

Balço de riscos do Bacen e a estratégia de redução do aperto monetário¹

Vilma Pinto

Na última reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom), decidiu-se pela redução da taxa básica de juros da economia brasileira em 50 basis points (bps). Essa redução era esperada pelo mercado, com incertezas apenas em torno da magnitude do corte. Para as próximas reuniões, no entanto, o Copom sinalizou uma expectativa de continuidade de corte na mesma magnitude com ponderação para os riscos em torno do cenário traçado.

No último Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) da IFI, avaliamos se o ambiente econômico estava favorável ao início do ciclo de afrouxamento monetário. A conclusão principal da análise, ora realizada, era de que, após a decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN) de definir as metas para inflação de 2026 em 3,0% e confirmar as metas de 2024 e de 2025 também em 3,0%, todas com intervalo de tolerância de 1,5 ponto percentual (p.p.) para cima e para baixo, criou-se um ambiente propício ao início do ciclo de redução do aperto monetário, mas com incertezas em relação à magnitude desses cortes.

Com a divulgação, pelo Banco Central do Brasil, da Ata da última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), realizada no início de agosto de 2023, essas incertezas começaram a se dissipar. Nessa reunião, o Comitê decidiu pela redução da taxa básica de juros da economia brasileira em 50 basis points (bps), com sinalização de continuidade de corte na mesma magnitude para as reuniões futuras. Nas palavras constantes na minuta da reunião: “[...] os membros do Comitê concordaram unanimemente com a expectativa de cortes de 0,50 ponto percentual nas próximas reuniões [...]” (Bacen, 2023, pág. 6).

Embora tenha havido unanimidade em relação à sinalização para as reuniões futuras, a decisão tomada pelo Copom para o corte atual não foi unânime. Dos nove membros do Comitê, quatro votaram para um corte de apenas 25 bps e os demais – cinco membros, incluso o presidente –, votaram para um corte de 50 bps. A decisão para o corte ter ficado em 50 bps foi em função da melhora do quadro inflacionário.

A meta para inflação toma como base o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), no entanto, na composição desse indicador há itens que são mais sensíveis à atuação da política monetária e há outros que são determinados por outros fatores. Dessa forma, para uma melhor avaliação da efetividade desse processo desinflacionário, é importante avaliar o comportamento da inflação de serviços e dos núcleos de inflação, e também da reancoragem das expectativas para prazos mais longos.

A Tabela 1 mostra a composição do IPCA separando os preços administrados, que sofrem pouca influência das decisões de política monetária, os preços livres e a média dos diversos núcleos de inflação que são monitorados pelo Banco Central e que, por conseguinte, possuem mais sensibilidade aos mecanismos do Bacen para o controle inflacionário.

TABELA 1. COMPOSIÇÃO DO IPCA EM MAIO, JUNHO E JULHO (% A.M. E % A.A.)

Descrição	No mês			Em 12 meses		
	Maio	Junho	Julho	Maio	Junho	Julho
IPCA	0,23%	-0,08%	0,12%	3,90%	3,20%	3,99%
Preços administrados	0,71%	0,06%	0,46%	-0,90%	-1,30%	3,64%
Gasolina	-1,93%	-1,14%	4,75%	-26,50%	-26,80%	-9,28%
Energia elétrica residencial	0,91%	1,43%	-3,89%	-1,30%	1,20%	3,20%
Planos de saúde	1,20%	0,38%	0,78%	17,50%	14,50%	14,11%
Produtos Farmacêuticos	0,89%	-0,32%	0,22%	7,50%	6,50%	6,18%
Preços livres	0,07%	-0,13%	0,01%	5,70%	4,80%	4,14%
Alimentos	0,00%	-1,07%	-0,72%	4,60%	2,90%	0,66%
Serviços	-0,06%	0,62%	0,25%	6,50%	6,20%	5,64%
Industrializados	0,30%	-0,60%	0,12%	5,20%	4,00%	4,22%
Média dos núcleos	0,37%	0,20%	0,18%	6,70%	6,00%	5,60%

¹ Acesse o relatório completo por aqui: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/641018/RAF79_AGO2023.pdf.

Fonte: Bacen e IBGE. Elaboração: IFI.

É possível observar que após um mês de leve deflação na taxa mensal do IPCA, o índice cheio voltou a variar positivamente, chegando à taxa de 0,12% no mês de julho. Os preços administrados foram os que mais contribuíram para o aumento da inflação em julho. O item gasolina apresentou crescimento de 4,75% em julho, refletindo a recomposição de alíquotas tributárias incidentes sobre esse bem. Com isso, a taxa acumulada em doze meses dos preços administrados saltou de -1,3% em junho para 3,64% em julho.

A média dos núcleos monitorados pelo Banco Central – medidas que buscam retirar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade –, por sua vez, tem apresentado uma desaceleração na margem, criando um cenário de redução gradual na taxa acumulada em doze meses. Os preços livres voltaram a apresentar crescimento próximo de zero na margem após um período de variação negativa. Dentro desse grupo, o destaque vai para a desaceleração, na margem, para alimentação no domicílio e serviços que apresentaram taxas mensais de -0,72% e 0,25%, em julho, ante -1,07% e 0,62% em junho, respectivamente.

Além disso, a minuta da reunião do Copom também ponderou e pontuou alguns riscos adicionais que podem afetar a expectativa de redução do aperto monetário previsto para as próximas reuniões. No campo da política fiscal, apesar do Copom ter retirado do balanço de riscos a incerteza residual sobre a aprovação do Novo Arcabouço Fiscal (Projeto de Lei Complementar (PLP) nº 93, de 2023), pontuou-se nas discussões do Comitê a persistência de incerteza sobre a superação dos desafios fiscais. Segundo o Bacen, a manutenção do compromisso fiscal externado e a adoção das medidas necessárias para tal cumprimento podem contribuir para que o processo de desinflação ocorra de forma mais rápida.

Neste aspecto, destacam-se três pontos cruciais. O primeiro deles é que estamos nos aproximando da data de apresentação da proposta de orçamento para 2024 (final de agosto) e até o momento nem a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – que baliza a elaboração da Lei Orçamentária Anual (LOA) –, nem o PLP 93/2023, foram aprovados. Na proposta de LDO, consta a meta de déficit zero sinalizada pelo Poder Executivo federal para resultado primário de 2024, e no PLP 93/2023 consta a nova regra de limitação de despesas primárias que substituirá o atual teto de gastos. A não aprovação dessas medidas em tempo hábil à apresentação da peça orçamentária traz prejuízos ao planejamento orçamentário prospectivo, uma vez que o projeto de LOA, conhecido como PLOA, deverá estar amparado em diretrizes que ainda se encontram em discussão no Congresso.

Outro fator de incerteza fiscal corresponde aos instrumentos que serão utilizados pelo governo para alcançar as metas fiscais de 2024. Como pode ser observado na Tabela 2, o cenário de déficit zero ainda não é visto como factível pelo mercado, ao considerar a atual estrutura de receitas e despesas e as possibilidades de incremento e/ou limitação para as despesas primárias em função do Novo Arcabouço Fiscal.

TABELA 2. CENÁRIOS PARA RESULTADO PRIMÁRIO DE 2024 (R\$ BILHÕES E % DO PIB)

	IFI	Boletim Focus	Prisma Fiscal	Tesouro Nacional
Resultado primário (R\$ bilhões)	-105,0	n.d.	-84,8	-150,8
Resultado primário (% do PIB)	-0,9%	-0,8%	-0,8%	-1,3%
Esforço fiscal necessário para alcançar o centro da meta de 2024 (% do PIB):	-0,9%	-0,8%	-0,8%	-1,3%
Esforço fiscal necessário para alcançar o limite inferior da meta de 2024 (% do PIB):	-0,7%	-0,6%	-0,5%	-1,1%

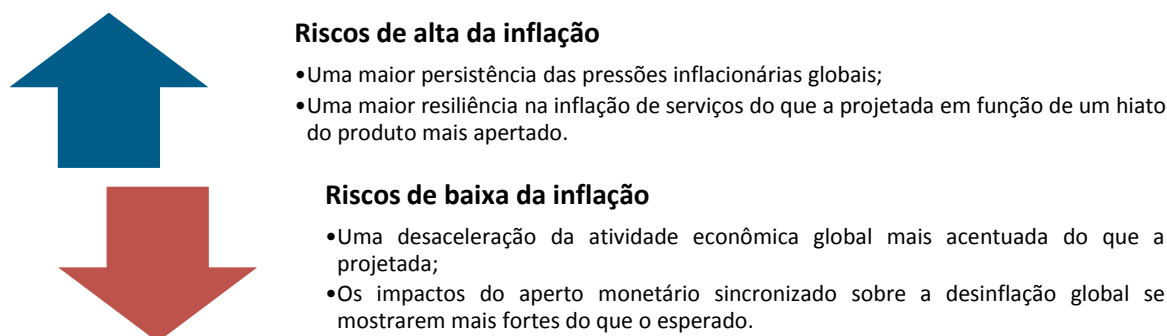
Fonte: Relatório de projeções fiscais da STN (jun-2023), Prisma Fiscal, Boletim FOCUS e IFI. Elaboração: IFI.

A ausência de sinalização clara das fontes de recursos que subsidiarão o cumprimento das metas de deficit zero para o governo central em 2024 ainda é um fator de preocupação para o Bacen. A despeito disso, é importante mencionar as sinalizações em torno de medidas estruturais para ampliação das receitas primárias da União. Na proposta de reforma tributária em curso, discutem-se a manutenção da carga tributária sobre o consumo, mas o Ministério da Fazenda² já externou a possibilidade de uma segunda fase de reforma tributária, com foco nos tributos incidentes sobre a renda e sem a restrição de manutenção da carga tributária.

Em que pese esses sinais, os desafios fiscais ainda são persistentes, uma vez que o resultado primário tem apresentado desaceleração na margem e, como consequência, o endividamento público, seja no conceito bruto ou líquido, tem aumentado na comparação com 2022.

Adicionalmente, embora o tom do comunicado tenha sido mais moderado, na avaliação do balanço de riscos para o cenário inflacionário e para as expectativas de inflação, na minuta do Copom, além dos fatores já explorados nessa seção do RAF, também foram destacados alguns riscos de alta e de baixa da inflação. A Figura abaixo sinaliza os riscos mencionados na minuta da reunião e, a seguir, analisam-se brevemente esses componentes.

FIGURA 1. DESTAQUES DO BALANÇO DE RISCOS PARA O CENÁRIO DE INFLAÇÃO



Fonte: Bacen (2023). Elaboração: IFI.

O cenário externo foi destaque no balanço de riscos do Bacen. As pressões inflacionárias e o crescimento moderado nas economias avançadas expõem um ponto de atenção para os potenciais reflexos que este ambiente econômico mais adverso pode exercer no processo de afrouxamento monetário em curso.

De acordo com o *World Economic Outlook*³ do Fundo Monetário Internacional (FMI), o crescimento global deve recuar de 3,3% em 2022 para 3,0% em 2023 e 2024. As projeções do Fundo para as economias avançadas, por sua vez, são de crescimento de 2,7% para 2022, desacelerando para 1,5% e 1,4% em 2023 e 2024, respectivamente. Esse cenário se mostra desafiador, uma vez que a subida das taxas de juros para o controle inflacionário tende a pressionar a atividade econômica. De acordo com as projeções do FMI, espera-se que a inflação global caia de 8,7% em 2022 para 6,8% em 2023 e 5,2% em 2024. Os núcleos de inflação deverão cair mais gradualmente e as previsões para a inflação em 2024 foram revisadas pelo FMI para cima.

O Bacen sinalizou que a velocidade dos próximos cortes deve se manter em 50 bps. Dessa forma, a projeção da Selic para o fim do ano, atualmente em 12%, apresenta um viés de baixa. No entanto, a extensão do ciclo de cortes dependerá da continuidade desse processo de desaceleração da inflação, da ausência de novos choques externos e da materialização das medidas fiscais necessárias para o cumprimento do Novo Arcabouço Fiscal. Nosso cenário contempla a Selic, no fim de 2024, atingindo 9,5%.

² No relatório de projeções da STN referente ao primeiro semestre de 2023, foi apresentada uma lista de possibilidades de medidas para ganho de receitas. De acordo com o relatório, as medidas já em curso contribuiriam com cerca 0,9p.p. para o primário do próximo exercício, porém, ainda seriam necessários mais 1,4p.p. de medidas adicionais para o cumprimento do centro da meta de 2024. Dentre o rol de possibilidades, a STN cita que “Outras possibilidades são ganhos de arrecadação com a regulação de apostas de quota fixa, o aprimoramento dos mecanismos de fiscalização de importações e ganhos provenientes da reforma da tributação sobre a renda.” (Pág. 38 do relatório). Disponível em: https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO:47466.

³ Disponível em: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/Update/July/English/text.ashx>.