

O Custo da Desancoragem das Expectativas de Inflação

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Luana Miranda
Economista

Victor Cota
Analista

Emanuelle Pires
Estagiária

Taric Latif
Estagiário

Passados seis meses do fim do ciclo de alta de juros – que elevou a Selic de 2% a 13,75% entre março de 2021 e agosto de 2022 – começamos enfim a ver sinais de que uma desaceleração está em curso, como na redução do volume de novas concessões de crédito, na diminuição da população empregada, e na estabilidade do setor de serviço nas últimas leituras dos dados. Devido aos efeitos defasados da política monetária na atividade, muitos analistas acreditavam que poderia haver espaço para a redução da taxa Selic ainda este ano. Em sua última decisão de política monetária, o Banco Central deixou claro que este não deve ser o caso.

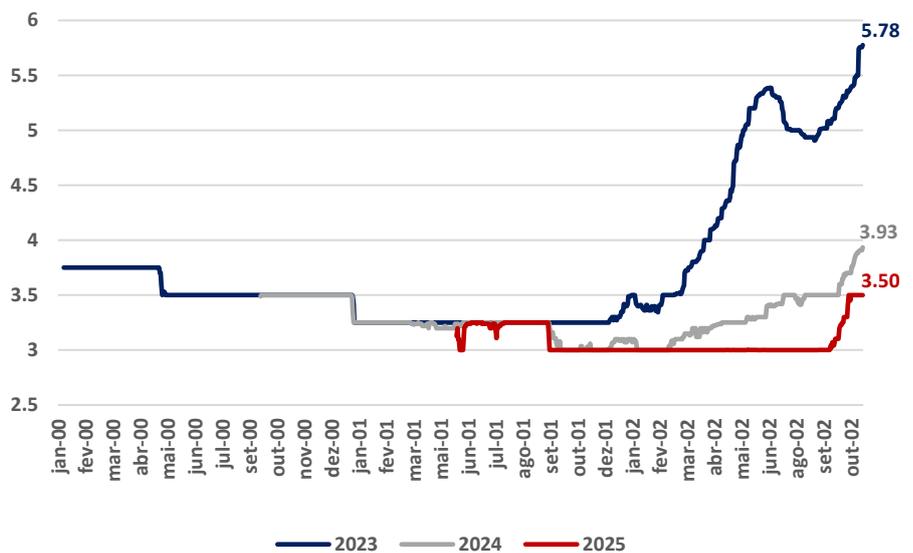
Se de um lado a desaceleração da atividade é uma condição importante para a convergência inflacionária, de outro, ela é apenas um dos fatores que influenciam a sua dinâmica. Ao longo de 2022, por exemplo, diversos outros fatores, como desoneração de impostos, contribuíram a queda da inflação. Em conjunto com seus efeitos indiretos nos preços dos demais bens e serviços da economia, estas desonerações contribuíram por uma rápida convergência da inflação para 5,8% ao final de 2022.

Mas ao contrário do que ocorreu na segunda metade de 2022, onde as expectativas de inflação foram sendo sucessivamente revisadas para baixo, as projeções para este ano estão sendo revisadas para cima. Nos últimos três meses, as projeções do relatório FOCUS para 2023 passaram de 4,9% para 5,8%. E as projeções mais longas alcançaram 3.9% e 3.5% em 2024 e em 2025, substancialmente acima da meta de 3% para ambos os anos (FIGURA 1).

Para este ano, grande parte das revisões estão sendo motivadas pela volta de alguns impostos que foram reduzidos em 2022, pelo aumento do preço da gasolina, e por reajustes maiores que esperado em alguns itens da cesta de consumo, como no licenciamento de veículos, fatores estes que estão incorporados ao nosso cenário base para a inflação de 2023.

Entretanto, o distanciamento das expectativas de inflação em horizontes mais longos da meta estipulada pelo Comitê Monetário Nacional indica que podemos estar diante do início de um processo de desancoragem. Isto porque uma política monetária suficientemente restritiva deveria ser capaz de levar a inflação de volta a meta em condições usuais. O fato de as expectativas estarem acima da meta quase dois anos à frente coloca em xeque a credibilidade do Banco Central no cumprimento de seu mandato, algo que vem sendo alimentado por questionamentos do novo governo sobre a lei que garante a independência do Banco Central e sobre as metas de inflação para os próximos anos, além de uma visão de que as taxas de juros já estariam suficientemente elevadas.

Figura 1: Expectativas de Inflação (Focus)



Fonte: BCB, BOCOM BBM

As expectativas são um importante canal de transmissão da política monetária, e afetam a inflação corrente de acordo com o que as pessoas e as empresas esperam sobre a dinâmica de preços no futuro. Intuitivamente, se todos passam a acreditar que a inflação amanhã ficará acima da meta, os reajustes começam e há uma inflação mais elevada desde já. Assim, expectativas desancoradas trazem desafios adicionais para a convergência da inflação, já que uma desancoragem alimenta a dinâmica inflacionária corrente.

De acordo com as projeções do Banco Central, a inflação de 2024 alcança 3,4% em um cenário no qual a Selic cai para 12,5% em 2023 e para 9,5% em 2024, mas converge para 2,8% em um cenário alternativo no qual a Selic permanece constante (em 13,75%) ao longo de todo o horizonte relevante. Estas projeções reforçam que a taxa Selic deve permanecer em território restritivo por mais tempo, e que a desaceleração da economia não será condição suficiente para a redução dos juros. Em particular, fica difícil ver espaços para corte enquanto as expectativas de inflação estiverem se distanciando da meta em horizontes mais longos. Mantemos nossa projeção de que a Selic permanece em 13,75%, e espaços para cortes devem se materializar apenas em 2024, com convergência das expectativas para meta (FIGURA 2). Nossas demais projeções econômicas encontram-se na tabela abaixo.

Figura 2: IPCA, Selic e Taxa de Juros Real Ex-post (YoY, %)


Fonte: BCB, IBGE, BOCOM BBM

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Crescimento do PIB (%)	1,2%	-3,3%	5,0%	2,9%	1,5%	1,0%
Inflação (%)	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	6,0%	4,0%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	11,1%	14,2%	11,1%	8,2%	8,5%	9,0%
Taxa Selic (%)	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	13,75%	10,0%
Contas Externas						
Balança Comercial (US\$ bi)	27	32	36	44	43	35
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-68	-28	-46	-56	-48	-52
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-3,6%	-1,9%	-2,8%	-2,9%	-2,4%	-2,5%
Política Fiscal						
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-1,3%	-9,8%	-0,4%	0,6%	-1,1%	-0,8%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	74,3%	86,9%	78,8%	73,5%	79,9%	85,1%

Este relatório foi preparado pelo Banco BOCOM BBM e é distribuído gratuitamente com o único propósito de fornecer informações ao mercado. Quaisquer previsões, estimativas e informações contidas neste documento foram baseadas em pesquisas proprietárias e não devem ser interpretadas como aconselhamento ou recomendação de investimento. Embora as informações contidas neste documento tenham sido preparadas com o máximo cuidado e diligência, a fim de refletir os dados e bases de dados disponíveis à época em que foram coletados, o Banco BOCOM BBM não pode garantir a exatidão das mesmas. O Banco BOCOM BBM, e/ou suas empresas controladas, não se responsabilizam por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do presente conteúdo, devendo o cliente buscar aconselhamento técnico adequado e tomar suas próprias decisões de investimento. Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo destinatário ou usado para qualquer finalidade sem o consentimento prévio, por escrito, do Banco BOCOM BBM.