

Potência da política monetária e ciclos de ajuste da Selic

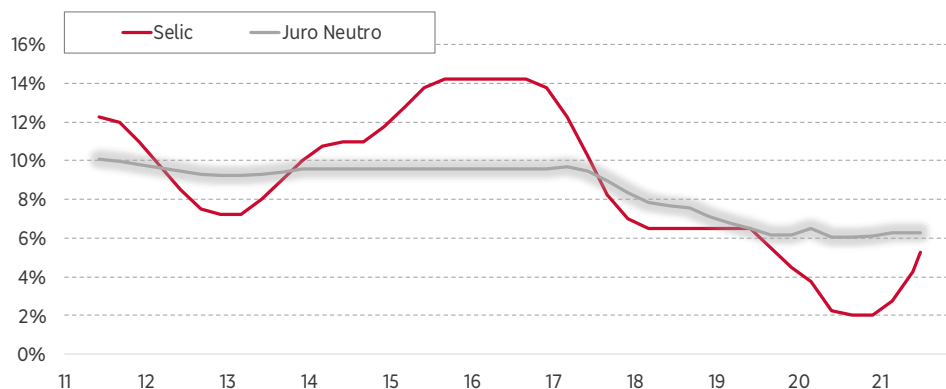
Myriã Bast

Várias razões nos fazem crer que houve queda do juro neutro e aumento da potência da política monetária nos últimos anos. Dentre essas razões, destacamos: (1) o fim de três décadas de expansões fiscais acima da inflação, a partir da adoção do teto de gastos; (2) a alteração na regra de formação da TJLP; (3) a expansão do crédito bancário e do mercado de capitais; (4) a redução dos gastos para-fiscais e (5) contenção da expansão dos bancos públicos.

Além desses fatores, algumas condições diferenciam o atual ciclo de alta de juros daqueles observados no passado, em especial o de 2014. Dentre essas condições, destacamos: (1) um desvio significativamente menor das expectativas em relação à meta de inflação; (2) salários reais e desemprego com comportamento diametralmente oposto ao daqueles períodos; (3) dinâmica de inflação de serviços distinta e (4) ausência de defasagem na maior parte dos preços administrados.

Desde 2017, a economia tem convivido com estímulo monetário, isto é, com a Selic abaixo do que seria o patamar neutro. Em 2020, com a pandemia, esse estímulo foi muito maior e começou a ser removido em março deste ano. Em sua última decisão, o Copom deixou claro ser “apropriado um ciclo de elevação da taxa de juros para patamar acima do neutro”, o que estimamos estar entre 6,5% e 7%¹. Isto é, o Banco Central entende que as condições atuais da economia já prescrevem a necessidade de algum aperto monetário, para conter a disseminação das pressões inflacionárias.

Gráfico 1: Taxa Selic e juro neutro



Fonte: BCB, Bradesco

No último ciclo de aperto monetário, a Selic superou o patamar neutro após 8 meses do início do processo e permaneceu em nível restritivo durante 45 meses. O atual momento nos parece bastante distinto de outros ciclos de aperto, mas, em particular, daquele de 2014, por isso, não antevemos um aperto tão restritivo da Selic. Do lado “desfavorável” ao atual ciclo, o IPCA acumulado nos últimos 12 meses chegou a 8,7%, 5 p.p. acima do centro da meta. No início do último ciclo, a inflação estava 2,1 p.p. acima do teto e chegou a 1,3 p.p. quando a Selic atingiu 10% e superou a taxa neutra. No ponto máximo, em julho de 2015, esse delta entre inflação corrente e meta estava em 5,1 p.p.

¹A taxa neutra estimada é próxima de 3% em termos reais. Para a taxa nominal, utilizamos a expectativa de inflação um ano à frente.

Tabela 1: Comparação ciclos de aperto monetário – inflação

	Data	Selic	IPCA	IPCA ex0	Serviços	Industriais	Adm	Alim dom	Focus t+1	IPCA - meta	Ex0 - meta	Focus t+1 -meta	IC-Br 12m	Câmbio real	Câmbio real % 12 meses
Início do ciclo	mar-13	7,25%	6,6%	6,5%	8,4%	4,1%	1,6%	15,2%	5,7%	2,1%	2,0%	1,2%	7,2%	2,87	13,6%
Supera o neutro	nov-13	10,00%	5,8%	7,1%	8,5%	5,3%	0,9%	8,1%	5,9%	1,3%	2,6%	1,4%	5,1%	3,16	5,1%
Ponto máximo	abr-14	11,00%	6,3%	7,3%	9,0%	5,1%	3,8%	6,0%	6,0%	1,8%	2,8%	1,5%	6,5%	3,20	7,4%
Reinício do ciclo	out-14	11,25%	6,6%	7,0%	8,5%	5,1%	5,6%	6,3%	6,3%	2,1%	2,5%	1,8%	8,0%	3,17	5,2%
Ponto máximo	jul-15	14,25%	9,6%	6,9%	8,6%	4,6%	16,0%	10,5%	5,4%	5,1%	2,4%	0,9%	9,3%	3,80	10,6%
Início do ciclo	mar-21	2,75%	6,1%	3,1%	2,0%	5,9%	7,7%	17,6%	3,5%	2,3%	-0,6%	0,0%	32,8%	5,49	25,1%
Atual	jul-21	5,25%	8,7%	5,4%	3,2%	9,6%	13,6%	15,7%	3,8%	5,0%	1,7%	0,3%	45,0%	5,19	13,3%

*resultados acumulados em 12 meses encerrados na data exposta ou resultado efetivo imediatamente anterior.

** câmbio real bilateral

Fonte: BCB, IBGE, Bradesco

Entretanto, há uma diferença relevante nessa comparação. Em 2013, os núcleos se mantiveram persistentemente acima do centro da meta até 2015, 2,5 p.p. em média. A composição desse núcleo também era distinta, com forte influência de serviços no ciclo anterior (ao redor de 8,5% a 9% durante todo o período). A inflação de serviços era a grande preocupação à época, justamente por serem itens historicamente mais inerciais. O mercado de trabalho estava bastante aquecido, com taxa de desemprego próxima de 7% e rendimento real crescendo cerca de 3,5% ao ano.

Nesse momento, a inflação de serviços segue baixa, em 3,2%, com taxa de desemprego em 14% e o rendimento real está em -4,5%. Ainda que alguns serviços apresentem variações atipicamente baixas – porque as atividades não puderam operar normalmente – a recomposição de preços esperada com a reabertura deveria ser limitada pela dinâmica do mercado de trabalho. Ainda que a política econômica tenha se mostrado expansionista na saída da pandemia, como trataremos adiante, tanto a política monetária como a fiscal estão sendo revertidas em sua intensidade.

No caso de bens industriais, apesar dos níveis atuais serem mais elevados, a natureza da inflação nos parece distinta. Além da já mencionada diferença no mercado de trabalho, os bens industriais estão sob forte influência da alta dos preços das commodities, da desvalorização cambial e da demanda que se concentrou em bens durante a pandemia. As aberturas recentes da inflação não são suficientes para rejeitar a hipótese de que a aceleração está relacionada aos choques e ao processo de reabertura da economia. O tamanho dos choques cambial e em commodities foi significativamente maior neste ciclo.

Em 2014, outros problemas começaram a influenciar a inflação, como o fim do represamento dos itens administrados. Esse processo dificultou ainda mais a convergência da inflação para a meta. No atual ciclo, com raríssimas exceções, os preços administrados encontram-se próximos os seus valores “justos”, não representando risco (assimetria) relevante olhando adiante.

As condições de crescimento também eram muito diferentes no último ciclo, quando o PIB crescia mais de 2,5% e estávamos inegavelmente acima do potencial. Os sinais de falta de ociosidade eram muitos, como a taxa de desemprego baixa, os rendimentos com ganhos reais persistentes, déficit em conta corrente elevado e, claro, inflação em alta – sobretudo por demanda de serviços. Estimamos que o hiato do PIB ficou positivo em praticamente todo o período, com o crescimento cedendo apenas em 2015, após um longo período de juros acima do patamar neutro. O cenário de crescimento atual é muito diferente: o PIB voltou a crescer apenas no 1º trimestre do ano, voltando ao nível pré-pandemia, mantendo aberto o hiato, mesmo que haja diferenças de ociosidade entre setores. Os sinais de ociosidade são compatíveis com os resultados em transações correntes e o mercado de trabalho, atualmente².

²O mesmo vale para o salário de admitidos registrados pelo Caged, que mostra uma dinâmica mais favorável de contratações.

Tabela 2: Comparação ciclos de aperto monetário – atividade e fiscal

	Data	Selic	Tx desemprego	Rendimento Real	PIB	Hiato	Res. Primário	% despesa real	DBGG	C/C_PIB
Início do ciclo	mar-13	7,25%	7,5%	2,3%	2,6%	0,7%	1,4%	5,2%	54,0%	-3,3%
Supera o neutro	nov-13	10,00%	6,9%	4,4%	3,1%	1,8%	1,6%	5,0%	52,9%	-3,3%
Ponto máximo	abr-14	11,00%	6,7%	3,3%	2,9%	2,5%	1,4%	4,3%	51,9%	-3,4%
Reinício do ciclo	out-14	11,25%	6,9%	1,5%	1,2%	1,2%	0,4%	4,8%	54,8%	-4,0%
Ponto máximo	jul-15	14,25%	8,4%	-1,0%	-1,3%	-1,0%	-0,8%	4,2%	61,0%	-4,3%
Início do ciclo	mar-21	2,75%	14,3%	0,1%	-3,5%	-2,4%	-9,5%	-4,8%	88,7%	-1,6%
Atual	jul-21	5,25%	14,0%	-4,5%			-4,7%	-6,0%	84,7%	-1,3%

*resultados acumulados em 12 meses encerrados na data exposta ou resultado efetivo imediatamente anterior.

** despesa real excluindo gastos extraordinários

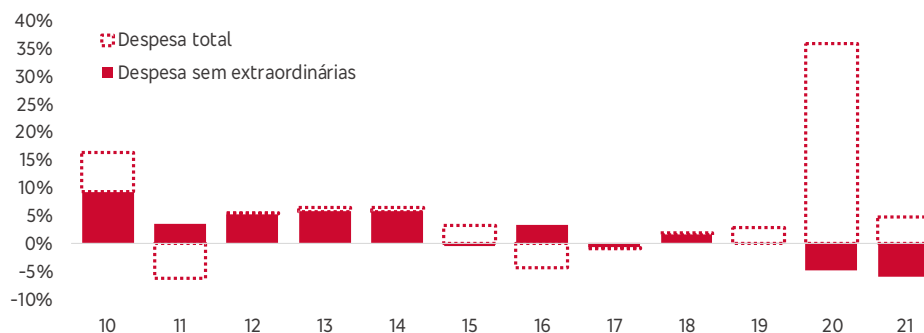
Fonte: BCB, IBGE, Bradesco

À parte das diferenças conjunturais entre os ciclos, há uma diferença relevante na política fiscal.

No ciclo iniciado em 2013, a política fiscal foi expansionista em todo o período, inclusive com vários instrumentos para-fiscais sendo amplamente utilizados. O resultado primário seguiu superavitário até 2015, mas com várias medidas de estímulo sendo feitas fora do orçamento federal e com aumento dos restos a pagar. Mesmo assim, as despesas primárias cresceram 5,7% em 2013 e 2014, já descontando o efeito da inflação.

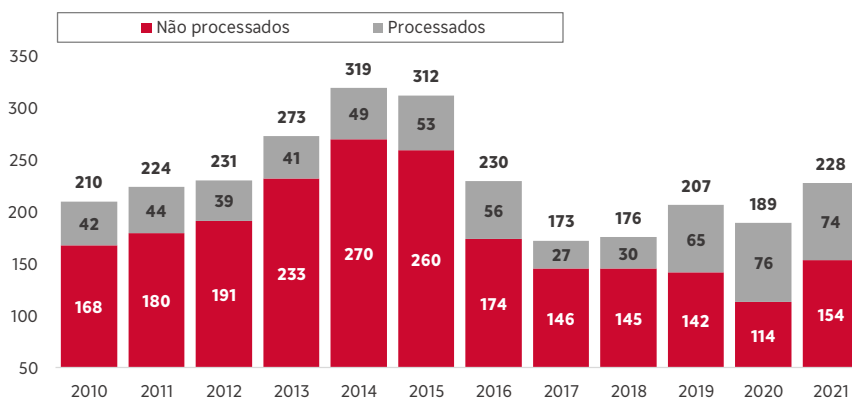
Gráfico 2: Variação anual das despesas primárias

Total e excluindo despesas extraordinárias, em termos reais



Fonte: STN, Bradesco

Gráfico 3: Restos a pagar inscritos – R\$ bilhões constantes



Fonte: STN, Bradesco

Naquele momento, portanto, enquanto a política fiscal estimulava o crescimento, a política monetária tentava conter a inflação. Com objetivos diferentes de política econômica, os juros tiveram que subir mais para desinflar a economia. Atualmente, a situação fiscal é mais complexa do ponto de vista do endividamento, mas, por ora, menos expansionista no fluxo, no impulso fiscal. A medida mais importante para regular a política fiscal foi o teto de gastos, que levou ao forte controle das despesas primárias e à aprovação da reforma da previdência. Mesmo durante o combate à pandemia, vimos as despesas primárias regulares³ caindo em termos reais. As despesas extraordinárias com a pandemia certamente contribuíram para sustentar a demanda e pressionar os preços, mas estão em curso de desaceleração importante.

Esse comprometimento com o controle fiscal é, em nossa avaliação, fundamental para o ciclo de juros. Foram esses avanços que permitiram a queda do juro neutro da economia nos últimos anos e a queda da meta da inflação. Portanto, é o arcabouço fiscal atuando na mesma direção da política monetária, que limita a alta esperada da Selic. Alterações nesse arcabouço, como reconhecido pelo próprio Banco Central, podem mudar significativamente esse prognóstico.

Outra diferença relevante entre os ciclos é o aumento da potência da política monetária nos últimos anos⁴. As mudanças do mercado de crédito explicam esse aumento, com maior participação do crédito livre e o desenvolvimento do mercado de capitais. As taxas de juros do crédito com recursos livres acompanham mais rapidamente os movimentos da Selic, sendo importante vetor de transmissão da política monetária. Também nesse caso, a mudança de política fiscal e para-fiscal foi importante, com menores volumes de recursos sendo concedidos via bancos públicos, com juros subsidiados e abaixo da Selic, em desalinhamento, à época, com a política monetária. No atual ciclo, o juro real ex-ante – que é o mais relevante para medir o efeito sobre a atividade econômica – já se elevou em 400 b.p., saindo de -1,0% para +3,0%, recentemente, nível semelhante àquele que motivou os cortes de juros que se antecederam à pandemia.

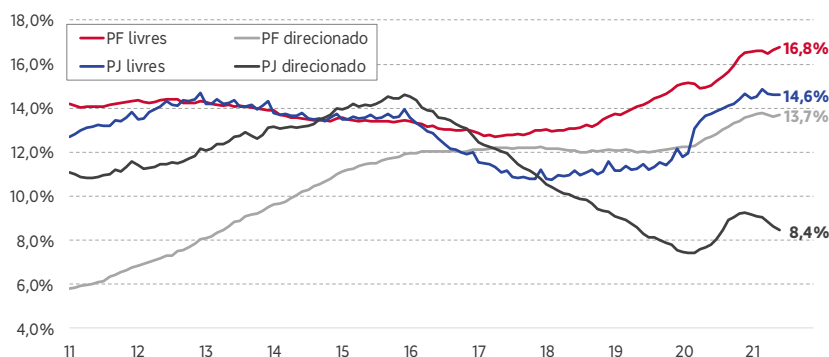
Tabela 3: Sensibilidade das taxas de juros de concessões em relação à Selic

	Recursos Livres		Recursos Direcionados	
	PF	PJ	PF	PJ
Velocidade de ajuste	-0,10	-0,16	-0,19	-0,12
Ef. Curto Prazo	2,78	1,26	0,42	0,70
Ef. Longo Prazo	0,98	0,70	0,29	-0,1 ^a

^a estatisticamente não significativa

Fonte: STN, Bradesco

Gráfico 4: Estoque de Crédito, aberturas - % do PIB



Fonte: STN, Bradesco

³ Excluindo, portanto, as despesas extraordinárias, como Auxílio Emergencial, já que não são programas renovados para os próximos anos.

⁴ Como apresentado pelo Banco Central no RTI de mar/20, "Potência da Política Monetária".

Gráfico 5: Taxa real de juros

Swap pré deflacionado pela expectativa do IPCA



Fonte: Bloomberg, Bradesco

Assim, vários elementos do ciclo atual sugerem que não estamos diante de um ciclo de contração monetária significativo. A inflação está elevada após uma combinação de diversos choques, ainda não dissipados, enquanto a reabertura começa a se intensificar. Os indícios de falta de ociosidade tradicionais indicam que o crescimento segue abaixo de seu potencial, com alguns gargalos setoriais, mas com ampla ociosidade no mercado de trabalho. E, principalmente, a política econômica (monetária e fiscal) está em reversão, especialmente se as regras fiscais forem respeitadas, se alinhando ao objetivo de limitar a disseminação das pressões inflacionárias.

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 / Vitor Vidal Costa Velho

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)