

28/04/2022 10:30:13 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO VOLTARAM BOMBANDO. E AGORA COPOM?



Após um mês suspenso em função da greve dos servidores, o relatório Focus voltou a ser divulgado pelo Banco Central do Brasil (BCB) com as expectativas inflacionárias dos agentes do mercado. As mais relevantes expectativas para efeito de política monetária são as de 2023 e a de 12 meses à frente. A primeira subiu de 3,8% para 4% e a de 12 meses à frente caiu de 5,76% para 5,52%. Nesse artigo, mostro a diferença de projeções de inflação de um modelo que usa as expectativas do Focus e outro que calcula as expectativas endogenamente baseado em um modelo econométrico de séries de tempo. As expectativas são fundamentais para o Copom, mas não devem alterar o plano de aumentar 100 bps em maio. Porém, ele deve deixar a porta aberta para junho e dependendo do cenário efetuar uma alta adicional de 50bps, encerrando o ciclo de aperto com a Selic em 13,25%.

No regime de metas para a inflação, o grande segredo é não perder a ancoragem das expectativas de médio prazo. Em artigo bastante conhecido "Taming Inflation Expectation", Bevilaqua, Mesquita e Minella (2007) dizem que o BCB tem que agir previamente para evitar que choques negativos de inflação contaminem as expectativas de médio prazo e que o processo de desinflação é um exercício de controlar essas expectativas. O afastamento da meta das expectativas de inflação de 2023 e 2024 exige cautela e bastante análise do BCB. O centro da meta de 2023 é de 3,25%, a expectativa para esse ano já está em 4% e mesmo a expectativa de 2024 está 0,2 p.p. acima da meta daquele ano. Esse afastamento da meta de uma expectativa de mais de 2 anos à frente pode indicar perda de credibilidade do BCB.

Um componente importante das expectativas de inflação é a inflação corrente, pois mostra a resistência dos choques dos preços. Ontem (27/04) foi divulgado o IPCA-15 de abril, que veio em 1,73% (maior valor para abril desde 2015) acumulando 12,03% em doze meses. Os maiores vilões foram alimentação (2,25%) e transportes (3,43%) com o índice pegando em cheio todo aumento da gasolina (7,51%) ocorrido em meados de março. Porém a inflação cheia de abril já deve ter uma cara melhor, com a saída do aumento da gasolina, além da mudança da bandeira da energia elétrica de vermelha para verde que ocorreu em meados do atual mês. O consenso do Focus para a inflação de abril é de 0,9% e a de maio 0,2%.

Outro componente importante das expectativas de inflação e que tem apresentado um comportamento bastante volátil é o câmbio. O Real inverteu a tendência desde o começo do ano e se desvalorizou forte desde 20 de abril devido ao discurso do Jerome Powell do Fed e principalmente às preocupações com a China. Desde o dia 20, o Real já desvalorizou cerca de 7% e a própria moeda da China, que mesmo sendo câmbio controlado, passou de 6,36 no dia 18 para 6,56 ontem.

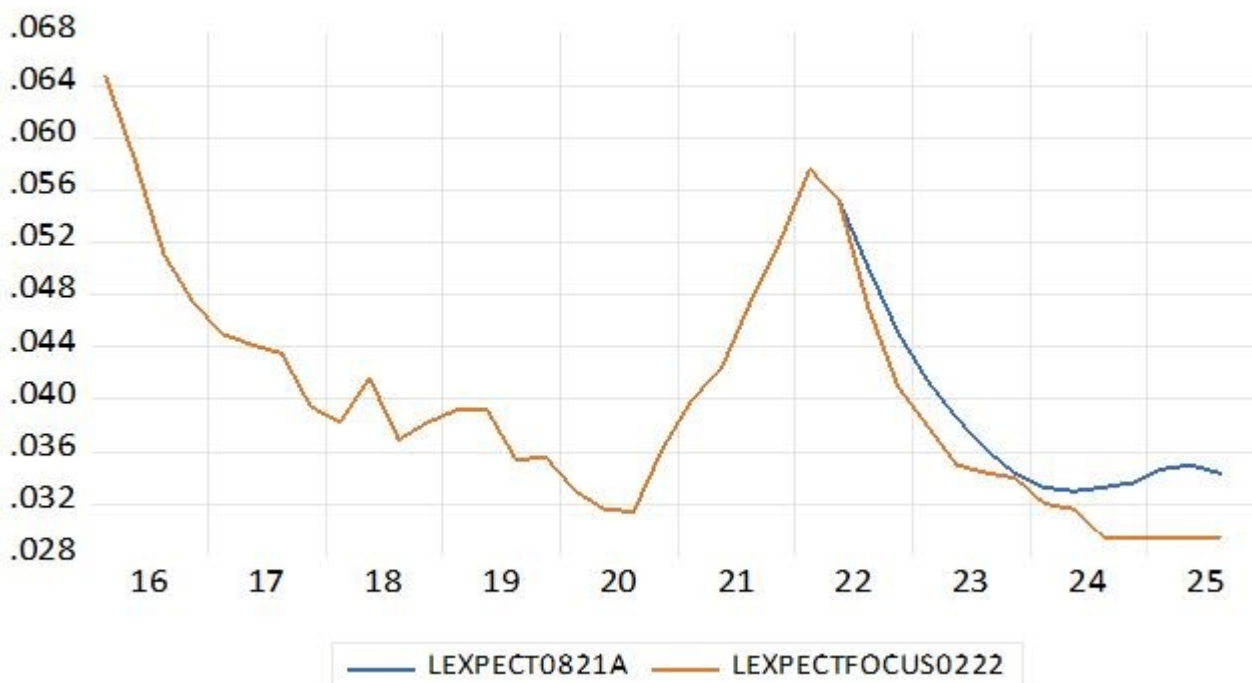
A variável dependente no modelo é a expectativa de inflação 12 meses à frente e a inércia da variável dependente domina a inflação corrente, tornando-a insignificante estatisticamente na modelagem. Outras variáveis que explicam a expectativa de inflação são os juros reais de 1 ano, o hiato do produto, a meta de

29/Abr/2022 09:57

Pág. 1 / 3

inflação e o preço das commodities. Todas essas variáveis são significativas e com sinais esperados. O modelo do câmbio endógeno, conforme mostra o gráfico abaixo, tem comportamento muito similar ao da expectativa do Focus, mas termina o ano de 2025 com a inflação em 3,5%, enquanto o Focus converge para 3%. Para 2023, o modelo está projetando 4,2% e o Focus projeta 4%. Já para 2024, enquanto o Focus estima a inflação em 3,2%, o modelo projeta 3,4%. É interessante observar que, mesmo a meta sendo uma variável do modelo, a projeção fica acima dela no final do período, diferentemente da expectativa do Focus, que converge para a meta de inflação.

Projeções de Expectativas de Inflação



Dentre as possíveis formas de se projetar a inflação, nesse artigo apresento a estimativa do modelo com a expectativa do Focus e para efeito de comparação são apresentadas também projeções usando as projeções de inflação extraída do modelo que utiliza as expectativas endógenas. Para 2023, o modelo do Focus aponta inflação de 3,8% com um câmbio de R\$ 4,9 e os administrados (adm) de 4,5%. Com as mesmas hipóteses para o câmbio e para os preços adm, o modelo com a expectativa endógena projeta inflação de 4,2%. Para 2024, o primeiro tem 3,2% e o segundo para 3,7%.

Dada a volatilidade recente do câmbio, é relevante apresentar uma outra simulação com o Real mais desfavorável. Essa nova trajetória apresenta uma desvalorização gradual com a taxa terminando 2023 em R\$ 5,58 e 2024 em R\$ 6,3 com hipóteses de aumento do risco Brasil (CDS-5 anos em 330 no final de 2024) além do recuo do commodities (CRB caiu de 630 para 580 até 2024). Com essa hipótese de câmbio, o modelo endógeno projeta 4,4% de inflação no final de 2023 e 4% em 2024. Já o modelo, que utiliza expectativas do Focus, aponta a inflação de 4% em 2023 e 3,5% em 2024. Interessante notar que há aumentos de inflação similares nos dois modelos com o modelo que tem a expectativa endógena se afastando bem mais das metas nos dois anos.

Atualizando as expectativas de inflação no modelo de regra monetária automática, a chamada regra de Taylor, mantenho a minha afirmativa que a Selic em 12,75% é suficiente para a inflação convergir para a meta de 3% em 2024. Um ponto relevante é que a Selic teria que cair mais lentamente do que esperado pelo Focus. O meu exercício sugere que a Selic esse ano atinja 12,75% como máximo do ciclo em 2022 e termine o ano de 2023 em 10%, acima de 9% do consenso da Focus. No cenário utilizando a expectativa de inflação sugerida pelo consenso, a inflação de 2023 seria 3,6% e a de 2024, 2,9%, ligeiramente inferior à meta de 3%.

O exercício da regra de Taylor continua apontando que os juros em 12,75% já seriam suficientes para a inflação convergir, mas há muita incerteza no cenário, com a inflação mundial muito mais persistente e o enfraquecimento recente do câmbio, mostrando que a lua de mel do mercado com o Brasil acabou e o real pode voltar para cima de R\$ 5. A melhor estratégia, na minha opinião, para o Copom é efetivar o aumento de 100bps já sinalizado e deixar a porta aberta para a decisão em junho. As expectativas de inflação para 2023 e o câmbio até junho serão chaves para a decisão do Copom. Mantenho por enquanto o call, que pode haver outro aumento de 50 bps em junho, com a Selic fechando o ciclo de alta em 13,25%.

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.*