

22/12/2022 10:00:34 - AE NEWS

## ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: MENOS PIB E MENOS INFLAÇÃO EM 2023



Um fator de preocupação para 2023 é que não há vetores que impulsionem o crescimento do PIB. De qualquer lado que olhamos, vemos ventos contrários em termos de política monetária, fiscal, setor externo. Se não projetamos boas notícias para o PIB, isso deve ajudar na inflação. Esse artigo versará sobre as projeções de crescimento do PIB e da inflação e o em 2023 e também sobre as perspectivas para a taxa de juros, avaliando quando há condições para o Banco Central (BCB) iniciar o processo de flexibilização monetária. Primeiramente, colocarei o diagnóstico do Banco Central sobre a situação economia com base no Relatório de Inflação (RI) de dezembro e, em seguida, compararei as minhas projeções com a do Copom e do mercado.

Em relação à conjuntura internacional, o RI manteve a preocupação com economia global externada em relatórios anteriores. Segundo o documento, a desaceleração do crescimento da China com a política de Covid Zero, as consequências econômicas da guerra da Rússia/Ucrânia, principalmente para a Europa e o aperto generalizado da política monetária devido à inflação alta e persistente nos países desenvolvidos e nos emergentes são os principais fatores de incerteza e risco para o cenário internacional. Na Europa, a crise energética com a escassez de gás natural não apenas colocou a inflação nos dois dígitos mas também tem levado a restrições de oferta para algumas indústrias. O BCE acelerou o ajuste monetário mesmo num contexto de PIB negativo, mas também há necessidade de os governos anunciarem medidas fiscais, como subsídios, para atenuar o problema energético.

Na China, houve protestos populares contra a política de Covid Zero, que levaram a certa amenização, mas essa política ainda traz forte pressão de desaceleração na atividade econômica. O governo tem cortado os juros e flexibilizado restrições a novos empréstimos no setor imobiliário, dado o ambiente inflacionário mais tranquilo.

Sobre a economia americana, houve recuperação do crescimento no 3º trimestre depois de 2 trimestres seguidos de resultado negativos, com consumo ainda resistente, mas com queda nos investimentos, principalmente em construção residencial. O mercado de trabalho continua muito apertado com a queda da participação, que limita a oferta de trabalho e pressiona os salários. Os dados de alta frequência tem apontado desaceleração continuada no ritmo de crescimento, e mesmo assim o FED deve manter as taxas de juros com taxas terminais altas e duradouras dada a inflação ainda elevada.

Em relação à conjuntura interna, o RI relata o crescimento no terceiro trimestre mais moderado e os indicadores de atividade mais recentes mostram um cenário de desaceleração mais acentuada, principalmente refletida na forte deterioração da confiança dos empresários e dos consumidores nos últimos dois meses. Mesmo assim foi mantida a projeção de crescimento de 1% para 2023 refletindo esse cenário de desaceleração, devido às incertezas domésticas e externas elevadas. Internamente, o RI apontou a elevada incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal e externamente o aperto da política monetária em diversos países, a guerra na Ucrânia e os problemas imobiliários e de Covid zero na China.

O RI aponta que o recuo da inflação acumulada em doze meses é devido às medidas tributárias e da recente

26/Dez/2022 10:35

queda do preço das commodities. O documento também reconheceu que a inflação subjacente continua alta e acima da meta, mas há sinais de queda nos preços dos serviços. A queda do preço das commodities implicou na intensificação da queda dos preços ao atacado e sugere arrefecimento da inflação dos bens para os consumidores nos próximos meses.

As projeções do RI mostraram elevação na inflação de 2023 de 4,6% no relatório anterior para 5% em dezembro. Os fatores que contribuíram para a elevação da projeção foram surpresa inflacionária de curto prazo e revisão da projeção de curto prazo e um hiato mais fechado, já para diminuir a projeção contribuíram preço de commodities mais baixos, Selic mais alta. A probabilidade de se romper o intervalo superior da meta em 2023 era de 46% no relatório anterior e subiu para 57% em dezembro.

Com relação às minhas projeções de inflação do modelo de pequeno porte usando a Selic do Focus e o câmbio parado em 5,20, a inflação chega a 4,7% no próximo ano e 3,5% em 2024, valores abaixo do RI e do relatório Focus para 2023 e exatamente igual em 2024. Duas qualificações importantes: (i) estou usando as projeções de administrados do Focus (6,3% e 4%); (ii) minha medida de hiato do produto já está ligeiramente positiva no 3º trimestre desse ano, dada a dinâmica surpreendente do mercado de trabalho recentemente. Quando projeto o crescimento do PIB nesse modelo pequeno, chego a um crescimento em 2023 de 0,5%, supondo um crescimento do PIB potencial de 1,5%. Portanto, tenho para 2023, tanto o crescimento do produto quanto a inflação menores que o consenso e o RI.

O exercício mais interessante é o que avalia quando o BCB iniciará o processo de flexibilização monetária, diminuindo a Selic. Pode chegar a esse resultado se aplicar os modelos uma trajetória endógena dos juros (a chamada regra de Taylor). Fazendo essa simulação, a Selic segue relativamente constante até o 2º trimestre do próximo ano, com a taxa descendo para 13% e caindo para 11% no final de 2023 e 9% no encerramento do ano seguinte.

Concluindo, ao se manter condições normais de "temperatura e pressão", a inflação parece convergir para o intervalo das metas, mas como foi apontando na ata da última reunião do Copom, os riscos estão acima do normal, o que eleva as incertezas sobre as projeções. A minha expectativa é que a política monetária começará a ser flexionada no 2º trimestre do próximo ano, anteriormente ao que o Focus espera e também é consistente com a estratégia do BCB de se manter a Selic em 13,75% por um período suficientemente prolongado.

*Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central. O articulista entra em férias e volta em quatro semanas.*

Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.