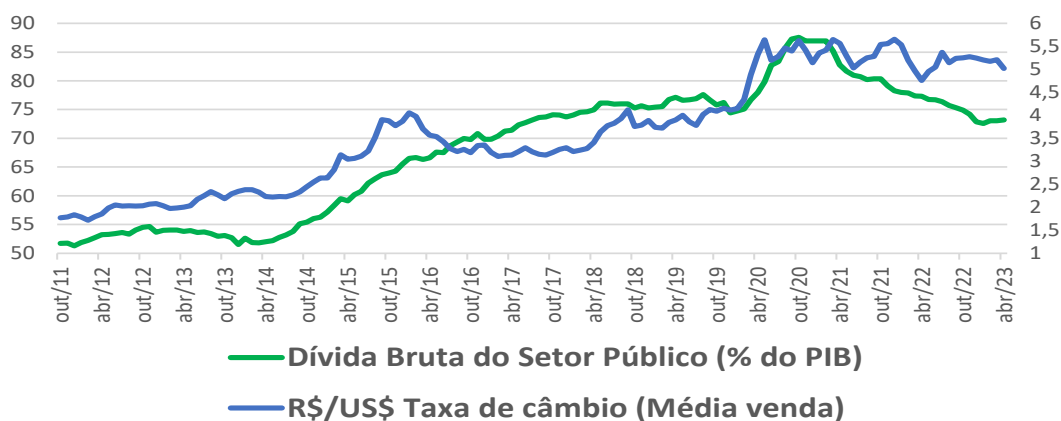


Condicionantes para Flexibilização da Selic no III Trimestre e a Proposta de Meta do IPCA de médio prazo

Nova dinâmica dos preços dos combustíveis e outros condicionantes afetam as projeções da inflação de curto prazo.

Após semanas consecutivas de alta, a mediana das expectativas da inflação (IPCA) de 2023 não somente estabilizou em maio, mas recuou de 6,05% no final de abril para 5,71% na penúltima semana de maio e para 2024, estaria estabilizada em 4,13% a.a. De fato, a perspectiva da nova política de preços dos combustíveis definida pela Petrobrás combinada com a recente revalorização do real e a acomodação dos preços das commodities refletiram no recuo das projeções da inflação, captada também na deflação dos preços do atacado e dos IGPs.

Brasil: Dívida Pública Bruta/PIB x Taxa de Câmbio



Fonte: Banco Central Elaboração: JF Trust

O arcabouço fiscal deverá ser aprovado no Senado também, pois, na sua ausência, o “risco de calda” da explosão da dívida pública levaria a um ciclo de alta sistemática do dólar e dos prêmios nas taxas de juros do mercado futuro e contatamos que o movimento foi preponderante contrário em agosto. A manutenção da taxa de juros em junho nos Estados Unidos pelo federal Reserve em 5,0%-5,25% (mas, ainda não é 100% de consenso) também seria positivo para a queda da Selic de 25 pontos a partir de agosto. O Presidente do Bacen elogiou essa aprovação, mas também reconhece que o impacto sobre a demanda e nas projeções de inflação não é automático e será testado pelo mercado.

Avaliamos uma probabilidade elevada de que o Conselho Monetário Nacional (CMN) ajuste o regime de metas de inflação na reunião de junho, mas

ressaltamos que entre elevar a meta e definir a meta de médio prazo, a segunda opção seria mais prudente para não prejudicar a credibilidade do Banco Central, que deverá também ser testada na medida que ocorrer substituição gradual dos diretores do Bacen por indicações do governo até o final de 2024.

De fato, há um novo debate em torno de eventuais ajustes operacionais do regime de metas de inflação no Brasil. O assunto pode ter reflexos nas decisões futuras da taxa de juros. No entanto, o peso relevante é a trajetória do resultado fiscal e da dívida pública.

O Brasil utiliza um horizonte de 12 meses de uma taxa de inflação acumulada de janeiro a dezembro de cada ano. Outras economias determinam o cumprimento com base na variação mensal da inflação acumulada em um determinado número de meses. Além disso, também adotam o regime de metas de médio prazo. Portanto, são regras um pouco mais flexíveis que o atual regime brasileiro. No entanto, elevar simplesmente a meta do IPCA, o índice oficial de preços ao consumidor brasileiro, tende a provocar ruídos nas expectativas de inflação e nos juros futuros.

Inflação e os ajustes possíveis

De modo a suavizar e avaliar a gestão da política monetária do Banco Central, são possíveis dois ajustes no regime de metas: **(i) substituir a taxa de variação janeiro a dezembro do IPCA pela taxa de variação do IPCA médio em 12 meses e (ii) substituir o horizonte atual de cumprimento de um ano e adotar como meta o IPCA de médio prazo de 3% a.a**

No primeiro caso, trata-se de proposta que eu e Fábio Giambiagi já propomos em Nota Técnica do IPEA em junho de 2004, semelhante à variação do deflator implícito do PIB. Ou seja, capta-se a variação dos preços médios de um ano, ao invés da variação “ponta a ponta” entre o começo e o fim do ano. Isso porque simplesmente elevar a meta central de inflação do biênio 2024-2025, por exemplo, para 3,5% ou 4,0%, provocaria um ruído negativo de credibilidade.

Tanto para a política econômica e não somente para a política monetária do BC. Como resultado, haveria um aumento nas expectativas de inflação e nas taxas de juros no mercado futuro, em um primeiro momento.

Aperfeiçoar o regime de metas

Fato é que a presença de choques internos e/ou externos tendem a comprometer a eficácia da política monetária em reduzir a inflação no curto

prazo. Assim, **instituir um horizonte de tempo mais longo e flexível para o sistema de metas para inflação seria uma forma mais justa de enfrentar choques adversos**. Ao mesmo tempo, estaria preservando a credibilidade do regime.

Isso porque um horizonte mais longo exige uma resposta menos drástica aos choques. Afinal, a inflação poderia flutuar por um período maior. Entretanto, quanto maior o período da convergência da inflação à meta, maior a probabilidade de o Bacen ser chamado de leniente em relação à evolução da inflação.

Além disso, outro motivo para a proposta de mudança é que atualmente há uma ênfase específica no indicador pontual de inflação em 12 meses, em detrimento do que deveria ser uma visão mais abrangente do processo de queda da inflação. Assim, **ao inserir uma visão de médio prazo, a inflação estaria mais ligada à convergência do IPCA com uma taxa externa de 3% a.a.**

Com base nas variações mensais, constrói-se um índice médio em 12 meses do IPCA. A série história começa com a variação do índice médio em dezembro de 1998, pouco antes da maxidesvalorização do real em 1999. No entanto, isso requer iniciar a série mensal dois anos antes. Dessa forma, é possível comparar índices médios anuais, o que implica ter pelo menos 24 meses.

Inflação menos volátil e com meta mais livre

Assim, substituir a variação do IPCA em 12 meses pela variação do IPCA médio como critério de desempenho da política monetária daria maior grau de liberdade à política monetária. Com isso, seria possível evitar ter de reagir de forma desproporcional diante de choques que sejam vistos como temporários e que tendam a se diluir nos indicadores de inflação média ao longo do tempo.

Entretanto, também é importante que a adoção da meta pelo IPCA médio não seja interpretada como relaxamento da política monetária. Por isso, o ideal seria manter os desvios toleráveis da meta em 1,5 ponto percentual.

Dessa forma, admite-se que é desejável que a política monetária seja guiada por um indicador de inflação mais estável e menos sujeito a volatilidade. No entanto, isso sugere a conveniência de optar pelo indicador de inflação média como meta da política antiinflacionária. Trata-se, portanto, de uma sugestão ligada à noção de que o sistema de metas de inflação deve ser preservado no Brasil, ainda que tenha de ser aperfeiçoado.