

Impactos globais de choques na política monetária norte-americana

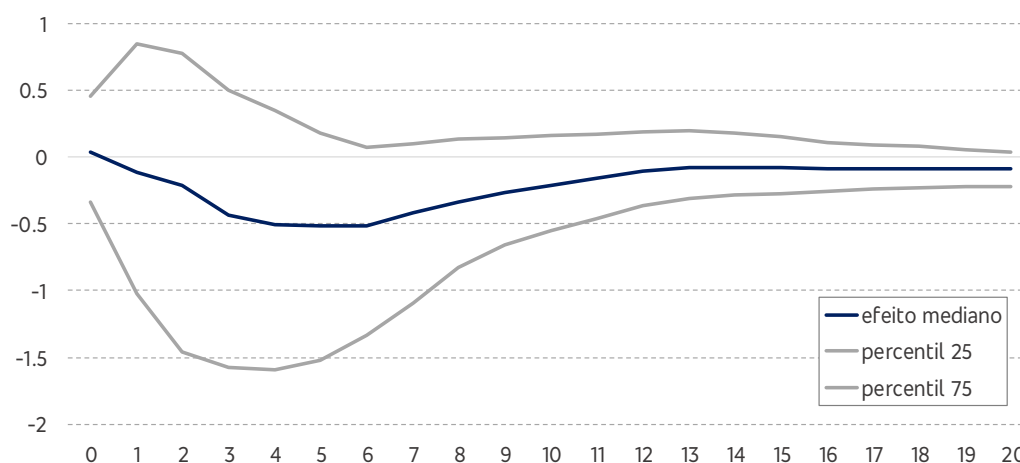
Felipe Wajskop França
Constantin Jancsó

Ciclos de aumento de juros nos EUA produzem efeitos relevantes na economia global, tanto nos preços de ativos como na atividade econômica. Nesta análise, procuramos avaliar a magnitude desses possíveis impactos, diante da proximidade do início do processo de aperto monetário pelo Federal Reserve (Fed). Com o auxílio de um modelo econométrico, tentamos simular, de forma simplificada, o funcionamento da economia mundial. Com isso, somos capazes de observar a interdependência entre países e os canais de transmissão de choques em escala global. O modelo considera não apenas os efeitos diretos desses choques, mas também suas implicações de segunda ordem sobre o conjunto de países em estudo. Como exemplo, um aumento na taxa básica de juros norte-americana (Fed funds) impacta direta e negativamente o PIB do país, que sofre também efeitos indiretos da alta de juros sobre os preços das commodities e o restante da economia global.

Simulamos os efeitos de um choque nos Fed funds para uma amostra de 19 países¹. Estimamos um modelo GVAR, ou vetor auto-regressivo global, que agrega equações de correção de erro individuais para cada um desses países por meio da interação das variáveis empregadas e pela própria estrutura do modelo². Os indicadores domésticos de cada país, como inflação ou PIB, atuam ao mesmo tempo como variáveis explicativas no próprio modelo, e, combinadas e reponderadas, como explicativas nos demais. Neste exercício, além das inflações e PIB, de 1999 a 2021, incluímos também as respectivas taxas de câmbio em relação ao dólar, as taxas básicas de juros, o preço do petróleo e o índice CRB de commodities. A ponderação dos vetores é dada pelo comércio entre países. Um aspecto importante dessa classe de modelos é a possibilidade de estimação de funções de resposta ao impulso. Uma vez que a análise leva em conta as interdependências entre as variáveis e países, as conclusões consideram também os impactos diretos e indiretos dos choques. Desse modo, os resultados apresentados incorporam o efeito final do aumento de juros pelo Fed sobre as variáveis econômicas de interesse.

Gráfico 1: Resposta do PIB norte-americano a um choque de 100 p.b. nos Fed funds

Em %



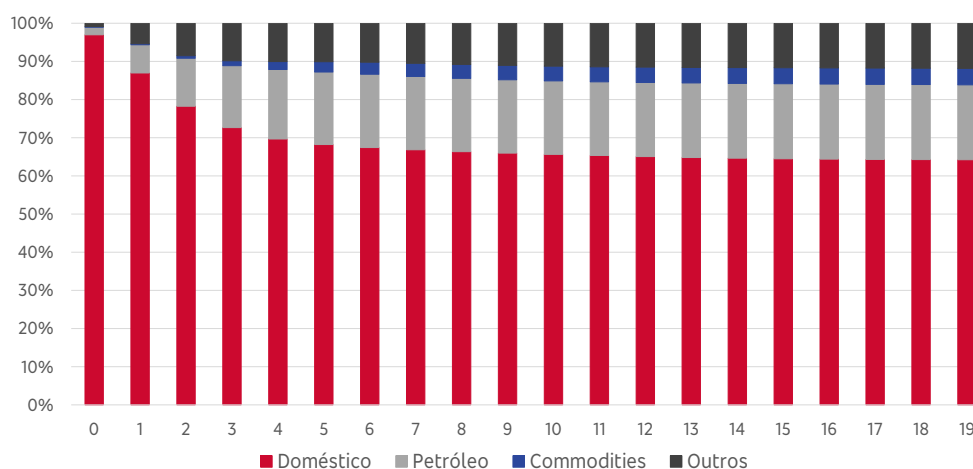
Fonte: Bradesco

¹ Os países considerados nesta análise foram Austrália, Brasil, Canadá, Chile, China, República Tcheca, Hungria, Índia, Indonésia, Japão, México, Polônia, Rússia, África do Sul, Coreia do Sul, Turquia, Reino Unido, EUA e a Área do Euro.

² A metodologia empregada foi baseada em Feldkircher, M., & Huber, F. (2016). "The international transmission of US shocks—Evidence from Bayesian global vector autoregressions." *European Economic Review*, 81, 167-188.

Estimamos que o aumento de 100 p.b. da taxa de juros nos EUA resulta em uma queda de 1,2% do PIB norte-americano ao longo de um ano. O aperto da política monetária teria seu impacto pontual máximo de -0,5% cinco trimestres após a alta dos juros (gráfico 1). O interessante aqui é que, conforme já destacamos, essa queda contempla ainda os efeitos globais de segunda ordem do aumento de juros. De fato, quando decomparamos as projeções do modelo, no gráfico 2, notamos que 70% da variância do PIB projetado um ano à frente é explicada por fatores domésticos, enquanto 10% se deve a efeitos secundários das demais economias globais, 18% aos preços do petróleo e 2% às demais commodities³. Nesse sentido, o efeito do aumento dos juros norte-americanos nos preços do petróleo é relevante, conforme mostra o gráfico 3. Já no trimestre seguinte ao aumento de juros vemos uma queda de 0,9% do preço do petróleo, que acumula variação negativa de 4,75% ao final de um ano. Com isso, o efeito da alta dos juros sobre a atividade econômica acaba sendo, em parte, compensado pelo aumento da renda disponível decorrente dos menores preços do petróleo.

Gráfico 2: Decomposição da variância do erro de projeção do PIB norte-americano



Fonte: Bradesco

O impacto na atividade econômica dos países emergentes e desenvolvidos é semelhante. O efeito mediano pontual máximo no PIB dos países desenvolvidos que compõem nossa amostra⁴ é de -0,07% e ocorre um ano e meio após o choque de juros nos EUA. O efeito acumulado no primeiro ano é de -0,25% e de -1,0% em 5 anos. Já nos países emergentes⁵, o efeito mediano pontual máximo é de -0,09% e ocorre no sétimo trimestre após o choque de juros, acumulando também queda de 0,25% no primeiro ano e de 1,45% no horizonte de 5 anos após o aumento da taxa básica nos EUA. Já a moeda dos emergentes sofre uma depreciação mediana máxima de 7,2% no trimestre seguinte ao aumento de juros, acumulando queda de 21% nos doze meses seguintes ao choque monetário. Isso ocorre essencialmente por conta da persistência da queda dos preços das commodities e do petróleo, que retroalimentam a depreciação dessas moedas frente ao dólar.

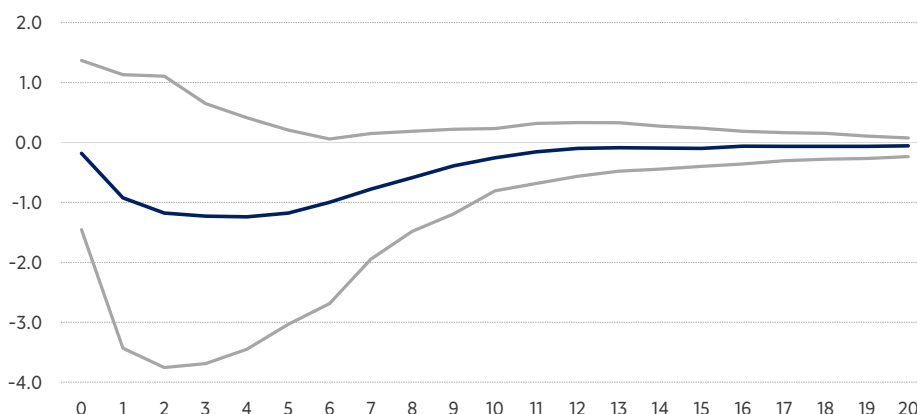
³ A decomposição da variância do erro de projeção mostra a contribuição de cada variável do modelo sobre as demais.

⁴ Para essa análise, excluímos os EUA. Os países desenvolvidos aqui considerados são: Austrália, Canadá, Área do Euro, Japão, Inglaterra e Coréia do Sul.

⁵ Para essa análise, excluímos a China. Os países emergentes aqui considerados são: Brasil, Chile, República Tcheca, Hungria, Índia, Indonésia, México, Polônia, Rússia, África do Sul e Turquia.

Gráfico 3: Resposta do preço do petróleo a um choque de 100 p.b. nos Fed funds

Em %



Fonte: Bradesco

Os resultados dos exercícios estão em linha com o esperado. Nosso cenário base contempla oito altas de 25 p.b. dos Fed funds ao longo de 2022 e 23, uma por trimestre. Assim, essas simulações indicam uma redução de 0,25% do PIB norte-americano, em relação ao cenário alternativo sem alta de juros, neste ano, e outra de 2,2% no próximo. Como consequência, os países emergentes perceberiam um impacto negativo na atividade econômica de 0,1% em 2022 e 0,45% em 2023. O modelo sugere ainda depreciação de cerca de 11,5% das moedas dos emergentes ao longo deste ano. É claro que se trata de uma simplificação da realidade, que não leva em conta a complexidade de cada economia. De qualquer forma, são fatores adicionais de atenção, que justificam porque o mercado usualmente trata com cautela os cenários de alta de juros nos EUA.

Equipe Técnica

Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Mariana Silva de Freitas / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Rafael Martins Murrer / Renan Bassoli Diniz / Thiago Coraucci de Angelis / Vitor Vidal Costa Velho

Estagiários

Bruna Andreata Valentino / Gabriel Sartor Ganzarolli / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pires Sene / Rafaela de Sousa Silva

economiaemdia.com.br

O Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos do Banco Bradesco é o responsável pela elaboração deste relatório de análise econômica. Todos os dados ou as opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e refletem nossa opinião no momento da publicação desse relatório. O objetivo dos relatórios não é atender a nenhum cliente específico, seja pessoa física ou jurídica. O Banco Bradesco S.A. não se responsabiliza por quaisquer atos ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. As análises e os dados contidos nos relatórios não devem ser tomados, sob qualquer hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises dessa publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o Banco Bradesco S.A. de todas as ações decorrentes do uso desse material. O conteúdo da publicação pode não expressar o posicionamento do Banco Bradesco S.A., bem como demais empresas do conglomerado econômico, sendo possível, inclusive, que diverjam das visões de outras áreas correlatas. Esse material não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 598, de 3 de maio de 2018. Adicionalmente, o Banco Bradesco S.A. não se responsabiliza por atualizar qualquer estimativa contida nessa publicação e baseia a integridade das informações contidas em suas publicações às fontes públicas em que são obtidas. Dessa forma, não nos responsabilizamos por eventuais erros e omissões. O acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial dessa publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco Bradesco S.A. ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco Bradesco).