



# O BC deve reagir a expectativas de longo prazo?

ARTIGO DE FABIO KANCZUK, HEAD DE MACROECONOMIA DA ASA INVESTMENTS, E FERNANDO GENTA, ECONOMISTA-CHEFE DA XP ASSET



Em junho do ano passado, o Conselho Monetário Nacional (CMN) fixou em 3,0% a meta de inflação de 2025 e, ato contínuo, a mediana das projeções de mercado se ancorou naquele patamar. No entanto, de dezembro para cá, as projeções de médio e longo prazo têm sido semanalmente revisadas para cima, levantando o debate sobre qual a reação ideal a ser tomada pela autoridade monetária.

As expectativas de inflação têm papel crucial nos principais modelos de projeção do Comitê de Política Monetária (Copom), que atualmente calibra a taxa de juros mirando a convergência do IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) para a meta em junho de 2024. No entanto, as expectativas de longo prazo são monitoradas não somente por auxiliar na projeção da inflação, mas também por sua relevância como um termômetro da credibilidade da autoridade monetária na busca pelo cumprimento de suas metas.

Expectativas desancoradas estão associadas à maior persistência de choques de preços, juros mais elevados e, conseqüentemente, maior sacrifício da sociedade em termos de crescimento e emprego. Quanto mais o Banco Central puder influenciar essas expectativas, mais próximo ele chegará do objetivo definido em seu mandato. Logo, é crucial entender as razões por trás do processo de desancoragem em curso para avaliar se as expectativas de longo prazo devam ser um objetivo adicional a ser endereçado por uma política monetária ótima.

# O BC DEVE REAGIR A EXPECTATIVAS DE LONGO PRAZO?

## MACROECONOMIA

Uma primeira hipótese se refere à possível perda de credibilidade pelo descumprimento da meta de inflação por dois anos consecutivos. Acreditamos que isso não seja fator relevante da piora das projeções de mercado. De um lado, a inflação está elevada no mundo inteiro e o Banco Central foi destaque na velocidade e na magnitude do ajuste, elevando a taxa Selic em quase 12 pontos percentuais. Além disso, a desancoragem teve início em dezembro, quando já era amplamente sabido que o IPCA fecharia o ano acima do limite superior de 5%.

A segunda hipótese é que os membros do Copom em 2025 não serão os mesmos de hoje, e que a reputação não seria transferida automaticamente para os novos integrantes. Neste caso, uma reação imediata da política monetária não poderia impactar a credibilidade do futuro colegiado, que de fato afetará a inflação mais distante (e, assim, as expectativas longas). Contudo, discordamos que isso deva ser fato relevante, uma vez que boa parte da atual diretoria, incluindo o presidente, estará no Copom em 2024, quando o horizonte relevante será a inflação de 2025 e 2026.

A terceira hipótese é que os agentes estariam antecipando uma mudança na meta de inflação. Neste caso, o problema não seria falta de credibilidade do Banco Central, mas uma mudança em seu objetivo futuro, algo que não seria afetado por uma alteração hoje da política monetária. Tampouco nos parece que este seja o principal motivo da deterioração recente do Boletim Focus, uma vez que a média das expectativas de 2025 e 2026 têm subido de forma sincronizada com as expectativas de 2024, onde não haverá mudança de meta.

A quarta hipótese é que as expectativas de inflação para 2025 sofrem de “prociclicidade”. A lógica aqui é que a expectativa de inflação é influenciada pela inflação corrente, pois a inflação costuma ser um processo bastante inercial. Também discordamos dessa possibilidade por entendermos que 2025 é um prazo longo o suficiente para que a política monetária atue, cancelando os efeitos inerciais da inflação corrente. Notamos que a expectativa da inflação para 2025 estava na meta mesmo quando a inflação corrente estava bem maior que hoje.

Finalmente, a quinta hipótese é que a deterioração em curso do quadro fiscal seja o principal fator por trás da piora das expectativas de longo prazo. Vale destacar que o início e a aceleração da piora das expectativas coincide com a percepção do mercado sobre o espaço fiscal aberto pela PEC de Transição e pelo fim definitivo do Teto de Gastos, que poderá ser revogado via Lei Complementar.

Antes da aprovação da PEC, o quadro fiscal já era extremamente desafiador em função de todas as desonerações e aumentos de despesas permanentes anunciados ao longo do ano passado. A aprovação de R\$ 170 bilhões em novas despesas, no entanto, colocou o problema em outro patamar. Premissas relativamente otimistas de juros e crescimento indicam ser necessário um ajuste superior a 3% do PIB (Produto Interno Bruto) entre corte de despesas e aumento de receita para estabilizar a

# O BC DEVE REAGIR A EXPECTATIVAS DE LONGO PRAZO?

## MACROECONOMIA

dívida bruta, tornando razoável o receio de uma crise de sustentabilidade da dívida no futuro distante. Tais crises historicamente costumam resultar em equilíbrios com maior inflação.

Mais tecnicamente, os desenvolvimentos fiscais causam elevação de juros neutros, da probabilidade de depreciação cambial, e em última instância da inflação esperada. Com isso, os analistas começam a questionar se o Banco Central está disposto a reagir antecipadamente a esse risco, e concluem que o cenário mais provável é um em que a inflação acaba ficando acima da meta no longo prazo. As interações do Banco Central com os participantes dos mercados em conjunto com a análise dos dados individuais de expectativas serão um insumo importante para as próximas tomadas de decisão do Banco Central.



**Fabio Kanczuk**

Head de macroeconomia

**Jeferson Bittencourt**

Economista

**Leonardo Costa**

Economista

**Angelo Polydoro**

Economista

**Andressa Durão**

Economista