

06/10/2022 10:00:28 - AE NEWS

## ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: ELUCUBRAÇÕES SOBRE A INFLAÇÃO E A SELIC EM 2023



Os graus de liberdade da política econômica do próximo governo são reduzidos, independentemente de quem for ungido pelas urnas. Do lado fiscal, a conta das bondades eleitorais e a rigidez do Orçamento não deixam muitas opções para o próximo presidente eleito, a não ser reformas estruturais, como a tributária, que já está madura a bastante tempo só faltando vontade política. Em relação à política monetária, dado o grau de institucionalização que chegamos com a autonomia do Banco Central, o chefe do Executivo tem reduzidíssima margem de manobra e com qualquer ameaça de interferência o mercado ficará azedíssimo. Esse artigo versará sobre as projeções de inflação e o futuro da Selic nos próximos anos. Primeiramente, colocarei o diagnóstico do Banco Central sobre a situação economia com base no último Relatório de Inflação (RI) e, em seguida, compararei as minhas projeções com a do Copom e do mercado.

Em relação à conjuntura internacional, o RI elevou o grau de preocupação com o crescimento. A reversão de políticas contracíclicas nas principais economias, a continuidade da guerra na Ucrânia com consequências para o fornecimento de energia para a Europa e, por último, ainda o combate à covid-19 na China podem afetar o desempenho da economia mundial. Na Europa, os preços do gás natural estão em níveis sem precedentes, levando algumas indústrias a limitarem a capacidade de produção. Na China, há desaceleração da economia nos últimos meses, reflexo da política de 'Covid Zero', que impõe restrições à mobilidade da população para conter a disseminação da covid, da continuidade do aprofundamento da crise no setor imobiliário e, mais recentemente, da perda de dinamismo da demanda externa.

Com relação à inflação, uma normalização incipiente nas cadeias de suprimentos e uma acomodação dos preços das commodities recentemente são fatores positivos para os preços. Porém, há o baixo grau de ociosidade do mercado de trabalho em economias avançadas, que é um problema para a inflação de serviços, principalmente nos Estados Unidos, onde há vários setores com dificuldades de contratação e pressões salariais. Além disso, existe o risco de reprecificação dos ativos dos países emergentes com a política monetária na Europa e nos Estados Unidos mudando para o campo contracionista de forma rápida e sincronizada.

Em relação à conjuntura interna, o RI relata o crescimento no segundo trimestre mais expressivo do que se projetava e que o desempenho do terceiro trimestre também será significativo. O aumento do valor do benefício do Auxílio Brasil e o arrefecimento da inflação são os principais fatores que justificam a revisão da elevação da projeção de crescimento do PIB de 1,7% para 2,7%. Há também surpresas positivas no mercado de trabalho, mas o arrefecimento esperado da atividade econômica no próximo ano pode moderar a expansão do emprego e dos salários. Por outro lado, com a elevada correlação dos reajustes salariais com a inflação passada, o significativo processo de desinflação em andamento pode contribuir positivamente para a continuidade da recuperação do rendimento do trabalho nos próximos meses.

O RI reconhece que os preços ao consumidor recuaram especialmente devido às medidas tributárias recentemente adotadas, sobretudo por seu impacto sobre preços de combustíveis e energia elétrica. Contudo, segundo o Relatório, também houve arrefecimento da inflação mesmo quando

07/Out/2022 10:56

desconsideradas as medidas, refletindo queda nos preços das commodities e, possivelmente, alguma melhora nas cadeias globais de suprimento. Por outro lado, a inflação de serviços permanece resistente, em meio a resultados surpreendentemente positivos da atividade econômica e do mercado de trabalho. Para 2022, o impacto potencial estimado das medidas tributárias é de -2,5 p.p. Para 2023, tendo em vista que algumas das medidas deixariam de vigorar, haveria impacto potencial altista de 0,6 p.p.

As projeções de inflação do RI mostraram forte melhora em 2022 devido às medidas tributárias. No cenário que se utiliza das projeções de Selic do Focus e um câmbio praticamente flat, a inflação de 2022 cai para 5,8%, ficando a de 2023 em 4,6% e 2,8% em 2024. Em junho, o RI tinha inflação de 8,8% em 2022 e de 4,0% em 2023. A probabilidade de se romper o intervalo superior da meta é de 93% em 2022 e de 46% no próximo ano.

Com relação às minhas projeções de inflação do modelo de pequeno porte usando a Selic do Focus e o câmbio parado em R\$ 5,20, a taxa chega a 5,7% neste ano, 4,7% no próximo e 3,25% em 2024, valores significativamente próximos ao RI e um pouco mais baixo que o relatório Focus para 2023. Duas qualificações importantes: (i) estou usando as projeções de administrados do Focus, (-4,45% e 5,7%); (ii) minha medida de hiato do produto já está ligeiramente positiva no terceiro trimestre desse ano, dada a dinâmica surpreendente do mercado de trabalho recentemente. O RI apresenta um cenário alternativo com o hiato zerado e obtém inflação de 4,9% em 2023, mas o RI utiliza preços administrados de 9,3% neste ano.

O exercício mais interessante é o que avalia quando o BCB iniciará o processo de flexibilização monetária, diminuindo a Selic. Pode chegar a esse resultado se aplicar aos modelos uma trajetória endógena dos juros (a chamada regra de Taylor). Fazendo essa simulação, a Selic segue relativamente constante até o segundo trimestre do próximo ano, com a Selic descendo para 12,75% e caindo para 11% no final de 2023. Há um "undershooting" da projeção da inflação em relação ao próximo ano (inflação de 4,25%), o que diminui a probabilidade de se romper a meta em 2023.

Concluindo, ao se manter condições normais de "temperatura e pressão", a inflação parece que convergirá para o intervalo das metas, mas como foi apontado na ata da última reunião do Copom, os riscos estão acima do normal, o que eleva as incertezas sobre as projeções. A minha expectativa é que a política monetária começará a ser flexionada no segundo trimestre do próximo ano, o que vai ao encontro com o que o Focus espera e também é consistente com a estratégia do BCB de se manter a Selic em 13,75% por um período suficientemente prolongado.

*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.*