

27/07/2023 10:15:30 - AE NEWS

## **ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: FLEXIBILIZAÇÃO MONETÁRIA DEVE INICIAR COM PEQUENO CORTE**



O Brasil enfim entrou num ciclo benigno de inflação. Todos os astros se alinharam para que a política monetária seja flexibilizada, ou seja, o Copom inicie o ciclo de cortes da taxa Selic na próxima semana. Praticamente todos os analistas concordam com esse prognóstico, mas há divergência sobre o tamanho do primeiro corte. Há aqueles que se baseiam mais na comunicação do Banco Central, nos quais eu me incluo, e esperam um corte de 0,25 ponto porcentual. Já os que estão mais impressionados com os resultados recentes da inflação se arriscam em apostar um corte inicial de 0,50pp. Mantenho a minha visão, que depois desse corte de 0,25pp, haja aceleração do corte em setembro para na próxima 0,50pp e a Selic termine o ano em 12%.

É sempre difícil acertar com precisão qual o primeiro passo de um processo de flexibilização da política monetária, mesmo a primeira alta em março de 2021 de 0,75pp pegou o mercado de surpresa. O processo de antecipar o passo da autoridade monetária requer um balanço entre o que mudou no cenário de inflação entre reuniões e a própria comunicação do Banco Central sobre o que ele sugeriu que iria fazer nas próximas

27/Jul/2023 14:34

reuniões.

Com relação ao cenário inflacionário, a prévia da inflação de julho (IPCA-15), último dado antes do Copom, veio novamente em deflação de 0,07%, um pouco abaixo do consenso de mercado, animando as expectativas para ação mais agressiva do BCB. Os alimentos no domicílio e os preços industriais vieram em deflação, -0,70% e -0,57%, enfim seguindo a forte queda já verificada nos preços ao atacado. O IGP-M, que apresenta na sua composição 60% de preços ao atacado, veio negativo em 6,9% nos últimos 12 meses. Porém, quando se olha a inflação de serviços, diminui-se um pouco o entusiasmo com o Copom. Esses preços, que apresentam mais inércia e seguem mais o ciclo econômico, subiram 0,36%, sendo que os serviços subjacentes, que têm menor volatilidade, ainda estão em 5,9% em 12 meses, bem acima da inflação acumulada de 3,19%.

Outros aspectos importante para se considerar na discussão no ritmo do primeiro corte são as previsões de inflação do BCB e as próprias expectativas do mercado para o médio e longo prazo. As expectativas de inflação para 2024 já se reduziram bastante, mas ainda estão em 3,9% em 2024 e 3,5% para 2025 e 2026, bem acima do centro da meta de 3%. A projeção do Copom para 2024 era de 3,4% na última reunião e deve cair para algo em torno de 3,2% com melhoras nas expectativas, no câmbio, e na inflação corrente, mas dificilmente cairá abaixo da meta. Se o Copom fosse seguir literalmente o manual das metas de inflação, ele só iniciaria o processo de flexibilização da política monetária se as suas projeções estivessem abaixo da meta. Porém, como houve uma melhora acentuada no cenário de inflação e pelo fato dos juros reais estarem altos, não seria considerado apressado já dar

início ao processo.

Com relação ao que foi comunicado na última ata, há indicações cuidadosas que poderiam ocorrer cortes na reunião da próxima semana. O grupo aparentemente majoritário, argumentou que:

"A avaliação predominante foi de que a continuação do processo desinflacionário em curso, com conseqüente impacto sobre as expectativas, pode permitir acumular a confiança necessária para iniciar um processo parcimonioso de inflexão na próxima reunião."

Com certeza houve melhora no cenário reforçando a convicção desse grupo, além de terem entrado dois novos membros, que podem reforçar ainda mais esse parcela do Comitê. De qualquer forma, houve uma preocupação grande na comunicação para não levar a um entusiasmo no mercado sobre o processo de flexibilização. Nem mesmo no comunicado se cogitou dar qualquer informação sobre possibilidade de corte na próxima reunião. A própria expressão "iniciar um processo parcimonioso de inflexão" remete a uma noção de corte de 0,25%.

O Copom tem um diagnóstico de desaceleração econômica, que vem ocorrendo, mas não há pânico sobre a atividade, que ensejaria uma queda mais agressiva. O próprio mercado de trabalho ainda apresenta estabilidade e o desemprego se encontra abaixo da média histórica. Além disso há dois outros atenuantes sobre o efeito da Selic sobre a economia: (i) Toda a estrutura a termo da taxa de juros afeta a atividade econômica e não apenas a Selic, e essa estrutura já vem apresentando queda há bastante tempo. Os juros nominais de um ano à frente na reunião de maio

estavam em 12,45%, foram para 11,90% no Copom em junho e estão recentemente ao redor de 11,50%. (ii) os juros dos empréstimos bancários, que afetam o crédito mais diretamente, estão subindo muito mais devido ao aumento da inadimplência e não seguem necessariamente a Selic. O spread bancário no segmento livre da pessoa física, que estava em maio de 2021 em 32,57% subiu para 47,71% em maio deste ano, enquanto a inadimplência do crédito livre passou de 2,99% para 4,91% no mesmo período. Portanto, os juros dos empréstimos bancários irão depender mais do programa Desenrola para cair do que da própria Selic.

Outros fatores apontados como sendo relevantes no balanço de risco da autoridade monetária também tiveram desenvolvimento favorável, como por exemplo a aprovação do arcabouço fiscal e mesmo a manutenção da meta de inflação em 3% nos próximos anos. Esses desdobramentos tornam o ambiente mais propício para a flexibilização da política monetária, mas não necessariamente favorecem um corte mais agressivo logo de início.

Um outro fator que pode potencialmente acelerar o ritmo de corte na reunião de setembro para 0,50pp é a presença do novo membro da diretoria oriundo do Ministério da Fazenda, que pode inclusive já votar, na próxima semana, para um corte mais agressivo. Em geral, quando há dissenso, o Comitê muda para essa direção na próxima reunião. De qualquer maneira, se o Copom não for parcimonioso na próxima semana, o que para mim significa 0,25pp, poderá prejudicar o seu esforço de ser mais transparente na comunicação através dos canais oficiais como a ata e o comunicado após as reuniões.

*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.*