

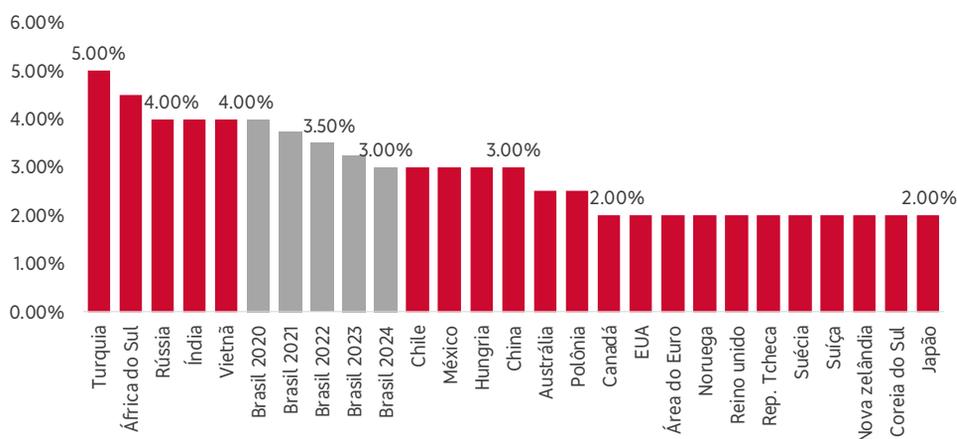
Meta de inflação e consolidação fiscal

Robson Rodrigues Pereira
Myriã Bast

No final de junho, o Conselho Monetário Nacional (CMN) anunciou a redução da meta de inflação de 2024, de 3,25% para 3,0%. Tal decisão era esperada e deu continuidade ao processo de convergência gradual da meta para padrões internacionais. Com o anúncio da meta de 2024, teremos um objetivo de política monetária similar ao vigente em países como Chile e México, dentre outros (Gráfico 1). Mesmo que seja possível discutir a demora para essa convergência, dado que adotamos o regime de metas de inflação em 1999, indiscutivelmente estamos falando de um processo positivo.

Gráfico 1: Meta de inflação em países selecionados

Meta central ou ponto médio do intervalo da meta, em % ao ano



Fonte: Bloomberg, BCB e Bradesco.

Esse processo de convergência traz à tona alguns questionamentos relacionados aos fundamentos do país, vis-à-vis aos observados nos pares. A meta de inflação é um importante balizador para coordenar as expectativas dos agentes econômicos, potencializando a condução da política monetária. E é possível argumentar que a inflação (e os juros) convergem à medida que outras variáveis macroeconômicas tenham convergido para níveis internacionais, de países com menor volatilidade macroeconômica. Em outras palavras, há “lições de casa” a serem feitas para que a meta da variação de preços, próxima dos patamares internacionais, possa se dar com juros também próximos ao padrão global. A velocidade de ajuste da inflação pode ser mais ou menos rápida a depender da abertura da economia ao comércio e aos mercados financeiros mundiais. Como evidenciado na Tabela 1, alguns dos principais fundamentos da economia brasileira divergem dos observados em outros países com meta de inflação atual de 3,0%.

Apesar do maior nível de endividamento do setor público no Brasil do que nos pares, o teto de gastos de 2017 mudou a percepção dos juros e da inflação de equilíbrio, tornando mais críveis as mudanças na meta de inflação. Antes desse período, o Brasil convivia com inflação e juros (nominais e reais) acima da média dos pares. Após a adoção do teto de gastos, o país registrou inflação e juros mais compatíveis com os pares. Isto é, a trajetória do endividamento público importa para o tamanho dos choques e seus efeitos sobre a economia em momentos de incerteza. Esse ponto é relevante para pensarmos o desafio de convergência em um momento de combinação de choques. Contudo, o impulso fiscal limitado pelo teto de gastos parece ter sido decisivo para reduzir os níveis domésticos de juros e inflação.

Tabela 1: Indicadores econômicos selecionados de países com meta de inflação de 3,0%

	Média 2017-2019	Média 2020-2021	Média 2022-2024
Brasil			
PIB (%)	1.5	0.6	2.7
Dívida/PIB (%)	74.4	85.5	84.1
Inflação ao consumidor (%)	3.7	5.5	3.2
Taxa de juros de curto prazo (%)	6.0	4.3	7.2
Conta Corrente/PIB (%)	-2.4	-0.6	-0.5
Corrente de Comércio/PIB (%)	20.7	27.4	25.0
Chile			
PIB (%)	2.1	0.8	2.6
Dívida/PIB (%)	25.8	33.1	39.2
Inflação ao consumidor (%)	2.6	3.4	2.9
Taxa de juros de curto prazo (%)	2.3	0.9	2.2
Conta Corrente/PIB (%)	-3.3	0.6	-1.7
Corrente de Comércio/PIB (%)	48.0	53.8	61.6
México			
PIB (%)	1.4	-1.1	2.2
Dívida/PIB (%)	53.6	60.6	60.6
Inflação ao consumidor (%)	4.8	4.1	3.6
Taxa de juros de curto prazo (%)	7.6	5.0	4.6
Conta Corrente/PIB (%)	-1.4	1.9	0.2
Corrente de Comércio/PIB (%)	72.9	74.5	75.4
China			
PIB (%)	6.5	5.7	5.0
Dívida/PIB (%)	54.2	68.2	77.1
Inflação ao consumidor (%)	2.6	1.5	2.3
Taxa de juros de curto prazo (%)	3.0	2.3	2.6
Conta Corrente/PIB (%)	0.8	2.3	2.4
Corrente de Comércio/PIB (%)	31.7	30.4	31.4
Hungria			
PIB (%)	4.8	0.4	3.5
Dívida/PIB (%)	68.9	80.6	76.6
Inflação ao consumidor (%)	3.0	3.3	3.1
Taxa de juros de curto prazo (%)	0.2	0.8	1.7
Conta Corrente/PIB (%)	0.7	0.2	-0.3
Corrente de Comércio/PIB (%)	131.8	130.4	121.8

Dados fiscais referem-se à dívida bruta, metodologia BC, no caso brasileiro, e FMI nos demais casos.

Fonte: EIU, Bradesco.

Assim, há um efeito ambíguo que distingue a economia brasileira dos pares. Se por um lado estamos caminhando na convergência e a redução no fluxo das despesas públicas ajuda nessa tarefa, por outro, o nível de endividamento nos torna mais vulneráveis a choques, que podem desviar a inflação do centro da meta. Com um Banco Central autônomo, essa questão ganha ainda mais relevância. A convergência da inflação para a meta é crível, mas a pergunta é se será possível entregá-la com o mesmo juro real dos pares ou se será necessário maior esforço para tal. O controle das despesas públicas, reformas do lado da produtividade, flexibilidade da economia e abertura parecem ser relevantes para assegurar essa conquista.

A redução da meta de inflação ocorreu em um momento conjuntamente desafiador para a política monetária no Brasil. A inflação corrente está em trajetória de aceleração, muito influenciada por fatores predominantemente temporários, que tendem a se dissipar nos próximos trimestres. Se por um lado as projeções capturadas no Focus para 2024 não estão muito distantes da meta estipulada, por outro, a inflação implícita para o mesmo período tem aumentado. Como ilustrado na Tabela 2, a diferença entre a inflação implícita para três anos à frente e a meta anunciada é de 1,14 ponto percentual, maior desvio dos últimos três anos (0,31 p.p. em 2019 e 0,57 p.p. em 2020). É possível que esse desvio seja fruto apenas da dinâmica atual da inflação e não de questionamentos quanto à viabilidade futura da meta, dada a forte correlação histórica entre inflação corrente e expectativas.

Tabela 2: Inflação corrente e esperada em momentos de definição da meta no Brasil

Expectativas vigentes em meados de junho de cada ano, à época da reunião do CMN de definição da meta

Decisão	jun/17	jun/17	jun/18	jun/19	jun/20	jun/21
Horizonte da Meta	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Meta	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00
IPCA acumulado em 12 meses até junho	3.00	3.00	4.39	3.37	2.13	8.35
Focus para ano corrente (ano T)	3.64	4.33	3.88	3.84	1.60	5.83
Focus para ano T+1	4.33	4.25	4.10	3.99	3.00	3.78
Focus para ano T+2	4.25	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25
Focus para ano T +3	4.25	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25
Inflação implícita para 1 ano	5.65	5.65	5.89	3.73	3.57	4.07
Inflação implícita para 2 anos	5.64	5.64	5.91	3.77	3.71	4.10
Inflação implícita para 3 anos	5.63	5.63	5.92	3.81	3.82	4.14

Fonte: IBGE, Bloomberg, BCB, CMN, Bradesco.

Além disso, o debate sobre a inflação global está se intensificando, mas está longe de ser concluído, inclusive com incertezas sobre o horizonte temporal em que as pressões de preços continuarão presentes. Conjuntamente, estamos em um momento de forte aceleração inflacionária em todo o mundo, em um contexto de expansão da demanda, restrição de oferta em alguns segmentos, choques climáticos adversos e estímulos de política econômica sem precedentes. No curto e médio prazo, há dois fatores de risco nesse debate, um exógeno e outro endógeno: (1) a evolução da pandemia com as novas variantes do vírus e impactos sobre a abertura das economias e (2) a magnitude e tempestividade da reação dos principais bancos centrais, especialmente o Fed, diante dessas pressões. Entre os países emergentes, já há um ciclo de redução de estímulos ou pelo menos de ajustes na comunicação, antes do que esperado poucos meses atrás. Essa resposta à alta dos preços tende a mitigar os riscos relacionados à inércia da inflação corrente para os demais anos e as expectativas. Em cada país, essa mitigação tende a ser tão maior quanto mais complementar (na mesma direção) for a política fiscal.

De modo geral, avaliamos que a redução da meta de inflação é bem-vinda, como parte do processo de desinflação iniciado no país em 1994 e institucionalizado em 1999, com o regime de metas de inflação. Pela própria definição do regime de metas de inflação, as expectativas dos agentes e a inflação efetiva convergirão para a meta anunciada na ausência de choques, se o comprometimento da autoridade monetária for crível e a sua comunicação efetiva, o que é o caso atual. O avanço trazido com o teto de gastos ampliou muito a probabilidade de convergência para esses padrões internacionais, a partir de juros também similares aos vigentes nos nossos pares. Contudo, é importante persistir na agenda de consolidação fiscal e reformas que elevem o potencial de crescimento do país. Esses desafios tendem a ser ainda maiores se: (i) o pós-pandemia vier acompanhado de pressões mais estruturais de preços em escala global e/ou (ii) ocorrer algum ajuste abrupto e antecipado de juros no mundo, que levem a questionamentos sobre a sustentabilidade fiscal nos países mais vulneráveis ou ao próprio nível de equilíbrio dos juros nos desenvolvidos e emergentes.

Equipe Técnica

Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Ederson Luiz Schumanski / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Renan Bassoli Diniz / Robson Rodrigues Pereira / Thiago Coraucci de Angelis

Estagiários

Bruna Andreata Valentino / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pires Sene / Lucas Daniel Duarte / Rafaela de Sousa Silva

economiaemdia.com.br

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)