

OS NOVOS LIMITES DA POLÍTICA MONETÁRIA

Os bons resultados dos índices de preços e a aparente lentidão da economia em responder aos estímulos monetários sugerem cautela para os novos rumos da política monetária.

Durante o ano de 2019, a inflação apresentou um bom comportamento em torno de sua meta, permanecendo boa parte do primeiro semestre acima, para posteriormente ficar abaixo da meta durante todo o segundo semestre; apenas em outubro, a inflação estourou o limite inferior.

A ancoragem das expectativas, devido principalmente ao bom nível de credibilidade do Banco Central, e a elevada capacidade ociosa da economia, resquício da crise de 2014-2016, são os principais fatores dessa dinâmica inflacionária. Além disso, sem muita pressão por conta do repasse da desvalorização cambial para os preços, apesar das tensões comerciais internacionais verificadas no primeiro semestre deste ano, e a elevada liquidez internacional também foram fatores que contribuíram para esse cenário.

Tal comportamento oscilatório da inflação é reflexo, em grande parte, pelo mesmo comportamento observado no grupo de Alimentação e bebidas, que apresenta o maior peso na composição do IPCA. Após o choque de alta desses preços no primeiro trimestre, devido à mudança climática atípica no período, houve uma reversão desse movimento ao longo do segundo e terceiro trimestres. Além disso, tanto a inflação de serviços quanto a de bens industriais, itens que completam a métrica inflacionária de preços livres, também ficaram em níveis baixos e controlados no acumulado em 12 meses até outubro de 2019.

Essa dinâmica inflacionária, atrelada a riscos baixos em torno do cenário básico para a inflação considerado pelo Comitê de Política Monetária (COPOM), permitiu que o mesmo desse início a um ciclo de cortes em julho de 2019, o qual deve continuar até dezembro deste ano. Desse modo, a Selic deve terminar o ano no seu menor patamar histórico, em 4,50% a.a., 2 p.p. abaixo do seu nível no início do ano. Ademais, acreditamos que haja espaço para mais um corte nos juros no início de 2020, devido às expectativas bem comportadas e baixas para a inflação no próximo ano e a lentidão da recuperação econômica observada em 2019.

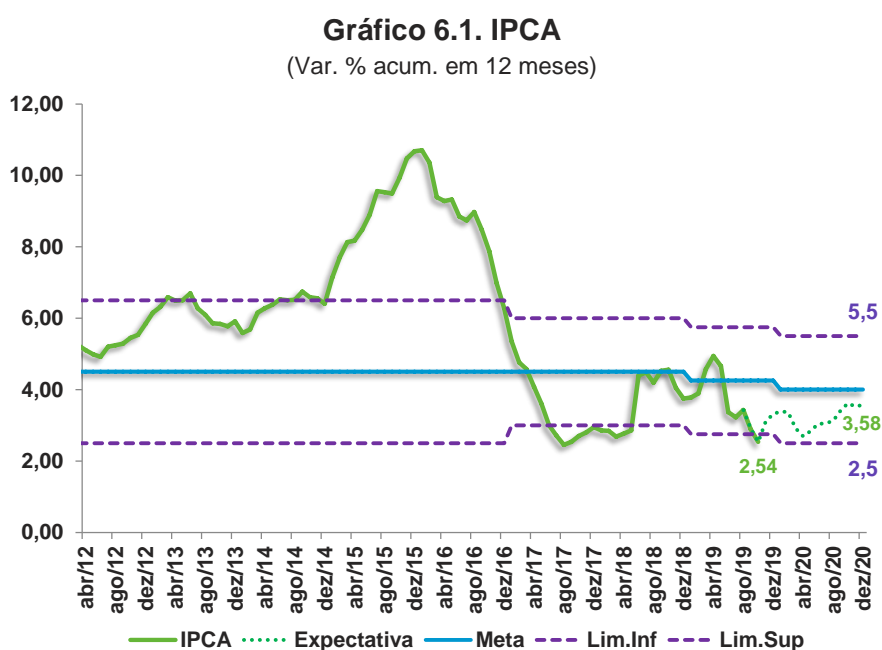
O atual cenário econômico brasileiro e externo sugere que a inflação deve permanecer controlada e abaixo da meta para 2020, devido a menor inércia inflacionária e o elevado nível de ociosidade da economia que, apesar da expectativa de aceleração, deve continuar atuando no sentido de não pressionar os níveis de preços no próximo ano. É importante considerar também que a taxa de desemprego ainda se encontra em um nível elevado e, mesmo com as perspectivas de melhora no mercado de trabalho, nosso cenário base projeta o IPCA em 3,7% no final de 2020, isto é, acima do esperado para o final de 2019 (3,1%), porém ainda abaixo da meta de inflação do respectivo ano (4%).

Dessa forma, os riscos para o próximo ano se mostram mais externos do que internos, haja vista o bom andamento da agenda de reformas estruturais fiscais por parte do Governo. Entretanto, é necessário que essa trajetória das reformas se perpetue para que o ajuste fiscal que a economia brasileira requer de fato se concretize. Ademais, a tensão comercial entre EUA e China e a lentidão da resolução sobre o acordo do *Brexit* incorporam as principais incertezas do mercado internacional, em um cenário bastante evidente de desaceleração global.

Inflação baixa e bem comportada

Desde o primeiro trimestre de 2017, a inflação tem apresentado um comportamento atípico em termos de Brasil: ela se encontra abaixo do centro da meta na maior parte do período, inclusive em níveis abaixo do limite inferior – apenas entre março e maio de 2019 ela esteve acima do centro da meta, devido a um choque altista no grupo de Alimentação e bebidas. A título de ilustração, a variação de 2,54% no acumulado em 12 meses observada em outubro de 2019 foi a menor desde 1998.

O processo de queda verificado no segundo semestre de 2019 deve diminuir o ritmo nos últimos meses do ano, tanto devido a saída da deflação de novembro passado do acumulado em 12 meses, como às expectativas de uma variação positiva para novembro e dezembro. Mas, mesmo considerando esse cenário esperado, a variação do nível de preços ainda permanecerá abaixo da meta.



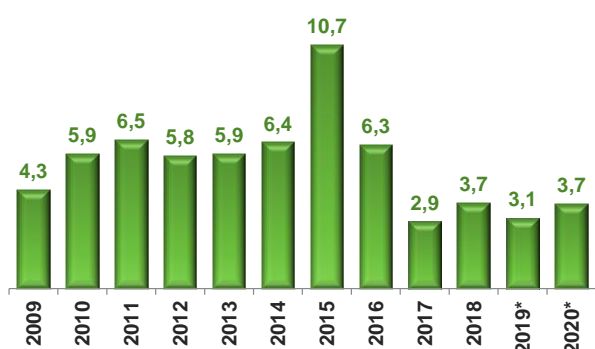
Fonte: IBGE e Relatório FOCUS/BCB. Elaboração: UEE/FIERGS.

Entre os grupos que explicam o comportamento da inflação durante o ano, o de Alimentação e bebidas é o que mais contribui na trajetória observada no índice de preços, com um peso de 24,5% sobre a cesta de consumo – a relação entre o índice cheio e o grupo de alimentos neste ano fica mais nítida no Gráfico 6.3. Em seguida, aparece o grupo de Transportes, com 18,1% sobre o total dos gastos, e Habitação, com peso de 16,2%. Juntos, esses grupos correspondem a quase 60% da variação do índice cheio.

Mas essa ordenação entre os grupos não irá se repetir a partir do próximo ano, já que a nova estrutura de ponderação do IPCA, baseada nos resultados da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2017-2018, será incorporada no cálculo do índice a partir dos resultados de janeiro de 2020, previstos para serem divulgados no início de fevereiro pelo IBGE. Com a nova POF, o grupo de Transportes se tornará o principal componente do IPCA, correspondendo a 20,8% do indicador de nível de preços, enquanto o grupamento de Alimentos e bebidas participará com 19%. Mesmo com tal inversão inédita, o grupo de Transportes perderá participação em relação à POF 2008-2009, com uma redução de 1,12 p.p..

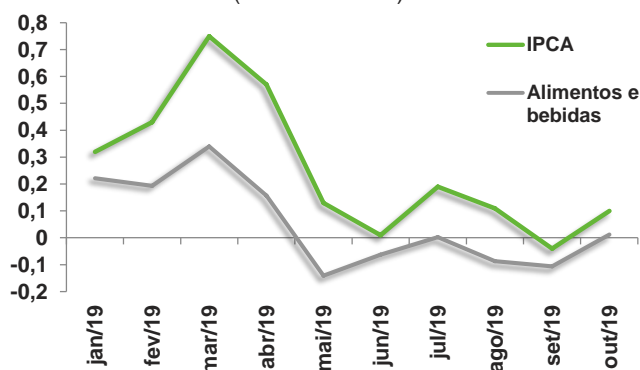
A mudança na estrutura de ponderação do IPCA deve-se às novas tendências de consumo da população, marcadas por produtos e serviços de alta tecnologia, consumo prático, vida saudável e estética, além dos gastos com animais domésticos. No IPCA, 56 novos produtos e serviços passarão a integrar o índice, como serviços de *streaming* (0,08%), transporte por aplicativo (0,21%), combo de telefonia, internet e TV por assinatura (1,81%) e conserto de aparelho celular (0,07%). Outros, como aparelho de DVD, assinatura de jornal, fotocópia, máquina fotográfica, revelação e cópia, serão excluídos ou agregados a outros subitens. A incorporação da nova POF deve ter um efeito baixista para o índice, pois, em uma análise simples de comparação da influência em pontos percentuais para 2019 entre a nova e atual ponderação, os grupos de maior variação apresentam uma queda da influência em pontos percentuais.

Gráfico 6.2. IPCA anual*
(Var. % anual)



Fonte: IBGE e UEE/FIERGS. *2019 e 2020 são estimativas calculadas pela UEE/FIERGS. Elaboração: UEE/FIERGS.

Gráfico 6.3. IPCA e Grupo Alimentos e bebidas
(Var. % mensal)



Fonte: IBGE. Elaboração: UEE/FIERGS.

Os índices subjacentes de inflação corroboram o bom comportamento do IPCA, como apresentado no Gráfico 6.4. Durante o ano, a única desagregação do índice com maior variação foi o item de Monitorados, devido à queda do preço da gasolina em congruência com as variações do mercado internacional de petróleo. As demais desagregações apresentaram uma boa trajetória durante o ano, com pouca variação.

Tabela 6.1. Estrutura de Ponderação IPCA
(Por grupos)

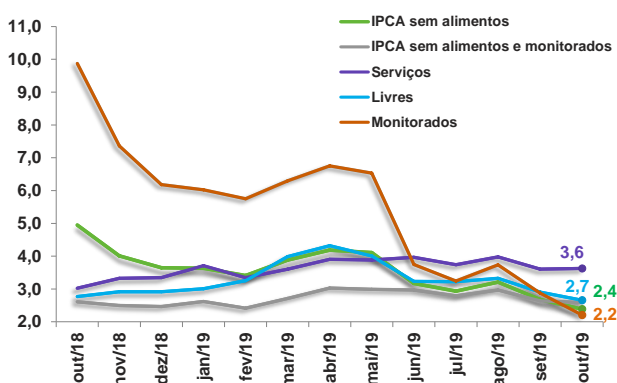
	Ponderação	
	POF 2008-2009	POF 2017-2018
Índice geral	100,00	100,0
Alimentação e bebidas	22,08	19,0
Habituação	14,28	15,2
Artigos de Residência	5,43	4,0
Vestuário	6,23	4,8
Transportes	21,95	20,8
Saúde e cuidados pessoais	11,08	13,5
Despesas pessoais	9,19	10,6
Educação	4,18	6,0
Comunicação	5,57	6,2

Fonte: IBGE. Elaboração: UEE/FIERGS.

Além disso, a proporção dos componentes do IPCA com variação de preços positiva, fornecida pelo índice de difusão do BCB (Banco Central do Brasil), também confirmam essa tendência de leve baixa e estagnação dos preços. Considerando a média móvel dos últimos doze meses, o índice saiu de 56,2% em janeiro para 55,7% em outubro. A mesma tendência de queda se mostra na média dos núcleos de inflação, que desde abril caíram apenas 0,6 p.p., atingindo o valor de 2,80% em outubro de 2019.

Gráfico 6.4. Índices subjacentes

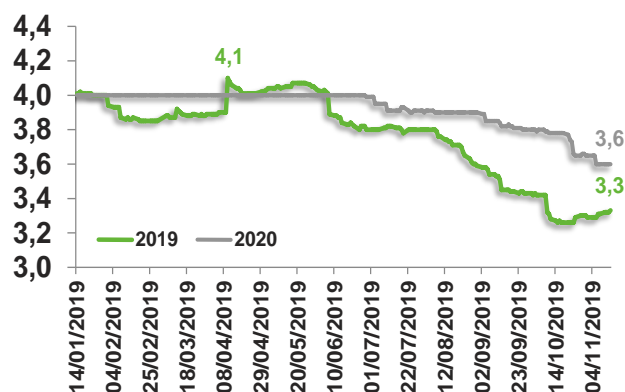
(Var. % acumulada em 12 meses)



Fonte: BCB. Elaboração: UEE/FIERGS.

Gráfico 6.5. Expectativas para o IPCA

(Var. % anual | Mediana)



Fonte: Relatório Focus/BCB. Elaboração: UEE/FIERGS.

Esse cenário desinflacionário observado motivou sucessivas revisões para baixo nas expectativas dos agentes durante o ano. O Gráfico 6.5 representa a mediana das expectativas da variação do nível de preços para o final de 2019, e sua tendência de queda deixa claro que as projeções foram revisadas para baixo praticamente o ano todo, com exceção dos últimos pontos da amostra. Porém, o que é necessário destacar é que, mesmo considerando as expectativas de variações significativas para novembro e dezembro, a previsão do mercado é de fecharmos o ano abaixo da meta.

Os bons números da inflação têm influência de todos os lados. Primeiramente, é justo destacar a gestão adequada do BCB, tanto a de Roberto Campos Neto como a de Ilan Goldfjan, que se expressa na maior credibilidade do compromisso da autoridade monetária em perseguir a meta. Além disso, o efeito cambial não tem sido repassado para o índice de preços, inclusive em um ano com ataque às refinarias da Arábia Saudita, a não aprovação e protelação do Acordo do *Brexit*, guerra comercial entre as principais potências e eleições presidenciais acirradas dos países vizinhos. Por fim, a sinalização do comprometimento por parte do governo de promover medidas necessárias de ajuste fiscal contribui para manter as expectativas de bons números para a inflação.

Novos estímulos monetários

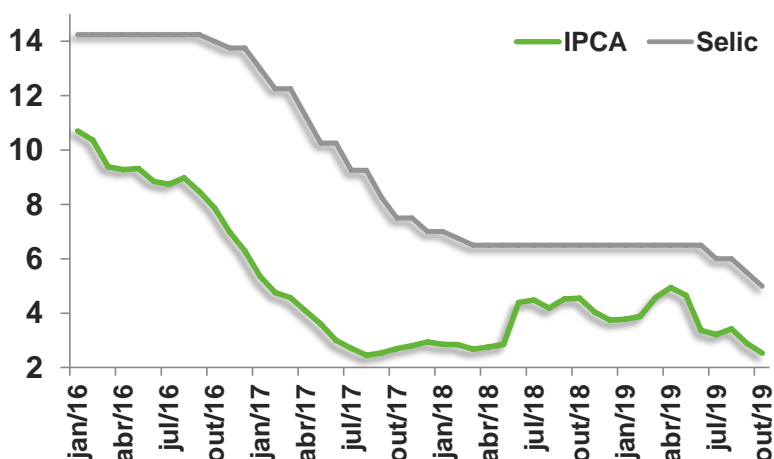
A queda da inflação verificada a partir de meados de 2019 permitiu que a autoridade monetária adotasse uma política mais frouxa. O atual ciclo de cortes da taxa básica de juros permitiu que a Selic saísse de 6,5% em junho para 5,0% a.a. em outubro, atingindo novos patamares mínimos históricos a cada redução. O comunicado mais recente do COPOM (Comitê de Política de Monetária) indicou que mais um corte de 0,5 p.p. ainda está por vir na última reunião, a ser realizada em dezembro. Assim, a expectativa é que a Selic termine o ano em um novo patamar mínimo, de 4,5% a.a.

Esse afrouxamento monetário é uma resposta direta ao comportamento da inflação. Quando se analisa o comportamento mensal do ritmo de crescimento dos preços, o que se destaca são os resultados dos últimos cinco meses. Nesse período, a taxa média mensal de inflação ficou em 0,08%, o que corresponde a praticamente 1% ao ano. Porém, a implicação dos bons números da variação do nível de preços para a condução da política monetária não são imediatas. O regime de metas de inflação, em sua essência, obriga o BCB a levar em consideração não apenas a inflação corrente, mas também as expectativas desse nível, de forma que as previsões da própria autoridade monetária atuam como se fosse uma meta intermediária.

Em seus comunicados de reunião do Copom, sempre estão presentes as projeções do BCB sob quatro cenários distintos. No último comunicado, os números previstos para 2020 oscilam entre 3,4% e 3,8%, dependendo dos níveis de juros e câmbio de cada cenário. Tais números estão abaixo da meta de inflação para 2020, que é de 4,0%. Dessa forma, há espaço para que o ciclo de cortes da Selic continue em 2020, porém a dúvida é saber qual o tamanho desse espaço. Algumas expectativas de mercado chegaram a prever a Selic abaixo de 4,0% em 2020, porém essa não é nossa visão.

Gráfico 6.6. Meta da taxa Selic e IPCA

(Em % a.a.)



Fonte: BCB. Elaboração: UEE/FIERGS.

O argumento do Copom em suas últimas reuniões é de que a conjuntura econômica com expectativas para inflação ancoradas, os níveis dos índices subjacentes do IPCA em níveis confortáveis, previsões para inflação “abaixo ou ligeiramente abaixo da meta para o horizonte relevante da política monetária e elevado grau de ociosidade na economia prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural”.

Entretanto, como as perspectivas são de uma retomada, mesmo que lenta, do nível de atividade, e, considerando o efeito defasado que a política monetária tem sobre a economia, o Copom sinalizou que os próximos passos da condução da política monetária são dúbios, no sentido de que a autoridade monetária entendeu que os estímulos fornecidos durante o ano podem ter surtido efeito, eles apenas não apareceram nas estatísticas de atividade ainda, o que por si só recomenda uma interrupção do ciclo expansionista.

Além disso, a política adotada pela autoridade monetária brasileira, assim como de outros países, tem seguido o comportamento do FOMC (Federal Open Market Committee), o equivalente do Copom da economia norte-americana. E, em sua última reunião, a autoridade norte-americana deixou claro o fim do seu ciclo de cortes da taxa básica de juros dos EUA, outro fato que nos

motiva a esperar que, para 2020, a autoridade brasileira deve agir com mais cautela, no sentido de interromper os estímulos monetários providos durante o segundo semestre deste ano.

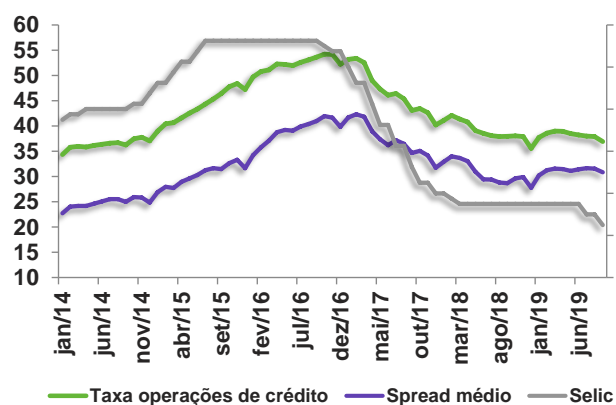
Mercado de crédito

Um dos impactos mais diretos da política monetária sobre a economia é o mercado de crédito, haja visto que as metas estipuladas para Selic servem de referencial para as demais taxas de juros em vigência na economia brasileira. Dessa forma, o que se espera é que o recente ciclo expansionista adotado pelo Copom tenha surtido efeito sobre as taxas de crédito operadas tanto para as pessoas jurídicas quanto para as pessoas físicas. Dito de outra maneira, espera-se que os níveis de *spread* da economia tenham seguido o mesmo caminho que a taxa de juros.

No período de dois anos, é possível notar um movimento sincronizado da taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres e a Selic. Esse cenário reverteu, de forma tímida, a tendência de queda de concessões para pessoas jurídicas observada no final de 2018, enquanto para pessoas físicas os números são mais expressivos. A variação real acumulada em doze meses em setembro deste ano no total de concessões de crédito é de 8,26%. O movimento só não é maior devido às variações negativas das concessões de crédito livre para pessoas jurídicas nas modalidades de conta garantida vendor e na redução de financiamentos de importações e exportações (respectivamente, -19,8%, -20,3% e -17,0%). Já no âmbito de crédito direcionado, houve redução significativa para pessoas jurídicas do crédito rural e do BNDES (-12,0% e -14,8%, respectivamente). Em compensação, entre o crédito via recursos direcionados para pessoas físicas, o que se destaca é o forte aumento da concessão de microcrédito (+29,4%), enquanto via recursos livres, as modalidades que mais cresceram foram crédito pessoal e crédito para renegociação (+26,9% e 31,5%, respectivamente).

Gráfico 6.7. Taxa média de juros de crédito e Selic meta (eixo dir.)

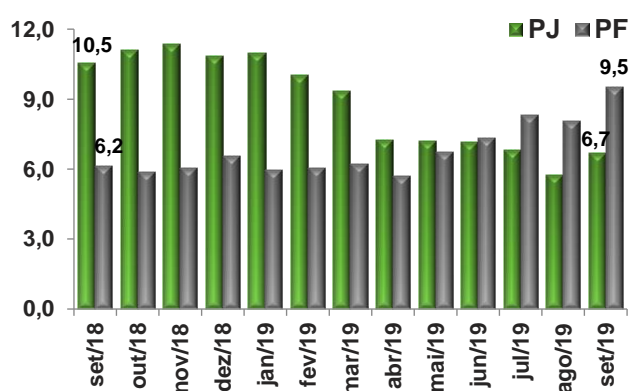
(Em % a.a.)



Fonte: BCB. Elaboração: UEE/FIERGS.

Gráfico 6.8. Concessão de crédito

(Livres e Direcionados | Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: BCB. Elaboração: UEE/FIERGS.

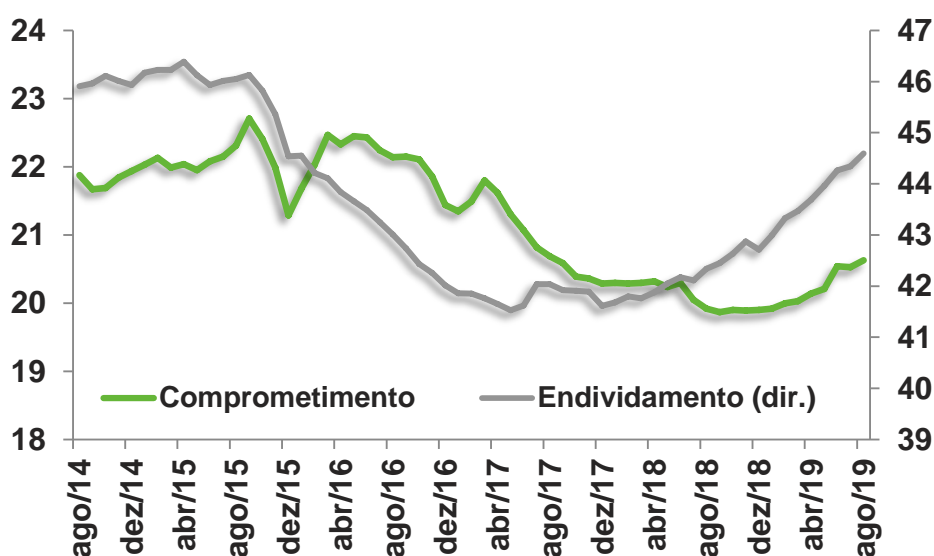
Em termos de endividamento, os resultados não são tão positivos, porém não são motivos de preocupação a princípio. Tanto o nível de comprometimento de renda das famílias com serviços de dívida com SFN (Sistema Financeiro Nacional) quanto o endividamento das famílias com o SFN em relação à renda acumulada dos últimos doze meses apresentaram uma tendência crescente no último ano (de agosto de 2018 a agosto de 2019), com elevação de 0,7 p.p. e 2,2 p.p., respectivamente. Caso essa tendência se perpetue durante 2020, o movimento nas

concessões de crédito livre pode apresentar um crescimento mais lento, pois com um maior grau de alavancagem, o mercado de crédito pode sentir algum efeito adverso.

Entretanto, é necessário levar em consideração que as perspectivas com números mais expressivos para a atividade econômica podem atenuar esse efeito, principalmente se houver crescimento na renda real. Além disso, mesmo que o ciclo de cortes da Selic de 2019 não continue no próximo ano, a recuperação da confiança na economia brasileira, motivada pelos juros mais baixos e o comprometimento do governo com o ajuste fiscal, pode contribuir para o desempenho positivo do mercado de crédito.

Gráfico 6.9. Endividamento das famílias

(Em % a.a.)



Fonte: BCB. Elaboração: UEE/FIERGS.

Perspectivas para 2020

Em nosso cenário base para 2020, o IPCA se mantém baixo, encerrando o ano em 3,71%, abaixo da meta (4%). Considerou-se principalmente a ociosidade dos fatores de produção, medidas tanto pelo hiato do produto¹, nível de desemprego e utilização da capacidade instalada, e uma trajetória cambial de efeitos mais moderados sobre a inflação. Tal cenário corresponde à continuação do processo gradual de recuperação da economia brasileira.

Acreditamos que o BCB, após o próximo corte da taxa Selic sinalizado na última reunião, irá interromper o ciclo de cortes da taxa básica de juros, tanto devido ao efeito defasado da política monetária como devido a outros estímulos que se considera sobre a atividade, como a recuperação da confiança do investidor.

Porém, devido à lentidão da recuperação do último ano e, na hipótese dessa lentidão se arrastar para o próximo ano, devido a uma desaceleração mundial mais forte ou à interrupção do processo de transformação do Estado brasileiro, por exemplo, a inflação apresentaria uma queda mais acentuada, o que abriria espaço para um corte adicional da Selic.

Mas em um cenário em que a atividade econômica respondesse de forma mais rápida e forte aos estímulos monetários e fiscais deste ano, e considerando apaziguamento das tensões

¹ O hiato do produto é a diferença entre o produto observado e o produto potencial. Este, por sua vez, é definido como o nível de produto que a economia é capaz de produzir sem gerar pressões inflacionárias.

internacionais, a inflação responderia para um nível levemente acima da sua meta, o que pode motivar um aumento da taxa básica de juros.

Tabela 6.2. Perspectivas para 2020

(Em % a.a.)

	2018	2019*	2020**		
			Inferior	Base	Superior
IPCA	3,75	3,10	2,91	3,71	4,11
IGP-M	7,55	5,14	3,20	4,12	6,40
INPC	3,43	3,13	2,58	3,64	4,28
Taxa SELIC (meta, fim de período)	6,50	4,50	4,25	4,50	5,00

Elaboração: UEE/FIERGS. *Estimativa: UEE/FIERGS. **Previsão UEE/FIERGS.