

CRÉDITO E JUROS

Boletim de expectativas - Maio de 2023¹

Sumário

Este *Boletim de Expectativas* aborda as projeções do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), inclusive na divisão pelos grupos administrados e livres – por sua vez, subdivididos em serviços, bens industriais e alimentação no domicílio –, e as de variáveis fiscais coletadas pela pesquisa Focus do Banco Central do Brasil (BCB), ilustrando sua evolução cotejada com fatos relevantes, como emendas constitucionais recentes que aumentaram despesas e o novo arcabouço fiscal.

1 Inflação ao consumidor²

A inflação medida pelo IPCA entrou em forte queda a partir de julho de 2022, em grande parte como consequência da desoneração tributária promovida pela Lei Complementar (LC) nº 194/2022, de 23 de junho de 2022, que passou a considerar como bens e serviços essenciais e indispensáveis combustíveis, gás natural, energia elétrica, serviços de comunicação e transporte coletivo, limitando a alíquota do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS), aplicada a estes itens, ao nível máximo de 17% ou 18%, dependendo da Unidade da Federação. Esse foi o principal efeito, mas a lei também retirou, até o fim de 2022, a incidência de tributos federais – Programa de Integração Social/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) – sobre as operações que envolvessem a gasolina e suas correntes.

Do patamar de 12% na taxa acumulada em doze meses, observado no segundo trimestre de 2022, o IPCA caiu para 4,18% em abril deste ano. De fato, essa taxa acumulada em doze meses até abril foi composta, em termos da contribuição em pontos percentuais (p.p.), de -0,6 em preços administrados, 2,6 em serviços, 1,4 em bens industrializados e 0,8 em alimentação no domicílio. As variações foram, respectivamente, -2,1%; 7,5%; 6,0% e 5,1%, evidenciando a diferença entre os preços administrados e os demais. Em junho de 2022, as contribuições de 3,0 p.p. de administrados, 3,1 p.p. de serviços, 3,3 p.p. de bens industrializados e 2,6 p.p. de alimentação no domicílio somavam o IPCA total de 11,9%. As taxas de variação foram, respectivamente, de 11,7%, 8,7%, 13,6% e 16,7%. Essas variações e contribuições estão resumidas na tabela 1.³

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Técnico de Planejamento e Pesquisa
na Diretoria de Estudos e Políticas
Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada (Dimac/Ipea)

estevao.bastos@ipea.gov.br

Divulgado em 17 de maio de 2023.

1. Com informações até 15 de maio de 2023.

2. O autor agradece as contribuições de Maria Andreia Parente Lameiras, técnica de planejamento e pesquisa na Dimac/Ipea, na seção sobre inflação.

3. As contribuições foram calculadas com pesos do mês imediatamente anterior ao período de doze meses, na tabela e nos gráficos que mostram contribuições; no caso do período do 13º ao 24º mês, com os pesos de abril de 2023.

TABELA 1

Varição em doze meses e contribuição
(Em % e p.p.)

	Variação acumulada doze meses (%)		Contribuição (p.p.)	
	Jun./22	Abr./23	Jun./22	Abr./23
IPCA	11,9	4,2	11,9	4,2
Administrados	11,7	-2,1	3,0	-0,6
Livres	12,0	6,5	9,0	4,8
Serviços	8,7	7,5	3,1	2,6
Bens industriais	13,6	6,0	3,3	1,4
Alimentação no domicílio	16,7	5,1	2,6	0,8

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A mediana das previsões coletadas pelo BCB projeta continuidade da queda do IPCA total até 4% ou pouco menos em junho. Porém, espera-se que a taxa acumulada em doze meses volte a subir a partir de julho, chegando ao pico de 6,4% em setembro, de acordo com as projeções da Focus/BCB, considerando a mediana das expectativas. Essa mesma medida de projeção antecipa que a taxa voltará a cair a partir de outubro, porém de maneira lenta, sem atingir a meta de inflação pelo menos até maio de 2025 – horizonte máximo das projeções mensais (gráfico 1). A alta prevista na taxa acumulada em doze meses a partir de julho deve-se, principalmente, ao fato de que a queda na taxa mensal de julho de 2022 sairá da janela de doze meses considerada na taxa acumulada, assim como, nos meses seguintes, as variações mensais também negativas de agosto e setembro de 2022 serão substituídas por taxas mensais positivas (tabela 2). A partir de outubro, as taxas mensais esperadas voltam a ficar abaixo das observadas no mesmo mês do ano anterior, e a taxa acumulada em doze meses volta a cair. Além disso, a Cide sobre a gasolina teve a suspensão mantida pela Medida Provisória (MP) nº 1.163, de 28 de fevereiro de 2023, até 30 de junho deste ano, o que pode estar contribuindo adicionalmente para o repique da inflação em doze meses esperado para julho. Igualmente, a mesma MP reduziu a zero as alíquotas de PIS/Pasep e Cofins para querosene de aviação e gás natural veicular também até 30 de junho. O quadro 1 resume a legislação recente sobre essas questões.

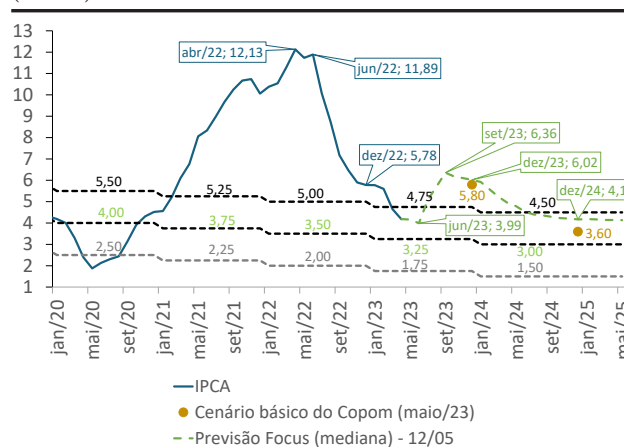
TABELA 2

IPCA: variação mensal observada e prevista
(Em %)

	Julho	Agosto	Setembro	Acumulado
2022	-0,68	-0,36	-0,29	-1,32
2023 previsão Focus	0,37	0,24	0,31	0,92

Fonte: IBGE e BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Mediana das projeções

GRÁFICO 1
IPCA: taxa de variação acumulada em doze meses e metas de inflação
(Em %)



Fonte: IBGE e BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Projeções de 12 de maio de 2023.

QUADRO 1

Legislação recente sobre tributação com impacto na inflação

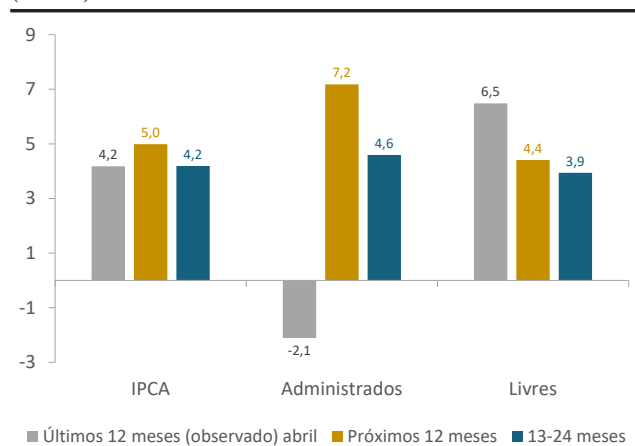
Legislação	Teor
Lei Complementar N°194/2022 de 23/06/2022.	Os combustíveis, a energia elétrica, os serviços de comunicação e o transporte coletivo passam a ser considerados bens e serviços essenciais e indispensáveis, o que limita a alíquota do Imposto sobre circulação de mercadorias e prestação de serviços (ICMS), aplicada a estes itens, ao patamar máximo de 17% ou 18%, dependendo da unidade da federação. Adicionalmente, a lei aprovada também retira, até o final de 2022, a incidência dos tributos federais PIS/Pasep, Cofins e Cide sobre as operações que envolvam a gasolina e suas correntes. Prorroga a desoneração de impostos federais sobre combustíveis, inclusive importados, dado que a desoneração estabelecida pela LC 194 perdeu validade em 31/12/2022.
Medida Provisória N° 1157/23 de 01/01/2023	Zera até 31/12/2023 as alíquotas de PIS/Pasep e Cofins sobre óleo diesel, biodiesel e gás natural. Estende a isenção de PIS/Pasep e Cofins, até 28/02/2023 para a gasolina e o álcool. Isenta, até 28/02/2023, a cobrança de PIS/Pasep e da Cofins, para querosene de aviação e gás natural veicular, incluída as transações de importação. Suspende, até 28/02/2023, a cobrança de impostos sobre as aquisições no mercado interno e nas importações de petróleo usado na produção de combustíveis.
Medida Provisória (MP) 1163/23 de 28/02/2023	Estabelece a volta da cobrança de PIS/Pasep e Cofins nas operações com combustíveis. As duas contribuições sobem para R\$ 0,47 por litro de gasolina e R\$ 0,02 por litro de etanol nas operações feitas por produtores e importadores até 30/06/2023. Prorroga, até 30/06/2023, a isenção da Cide para as operações realizadas com gasolina, e zera as alíquotas de PIS/Pasep e Cofins para querosene de aviação e gás natural veicular. Suspende, até 31/12/2023, a cobrança de PIS/Pasep e Cofins nas compras de petróleo feitas pelas refinarias para produzir combustíveis.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Os gráficos seguintes exploram as projeções do Sistema Expectativas de Mercado do BCB, detalhando-as para o IPCA nas categorias mencionadas: preços administrados e livres, como divisão básica, e os livres subdivididos em serviços, bens industriais e alimentação no domicílio. Os horizontes de projeção são a taxa acumulada nos próximos doze meses e a inflação do segundo ano à frente, isto é, a taxa acumulada do 13º ao 24º mês à frente. O gráfico 2 mostra que a relativa estabilidade na inflação medida pelo IPCA total nos últimos doze meses, nos doze meses seguintes e no terceiro período de doze meses embute variações significativas quando se dividem os preços em administrados e livres. O gráfico 3 mostra a abertura dos livres. Os gráficos 4 a 7 mostram as contribuições em pontos percentuais das categorias para as taxas de inflação (IPCA) acumuladas, esperadas para os próximos doze meses e para o intervalo entre o 13º e o 24º mês à frente.

GRÁFICO 2

IPCA: taxa de variação acumulada em doze meses - projeções (Em %)



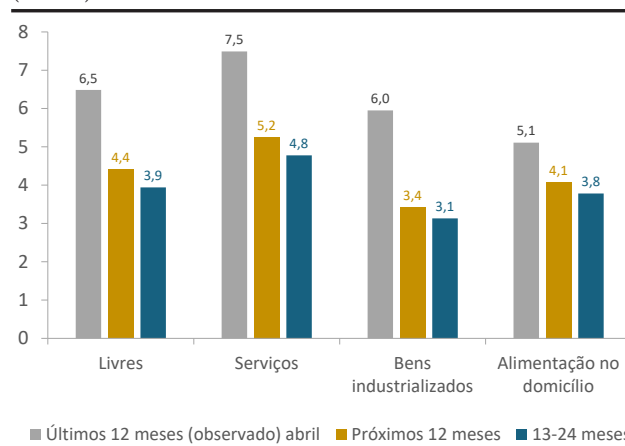
Fonte: IBGE e BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: Mediana das projeções de 12 de maio de 2023.

GRÁFICO 3

IPCA preços livres: taxa de variação acumulada em doze meses - projeções (Em %)

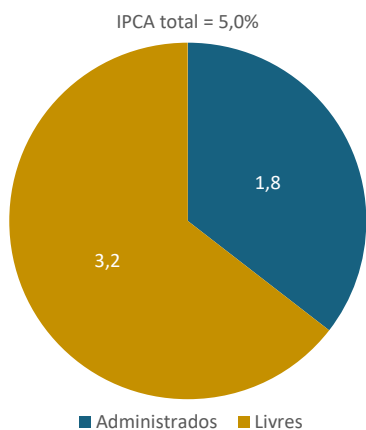


Fonte: IBGE e BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

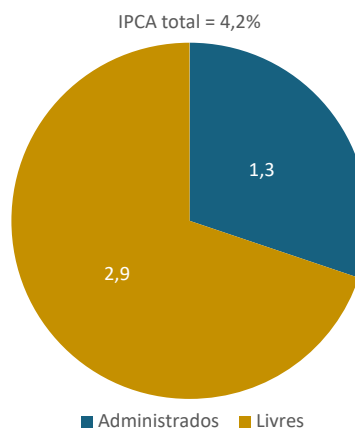
Obs.: Mediana das projeções de 12 de maio de 2023.

GRÁFICO 4
IPCA: contribuições para a taxa de variação acumulada nos próximos doze meses – projeções
 (Em pontos de porcentagem)



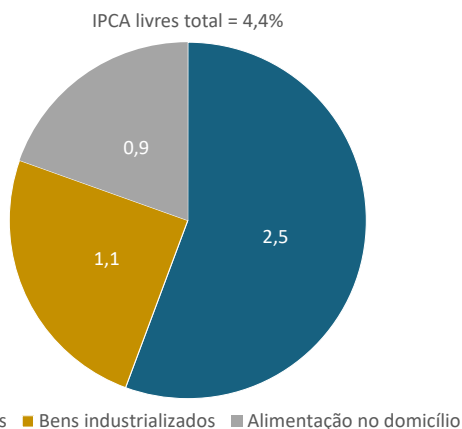
Fonte: BCB.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Mediana das projeções de 12/5/2023.

GRÁFICO 5
IPCA: contribuições para a taxa de variação acumulada em doze meses, do 13º ao 24º mês à frente – projeções
 (Em pontos de porcentagem)



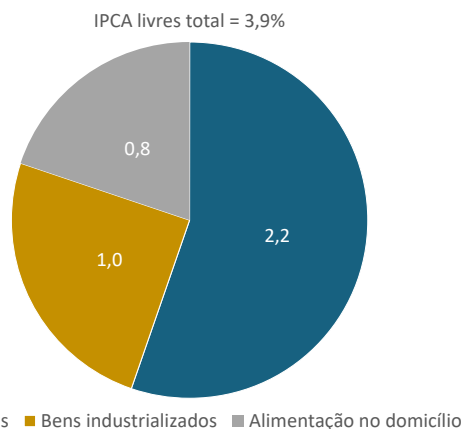
Fonte: BCB.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Mediana das projeções de 12/5/2023.

GRÁFICO 6
IPCA preços livres: contribuições para a taxa de variação acumulada nos próximos doze meses – projeções
 (Em pontos de porcentagem)



Fonte: BCB.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Mediana das projeções de 12/5/2023.

GRÁFICO 7
IPCA livres: contribuições para a taxa de variação acumulada em doze meses, do 13º ao 24º mês à frente – projeções
 (Em pontos de porcentagem)

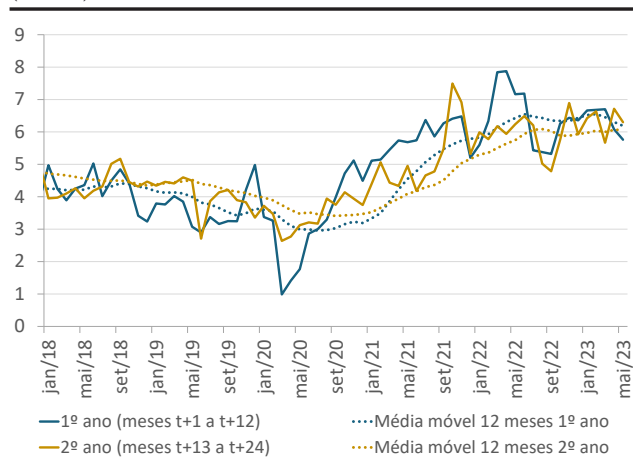


Fonte: BCB.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Mediana das projeções de 12/5/2023.

Outra forma de avaliar a expectativa de inflação é através dos contratos de *swaps* DIxPré e DIxIPCA da B3, dos quais se pode deduzir a inflação implícita esperada.⁴ O gráfico 8 mostra a evolução dessa medida de inflação esperada para doze meses à frente e também nos doze meses seguintes. Ambas vinham em queda até meados de 2020, passaram a subir a partir daí e ficaram mais ou menos constantes – sem tendência clara, embora voláteis – desde 2022. O gráfico 9 apresenta a inflação implícita na estrutura a termo da taxa de juros agora e há um ano, exibindo queda em todos os vértices entre um e nove anos.

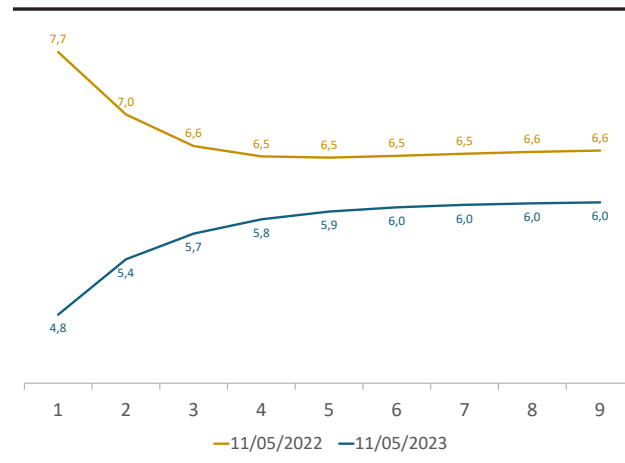
4. Que embute prêmio de risco em relação à inflação prevista na pesquisa Focus/BCB.

GRÁFICO 8
Inflação implícita em swaps
(Em %)



Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Último dado de 12/5/2023.

GRÁFICO 9
Inflação implícita na estrutura a termo da taxa de juros de título públicos
(Em %)



Fonte: Anbima.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

2 Variáveis fiscais

No *Boletim de Expectativas* de dezembro do ano passado, com a questão fiscal no centro das atenções, focamos esse assunto. Nesta edição, vamos retomar alguns dos gráficos, com vistas a observar como as projeções para as mesmas variáveis evoluíram. Vale repetir, como então observamos, que a análise feita apenas indica interpretações possíveis dos movimentos observados nas expectativas dos agentes econômicos em relação a eventos. Note-se que, além da dificuldade usual de estabelecer relações de causalidade entre os eventos e as variáveis em questão, a análise apresenta também a limitação de pressupor consistência entre medianas de expectativas para variáveis distintas, formadas por agentes provavelmente diferentes em grande medida, o que pode ser uma limitação importante.

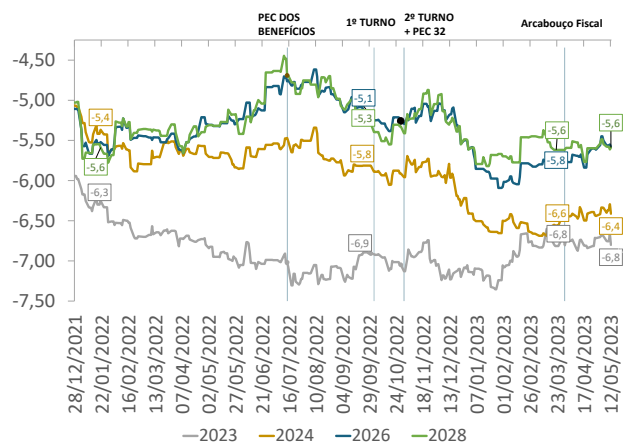
O principal evento recente nessa área havia sido a eleição presidencial e, em seguida, a discussão sobre a Proposta de Emenda à Constituição (PEC) nº 32/2022 (“PEC da transição”),⁵ que permitia o aumento de gastos do governo federal. Os gráficos assinalavam também o dia 14 de julho, quando foi promulgada a PEC nº 15/2022 (“PEC dos benefícios”),⁶ porque, em algumas variáveis, é possível observar alterações também naquela época. Como a discussão da PEC antecede a sua promulgação, a sua marcação nos gráficos não quer sugerir que o efeito nas variáveis viria depois dela, mas apenas apontar o momento e seu entorno. Nesta versão, os gráficos mostram também a data em que foi divulgado o esboço do novo arcabouço fiscal – 30 de março deste ano.

5. Promulgada em 21 de dezembro de 2022 como Emenda Constitucional nº 126. “Permite ao novo governo deixar o valor de R\$ 145 bilhões do orçamento de 2023 fora do teto de gastos. Esses recursos devem ser utilizados para bancar despesas com o Bolsa Família, o Auxílio Gás e a Farmácia Popular, entre outras. (...) Como regra permanente, inclusive para 2022, a PEC exclui do teto de gastos 6,5% do excesso de arrecadação de receitas correntes verificado no ano anterior, limitados, em todos os exercícios, ao montante calculado em relação ao excesso de 2021, equivalente a R\$ 22,9 bilhões. O dinheiro poderá ser usado apenas em despesas com investimentos, mas essa exclusão do teto abre margem para uso do mesmo valor com outras finalidades, até mesmo em mais investimentos”. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2022/12/21/senado-confirma-mudancas-da-camara-e-aprova-pec-da-Transicao>>.

6. Emenda Constitucional nº 123, que possibilitou “ao governo gastar por fora do teto de gastos mais R\$ 41,25 bilhões até o fim do ano para aumentar benefícios sociais [como o aumento do Auxílio Brasil de R\$ 400,00 para 600,00], conceder ajuda financeira a caminhoneiros e taxistas, ampliar a compra de alimentos para pessoas de baixa renda e diminuir tributos do etanol”. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/noticias/899079-emenda-ampliou-auxilio-brasil-e-criou-auxilio-a-caminhoneiros-veja-outras-aprovacoes-na-area-economica>>.

O gráfico 10 sugere que o processo de eleição presidencial e, em seguida, a discussão sobre a PEC 32 tiveram influência nas expectativas sobre o resultado primário do setor público, no sentido de deteriorá-las para os próximos seis anos, pelo menos. Após a divulgação do novo arcabouço fiscal, entretanto, parece ter havido alguma melhoria, mais claramente no horizonte mais longo, 2028 – sem, no entanto, se aproximarem do nível prévio à deterioração. A despesa esperada com juros – obtida pela diferença entre a expectativa para os resultados nominal e primário – não havia mudado muito desde logo antes das eleições até meados de dezembro, mas aumentou a partir daí; o arcabouço fiscal não parece ter tido maior influência sobre essa variável (gráfico 11). O resultado nominal esperado (gráfico 12) também parece ter melhorado em razão do anúncio do novo arcabouço fiscal sem, contudo, se aproximar do nível de antes das eleições.

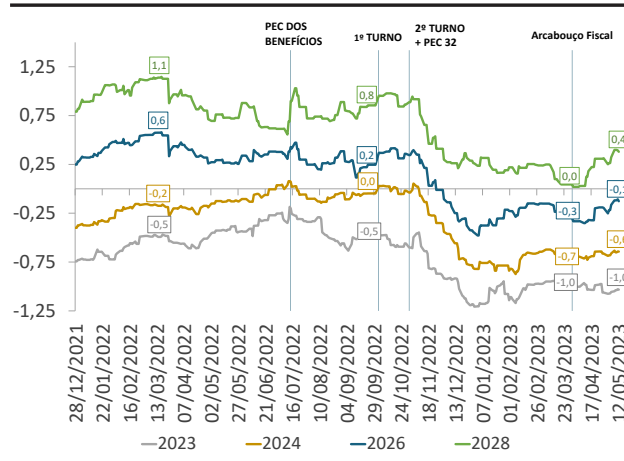
GRÁFICO 11
Resultado do setor público esperado para anos selecionados: juros
 (Em % do PIB)



Fonte: Ipea, a partir de dados do BCB.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Pesquisa Focus, média da amostra dos últimos trinta dias. O BCB não divulga essa série, obtida pela diferença entre as projeções para os resultados nominal e primário.

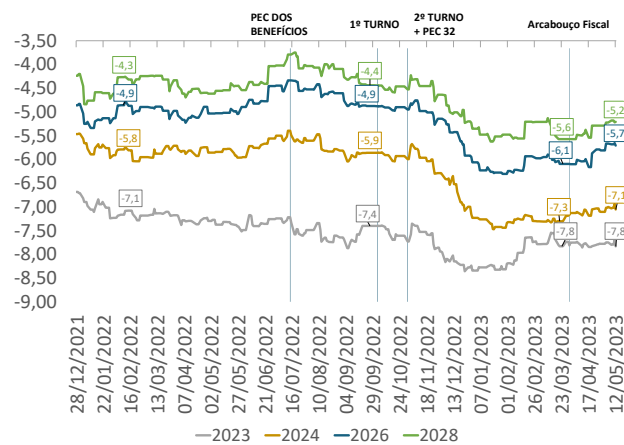
A dívida bruta do governo geral (DBGG) projetada, que vinha caindo, passou a subir após a PEC dos benefícios, em 2022; nos horizontes mais longos, 2026 e 2028, subiu ainda mais depois do conjunto segundo turno e PEC 32; em seguida, houve um movimento de queda mais ou menos a partir de fevereiro de 2023, a qual parece ter tido novo impulso depois do anúncio do novo arcabouço fiscal (gráfico 13). Importante notar que as expectativas em todo o período do gráfico são de elevação da DBGG nos próximos anos até 2028, o que é ilustrado pelo fato de cada linha estar acima da anterior em ordem cronológica; as elevações e quedas a que nos

GRÁFICO 10
Resultado primário do setor público esperado para anos selecionados
 (Em % do PIB)



Fonte: BCB.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Pesquisa Focus, mediana da amostra dos últimos trinta dias.

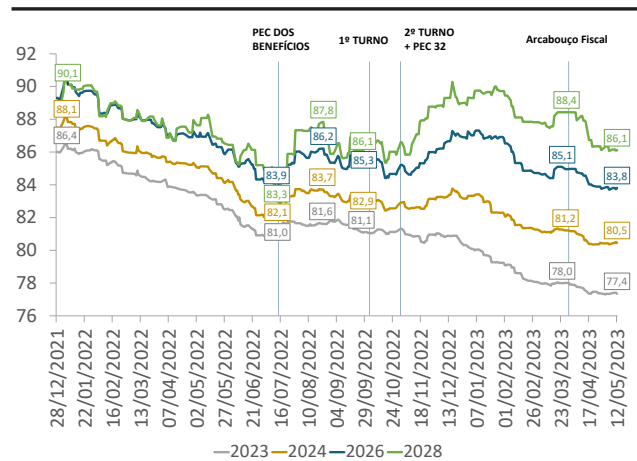
GRÁFICO 12
Resultado nominal do setor público esperado para anos selecionados
 (Em % do PIB)



Fonte: BCB.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Pesquisa Focus, média da amostra dos últimos trinta dias.

referimos ocorrem nas projeções para cada ano. As projeções para a dívida líquida do setor público consolidado parecem ser menos sensíveis a esses episódios (gráfico 14), podendo ser sugerido, no entanto, que começou a subir depois da PEC dos benefícios, como a DBGG.

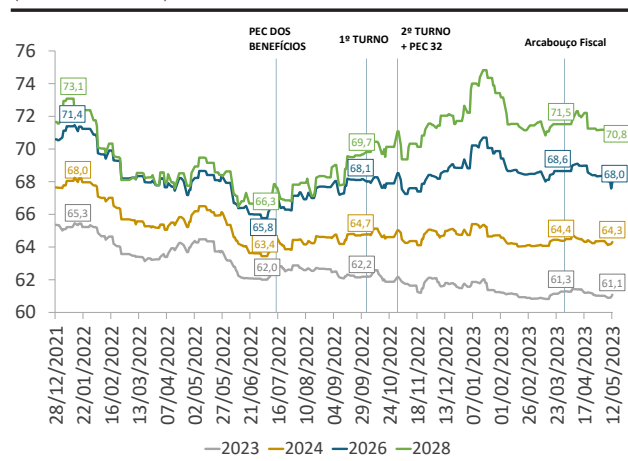
GRÁFICO 13
Dívida bruta do governo geral: evolução esperada para anos selecionados
 (Em % do PIB)



Fonte: BCB.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Pesquisa Focus, mediana da amostra dos últimos trinta dias.

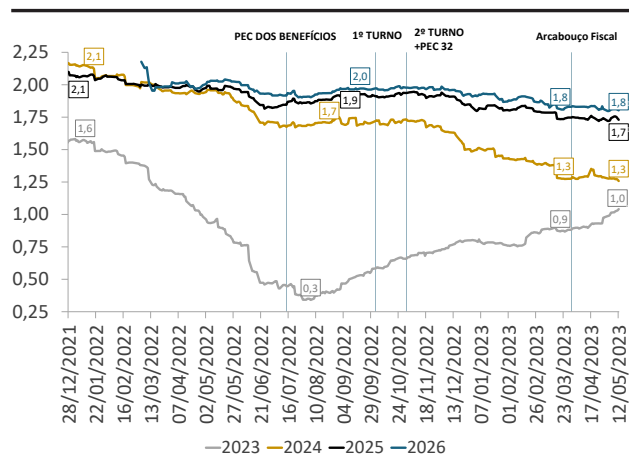
Apresentamos também a evolução das previsões de crescimento do produto interno bruto (PIB), por seu papel na dinâmica da razão dívida/PIB (gráfico 15). O mesmo para os juros, apresentados sob a forma da Selic no fim do ano (gráfico 16) e da taxa real de juros de cinco anos, obtida da estrutura a termo da taxa de juros de títulos públicos (gráfico 17). Destacam-se: i) a mudança de patamar da Selic após o conjunto segundo turno e PEC 32; e ii) a elevação da taxa de juros real de cinco anos entre o segundo turno e meados de dezembro e sua queda desde então, trazendo-a ao nível de antes da PEC dos benefícios, em 2022.

GRÁFICO 14
Dívida líquida do setor público: evolução esperada para anos selecionados
 (Em % do PIB)



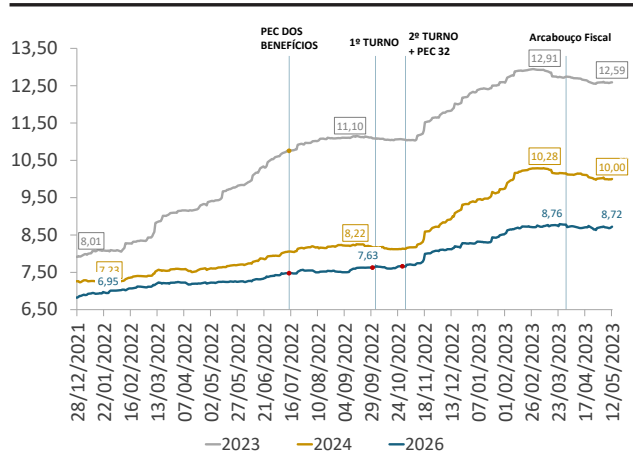
Fonte: BCB.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Pesquisa Focus, média da amostra dos últimos trinta dias.

GRÁFICO 15
PIB: crescimento esperado para anos selecionados
 (Em %)



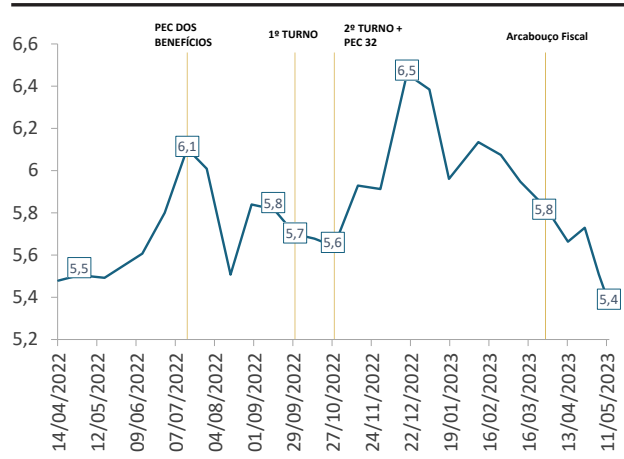
Fonte: BCB.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Pesquisa Focus, mediana da amostra dos últimos trinta dias.

GRÁFICO 16
Taxa Selic esperada para anos selecionados
 (Em % do PIB)



Fonte: BCB.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Pesquisa Focus, mediana da amostra dos últimos trinta dias.

GRÁFICO 17
Taxa de juros real de cinco anos
 (Em %)



Fonte: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Estrutura a termo da taxa de juros do mercado secundário de títulos públicos.

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):

Claudio Roberto Amitrano (Diretor)

Mônica Mora y Araujo (Coordenadora-Geral de Estudos e Políticas Macroeconômicas)

Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos

José Ronaldo de Castro Souza Júnior

Leonardo Mello de Carvalho

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti

Maria Andréia Parente Lameiras

Mônica Mora y Araujo

Sandro Sacchet de Carvalho

Pesquisadores Visitantes:

Ana Cecília Kreter

Andreza Aparecida Palma

Antônio Carlos Simões Florido

Cristiano da Costa Silva

Paulo Mansur Levy

Sidney Martins Caetano

Equipe de Assistentes:

Alexandre Magno de Almeida Leão

Antonio Henrique Carlota de Carvalho

Caio Rodrigues Gomes Leite

Camilla Santos de Oliveira

Diego Ferreira

Felipe dos Santos Martins

Izabel Nolau de Souza

Marcelo Lima de Moraes

Pedro Mendes Garcia

Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

Design/Diagramação:

Augusto Lopes dos Santos Borges

Leonardo Simão Lago Alvite

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.