

## Selic deve começar a cair em agosto: magnitude da queda ainda é incerta<sup>1</sup>

Rafael Bacciotti

*A melhora da inflação corrente, a moderação do crescimento da atividade econômica e os sinais de desaceleração no mercado de trabalho indicam haver espaço para que a taxa básica de juros da economia entre em um ciclo de flexibilização em agosto. A redução das expectativas de inflação mais longas, após decisão do CMN de manter inalterados os parâmetros do sistema de metas, aumentou essa probabilidade. A dúvida ainda reside na magnitude diante da resiliência da inflação de serviços e da estabilidade das expectativas para o IPCA de 2025 e 2026, por ora, no patamar de 3,5%.*

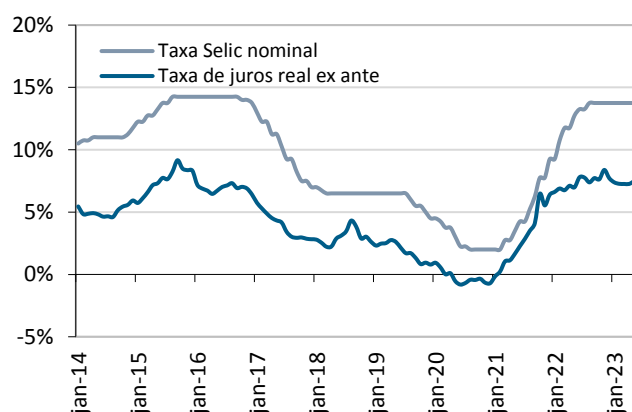
As últimas semanas de junho foram marcadas por eventos relevantes no campo da política monetária. Além da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), da divulgação da ata da reunião e do Relatório Trimestral de Inflação (RTI), o Conselho Monetário Nacional (CMN) estabeleceu a meta de inflação para 2026 em 3,0%, com intervalo de 1,5 ponto percentual (p.p.) para cima e para baixo, confirmando também os valores definidos para 2024 e 2025.

Na reunião de junho, o Copom decidiu pela manutenção da taxa básica de juros da economia brasileira (Selic) em 13,75% ao ano - estável nesse patamar desde agosto do ano passado (Gráfico 1). O tom do comunicado que acompanhou a decisão veio mais moderado que o anterior. O Copom retirou o trecho que fazia menção ao seu cenário alternativo, menos provável, de retomada do ciclo de alta de juros caso o processo de desinflação não transcorresse como esperado. No entanto, ainda entende que a conjuntura atual, marcada por expectativas desancoradas para prazos mais longos, requer paciência na condução da política monetária<sup>2</sup>.

A ata divulgada na semana seguinte à decisão apontou, no parágrafo 19, uma divergência entre os membros do comitê em torno do grau de sinalização em relação aos próximos passos. Enquanto uma parte da diretoria avalia haver elementos para o início gradual de redução da taxa Selic na reunião de agosto, outro grupo, mais cauteloso, acha necessário acumular mais evidências de desinflação nos componentes mais sensíveis à política monetária, como os preços de serviços e os núcleos de inflação, e de maior reancoragem das expectativas longas.

O RTI, por sua vez, apresentou pela primeira vez as projeções do Copom para a inflação de 2025 (3,1% no cenário de referência), a revisão da expectativa de crescimento do PIB de 2023, de 1,2% para 2,0% em razão de surpresa positiva no 1º trimestre, e a atualização da premissa para o patamar da taxa de juros real neutra de 4,0% para 4,8% utilizada em suas projeções de inflação.

GRÁFICO 1. TAXA SELIC NOMINAL E REAL



Fonte: Banco Central e Ipeadata. Elaboração: IFI.

TABELA 1. ABERTURA DO IPCA

	No mês		12 meses	
	mai/23	jun/23	mai/23	jun/23
<b>IPCA</b>	<b>0,23%</b>	<b>-0,08%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,2%</b>
<b>Preços administrados*</b>	<b>0,71%</b>	<b>0,06%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-1,3%</b>
Gasolina	-1,93%	-1,14%	-26,5%	-26,8%
Energia elétrica residencial	0,91%	1,43%	-1,3%	1,2%
Plano de saúde	1,20%	0,38%	17,5%	14,5%
Produtos farmacêuticos	0,89%	-0,32%	7,5%	6,5%
<b>Preços livres</b>	<b>0,07%</b>	<b>-0,13%</b>	<b>5,7%</b>	<b>4,8%</b>
Alimentos	0,00%	-1,07%	4,6%	2,9%
Serviços	-0,06%	0,62%	6,5%	6,2%
Industrializados	0,30%	-0,60%	5,2%	4,0%
<b>Média dos núcleos</b>	<b>0,37%</b>	<b>0,20%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,0%</b>

Fonte: IFI.

\* Os preços administrados são compostos por 23 itens. Gasolina, energia elétrica residencial, plano de saúde e produtos farmacêuticos são os de maior peso.

<sup>1</sup> Acesse o relatório completo por aqui: [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/635756/RAF78\\_IUL2023.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/635756/RAF78_IUL2023.pdf).

<sup>2</sup> Ata da 255ª Reunião disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/copom/atascopom/Copom255-not20230621255.pdf>.

Com dados até o primeiro trimestre de 2023, o Banco Central obtém, a partir de diferentes metodologias<sup>3</sup>, um intervalo para a taxa de juros neutra de 4,1% a 5,5% (mediana de 4,8%). Apesar da incerteza em torno de sua estimação, por se tratar de uma variável não observável, constitui um guia para a condução da política monetária sob o regime de metas de inflação, pois representa a taxa de juros consistente com o crescimento do PIB igual ao crescimento potencial e com a taxa de inflação na meta no médio prazo. Quando a taxa de juros real se encontra acima da taxa de juros neutra, a inflação e a demanda agregada diminuem. No relatório, o Banco Central menciona alguns dos fatores estruturais que afetam as taxas neutras, com base na literatura internacional: a relação dívida/PIB crescente (efeito de alta), o aumento da desigualdade de renda, a mudança demográfica e a desaceleração do crescimento da produtividade (efeito de baixa).

O Gráfico 1 mostra a evolução da taxa Selic nominal e da taxa de juros real *ex ante*, que corresponde à taxa de juros futuros (taxa dos contratos de swap pré-DI 360 dias) deflacionada pela expectativa de inflação para os 12 meses à frente. A taxa de juros real *ex ante* tem oscilado ao redor de 7,0%. Em junho, a taxa real chegou a 7,2%, ainda acima do patamar neutro, indicando que a postura da política monetária segue em terreno contracionista para a inflação e a atividade econômica.

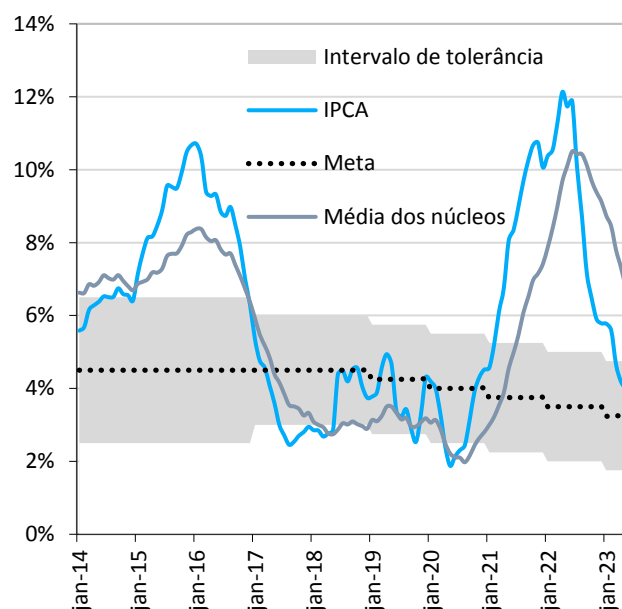
Os passos futuros do Copom – o *timing* (reunião de agosto ou de setembro) e a magnitude do primeiro corte (0,25 p.p. ou 0,50 p.p.) – estão condicionados à dinâmica inflacionária, em especial dos componentes mais sensíveis à política monetária, às expectativas para o IPCA para prazos mais longos, e à evolução dos dados de atividade econômica e do mercado de trabalho. Na sequência, analisamos a evolução recente desses indicadores.

O IPCA de junho registrou deflação de 0,08%, 0,31 p.p. abaixo da taxa de maio (0,23%), em linha com a previsão do mercado (-0,09%, segundo o Boletim Focus) e a da IFI (-0,12%). A variação acumulada em 12 meses passou para 3,2% (ante 3,9% em maio).

Apesar de ainda superar o limite superior da meta (Gráfico 2), manteve-se a trajetória declinante dos núcleos - em curso há alguns meses. Os núcleos são medidas de inflação calculadas pelo Banco Central a partir da exclusão de itens de maior volatilidade. Por essa razão, mostram uma tendência mais bem definida dos preços, com maior aderência ao ciclo econômico.

A média dos cinco núcleos de inflação (ou inflação subjacente)<sup>4</sup> acompanhados atualmente pelo Banco Central - com o objetivo de auxiliar no processo de decisão da política monetária - passou de 0,37% em maio (6,7% em doze meses) para 0,20% em junho (6,0%).

**GRÁFICO 2. IPCA, META E NÚCLEO DE INFLAÇÃO**



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

<sup>3</sup> “Medidas de taxa de juros real neutra no Brasil” no Relatório Trimestral de Inflação de junho de 2023, disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202306/ri202306b6p.pdf>

<sup>4</sup> A descrição metodológica de cada núcleo está disponível no seguinte documento:

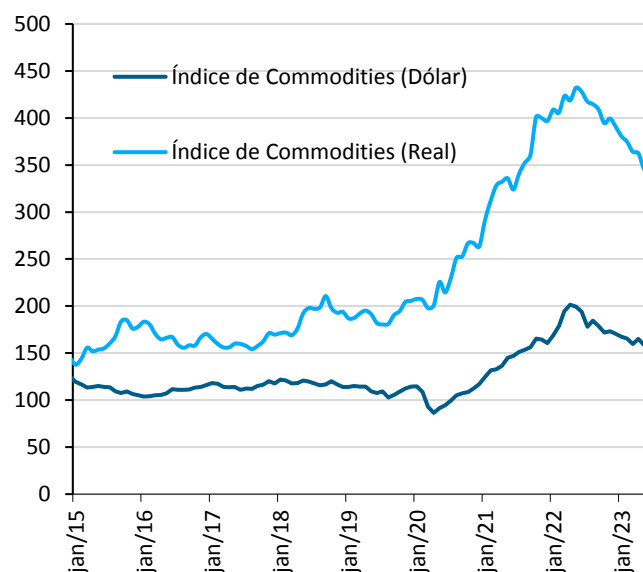
[https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE102\\_Atualizacao\\_conjunto\\_nucleos\\_inflacao\\_comumente\\_considerados\\_pel\\_o\\_BCB\\_para\\_analise\\_de\\_conjuntura\\_economica.pdf](https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE102_Atualizacao_conjunto_nucleos_inflacao_comumente_considerados_pel_o_BCB_para_analise_de_conjuntura_economica.pdf)

O resultado do IPCA de junho foi influenciado, em grande medida, pela dinâmica dos preços de alimentos (-1,07% no mês e 2,9% em 12 meses) e industrializados (-0,60% e 4,0%). O efeito da redução dos preços de commodities relevantes para a inflação brasileira no mercado internacional, amplificado pela valorização do real em relação ao dólar (Gráfico 3), e do programa do governo federal de descontos para compra de veículos novos, ajudam a explicar a menor pressão nos preços de bens. A inflação de serviços, por outro lado, voltou a apresentar alta em junho (0,62%), desacelerando marginalmente na variação acumulada em doze meses.

Dentro do conjunto de preços administrados (ou monitorados), responsável por 25% do IPCA, o comportamento da gasolina (-1,14% e -26,8%), item de maior representatividade, acompanhou os cortes efetuados pela Petrobras no preço do litro nas refinarias. Vale lembrar que em julho os preços da gasolina devem aumentar pelo efeito da reoneração de impostos federais.

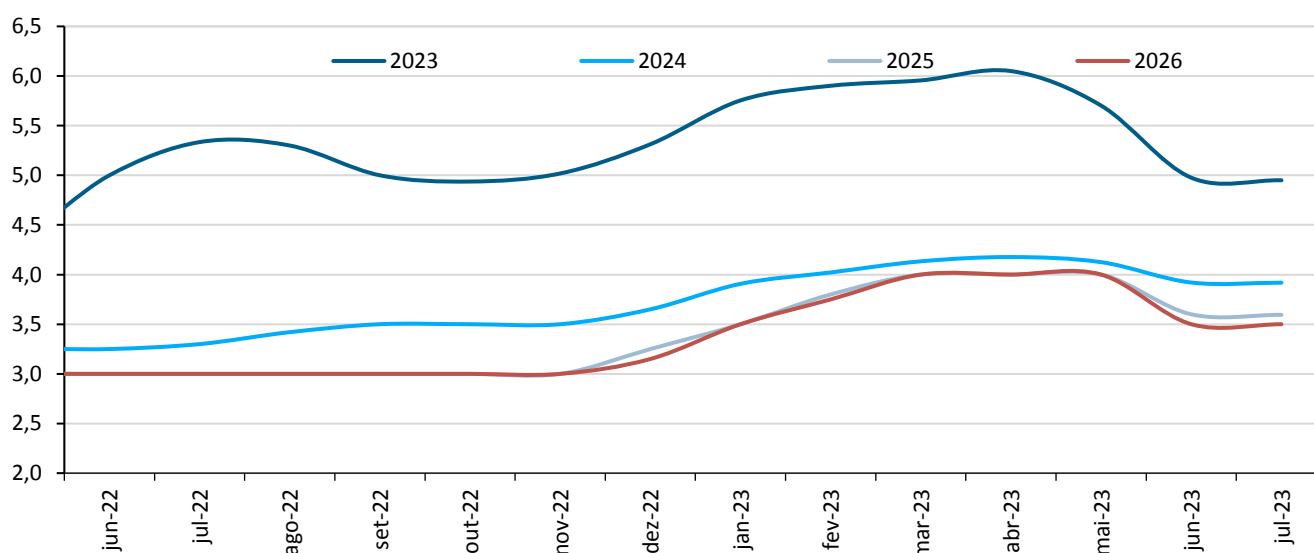
No que diz respeito às expectativas de inflação nos prazos mais longos (menos afetadas por questões conjunturais), importante notar que as variações para o IPCA de 2025 e 2026 obtidas no Boletim Focus recuaram após a decisão do CMN pela manutenção da meta de inflação em 3,0%. A projeção (mediana) para 2025 passou de 4,0% em maio para 3,6% em junho, enquanto a de 2026 diminuiu de 4,0% para 3,5%. Dados do início de julho apontam estabilidade nesses novos patamares (Gráfico 4).

**GRÁFICO 3. ÍNDICE DE COMMODITIES (IC-BR)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

**GRÁFICO 4. PROJEÇÕES DE INFLAÇÃO: IPCA (% 12 MESES) - BOLETIM FOCUS**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

No campo da atividade econômica, a produção industrial (PIM - IBGE) avançou 0,3% entre abril e maio na série com ajuste sazonal, devolvendo parcialmente a queda de 0,6% registrada no mês anterior. O resultado foi influenciado pela maior fabricação de veículos com a expectativa de expansão da demanda proporcionada pelos incentivos do governo.

O setor de serviços também voltou ao campo positivo. O volume de receitas do setor (PMS – IBGE) cresceu, em termos reais, 0,9% entre abril e maio (após ajuste sazonal), com influências positivas dos serviços de transportes (2,2%) e dos serviços prestados às famílias (1,1%). Com o resultado de maio, a produção industrial e o volume de serviços deixaram um carregamento estatístico<sup>5</sup> ligeiramente positivo para o segundo trimestre (0,3% e 0,2%, respectivamente).

O Gráfico 5 exibe as séries da produção industrial e do volume de serviços. Apesar do ligeiro avanço no último mês, as atividades da indústria e dos serviços têm recuperação lenta. A indústria, em um nível deprimido, situa-se abaixo do patamar pré-pandemia. Já nos serviços, registra-se um desempenho melhor com um nível 11,7% acima que o verificado em fevereiro de 2020.

Os dados do mercado de trabalho também exibem sinais de moderação: estabilidade do nível de emprego, diminuição da força de trabalho e desaceleração da massa de rendimentos. De acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), a taxa de desemprego alcançou 8,3% da força de trabalho em maio, 1,5 p.p. abaixo do patamar do mesmo período do ano passado. Em termos dessazonalizados, nos cálculos da IFI, a taxa (8,1%) está no menor nível desde abril de 2015. O dado é positivo, mas isoladamente não revela uma visão completa do mercado de trabalho.

A manutenção da taxa de desemprego em patamares historicamente baixos decorre, sobretudo, da saída de pessoas da força de trabalho, uma vez que a proporção de pessoas ocupadas na economia (relação entre a população ocupada e as pessoas em idade de trabalhar) encontra-se praticamente estável nos últimos meses (Gráfico 6).

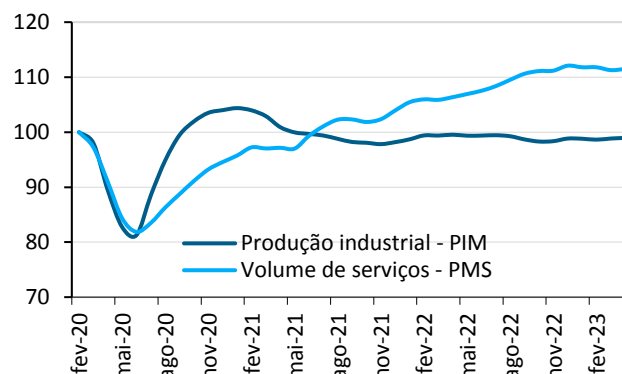
A taxa de participação (relação entre o número de pessoas que compõem a força de trabalho – que trabalham ou buscam um emprego - e o número de pessoas em idade de trabalhar) está diminuindo e se afastando do nível pré-pandemia. Estudo recente da FGV<sup>6</sup> indica que a redução da taxa de participação atinge sobretudo a população de menor renda e escolaridade.

Para ilustrar o efeito da redução da força de trabalho sobre a taxa de desemprego, a IFI calcula que o indicador estaria em 11% em maio (ao invés de 8,3%), caso a taxa de participação estivesse no nível pré-pandemia (fevereiro de 2020).

Ainda de acordo com dados da PNAD Contínua, a massa de rendimento real do trabalho, resultante da combinação dos rendimentos médios e da população ocupada remunerada, ainda avança de forma expressiva (Gráfico 7). No entanto, o indicador está desacelerando em relação ao mesmo período do ano passado (7,9% em maio ante 9,6% em abril).

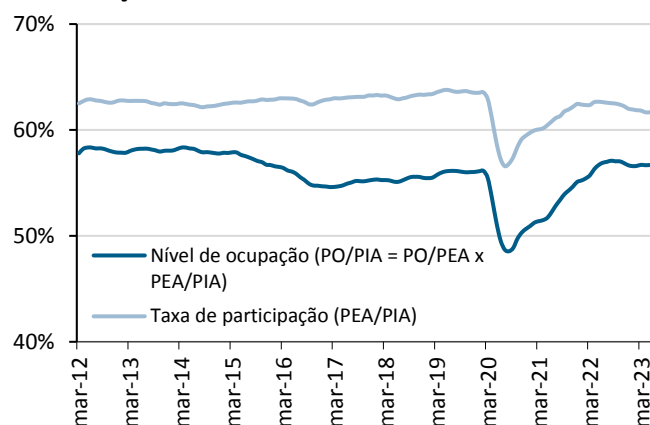
### GRÁFICO 5. PRODUÇÃO INDUSTRIAL E VOLUME DE SERVIÇOS

NÚMERO ÍNDICE FEV/20 = 100 (MÉDIA MÓVEL TRIMESTRAL)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

### GRÁFICO 6. NÍVEL DE OCUPAÇÃO E TAXA DE PARTICIPAÇÃO



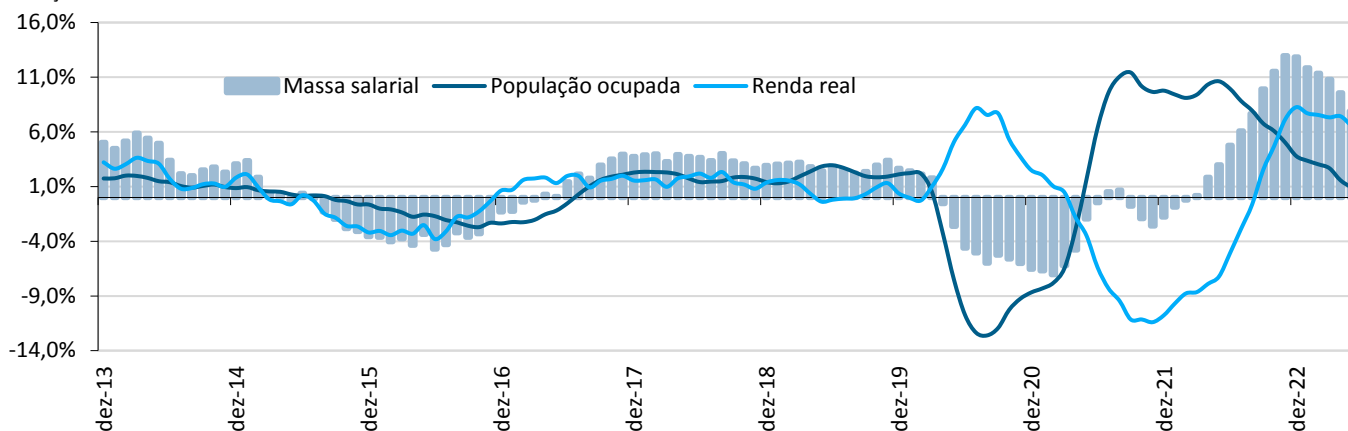
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

<sup>5</sup> O carregamento estatístico (ou *carry-over*) foi calculado supondo a manutenção do patamar de maio, ou seja, a série dessazonalizada com crescimento nulo em junho.

<sup>6</sup> Publicado na Carta do IBRE de junho/2023, disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/queda-da-taxa-de-participacao-se-concentra-entre-pobres-e-menos-escolarizados>

**GRÁFICO 7. MASSA DE RENDIMENTOS DO TRABALHO**

VARIAÇÃO ANO CONTRA ANO



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Em linhas gerais, a melhora do quadro de inflação corrente, a moderação do crescimento da atividade econômica após um primeiro trimestre forte liderado pelo aumento da produção agrícola, e os sinais mais evidentes de desaceleração no mercado de trabalho indicam haver espaço para que o Banco Central inicie um ciclo de redução da taxa básica de juros da economia. A distância entre a taxa de juros real e a taxa de juros neutra, evidenciando uma postura ainda muito restritiva da política monetária para a inflação e a demanda agregada, reforça esse diagnóstico.

A redução das expectativas de inflação mais longas após decisão do CMN de manter inalterados os parâmetros do sistema de metas, com o centro da meta em 3,0% e banda de tolerância em 1,5 p.p. para cima ou para baixo ampliou essa probabilidade. A dúvida ainda reside na magnitude diante da resiliência da inflação de serviços e da estabilidade das expectativas para o IPCA de 2025 e 2026, por ora, no patamar de 3,5%.