

05/10/2023 10:15:20 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: A POLÍTICA MONETÁRIA E AS PROJEÇÕES PARA A SELIC TERMINAL



O Banco Central do Brasil (BCB) divulgou na última semana a ata e o relatório de inflação tirando as esperanças do mercado de aceleração no ritmo de corte nas duas últimas reuniões do Copom de 2023, com a Selic fechando mesmo o ano em 11,75%. Nesse artigo, eu trago as principais mensagens da autoridade monetária sobre o futuro da política monetária e as minhas projeções de juros e inflação para os próximos anos. As minhas estimações de inflação estão próximas ao mercado, porém, a minha taxa terminal de juros é de 9%, ligeiramente superior à expectativa do mercado de 8,5%.

O Banco Central apresentou na ata e no relatório, na semana passada, um tom ligeiramente mais *hawkish*. Alguns pontos da ata são resumidos abaixo:

* Em relação à situação externa, o ambiente mostra-se mais incerto, com continuidade no processo de deflação apesar dos núcleos ainda altos, indicando um período de pausa dos juros dentro do ciclo de alta. O Copom se manteve atento à elevação dos juros nos Estados Unidos e às perspectivas de menor crescimento na China.

* Sobre a atividade doméstica, o cenário mostra resiliência da atividade, com os setores não cíclicos mantendo o dinamismo, e houve crescimento no consumo das famílias. O Copom salientou que as surpresas no crescimento não devem significar aumento do PIB potencial.

* A inflação segue uma dinâmica mais benigna com desaceleração tanto nos serviços como nos núcleos, após uma queda dos preços industriais e dos alimentos devido ao comportamento dos preços no atacado. O mercado de trabalho mais apertado e o hiato do produto mais fechado são preocupações para a dinâmica futura dos preços.

* As expectativas de inflação de médio e longo prazo, que não colaram na meta plenamente, são salientadas, podendo refletir alguma preocupação com as questões fiscais ou com a desinflação mundial, ou mesmo percepção de leniência da autoridade monetária com a inflação.

Resumindo, o Copom salientou dois aspectos da conjuntura internacional, curva de juros nos Estados Unidos e crescimento da China, e também iniciou discussões sobre as expectativas de inflação e sobre o hiato do produto. Todos esses elementos podem significar menos espaço para aceleração do ritmo de cortes e até mesmo antever uma taxa terminal da Selic mais alta do que atualmente esperada pelo mercado.

A inflação de setembro, que será divulgada na próxima terça-feira (10 de outubro), deve ser de 0,35%, sendo que o meu modelo de inflação desagregada aponta uma inflação para o ano

de 5,2%, um pouco acima do consenso e da projeção do Banco Central. A inflação de alimentos e a de produtos industriais não devem mais apresentar resultados negativos no quarto trimestre do ano, depois de terem sido puxadas para baixo no segundo e terceiro trimestre pelos preços no atacado. Esse modelo desagregado, por não conter os mecanismos de transmissão da política monetária, é mais inercial e aponta uma inflação similar para 2024, de 5%.

As projeções de inflação divulgadas no Copom estão em 5,0% em 2023 e de 3,5% em 2024, sendo mais alto do que a expectativa do consenso para o presente ano (4,86%) e bem mais baixa do que a projeção de 3,87% do mercado contida no Relatório Focus para 2024. Para 2025, as projeções do BCB (3,1%) estão praticamente alinhadas com a meta de inflação (3%). A frustração do BCB, apontada acima, é que a expectativa do mercado para 2025 não voltou à meta mesmo com o CMN, em junho, ratificando a manutenção da meta em 3% para 2024, 2025 e 2026, ficando em 3,5% para 2025 e 2026. Segundo o relatório de inflação de setembro, a probabilidade de se estourar a meta é de 67% em 2023 e de aproximadamente 25% em 2024 ao se analisar os intervalos de probabilidades apresentados no documento.

As projeções do Copom são as mais relevantes para definir os próximos passos da política monetária. Pode-se tentar simular quais seriam as trajetórias dos juros endogenamente, aplicando a chamada regra de Taylor. Primeiramente, utilizo das expectativas do Focus para projetar a inflação e, com base nessa projeção, o modelo define qual os juros que colocam a inflação na meta em 2025. O resultado da inflação é bem parecido com as projeções

do próprio Banco Central para a inflação nos próximos anos, mas a Selic vai para 10,25% no final do próximo ano e depois se estabiliza ao redor de 9%. Esses valores são mais altos do que os do Focus de 9% em 2024 e 8,5% posteriormente.

Em um segundo exercício com a regra de Taylor, suponho que a expectativa de inflação seja a do modelo, ou seja, calculada endogenamente. Quando rodo o meu modelo de expectativa de inflação para o médio prazo, o resultado fica ao redor de 3,4%, portanto mais próximo do resultado do consenso do mercado do que da meta de inflação. O resultado do segundo exercício em termos de projeção de inflação e de taxa de juros é bastante próximo ao exercício anterior. É interessante salientar que, mesmo a meta sendo um dos fatores que explicam as expectativas de inflação, essas últimas não estão convergindo plenamente para a primeira. O modelo de expectativa de inflação não contém variáveis fiscais nem de inflação no exterior, hipóteses do Copom para a divergência do resultado.

Esse artigo apresentou um resumo da ata do Copom de junho, análise da inflação corrente e alguns cenários sobre taxa de juros de longo prazo. As conclusões dos exercícios apontam para inflações similares às do mercado em 2024 e um pouco abaixo em 2025 e 2026, mas juros significativamente mais altos em 2024 (10,25% contra 9%) e ligeiramente mais altos no médio prazo (9% contra 8,5%). Portanto, o consenso de mercado está considerando muitos cortes no próximo ano na Selic e a própria subida recente da curva de juros pode significar que a Selic pode não cair tanto assim em 2024.

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.*