

Política monetária Expectativas impediriam cortes na Selic, mesmo com atividade fraca

Meta de inflação mais alta pode intensificar pressão sobre o BC

Victor Rezende e Anaís Fernandes
De São Paulo

Os sinais de desaceleração da economia começam a se avolumar e a inflação corente tem mostrado alguma melhora em sua composição, embora continue elevada. Um abandono da postura monetária restritiva, porém, está cada vez mais longe de acontecer. Na esteira das discussões em torno de aumento das metas de inflação, as expectativas inflacionárias de médio prazo têm subido com força, o que tem minado o espaço para reduções da Selic neste ano.

O comportamento do mercado de juros na semana passada mostrou com nitidez a deterioração das perspectivas econômicas e a indicação de que a taxa de juros será mais alta do que se esperava anteriormente. A possibilidade de alteração do nível das metas de inflação já começou a ser incorporada nos cenários dos agentes financeiros, que apontam para, no mínimo, a continuidade de uma Selic nos atuais níveis.

"Nos cálculos de hoje, o BC acredita que é necessário um juro real ex-ante que fique entre 7% e 8% para desinflacionar a economia. Se a meta subir, as expectativas de inflação irão subir junto. Como consequência, o juro real irá cair, ou seja, a política monetária ficará menos contracionista. Se isso acontecer, o BC talvez tenha de segurar a Selic parada por ainda mais tempo", enfatiza o economista-chefe da Western Asset no Brasil, Adauto Lima.

Ao recapitular o aumento visto nas expectativas de inflação de médio prazo desde o fim do ano passado no Boletim Focus, Lima nota que um primeiro movimento foi visto durante a tramitação da PEC da Transição no Congresso Nacional e que, nas últimas semanas, a inconsistência em torno das me-

tas de inflação pesou no cenário. "O rito foi quebrado quando o presidente explicitou que quer uma meta mais alta. Seria mais adequada já definir a meta logo e, então, o BC responderia a esse novo alvo com a política adequada."

O economista da Western, porém, alerta que as expectativas de inflação podem subir a um nível acima do que for estabelecido como o centro da meta. "As inconsistências continuam na política fiscal e haveria um compromisso menor do BC com uma inflação baixa. Começaríamos a ter risco de o BC não conseguir entregar nem a inflação em 4,5%, caso essa seja a nova meta. As soluções seriam postergar ainda mais o corte ou subir mais ainda os juros. O espaço para a Selic cair é muito menor", afirma Lima.

Nesse sentido, a economista-chefe do Credit Suisse Brasil, Solange Srour, diz acreditar que as expectativas de inflação hoje não embutem ainda uma meta de 4% ou de 4,5%, por exemplo. "Caso se concretize uma meta de inflação de 4% ou de 4,5%, elas vão buscar o topo da meta, porque vai ficar explícito que o objetivo de mudar a meta é cortar juros, mesmo sem arcabouço fiscal definido e mesmo com uma expectativa de forte expansão fiscal e para-fiscal", enfatiza.

Srour, no momento, projeta um IPCA de 4% em 2024, em uma estimativa que embute, assim, um centro da meta de 3%. "Na medida em que coloque uma meta mais alta, isso vai afetar a expectativa de inflação e vou ter de mudar todas as minhas projeções. Além disso, a gente parte sempre no modelo do câmbio do momento. No dia em que anunciar [a mudança da meta, se houver], o câmbio vai se movimentar bem", diz. "Quando você perde a âncora monetária, não tem muito como

o câmbio escapar e isso irá afetar as projeções de inflação."

Assim, para Srour, a deterioração nas expectativas, a depender da mudança na meta de inflação, pode ser relevante a ponto de impedir uma reação do BC com cortes nos juros. "É há um cenário em que ele precisaria subir juros, que é o cenário em que as expectativas não só sobem, como a taxa de câmbio deprecia e coloca mais pressão ainda nas expectativas."

Possibilidade de mudança da faixa alvo já começa a ser incorporada nos cenários dos agentes financeiros

O câmbio tem se mantido entre R\$ 5,00 e R\$ 5,30 nas últimas semanas, mas a volatilidade do real tem aumentado de forma expressiva. Desde o início de fevereiro, a volatilidade implícita de um mês do real — medida que serve como termômetro da variação projetada do real um mês à frente — saltou de 16,8% no fim de janeiro para 19,3% na sexta-feira, impulsionada, também, por fatores externos, na medida em que o mercado passou a precificar juros mais altos nos EUA.

"O cenário externo favorável tem ajudado os ativos de risco no Brasil. Os modelos mostram que, se não fosse essa incerteza em relação ao novo arcabouço fiscal, o real poderia estar até mais apreciado", diz a economista Stefanie Birman, na análise econômica de fevereiro da BTG Pactual Asset Management.

A profissional, além disso, faz um alerta em relação à possibilidade de uma retomada no ciclo de aumento da Selic, a depender do comportamento das expectativas inflacionárias. "Eleva a meta de inflação, na nossa avaliação, seria

algo que poderia ser consciente com juros maiores, e não menores. Se essa meta for elevada, ela vai criar um ambiente de incerteza", o que poderia elevar ainda mais as expectativas de médio e de longo prazo, de acordo com Birman.

"Elas já estão desancorando e, se desancorarem mais, ou seja, se esse processo piorar, isso poderia elevar o prêmio de risco de inflação e o BC poderia ter que reagir subindo a taxa de juros para tentar ancorar essas expectativas de inflação mais longas", afirma a economista.

Em "call" mensal, o sócio e economista-chefe da Legacy Capital, Pedro Jobim, observa que o conflito explícito entre o Poder Executivo e a autoridade monetária gera consequências "ruins" para a economia. Ele exemplifica ao citar as projeções de inflação da própria Legacy, que apontam para um IPCA de 6,0% no fim deste ano e de 5,5% em 2024. "O mercado vem subindo as projeções para esses dois anos e mais para a frente também. Acreditamos que as expectativas de inflação do mercado vão continuar subindo e esse fato por se já inviabiliza a queda de juros por parte do BC", afirma o profissional.

"Teoricamente, a situação permitiria uma queda de juros. O país está entrando, ciclicamente, em uma tendência de contração da economia. Depois de um crescimento forte em 2021 e em 2022, o que temos observado é um aumento grande da inadimplência da pessoa física, o que vem desde meados do ano passado, e isso agora também vem passando para a pessoa jurídica", observa Jobim, além disso, nota que, ciclicamente, a situação é de desemprego baixo no Brasil e que a tendência é de alta da taxa. Assim, para ele, a economia está entrando em uma desaceleração, que pode rumar para uma recessão. A Legacy, inclusive, projeta um PIB estagnado neste ano.

"Olhando as perspectivas de crédito e o limite que o desemprego vem mostrando, isso deveria fazer com que nós entrássemos em uma contração cíclica ao longo do ano. Mas, olhando a postura de confronto entre o governo e o BC, ficamos com muita preocupação", afirma Jobim. Para ele, à medida que o governo perceba que a economia começou a entrar em uma desaceleração cíclica, a pressão sobre o BC para cortar os juros deve aumentar "e também deve aumentar a disposição em se utilizar canais de crédito, pelo BNDES e pelos bancos públicos, para apoiar ou reduzir essa desaceleração".

Embora ressalte que a desaceleração da economia doméstica e global, a queda dos preços das commodities e a exaustão do ciclo expansivo do mercado de crédito são fatores que irão ajudar a manter o processo desinflacionário em curso, o economista-chefe do Citi Brasil, Leonardo Porto, nota que o processo contínuo de desencorajamento das expectativas já tem atuado na direção de conter, ou até mesmo interromper, a desinflação no país.

"É esse fator, que se intensificou nas últimas semanas, a principal razão para a percepção de que o BC terá que prolongar o início do ciclo de cortes da taxa Selic", afirma. Para Porto, "ainda que o BC esteja perseguindo a meta de inflação 'de jure' estabelecida pelo CMN, os agentes de mercado estão crescentemente incorporando em seus cenários que a meta de inflação 'de fato' seja mais elevada".

O economista, assim, afirma que, conforme as expectativas sobem, também aumenta a persistência da inflação "e a taxa de sacrifício da economia para manter o processo desinflacionário em curso". No momento, o Citi espera a Selic em 12,25% no fim do ano.

Veículo: Impresso -> Jornal -> Jornal Valor Econômico - São Paulo/SP

Seção: Finanças **Caderno:** C **Página:** 1