



O POPULISMO ECONÔMICO E O JURO NEUTRO

COMENTÁRIO MACRO

MARÇO, 2021



Neste estudo, utilizamos um modelo de transição suave para averiguar o impacto do aumento do endividamento público na taxa de juros real neutra da economia. Não obstante o efeito positivo encontrado, as evidências sugerem que as demais variáveis mais que devem ter compensado a elevação de dívida, mantendo o juro neutro baixo. Porém, o flerte recente ao populismo nos aproxima de uma mudança de regime, que elevaria de forma substancial o impacto do nível de endividamento na formação do juro real neutro, que já estaria em patamar mais elevado apenas pela maior probabilidade de mudança de regime. A deterioração política e fiscal podem gerar um equilíbrio econômico com menos crescimento, mais inflação e nível de juro estruturalmente muito maior.

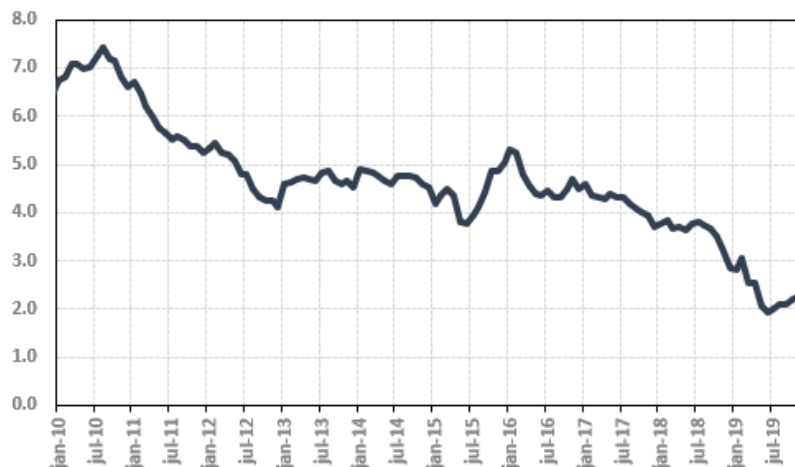
COMENTÁRIO MACRO

Nas últimas décadas, observamos uma clara tendência de queda de taxas de juros nominais tanto em países desenvolvidos quanto em países emergentes¹. Diferentes estudos têm se debruçado em entender os determinantes deste movimento, passando por questões estruturais como demografia, desigualdade, aumento da propensão marginal a poupar das famílias (que se mostrou relevante em períodos pós-crise), aprofundamento do mercado de crédito (mais relevante em países emergentes), entre outros.

No Brasil, diferentes estudos capturaram este efeito no tempo, como é o caso do trabalho pioneiro de Ilan Goldfajn e Aurélio Bicalho (2011, “A longa travessia para a normalidade: os juros reais no Brasil”) e o “working paper” do FMI realizado por Roberto Perrelli e Shaun K. Roache (2016, “Time-Varying Neutral Interest Rate—The Case of Brazil”). Mais recentemente, destacamos os trabalhos de João Ricardo Moreira e Marcelo Portugal (2019, “Natural rate of interest estimates for Brazil after adoption of the inflation-targeting regime”), Marcelo Kfoury, Marcelo Fonseca e Evandro Schulz (2020, “Equilibrium Real Interest Rate in Brazil: Convergence at Last”) e Renan Alves e Marcelo Kfoury (2020, “Medindo a taxa de juros de Equilíbrio para o Brasil numa abordagem DSGE”).

Nossas próprias estimativas mostram uma rápida convergência, principalmente na segunda metade da década passada, para patamares próximos a 2,0%, em um modelo estimado até o final de 2019:

Gráfico 1: Estimativa para o juro real neutro



Fonte: Asa Investments

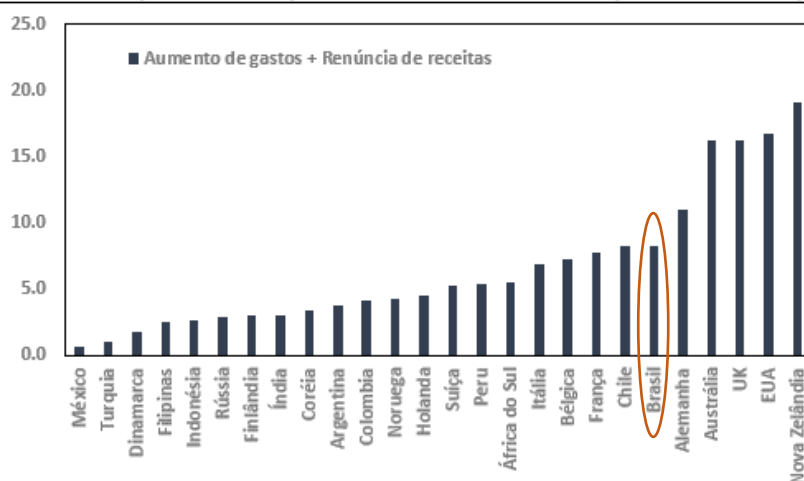
Não obstante tal constatação, a pandemia que se instalou ao início de 2020 levou à necessidade de resposta contundente não só da política monetária, mas também da política fiscal, levando a uma elevação substancial dos déficits primários e, por conseguinte,

¹ Para discussões sobre este assunto, ver “Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy after the Great Recession.”, de Olivier Blanchard e Lawrence H. Summers (2019) e “On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation”, de Lukasz Rachel e Lawrence H. Summers (2019).

COMENTÁRIO MACRO

do nível de endividamento público. No caso brasileiro, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) passou de 74,3% em 2019 para 89,2% ao final de 2020. Tal situação não foi restrita ao Brasil, mas salta aos olhos a dimensão relativa exagerada do impulso fiscal realizado pelo país, aproximando-se muito mais do que foi feito em países desenvolvidos do que o observado em outros países emergentes.

Gráfico 2: Resposta fiscal de países selecionados ao Covid19 (% do PIB em 2020)



Fonte: FMI e ASA Investments

A dúvida que se coloca é se tal elevação substancial de endividamento estaria pressionando o juro real neutro para cima, dada a situação fiscal já não ser ideal anteriormente à pandemia, sendo sustentada pelo compromisso de ajuste gradual no tempo dado pelo teto de gastos constitucional. Em outras palavras, qual será o peso relativo do tamanho do endividamento público frente a outras variáveis estruturais que, na última década, levaram a nossa taxa neutra para trajetória cadente?

Para responder a esta questão, fizemos mão de um modelo da classe de “Smooth Transition Regression”, partindo do pressuposto de que a taxa de juro real ex ante de um ano é uma função da taxa de juro real neutra e de um componente que captura diferentes choques não correlacionados. Desta forma, regredimos o juro real ex ante de um ano contra o (i) tamanho da dívida do BNDES para com o Tesouro (*proxy* de políticas parafiscais), (ii) o risco país medido pelo CDS de cinco anos, (iii) a razão crédito sobre o PIB, (iv) a DBGG como proporção do PIB, (v) a trajetória das despesas primárias da União contra sua tendência de longo prazo, (vi) uma medida de câmbio real e (vii) a inclinação da curva de juros entre os vértices de cinco anos contra um ano. Esta última variável, por sua vez, também é utilizada como variável de “threshold”, com seu nível sendo o gatilho para uma eventual mudança de regime.

O modelo foi estimado com dados entre janeiro de 2002 a dezembro de 2019, com todas as variáveis mostrando-se estatisticamente significativas, com exceção do câmbio real. Há uma mudança de regime estatisticamente significativa quando a inclinação entre os vértices selecionados da curva de juros ultrapassa 3,87 pontos percentuais. Mas, na prática, o efeito da mudança

COMENTÁRIO MACRO

de regime já começa a aparecer quando nos aproximamos deste nível, visto a possibilidade desta classe de modelos capturar transições suaves entre os regimes.

Tal transição suave é capturada pelo uso de uma função logística que assume valores entre 0 e 1, sendo que, quando em 0, o modelo está no primeiro regime, e em 1, no segundo regime, caracterizado como de crise. Entre estes dois valores, este coeficiente traz a possibilidade de combinação entre os regimes. Em outras palavras, quando nos aproximamos do regime de crise, mesmo sem claramente se concretizar a mudança de regime, já existem efeitos práticos para as variáveis analisadas. Ao final de 2019, este modelo estimava a taxa de juro real neutra em aproximadamente 1,0%, dentro do valor de estimativas contidas na revisão de literatura citada no início deste artigo.

Tabela 1: Parâmetros estimados

Regime Linear											
BNDES	BNDES (-2)	CDS	CRÉDITO (-2)	DBGG (-3)	GASTOS_UNIÃO (-1)	GASTOS_UNIÃO (-2)	GASTOS_UNIÃO (-3)	CÂMBIO_REAL	INCLINACAO	CTE	
1.753 *	-1.077 **	0.007 *	-0.309 *	0.108 *	0.021 **	0.024 **	0.024 **	0.009	-1.064 *	6.951 *	
-0.4600	-0.4640	-0.0010	-0.0390	-0.0250	-0.0100	-0.0100	-0.0100	-0.0130	-1.3240	-0.0700	
Regime Não Linear											
BNDES	BNDES (-2)	CDS	CRÉDITO (-2)	DBGG (-3)	GASTOS_UNIÃO (-1)	GASTOS_UNIÃO (-2)	GASTOS_UNIÃO (-3)	CÂMBIO_REAL	INCLINACAO	CTE	
13.408 **	5.492 ***	-0.003 ***	-4.030 *	1.334 *	-0.223 **	-0.046	0.006	-0.154	0.472	6.951 *	
-5.5620	-3.3300	-0.0020	-0.9240	-0.2830	-0.0930	-0.0760	-0.1160	-0.1160	-0.3730	-0.0700	
Parâmetro estimado para a inclinação da função logística											
3.317											
-2.438											
Parâmetro estimado para o limiar de transição entre regimes											
3.871											
-0.676											
* significante a 1%; ** significante a 5%; *** significante a 10%.											

Fonte: ASA Investments

Desta forma, temos que, em um regime normal, com uma inclinação de curva “bem comportada”, há um impacto positivo do nível da dívida bruta para a taxa de juro real neutra. Ou seja, quando o nível de endividamento sobe, o juro neutro se eleva. Não obstante, ao usarmos este modelo para projetar o comportamento da taxa de juro real neutro em 2020, as demais variáveis mais que compensam a elevação da DBGG, e o juro real neutro teria continuado em trajetória de queda.

Mais recentemente, porém, enfrentamos uma nova onda de covid19, que ensejou a discussão e iminente aprovação de uma nova rodada de auxílio emergencial. Mais importante, a proximidade da eleição presidencial tem levado o governo a sinalizar apoio a medidas populistas, a exemplo da desastrosa intervenção na Petrobras e tentativas de fragilizar o teto de gastos, colocando riscos à própria permanência da equipe econômica. Isso levou a um aumento considerável na inclinação da curva de juros, que já se aproxima do “limiar” de transição de regimes, o que já estaria elevando o juro real neutro. E isto ainda sem termos efetivamente mudado de regime, apenas nos aproximado do limiar de um regime de crise.

O POPULISMO ECONÔMICO E O JURO NEUTRO

COMENTÁRIO MACRO

Caso não observemos uma reversão contundente deste ambiente de elevada incerteza política e fiscal no curto prazo (ou, no pior dos casos, caso soframos uma reversão significativa das expectativas com relação à política fiscal), poderemos perenizar um nível de juro real neutro mais elevado, jogando por terra, ao menos parcialmente, os ganhos observados na última década. O Banco Central se viria obrigado a subir mais intensamente a taxa Selic, em contexto de PIB em queda e inflação em elevação. Em suma, iríamos para um equilíbrio econômico muito pior. Este é o principal risco ao flertarmos com o populismo econômico.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com