

22/06/2023 10:00:27 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: COMUNICADO DO COPOM HAWKISH NÃO SINALIZA CORTES



O Banco Central do Brasil (BCB) manteve a Selic em 13,75% na reunião do Copom de junho e ainda não sinalizou cortes nas próximas reuniões. Porém, se olharmos a taxa de juros de um ano à frente, que é a que tem maior impacto na atividade econômica, já há quedas dos juros embutidas na estrutura à termo. Na reunião de maio do Copom, os juros nominais de um ano estavam em 12,45% e agora estão em 11,90%. Nesse artigo, comento sobre a decisão do Copom de junho, as expectativas de queda para as próximas reuniões e faço três exercícios sobre alteração das metas de inflação, que mostram que a melhor solução é não mexer nelas. A minha expectativa é que o BCB já comece a flexibilizar a política monetária com um corte de 25bps em agosto e queda de 50bps em todas as reuniões a partir de setembro, chegando a Selic em 12% no final do ano.

O Banco Central apresentou no comunicado um tom mais hawkish do que o esperado, sem sinalizar cortes nas próximas reuniões. Alguns pontos do comunicado são resumidos abaixo:

* Em relação à situação externa, o ambiente continua adverso, mas houve melhora nas projeções de crescimento e no estresse

envolvendo bancos na Europa e nos EUA. BCs ainda estão determinados a derrubar a inflação com alta de juros se for o necessário.

* Sobre a atividade doméstica, houve surpresa com a divulgação do PIB do 1º trimestre devido à agropecuária, mas o cenário se mantém consistente com uma desaceleração da economia nos próximos trimestres.

* As projeções de inflação divulgadas no Copom diminuíram de 5,8% para 5,0% em 2023 e de 3,6% para 3,4% em 2024 entre reuniões. O Copom também salientou que a inflação acumulada em doze meses deve subir nos próximos meses e que a inflação subjacente segue acima das metas.

* O Copom caracterizou que o estágio do processo de desinflação tende a ser mais lento e que as expectativas de inflação seguem desancoradas, demandando cautela e parcimônia. Ele disse que conduzirá a política monetária necessária para o cumprimento das metas e avalia que a estratégia de manutenção da taxa de juros inalteradas por um período prolongado parece adequada para a convergência da inflação para as metas.

Resumindo, os próximos passos dependerão da dinâmica inflacionária (inflação de serviços), das expectativas de inflação e, em particular, das projeções de inflação do hiato do produto e do balanço de riscos. Sem dúvidas, o Copom elevou a vara para começar a flexibilização já em agosto. A inflação corrente terá de vir muito boa para poder afetar as expectativas e as projeções do BCB.

A inflação corrente está em forte queda, mesmo assim o Copom ainda é parcimonioso na flexibilização da política monetária, pois, no manual das regras da política monetária de metas para a inflação, o que importa não é a inflação corrente, mas sim as projeções de inflação do próprio Banco Central, além das expectativas de mercado de médio e longo prazo.

A inflação de junho deve ser negativa. O último número do Relatório Focus espera uma inflação de -0,04%, mas esse número não deve incluir a última diminuição da gasolina, que chegou nas bombas apenas na sexta-feira (16/6). O impacto deve ser de 0,10% com metade impactando a inflação em junho e a outra metade no próximo mês. Há possibilidade também de números negativos para os alimentos no domicílio, dada a queda recente nos preços agrícolas no atacado. A minha expectativa é de deflação próxima a 0,10% em junho, o que levaria a inflação acumulada em 12 meses para 3,2%, sendo a menor inflação desde setembro de 2020.

Em relação às expectativas de inflação, desde o último Copom até agora, mudaram bastante para o ano presente caindo de 6,2% para 5,1%. Já as de 2024, se reduziram mais gradualmente caindo de 4,2% para 4,0%. Outra boa notícia é alguma melhora nas expectativas de longo prazo, que caíram de 4% para 3,8% tanto em 2025 como em 2026 no intervalo de reuniões. No início do ano, estão expectativas estavam mais próximas das metas, mas, com o burburinho em alterá-las, as elevaram significativamente.

Como já dito, 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, suponho que não se altere as metas de inflação e as expectativas sejam as que atualmente o Focus espera. Nesse primeiro exercício, o cenário dos juros é de 11,75% em 2023, 10% de juros em 2024, 9,5% em 2025 e 9% em 2026. Em 2025, nessa projeção, a inflação cai para 3,4% e vai para 3,5% em 2026.

Em um segundo exercício com a regra de Taylor, suponho que na reunião desse mês o CMN mantenha em 3% a meta de 2024, conserve esse patamar até 2026 e que as expectativas de inflação se alterem endogenamente de acordo com um modelo econométrico. Nesse caso, a inflação vai para a meta de 3% em 2025 e a Selic fica mais baixa em cerca de 50bps em 2025 e 2026. Na hipótese de se aumentar a meta para 4% em 2023 em diante, ao se supor as expectativas sejam determinadas pelo modelo, os juros ficam cerca de 100 bps mais altos em 2025 e 2026 do que no primeiro exercício e a inflação em 4% no final do período. Portanto, sendo uma solução claramente inferior à de manter a meta em 3%.

Esse artigo trouxe um resumo da comunicado da reunião do Copom de junho, análise da inflação corrente e alguns cenários sobre alterações das metas de inflação. A conclusão do exercício de manter a meta em 3% deve puxar as expectativas de inflação para 3,5% e permitir que os juros cheguem em 8,5% em 2026. Já se aumentar a meta, os juros encerram 2026 em 9,5% e a inflação em 4%. Em relação ao Copom, a probabilidade de a flexibilização começar em agosto diminuiu e pode haver de novo pressão para se aumentar as metas, dado o comunicado tão duro. Sigo acreditando que a dinâmica da inflação nos próximos meses será tão benigna que em agosto haverá um corte de 25 bps e que

os juros terminarão o ano em 12%.

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.*