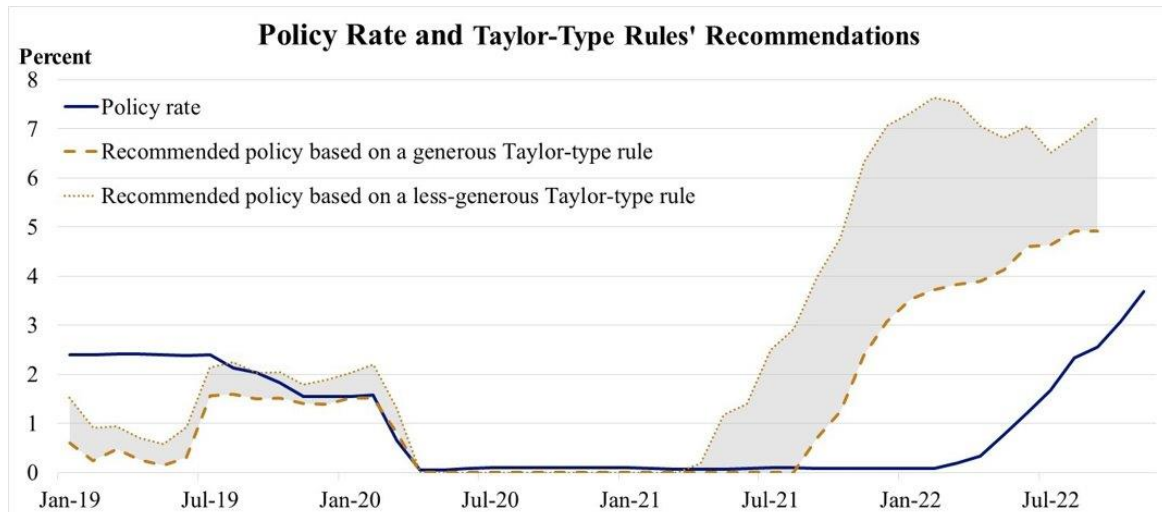
Os mercados domésticos em novembro sentiram o risco de deterioração fiscal em 2023, refletido na elevação dos juros futuros e do dólar ao longo de novembro e estagnação do mercado de renda variável. Entretanto, a expectativa de desaceleração do ritmo de alta dos juros nos EUA pelo Federal Reserve, mas sobretudo, a perspectiva de alinhamento “mínimo” de uma base de apoio político ao novo governo Lula e de desidratação de gastos na Proposta de Emenda Constitucional (PEC) da Transição são pontos positivos, ou pelo menos, não ajudam a piorar o mercado.

De fato, uma aprovação de uma PEC fiscal excluindo um pouco mais de R\$ 100 bilhões da regra do teto e com prazo máximo de exclusão de dois anos por exemplo é “significativamente menos desfavorável” dos preços dos ativos dos mercados do que aprovar uma PEC com quase R\$ 200 bilhões e quatro anos de permissão de gastar fora do teto. De qualquer forma, a expectativa da definição do nome do Ministro da Fazenda de Lula, mas sobretudo como será o comprometimento dessa equipe econômica com as contas públicas e a definição de uma nova âncora fiscal são incertezas que ainda precisam ser monitoradas, para que fique claro a sustentabilidade ou não da dívida pública/PIB

No exterior, a despeito de uma leve desaceleração da taxa anualizada, a inflação dos EUA continua elevada, significativamente superior à meta de 2% do Federal Reserve. O que parece, por enquanto, é que o movimento do ajuste de alta taxa de juros teve efeitos limitados na inflação deste ano, devendo ter maior transmissão em 2023. Com ajuste de corte de liquidez no balanço do Fed que consideramos “muito limitado”, avaliamos que o Fed necessita prosseguir na elevação dos juros (taxa básica da política monetária = policy rate) para um terreno suficientemente restritivo no primeiro semestre de 2023, mesmo desacelerando o ritmo de alta dos juros do fed fund em dezembro de 75 para 50 pontos.

Avaliamos que o juro no intervalo de 3,75%-4,0% a.a. nos EUA ainda não teria atingido uma taxa considerada “restritiva” que assegure a desaceleração e a convergência da inflação à meta até 2024. Nesse sentido, realizamos o exercício de estimar um “nível mínimo da taxa de juros restritiva” utilizando uma regra (rule) de política monetária de Taylor, que definiria (i) uma taxa real de juros de curto prazo onde o produto interno bruto estivesse no potencial e a inflação esperada na meta; (ii) um valor para o hiato (diferencial) da inflação; (iii) um valor que apontaria a magnitude da reação do Federal Reserve (no tocante aos juros) aos desvios da

inflação à meta; (iv) e o diferencial (hiato), o *gap* do produto, ressaltando que atualmente, o produto real estaria acima do potencial, ainda no terreno inflacionário.

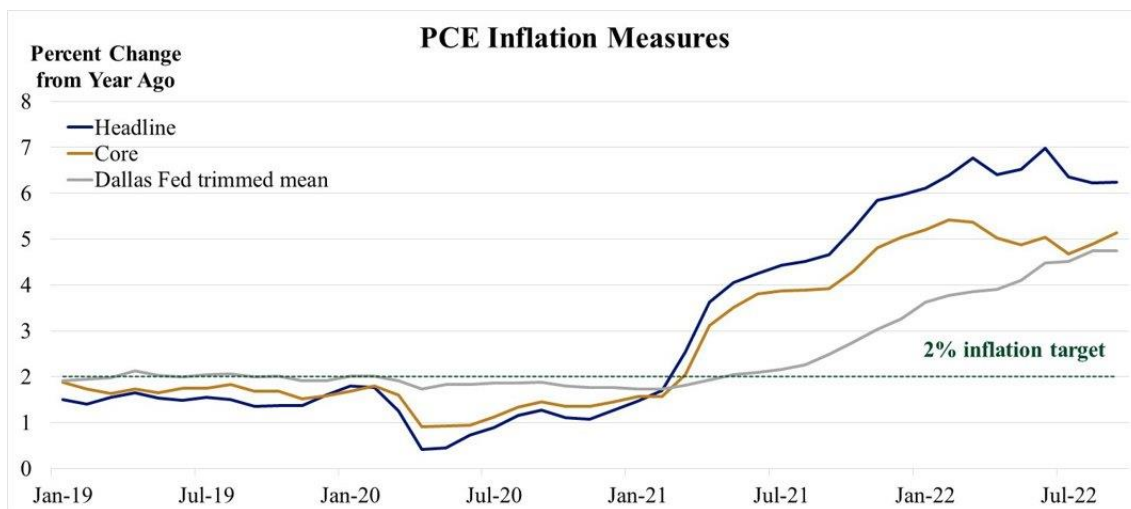


Um regra de política do tipo Taylor com suposições mais flexíveis (menos *hawkish*) nos dará uma taxa de juros de política mínima recomendada dadas as condições macroeconômicas e no ambiente menos flexível (mais restritivo), dará uma taxa de juros no limite superior, ou seja, será definido um intervalo recomendado dos juros. A equação utilizada para estimar a taxa seria:

$$- Rt = \max[R^* + \pi^* + \phi\pi (\pi_t - \pi^*) + \min(y \text{ gap}_t, 0) , 0]$$

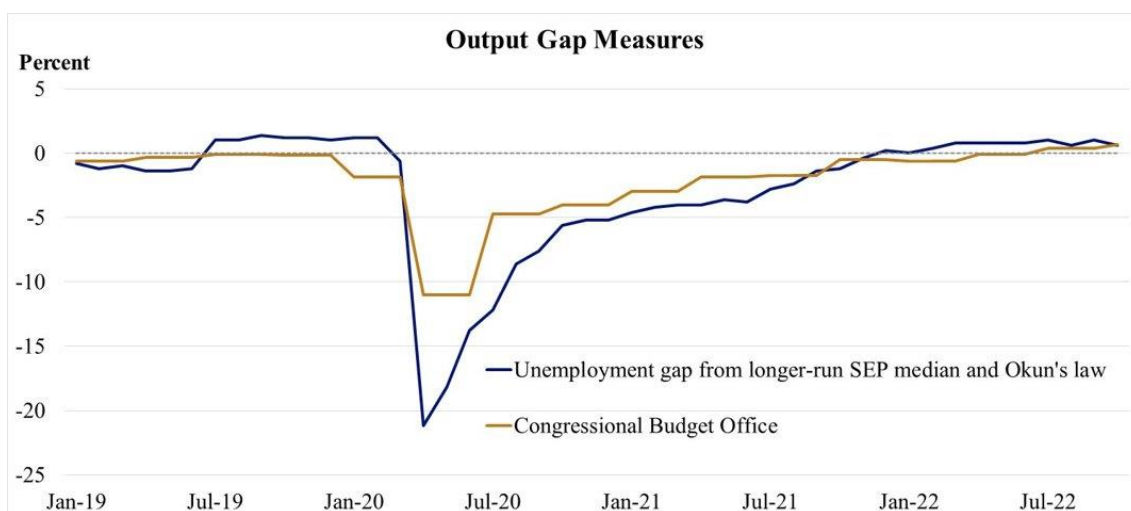
sendo que R_t é a taxa de juros do Federal Reserve recomendada a ser atingida para assegurar a convergência inflacionária; R^* é a taxa real de juros; $\pi^* = 2\%$, a meta de inflação; π_t é a inflação medida um ano antes; $\phi\pi$ descreve a função reação do Federal Reserve aos desvios da inflação do alvo; e $y \text{ gap}_t$ é o hiato do produto. Deve-se ressaltar que essa regra reflete que a taxa de juros de política não pode ser definida abaixo do limite inferior zero. Os estudos dos últimos anos apontam que essa taxa real de juros R^* diminuiu significativamente desde a década de 80.

Qual seria então o diferencial atual de inflação nos EUA ? Bem, a meta de inflação do Comitê de Política Monetária (FOMC) é expressa em termos de inflação do PCE, sendo que a inflação do PCE foi de cerca de 6% em 2021 e deve terminar ao redor também de 6% em 2022. Entretanto, nessa estimativa vamos considerar o núcleo do PCE, que exclui os preços voláteis dos alimentos e energia e a medida de inflação PCE de média aparada do Fed de Dallas. Assim, essas médias, núcleos são mais baixas que o índice principal (headline)do PCE, sugerindo que o hiato da inflação é inferior.

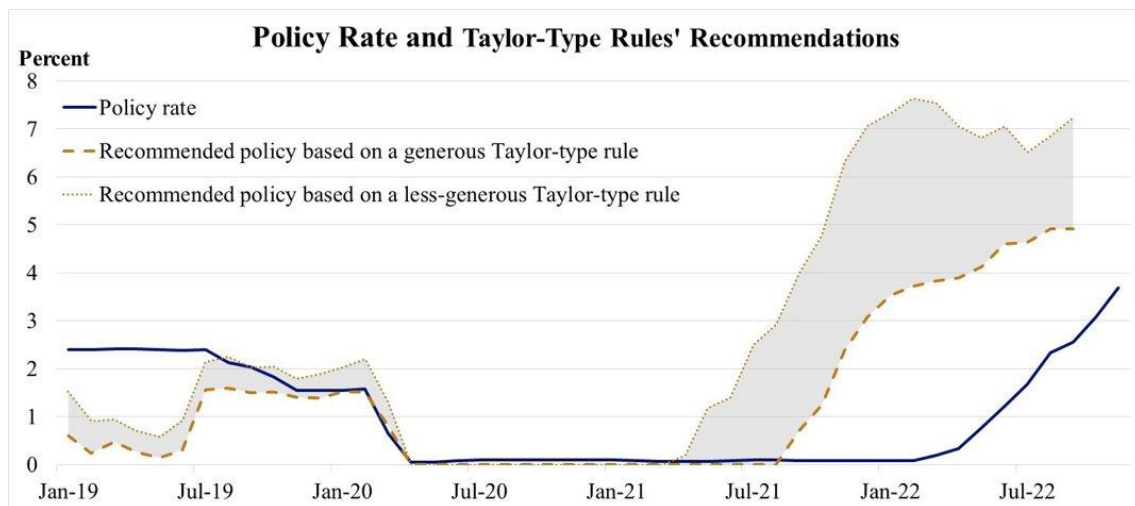


No segundo passo, estimamos como seria a reação do Federal Reserve aos desvios da inflação em relação à meta. Como a inflação está acima da meta, os modelos apontam que a taxa básica de juros deve ser aumentada, mas em qual nível? Essa taxa deveria ser ajustada com uma elasticidade superior a um com os desvios da inflação, sendo que vamos considerar 1,25 para o caso mais flexível e 1,5 (mais utilizado nos estudos) para o movimento mais restritivo.

Prosseguindo as estimativas, medimos o diferencial (*gap*) do produto, sendo que o produto efetivo está acima do potencial, que é um consenso no mercado. Existem duas formas de estimativa esse hiato: (i) aplicando a lei de Okun aos desvios da taxa de desemprego do valor médio de longo prazo do sumário das projeções do Federal Reserve e (ii) como percentual do PIB potencial, como estimado pelo Escritório de Orçamento do Congresso.



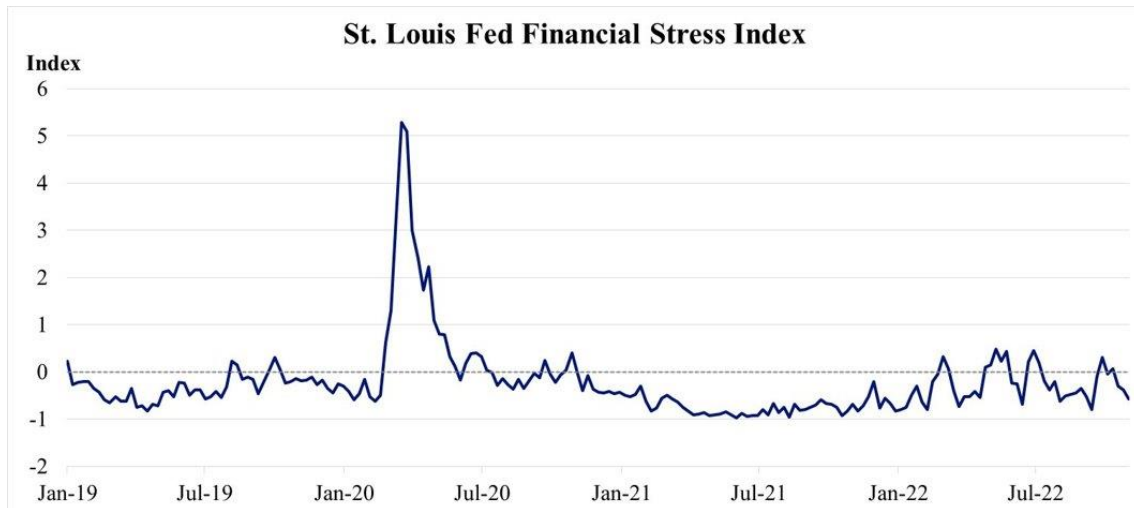
Resumindo a análise, foram utilizados os pressupostos até mais flexíveis, que tendem a recomendar uma taxa menor de juros da política monetária, medindo o diferencial da inflação usando o núcleo de média aparada do PCE, uma taxa real de juros (R^*) de -50 pontos base para o período pré-pandemia e a elasticidade de 1,25 para o parâmetro que descreve a reação dos juros do Fed aos desvios da inflação à meta. Para estimar o limite superior da taxa de juros necessária, utilizamos o core (núcleo) da inflação do PCE, uma taxa real de juros de 50 pontos e a elasticidade de 1,5 para o ajuste reativo da taxa de juros do Fed.



A taxa básica de juros aumentou em 2022 até o nível deem novembro, mas a área sombreada do gráfico anterior durante 2022, na medida que novos indicadores de inflação forem divulgados, confirmando se efetivamente a inflação reduzir nos próximos meses, alinhada com as expectativas dos mercados de desaceleração do PCE em 2023. Por outro lado, a redução do balanço patrimonial do Fed ainda foi tímida, com a liquidez ainda superior a US\$ 7 trilhões nesse último trimestre, além de verificarmos os desvios das projeções do Comitê do Fed (FOMC) em relação à trajetória de inflação e emprego.

A elevação da taxa de juros tem provocado questionamentos sobre o impacto na atividade econômica futura, mas em particular, sob os riscos de instabilidade financeira no mercado. A taxa de referência foi aumentada em 75 pontos base por reunião nas últimas quatro reuniões, como parte de uma estratégia de antecipação para avançar para uma postura restritiva adequada dada a inflação ainda elevada. No entanto, a transparência com que esses aumentos foram entregues, juntamente com a orientação para a frente, parece ter permitido uma transição relativamente ordenada para um nível mais alto de taxas de juros até agora. De fato, o índice de

estresse financeiro do Fed de St. Louis está indicando até agora um reduzido nível de estresse financeiro, apesar da taxa de juros mais alta este ano



Teria ocorrido uma inercia relativa do Fed ou então, um receio do impacto sobre a atividade econômica e a solvência do sistema financeiro, na intensidade da elevação inicial da taxa de juros, com a inflação esperada claramente subindo para uma taxa próxima de dois dígitos anualizado no primeiro semestre. De fato, o Fed quer aumentar os juros, mas também garantir um “crescimento equilibrado”, e na pior das hipóteses uma desaceleração ou uma recessão suave em 2023.

Estimamos que essa taxa básica (referencial) do Fed Fund deveria subir para uma faixa mínima, ou seja, de pelo menos, 5,75%-6,25% a.a. para que a zona de ajuste monetário seja suficientemente restritiva na linha da regra de Taylor, com limite superior de 7,0%.

Entretanto, por enquanto (final de novembro), a curva apontava que a probabilidade do juro referencial subir acima de 5% no final do ciclo seria inferior à 30%, corroborando que o Fed tentará fazer uma política bem gradualista de convergir a inflação, mesmo com os riscos intrínsecos da liquidez sobre os preços ainda presente,