

02/02/2023 10:00:33 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: A DIFÍCIL COORDENAÇÃO DA POLÍTICA FISCAL COM A MONETÁRIA



Num artigo em dezembro para essa mesma mídia, intitulado "Bye Bye Crise Institucional, Hello Crise Econômica", argumentei que teríamos menos sobressaltos institucionais e mais problemas de política econômica. Aparentemente isso tem ocorrido, apesar de ter havido ainda inclusive certa inércia no campo institucional com os atos golpistas de 8 de janeiro e até a descoberta de uma minuta de golpe na casa do ex-ministro da Justiça. Estamos vendo o novo governo um pouco menos amistoso com o mercado do que eu supunha anteriormente. A volúpia de gastos públicos apresentada na emenda constitucional, aprovada em dezembro para reformular o orçamento de 2023, as próprias manifestações contrárias a independência do Banco Central (BCB) e os balões de ensaio de subir a meta de inflação na entrevista do atual presidente são demonstrações de ameaças à boa coordenação das políticas fiscais e monetárias. Esse artigo explora os efeitos da piora de percepção da condução da economia na política monetária.

Ontem (01/02/2023), ocorreu a primeira reunião do Copom dentro do período do novo governo e pela primeira vez vamos experimentar se realmente funciona a continuidade da administração do BCB após a troca de presidente da república. A não sincronia dos mandatos da autoridade monetária e do chefe do poder executivo é uma das

principais conquistas institucionais da nova lei do autonomia do Banco Central e pode garantir maior estabilidade dos mercados num contexto de troca de comando do executivo. A curva de juros mostrou que já houve uma piora de percepção com os juros de 6 meses subindo recentemente 50 bps e os juros longos de 5 anos subindo mais de 100 bps desde a eleição de Lula. Obviamente, não dá para fazermos um contrafactual, se não houvesse autonomia aprovada pelo congresso, mas a crise de 2002 pode servir para fazermos uma alguma comparação.

O comunicado da reunião é importante para sabermos qual a resposta que a autoridade monetária pretende dar a uma eventual concretização de uma piora fiscal ou mesmo pretensa alteração da meta de inflação. Quando não há mudança patamar vigente da Selic, os seguidores do Copom olham com lupa qualquer alteração, mínima que seja, na linguagem do comunicado para antever futuros passos da autoridade monetária na Selic. Em termos gerais, o BCB preferiu alertar que deixará os juros por mais tempo, ainda no atual patamar, do que elevar a ameaça de subir mais a Selic no curto prazo.

Porém, foi acrescentado um parágrafo, mencionando o desafio adicional gerado pela incerteza fiscal e o afastamento da inflação das metas, o que não só eleva o custo da desinflação, como também impôs a necessidade do Copom reafirmar que conduzirá a inflação para a meta. Esse parágrafo pode ser lido como duro recado, o que torna o linguajar do Copom ser considerado hawkish (mais duro contra a inflação).

Uma das principais modificações contidas no comunicado é da própria projeção da inflação. Como houve aumento na expectativa de inflação desde a última reunião de 5,1% para 5,7% em 2023 e de 3,5% para 3,9% em 2024, as projeções do BCB tiveram deterioração semelhante passando de 5,0% para 5,6% esse ano e 3,0 para 3,4% no

próximo. Foi apresentado um cenário alternativo que mantém a Selic em 13,75% até 2024 e a projeção desse ano fica em 2,8% (abaixo da meta de 3%).

Em relação ao fiscal, o Copom manteve a incerteza fiscal como um dos riscos altistas e salientou, no mesmo tom do comunicado anterior, que há "elevada incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal do país e estímulos fiscais que implicam sustentação da demanda agregada." A ata deve trazer uma discussão mais detalhada do problema da coordenação da política fiscal e monetária, que pode afetar principalmente os juros de equilíbrio, significando uma Selic mais elevada no fim do ciclo de corte.

Com relação ao cenário externo, o Copom atenuou o discurso sobre o ambiente adverso e volátil, em linha com a minha visão que houve uma melhora nos Estados Unidos com a inflação cedendo sem grande desaceleração da atividade econômica. Já a atividade doméstica, o Copom manteve o discurso de desaceleração da atividade do comunicado anterior, que me parece estar agravando, com chances reais do PIB do 4º trimestre ano passado vir negativo, diminuindo o carregamento estatístico para o crescimento de 2023.

O Copom não mencionou explicitamente os efeitos para a política monetária de uma eventual elevação das metas para a inflação. Pode-se capturar o efeito sobre a Selic de um aumento na meta considerando que ele imediatamente será incorporado nas expectativas de inflação. Pode chegar a esse resultado ao se aplicar os modelos de trajetória endógena dos juros (a chamada regra de Taylor).

Primeiramente, avalio que com a piora recente das expectativas, já houve um atraso no início o processo de flexibilização monetária de acordo com as minhas simulações. Com relação outubro do ano

passado, quando se esperava cortar os juros no 2º trimestre, o início do corte na Selic agora é no 3º trimestre, com a Selic fechando o ano é 12,75% e descendo para 10,5% no final de 2024 (anteriormente seria 11,25% e 9% respectivamente).

O exercício de elevação das metas supõe que em junho o CMN aumente para 4,5% a meta de 2024 e isso seja imediatamente (junho) incorporado às expectativas de inflação até 2026 e adicionalmente, haja uma piora de 50 bps nos juros de equilíbrio. Apenas com essas duas alterações, o modelo faz com que a inflação não convirja mais para 3% em 2025/26 (fica em 3,5%), além dos juros ficarem, em média, 150 bps acima no final do horizonte de projeção. Na regra endógena, a Selic vai subindo paulatinamente à medida que a projeção da inflação fica acima da meta, portanto não pula para 15% imediatamente, como anunciado no exercício feito pelos economistas do Banco Itaú.

A conclusão que se chega do exercício é que, ao subir a meta, os juros nominais sobem ao invés de caírem. A razão é simples, o que faz a inflação convergir para meta são os juros reais, se há um choque na expectativa de inflação, os juros nominais têm que subir mais do que o choque em si para a inflação cair posteriormente. Esse artigo trouxe as alterações do Comunicado da primeira reunião do Copom no governo Lula com o BCB mantendo o presidente nomeado por um outro governo num contexto de piora das expectativas de inflação e incerteza fiscal e o BCB tentado ser prudente em apenas anunciar uma intenção de postergar o corte dos juros. Adicionalmente, foi apresentado um exercício que vai contra o senso comum, pois a Selic fica mais alta ao se subir a meta de inflação.

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.