

12/05/2023 14:49:59 - TOP NEWS

14. ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: UMA ANDORINHA NÃO FAZ VERÃO, POR ENQUANTO



Dentro de um contexto mundial polarizado e radicalizado, não deveria me surpreender o governo Lula estar um pouco mais à esquerda do que eu esperava. De qualquer maneira a incontinência verbal do presidente está surpreendendo muito. Algumas falas são inconsequentes e não viraram decisões efetivas, porém toda a retórica contra a taxa de juros virou uma decisão prática relevante. Foi nomeado o secretário-executivo da Fazenda para ser diretor de política monetária do Banco Central, Gabriel Galípolo. Como o número 2 do Ministério está, na prática, indo para uma cadeira menor, só faz sentido se for uma escada para depois ele ser nomeado presidente do Banco no final de 2024 (quando termina o mandato de Roberto Campos Neto), com chances de querer mudar a política monetária para algo diferente do regime de metas para a inflação vigente nos últimos 24 anos. Esse artigo tenta mostrar que o voluntarismo na política monetária pode comprometer o regime de metas para a inflação.

A nomeação de apenas um diretor não deve mudar no curto prazo as decisões, que são colegiadas, mas se ele se tornar presidente e forem nomeados outros diretores heterodoxos, o regime de metas corre risco.

Em termos práticos, a ata da última reunião do Copom, analisada abaixo, não abre espaço para cortes nas próximas reuniões. Além disso, as expectativas de inflação, tanto de médio prazo como de longo prazo, ainda não indicam espaço para corte. O meu próprio modelo utilizando uma regra de Taylor, só aponta corte no 4º trimestre. E, mesmo com o corte na Selic, as taxas de juros dos empréstimos bancários estão sendo mais influenciadas no momento pelo aumento da inadimplência, tendo o BCB pouco poder em alterá-las.

O Banco Central apresentou uma ata essa semana que não traz nenhuma indicação de que há espaço para cortar os juros nas próximas reuniões do Copom e ainda iniciou uma discussão sobre juros neutros, que pode ser considerada até um pouco hawkish. Abaixo os principais pontos da ata:

- 1) Em relação à situação externa, o ambiente se mantém adverso, com os episódios envolvendo bancos no exterior elevando a incerteza e podendo impactar negativamente a atividade devido à maior restrição ao crédito. Os dados mostram a inflação corrente persistentemente elevada com manutenção de um aperto nas condições financeiras ainda prolongado.
- 2) Sobre a atividade doméstica, a desaceleração gradual que está ocorrendo já era esperada, com alguma moderação no indicadores coincidentes, desaceleração na margem no crédito e um mercado de trabalho resiliente.
- 3) Com relação à inflação, os dados inflacionários mais recentes corroboram a visão de um processo de desinflação mais lento, com a inflação de serviços ainda alta. O Comitê reafirma que o processo desinflacionário em seu atual estágio demanda serenidade e paciência na condução da política monetária para garantir a convergência da inflação para suas metas no horizonte relevante.

12/Mai/2023 14:50

4) O Copom reconheceu que a apresentação de uma proposta de arcabouço fiscal reduziu parte da incerteza advinda da política fiscal. Porém, notou também que não houve mudança relevante nas projeções de inflação uma vez que as expectativas não se alteraram de forma significante.

No regime de metas para a inflação, o mantra é conseguir fazer com que as expectativas de inflação no médio prazo estejam ajustadas com as metas para a inflação, conforme pode se ler em todos os documentos oficiais do BCB. A expectativa 12 meses à frente está em 5,14%, ainda acima do intervalo superior das metas (2023 4,75% e 2024 4,50%). As expectativas estão de certa forma andando de lado desde março do ano passado, e, mesmo com alguns dados melhores da inflação corrente indicando a queda em alimentos e em preços industriais, essa medida de expectativa não deve convergir para o centro da meta nos próximos meses.

A própria retórica do presidente Lula contra a política monetária, enfatizando até a intenção de mudar as metas já piorou as expectativas de longo prazo, dificultando o próprio trabalho do Banco Central. Em termos concretos, em novembro do ano passado, o consenso de mercado para a inflação de 2025 era a própria meta de 3%. Atualmente, com toda a discussão de se mexer na meta, a expectativa já é de 4%. [Em um artigo anterior publicado no Broadcast](#), fiz um exercício para determinar quais as condições para ter juros mais baixos com metas de inflação mais altas. A Selic só pode ser reduzida, se a elevação das metas não deteriorarem ainda mais as expectativas de inflação, o que pode ser considerado um pouco ingênuo. Ao se mudar a meta uma primeira vez, qual a credibilidade em garantir que só será essa vez?

Os juros reais ex ante, ao se considerar os juros de 1 ano e descontar deles as expectativas da inflação 12 meses à frente, estão ao redor de 7%, o que, apesar de ser alta, não se compara com as taxas de juros cobradas no empréstimos bancários. O spread bancário, que é a diferença da taxa de empréstimos em relação à Selic, era de 45% para os consumidores no segmento livre em março passado. Portanto, no segmento PF, o que mais explica o crescimento dos juros é a inadimplência, como pode ser visto no gráfico abaixo. A Selic começou a subir em março de 2021 e o spread apenas em outubro, junto com a inadimplência. Portanto, não adianta trocar a direção do Banco Central e cortar artificialmente a Selic para tentar baixar as taxas dos empréstimos para os consumidores.



Ao refazer o exercício da trajetória endógena dos juros (a chamada regra de Taylor), para determinar quando o BCB iniciaria o processo de redução da Selic, observamos que o primeiro corte só seria possível no quarto trimestre. A Selic segue relativamente constante até 3º trimestre do ano, caindo para 12,50% no final de 2023 e 11% em 2024 e 10% em 2025, quando a inflação convergiria para a meta de 3%. Compete

12/Mai/2023 14:50

ao presidente Lula a troca de diretores, à medida que os mandatos destas diretorias se encerram, por outros mais heterodoxos e assim forçar cortes mais agressivos na taxa de juros e aceitar uma inflação um pouco mais alta. A tentação é cair no raciocínio falacioso de que uma inflação um pouco mais alta gera maior crescimento com uma política monetária mais frouxa. Isso nunca deu certo nem aqui, durante o governo Dilma, e nem em nenhum lugar do mundo.

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.

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