

10/08/2023 10:01:00 - TOP NEWS

15. ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: POLÍTICA MONETÁRIA: QUAL A TAXA TERMINAL DA SELIC?



Após a divulgação da ata da reunião de agosto do Copom na última terça-feira (08/08/23), os economistas de mercado se debruçaram no texto para saber quais seriam as condições para o Copom acelerar o corte de juros para 0,75 ponto porcentual na próxima reunião. Obviamente darei a minha opinião sobre o tópico, mas o objetivo do artigo é discutir qual seria o nível da Selic que irá vigorar quando se encerrar o ciclo de flexibilização da política monetária, ou, em outras palavras, qual seria o nível dos juros de equilíbrio. De acordo com as minhas estimativas, a previsão do Focus de uma taxa de 8,50% ao final de 2026 não está distante dos números que encontrei.

Geralmente, quando o diretor de Política Econômica é voto vencido no Copom, não só há ruído na Comunicação, como muitas vezes falta racionalidade na decisão da maioria. A comunicação anterior foi feita para sinalizar um corte de 0,25 ponto devido ao fato de se realçar bastante que seria uma decisão parcimoniosa, mas optou-se por cortar 0,50 ponto com o seguinte argumento: "a dinâmica recente de inflação mais benigna do que era esperado, a reancoragem parcial relativamente célere após a definição da meta pelo CMN e a adequação de recalibrar a taxa de juros real em função dos movimentos nas expectativas de inflação". O último ponto se refere à queda superior das expectativas em relação aos juros nominais e, se não fosse feito um corte de 0,50 ponto, os juros reais subiriam.

De qualquer maneira, um ponto que gostaria de destacar é que mesmo com toda melhora na inflação corrente e nas expectativas, a projeção de inflação de 2024 não se alterou, ficando em 3,4%, significativamente acima da meta de 3,0 do próximo ano. Em geral, se inicia um processo de flexibilização da política monetária quando as projeções e as próprias expectativas estão abaixo da meta. No caso atual, isso não aconteceu, nem houve melhora na projeção entre reuniões, podendo se perguntar, então, por que não cortaram antes.

Antes de discutir a questão dos 0,75 ponto e da taxa terminal, trago abaixo os outros pontos de destaque da ata:

A) Em relação à situação externa, o ambiente continua incerto com resiliência na atividade e no mercado de trabalho das economias centrais e alguma preocupação com a China. Ainda restam incertezas sobre a dinâmica da inflação com uma queda lenta dos núcleos e os bancos centrais dando continuidade aos ciclos de aperto monetário por um período ainda prolongado.

B) Sobre a atividade doméstica, os dados estão corroborando o cenário de moderação da atividade com a dinâmica ainda de reequilíbrio entre o consumo de bens e serviços. Sobre o mercado de trabalho, houve algumas divergências sobre o grau de moderação, mas há concordância sobre a ausência de pressões salariais.

C) Com relação à inflação, há um processo de desinflação com dois estágios distintos. O primeiro estágio, com queda forte nos preços dos alimentos e dos produtos industriais, e um estágio mais lento, de queda nos

10/Ago/2023 14:05

preços dos serviços, devendo se focar na dinâmica dos serviços subjacentes dado a sua relação com o mercado de trabalho e a atividade econômica.

D) A confirmação das metas de inflação em 3% trouxe alguma convergência das expectativas de longo prazo, mas não a convergência integral, sendo debatidas as razões para essa discrepância, podendo estas razões serem fiscais, externas ou mesmo de credibilidade da autoridade monetária.

Para amenizar o dissenso da decisão, o comunicado salientou que havia convergência entre os membros do comitê sobre repetir o corte nas próximas reuniões, mas, de maneira surpreendente, a ata trouxe quais seriam as condições para se acelerar o passo para 0,75 ponto. As condições seriam "uma alteração significativa dos fundamentos da dinâmica da inflação, tais como uma reancoragem bem mais sólida das expectativas, uma abertura contundente do hiato do produto ou uma dinâmica substancialmente mais benigna do que a esperada da inflação de serviços". Dado o caráter inercial da inflação de serviços subjacentes, acho difícil haver mudança significativa no curto prazo, principalmente devido ao vigor recente do mercado de trabalho. Portanto, opino que na próxima reunião o passo não deve ser alterado para 0,75 ponto.

Com relação à taxa terminal, ao se refazer o exercício da trajetória endógena dos juros (a chamada regra de Taylor) até 2028, verificou-se que a taxa de juros no final do período se encontra ao redor de 9%. Importante salientar que utilizo uma estimação econométrica para determinar as expectativas de inflação, que trazem a própria meta como umas das variáveis explicativas. O resultado para a expectativa de inflação também não converge para as metas, ficando em 3,6% em 2028. Nessa estimativa da Regra de Taylor, encontro uma taxa de juros reais neutra de cerca de 5,5%.

Uma outra maneira de se considerar a taxa terminal é somando os juros neutros à expectativa de juros de longo prazo ou mesmo à meta. Atualizei as estimativas de juros de equilíbrio do artigo publicado na RBFIn "Equilibrium real interest rates in Brazil: Convergence at last, but not quite" e encontrei valores entre 4,6% e 4,8%, dependendo se uso a Selic ou a taxa de juros de um ano. Essas estimativas estão bem próximas do resultado do próprio Banco Central publicadas no Relatório de Inflação de junho de 2023. Considerando o resultado de 4,8% da taxa de juros e a expectativa do Focus de 3,5%, chegamos a taxa terminal de 8,3%, próxima à expectativa do próprio Focus para a Selic de 2026.

Concluindo, acredito que o Banco Central não irá acelerar o ritmo dos cortes, pois a inflação de serviços subjacentes não irá permitir e a Selic, no final do ano, estará em 11,75%. Com relação à taxa terminal, a minha expectativa hoje é que o ciclo de cortes deverá levar a taxa Selic para o intervalo entre 8,5% e 9%. Obviamente, em caso de recessão, os juros podem ficar abaixo temporariamente da taxa de juros neutra.

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.*