

30/03/2023 09:25:17 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: O COPOM, A REGRA FISCAL, A META E AS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO



O Banco Central do Brasil (BCB) manteve a Selic em 13,75% na reunião do Copom de março, o que significa que a política monetária continua bastante apertada com os juros reais próximos a 7%. O atual presidente, que já elegeu o BCB como o bode expiatório da desaceleração econômica, acredita que o presidente da autoridade monetária deixa os juros altos para sabotar o seu governo. O ministro da Fazenda queria correr para apresentar a nova regra fiscal para tentar pelo menos amenizar o discurso do Copom. Nesse artigo, comento sobre a ata do Copom, a regra fiscal e apresento algumas simulações para a trajetória dos juros em caso de mudança na meta de inflação.

O Banco Central não se fez de rogado e apresentou tanto o comunicado quanto a ata da última reunião com conteúdo bastante forte em relação a inflação (hawkish), não deixando nenhum sinal que estaria próximo o início do ciclo de afrouxamento monetário. Alguns pontos da ata são resumidos abaixo:

* Em relação à situação externa, o ambiente se deteriorou com os episódios de quebra de bancos nos EUA e uma importante fusão na Suíça e ruídos de problemas no maior banco alemão. Os dados de inflação continuam mostrando inércia e os bancos centrais ainda em processo de contração monetária. Mas ainda sendo prematuro assumir que os recentes acontecimentos serão desinflacionários para o Brasil.

* Sobre a atividade doméstica, a desaceleração que está ocorrendo já era esperada e até é necessária para desacelerar a inflação, mas há surpresas negativas no crédito. De qualquer maneira, esses eventos de crédito ainda estão concentrados em setores específicos.

* Com relação à inflação, observa-se alguma resiliência e menor velocidade de desinflação recentemente, especialmente nos núcleos e na inflação de serviços. As expectativas de inflação, vitais para a convergência, continuam em processo de desancoragem, principalmente devido aos ruídos sobre mudança nas metas. Já as projeções de inflação divulgadas no Copom aumentaram de 5,6% para 5,8% em 2023 e de 3,4% para 3,6% em 2024 entre reuniões.

* O Copom reconheceu alguns avanços no front fiscal com o compromisso de execução do pacote fiscal, reoneração dos combustíveis e salientou que continuará acompanhando o desenho, tramitação, e votação do novo arcabouço fiscal. Mas essa regra não será uma bala de prata, que, assim que divulgada, criaria condições de se baixar os juros. Porém, um arcabouço sólido e crível afetaria o canal das expectativas de inflação, facilitando o processo de desinflação.

Resumindo, o balanço de riscos para a inflação apresentou um aumento no peso das caudas com fatores como a piora da expectativa por um lado e os eventos de créditos domésticos e externos de outro. O Copom manteve a sua postura vigilante sem dar nenhum sinal que pode começar o ciclo de corte, pelo menos, nas próximas duas reuniões.

Havia uma expectativa no Ministério da Fazenda que, se o arcabouço da nova regra fosse divulgado antes

30/Mar/2023 12:07

da reunião do BCB, poderia trazer alguma alteração na linguagem da autoridade monetária. Ainda não foram divulgados os detalhes do plano, mas se espera que os parâmetros básicos contemplem:

- * A manutenção de um teto para os gastos, que subiria um pouco mais que a inflação, talvez o PIB per capita como piso.
- * Metas para o orçamento primário, com expectativa de se zerar o déficit em 2024.
- * Gatilhos automáticos se os limites dos gastos e as regras de primário não forem cumpridas.
- * Alguma regra de estabilizador automático para apertar o fiscal em períodos de bonança ou aliviar em recessão.

De qualquer maneira, como apontado acima, a melhora do arcabouço fiscal é condição necessária, porém não suficiente para se afrouxar a política monetária. Uma outra forma mais direta que o Executivo pode fazer para tentar alterar a política monetária é mudando a meta de inflação. A seguir apresento algumas simulações da trajetória da Selic com alterações na meta de inflação, que podem afetar posteriormente a própria expectativa. Pode se chegar a esse resultado ao se aplicar os modelos de trajetória endógena dos juros (a chamada regra de Taylor).

Primeiramente suponho que não se altere as metas de inflação. É importante salientar que as expectativas de longo prazo, que eram anteriormente coincidentes com a meta, já não são mais. A inflação converge a meta em 2026, porém os juros se mantêm altos, similares ao que se observa atualmente no Focus. O primeiro corte seria no 3º trimestre com a Selic terminando o ano em 12,75%, caindo para 11,50% em 2024 e 10,25% em 2025. No segundo exercício, suponho que em junho o CMN aumente para 4,0% a meta de 2024, mantendo esse patamar até 2026 e que as expectativas não se alterem, por já estarem exatamente nesse patamar. O primeiro corte seria no 3º trimestre com a Selic terminando o ano em 12,25%, caindo para 10,50% em 2024 e 9,25% em 2025.

A hipótese de a expectativa não mudar com a alteração da meta pode ser considerada ingênua, pois nada indica que não haverá outras alterações no futuro. Portanto, um terceiro exercício supõe que a expectativa se eleve para 4,5% devido à alteração da meta. Nesse cenário, o primeiro corte seria no 3º trimestre com a Selic terminando o ano em 12,50%, caindo para 11,25% em 2024 e 10% em 2025, portanto bastante próximo do primeiro caso, quando não há alteração na meta.

Esse artigo trouxe um resumo da ata da segunda reunião do Copom no governo Lula e algumas conjecturas sobre o que poderia ser a regra fiscal. A boa coordenação entre política fiscal e monetária é uma condição necessária para o afrouxamento dos juros, mas a principal condição é a convergência da inflação para as metas, que depende de muitos outros fatores internos e externos. Adicionalmente, foram apresentados alguns cenários sobre alterações das metas de inflação, sendo impossível saber com precisão se haverá mais deterioração das expectativas de inflação, pois já houve piora antes mesmo da pretensa mudança das metas de inflação. A conclusão é, se ao alterar as metas e a expectativa não mudar posteriormente, os juros serão menores em cerca de 100bps nos próximos anos.

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*