

MAIS INFLAÇÃO, MAIS JUROS, MENOS CRESCIMENTO

A corrosão do poder de compra da população, atrelado ao câmbio depreciado pelos riscos fiscais domésticos colocam a política monetária em estado contracionista, desfavorecendo o crescimento.

O comportamento da inflação no início do ano, sinalizava um quadro já bem pressionado em alguns setores, principalmente os custos industriais e os preços de *commodities*, com expectativa de avançar pouco acima do padrão observado nos últimos anos, pois, em teoria, a profunda crise que abalava o mercado de trabalho impediria qualquer tropeço mais acentuado dos níveis de preços. Isso acontecia ainda em paralelo à recuperação lenta da atividade, especialmente dos setores de serviços. Com a chegada da vacina e o início da reabertura no Brasil e no mundo, a inflação foi perdendo o rumo e refletindo cada vez mais os diversos gargalos entre a oferta e a demanda. De fato, a inflação ultrapassou todas as expectativas, tornando-se o inimigo número um da política monetária desde março de 2021.

Somado a isso, tivemos a atuação do Governo Central no combate aos impactos da crise, especialmente na distribuição de medidas para proteção do poder de compra da população mais vulnerável e, em menor escala, na manutenção do emprego e renda. Tais providências, permitiram manter a demanda aquecida, de forma que os preços mostraram uma boa recuperação, especialmente a partir do segundo bimestre. No entanto, nem todo o movimento de alta de preço deve ser atribuído a uma recuperação da demanda. Uma questão marcante durante o ano foi a ampliação dos gastos públicos com uma nova rodada de transferências, bem como as incertezas sobre o arcabouço fiscal, que nos impediram de experimentar uma apreciação cambial durante o ano. O risco real do país em perder a âncora fiscal em um ano eleitoral, deixou a política monetária ficar com o trabalho duro de reverter o nível de aceleração de preços.

O Banco Central, na função de controlar a inflação, agiu prontamente com aumentos sucessivos na taxa básica de juros, iniciando o ciclo de aperto monetário. Nas reuniões de abril a julho, elevou a Selic em 0,75 p.p.; nas duas seguintes (agosto e setembro), preferiu aumentar o ritmo para 1,00 p.p. e findou a Selic em 9,25% no ano com os ajustes de 1,50 p.p. em outubro e dezembro. Esse rápido avanço da Selic, que em apenas nove meses saiu de 2,00% para 9,25%, configurou o maior choque de juros no Brasil em 20 anos, desde a forte inflação de 2002. Ainda assim, a convergência da inflação precisará percorrer um cenário adverso no próximo ano, e deverá permanecer novamente acima da meta no próximo ano, em 5,8%.

Mesmo com a elevação dos juros, o mercado de crédito apresentou bons resultados, o saldo de crédito se manteve estável, com crescimento para Pessoas Físicas (PF) e decréscimos para as Jurídicas (PJ). Nesse sentido, a retirada dos estímulos de acesso facilitado ao crédito, realizado pelo Governo Central, Tesouro e Banco Central, durante a pandemia foi o vetor que afetou o crescimento do saldo para PJ, enquanto a demanda reprimida das famílias foi a responsável pela melhora das concessões de créditos para PF.

Nossa perspectiva para 2022 é de uma inflação menor, o IPCA deve terminar o ano em 5,8% e a convergência para o centro da meta (3,25%) só deve ocorrer em 2023. A boa safra, a normalização das cadeias globais de suprimentos e o término das restrições à mobilidade, devem favorecer a dinâmica pelo lado da oferta. No entanto, é esperado que o setor de serviços continue sua trajetória de elevação, enquanto alimentos, preços administrados e bens industriais devem apresentar viés de baixa ao decorrer do ano que vem.

Inflação 2021: Choques persistentes levaram à generalização do aumento dos preços na economia

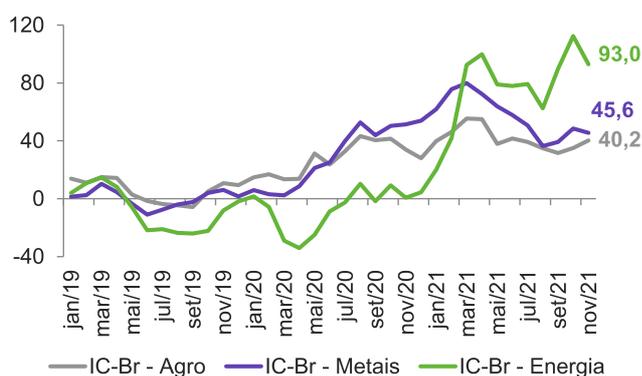
O comportamento da inflação em 2021 segue desfavorável, diante de diversos choques que tem gerado efeitos mais permanentes do que o antecipado. Após encerrar 2020 em 4,5%, o IPCA acumulou alta de 10,7% nos últimos doze meses até novembro, e a expectativa é de que começará a desacelerar mais intensamente após o primeiro trimestre de 2022.

A presença contínua de múltiplos e intensos choques, tanto do lado da oferta quanto da demanda, têm sido a principal fonte de instabilidade sobre os preços até aqui. Entre esses choques, destacamos as variações nos preços das *commodities* no mercado internacional, como milho, soja, aço e o petróleo, mas também de diversos fatores das cadeias industriais, como a escassez de semicondutores, aumento dos fretes marítimos e a falta de mão de obra. Há também o efeito base de 2020 e uma mudança importante de preços relativos: bens industriais e alimentos responderam fortemente pela redefinição em detrimento dos serviços.

O primeiro choque se iniciou na segunda metade do ano passado, com a alta dos preços de *commodities* em dólares no mercado internacional. O Índice de *commodities* calculado pelo Banco Central, IC-Br⁷, medido em dólares, registrou alta acumulada de 49,7% entre dezembro de 2020 e novembro de 2021. Por trás desse número cheio, como pode ser observado no Gráfico 6.1, ocorreram altas relevantes nas três categorias que compõem o indicador: as *commodities* energéticas apresentaram a maior alta acumulada (93,0%), seguido das metálicas (45,6%) e agrícolas (40,2%). Vale mencionar que, nesse mesmo período, os preços do barril de petróleo e do gás natural no mercado externo variaram cerca de 87% e 240%, respectivamente. Para piorar, essa alta não foi compensada pela apreciação da taxa de câmbio, ao contrário, a taxa seguiu em trajetória de desvalorização, pressionando os preços de alimentos, combustíveis e de bens industrializados (Gráfico 6.2).

Gráfico 6.1. Índice de commodities – IC-Br

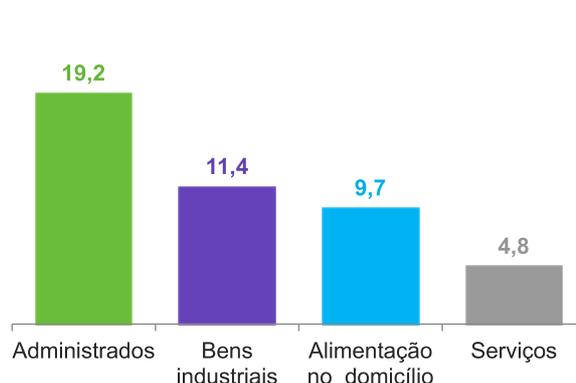
(Var. % acum. em 12 meses até novembro/21)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.2. IPCA – Setores

(Var. % acum. em 12 meses até novembro/21)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

Vale destacar que o Brasil também sentiu pior os efeitos da inflação pelos problemas climáticos que aumentaram as pressões sobre os preços. Os alimentos, especialmente *in natura*, como as proteínas, subiram após as geadas há riscos para as safras do ano que vem, dependendo do ritmo de chuvas nos próximos meses e dos choques no mercado externo. Além

⁷ O IC-Br é calculado pelo Banco Central do Brasil e divulgado mensalmente. O índice agrega de maneira ponderada os indicadores relativos aos segmentos Agropecuária, Metal e Energia, de forma que esse índice também é afetado pelos preços internacionais de combustíveis (petróleo Brent, gás natural e carvão).

disso, o período seco foi bastante severo, reduzindo o nível dos reservatórios de energia (Gráfico 6.3), levando à criação da bandeira de escassez hídrica, vigente desde setembro de 2021. Como resultado, o item de energia elétrica teve um impacto de 1,45 p.p. sobre o índice cheio, considerando os últimos doze meses até novembro.

Tabela 6.1. IPCA – Alimentação no domicílio

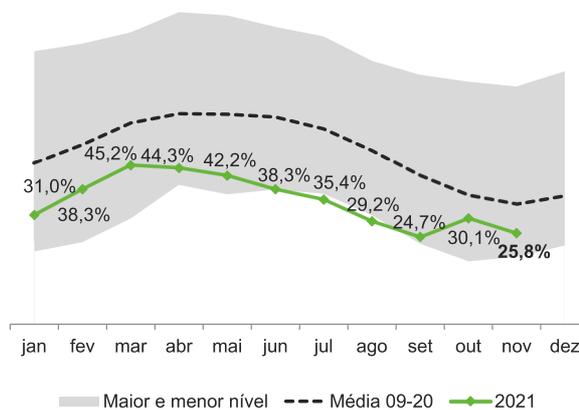
(Var. % acumulada em 12 meses até novembro/21)

Item	Inflação	Peso (%)	Impacto
Aves e ovos	26,33	1,28	0,34
Carnes	10,81	3,04	0,33
Bebidas e infusões	11,64	1,57	0,18
Leites e derivados	8,31	1,75	0,15
Açúcares e derivados	19,32	0,67	0,13
Panificados	7,44	1,57	0,12
Carnes e peixes industrializados	12,42	0,70	0,09
Farinhas, féculas e massas	11,42	0,46	0,05
Tubérculos, raízes e legumes	7,55	0,69	0,05
Óleos e gorduras	10,39	0,49	0,05
Sal e condimentos	8,13	0,37	0,03
Hortaliças e verduras	10,79	0,22	0,02
Frutas	1,60	0,94	0,02
Enlatados e conservas	9,52	0,16	0,01
Pescados	4,01	0,22	0,01
Cereais, leguminosas e oleaginosas	-8,90	0,99	-0,09
Alimentação no domicílio	9,66	15,13	1,46

Fonte: IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.3. Nível reservatórios

(Nível do sistema)

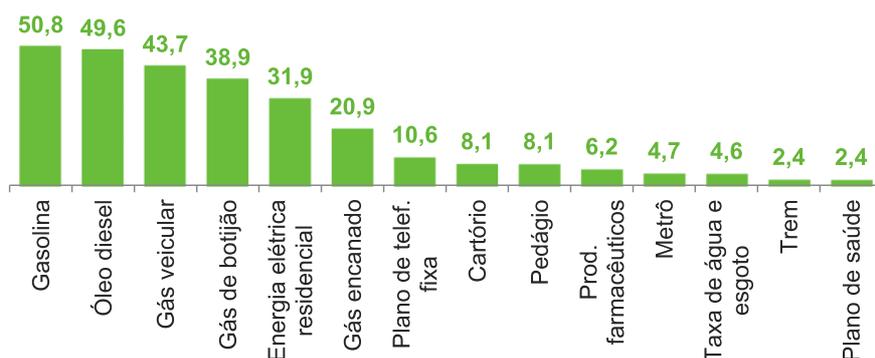


Fonte: ONS. Elaboração: FIERGS/UEE.

No caso dos preços administrados⁸, que acumularam alta de 19,2% nos últimos doze meses até novembro, após modesta elevação em 2020 (2,6%), os choques preponderantes são resumidos no cenário recente de combustíveis (preços de energia global e do barril de petróleo em alta) e energia doméstica (baixos níveis dos reservatórios e consequente alta nas tarifas de energia elétrica para bandeira escassez hídrica) (Gráfico 6.4).

Gráfico 6.4. Inflação Administrados

(Var. % acumulada em 12 meses até novembro/21)



Fonte: IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Mas esse cenário poderia ter sido pior, isso porque, desde os períodos mais agudos da pandemia, em 2020, algumas medidas foram adotadas para limitar as altas de alguns desses itens administrados, visando reduzir os impactos econômicos para as famílias. Entre elas, houve a suspensão da alta dos planos de saúde, a manutenção da bandeira tarifária sem acréscimos na

⁸ Também conhecidos como preços monitorados, são aqueles que de alguma maneira são estabelecidos por contrato, por agência reguladora ou órgão público e, geralmente, possuem sensibilidade menor a fatores de oferta e demanda. Podemos citar como exemplo, combustíveis, tarifas de energia elétrica, medicamentos, planos de saúde, tarifas de ônibus urbano, dentre outros.

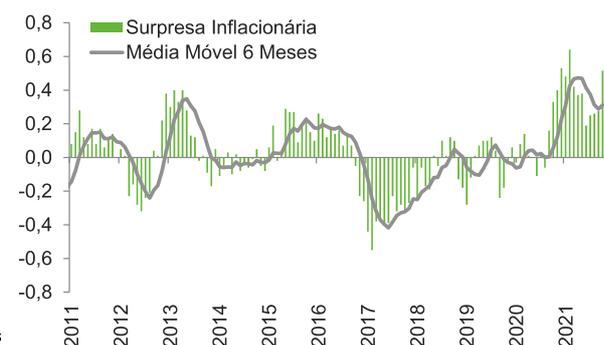
maior parte de 2020 e a postergação de altas de taxa de água e esgoto e ônibus urbano. Neste ano, estamos observando a normalização de alguns desses reajustes, ainda que em menor intensidade, mas provavelmente alguns desses itens e outros que são indexados à inflação passada e dependem de outros fatores, como no caso do transporte público, que é afetado também pelos preços dos combustíveis, já contratam algum impacto sobre os preços em 2022.

Transitórios ou não, o que tem acontecido é que os efeitos dessa continuidade e acúmulo de choques na inflação corrente têm sido persistentes, estão impactando as expectativas e gerando indexação. Nos últimos 6 anos, após a desinflação decorrente da alta de juros pós-2016, e seguindo as mudanças estruturais resultantes do processo de consolidação fiscal com a introdução do Teto de Gastos, a moderação da volatilidade das taxas de crescimento no país e a subsequente queda da taxa de juros, o quadro das expectativas de inflação vinha sendo marcado pela melhora da previsibilidade e redução da generalização do aumento de preços na economia, isto é, as médias e as medianas das expectativas para inflação estavam sendo usualmente próximas do realizado, e as variações de preços eram bem localizadas.

No entanto, dois sintomas diretos que temos observado em decorrência desse cenário de instabilidade inflacionária e que adicionam mais riscos têm sido as constantes surpresas altistas e aceleração da difusão, como mostram os Gráficos 6.5 e 6.6.

Gráfico 6.5. Surpresa Inflacionária

(Diferença entre o IPCA realizado e Mediana do Focus)



Fontes: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.6. Índice de difusão

(Média móvel trimestral | % de itens que subiram preços)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

As surpresas derivadas mostram as projeções medianas de curto prazo do Relatório Focus do Banco Central têm subestimado os números de inflação realizados nos últimos doze meses. A média móvel semestral dos erros reforçam o forte impacto dos choques citados, assim como sua persistência, visualizadas tanto na surpresa como na difusão. No segundo caso, a média móvel trimestral do índice de difusão apresentou uma inclinação positiva significativa entre jul/20 e jan/21, atingiu um pico histórico e depois caiu, mas voltou a acelerar nessa mesma direção, até 67,9%, muito acima da média dos últimos 5 anos.

Até o final do ano, esperamos que a dinâmica desfavorável da inflação continue, com o IPCA de 2021 acelerando em 10,1%. Por trás da composição do número fechado, temos os resultados das pressões em alimentação no domicílio (8,1%) e bens industrializados (11,3%), que tem apresentado uma tendência firme em patamares elevados. Isso é um dos fatores que qualificam uma dinâmica do IPCA ainda mais preocupante neste momento, uma vez que, os gargalos nas cadeias de produção e a alta de *commodities* citadas ainda apontam novas altas para o consumidor e os setores de serviços já mostram alguma aceleração.

Para administrados (18,3%), além da manutenção da bandeira tarifária “escassez hídrica”, que tem produzido efeitos de encadeamento defasados, temos também novas pressões para os combustíveis, do qual dependem dos preços internacionais que estão pressionados frente a crise

energética global. Em termos acumulados em doze meses até novembro, destacam-se os choques de combustíveis que tem impulsionado as altas nos preços da gasolina (50,8%), do óleo diesel (49,6%), do gás veicular (43,7%), do gás encanado (43,7%), e do gás botijão (38,9%). Em contrapartida, a melhora nos níveis dos reservatórios da região sudeste/centro-oeste pode sinalizar um alívio sobre os preços da energia elétrica nos próximos meses de 2022.

Por último, e talvez o mais importante a ser monitorado nos próximos meses, é a inflação de serviços (4,6%), onde a reabertura da economia tem levado a uma recomposição de preços nesse setor. Itens como alimentação fora do domicílio, aluguel, passagem aérea, hospedagem, cabeleireiro, entre outros, apresentaram reajustes de preços bem maiores do que o esperado nos últimos três meses. Destaca-se a surpresa com o componente subjacente da inflação de serviços, causando elevação dos núcleos – o que em nossa tese eleva os custos do BC em termos de juros para viabilizar a convergência do IPCA no ano que vem.

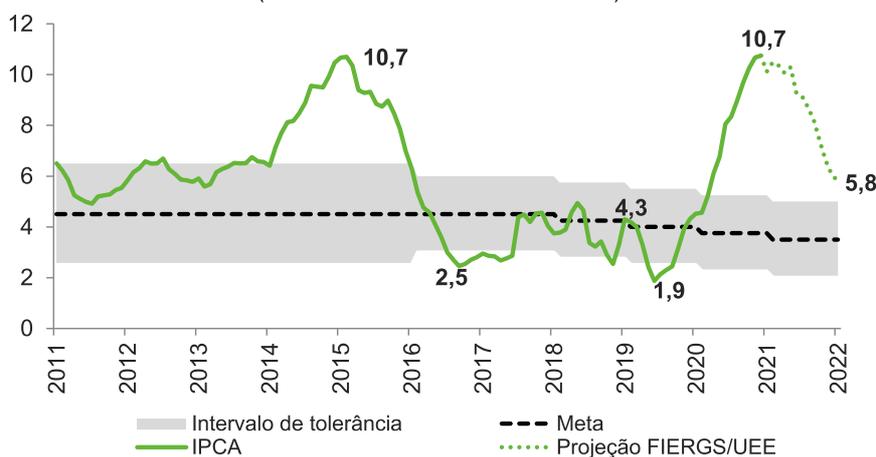
Perspectivas para a inflação em 2022

Olhando mais adiante, acreditamos que os diversos choques que atingiram a economia neste ano continuarão presentes no próximo, pelo menos durante o primeiro semestre, dado que o tamanho e a persistência deles seguem surpreendendo. Como resultado, o transbordamento para os preços gerais está se intensificando e a inércia começa a ganhar força neste momento, particularmente com os serviços refletindo o efeito do processo de aumento da mobilidade.

Estimamos que a inflação tenha chegado ao pico em termos anuais em novembro de 2021 (10,7%), mas a composição da desaceleração à frente deve ser desfavorável com alimentos, preços administrados e bens industriais oscilando e serviços acelerando, indicando resiliência do componente cíclico da inflação em níveis elevados.

Gráfico 6.7. Expectativas para o IPCA

(Var. % acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE. Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

Nossa hipótese para o cenário do IPCA em 2022 é que, mesmo com a elevação da taxa de juros e a piora das condições financeiras, a combinação da ausência da apreciação cambial (que irá responder a uma piora do cenário fiscal, eleitoral e da política monetária nos EUA) e a volta da inércia inflacionária, o nível e a composição da inflação irão configurar um quadro desfavorável para o cumprimento da meta em 2022. Esperamos IPCA de 5,8% no próximo ano, implicando em convergência para o centro da meta apenas em 2023, a 3,25%.

Além disso, incertezas relacionadas à pandemia e ao quadro fiscal continuam a sinalizar riscos altistas para nossa projeção (isto é, a inflação pode ser mais persistente do que estimamos). Apesar de ainda vermos uma inflação mais desfavorável no primeiro trimestre, a desaceleração da atividade econômica e preços das *commodities* deverão contribuir para alguma desinflação da economia ao longo do próximo ano. O balanço de riscos ainda pende para cima, pois ainda existem altas acumuladas no atacado e no ambiente externo que podem chegar ao consumidor.

Detalhando os determinantes, projetamos desaceleração da alimentação no domicílio em 2022, de 9,1% em 2021 para 5,1%. Após as fortes altas em 2020 e 2021, com problemas climáticos que afetaram as safras globais e doméstica, a expectativa é de ao menos estabilidade de preços, fundamental para a desaceleração da inflação no próximo ano. Por outro lado, um dos poucos riscos baixistas que começamos a monitorar são as melhores previsões climáticas para o setor agrícola, o que pode ajudar a safra de grãos e reduzir a pressão sobre preços de alimentos.

Tabela 6.2. Cenário Agro
(Área plantada | Produção | Preços)

Milho	18/19	19/20	20/21	21/22*
Área plantada (milhões de hec.)	17,5	18,6	19,9	20,9
Produção (milhões de ton.)	101,0	102,0	87,0	117,0
Soja	18/19	19/20	20/21	21/22*
Área plantada (milhões de hec.)	35,8	36,9	38,9	40,3
Produção (milhões de ton.)	117,0	129,0	137,0	143,0
Preços	2020	ago/21	set/21	out/21
Milho (CME USD/bu)	4,80	5,34	5,37	5,26
Soja (CME USD/bu)	13,10	12,98	12,56	12,30
Algodão (ICE US\$/lb)	74,80	92,50	105,60	108,90
Café (ICE USD/lb)	1,20	1,95	1,94	2,01
Açúcar (ICE US\$/lb)	14,20	19,84	19,83	19,16
Boi gordo (B3 R\$/@)	274,00	313,50	297,20	262,60

Fontes: Conab, Santander. *Projeção. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.8. Projeção IPCA – Alimentação
(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Como mostra a Tabela 6.2, a perspectiva é de uma supersafra para 2021/22, de acordo com o último relatório da Conab. A colheita de grãos deve subir 15,1%, puxada pela retomada da produtividade e aumento da área plantada. O destaque são as culturas de soja, com perspectiva de crescimento de 3,6% na área a ser cultivada e 4,4% no volume de produção. A safra de milho, que deve se recuperar depois das condições climáticas adversas que assolaram a colheita anterior, deve crescer em 5,0% em área plantada e seu volume de produção em 34,5%.

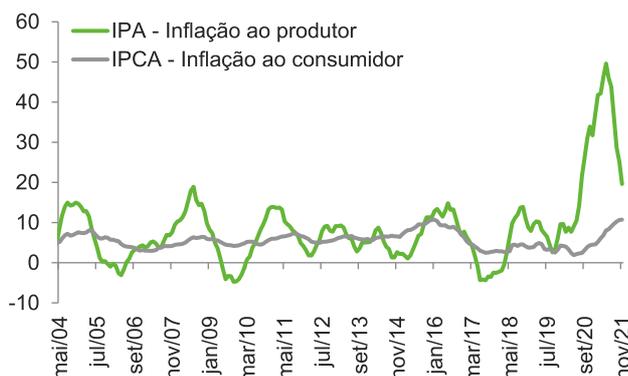
Se confirmadas essas estimativas, será um novo recorde, que poderá fazer com o que os preços domésticos caiam com o aumento da oferta já no segundo trimestre do próximo ano. Apesar da probabilidade elevada de queda dos preços de algumas *commodities* nos próximos meses, trabalhamos com um cenário conservador de estabilidade nesses preços. Um risco altista no cenário de alimentos é a escassez global de fertilizantes, que triplicaram de preço recentemente no mercado internacional.

Esperamos decompressão de bens industriais para 6,7% em 2022, após alta de 11,3% em 2021. É provável que os preços desses itens continuem pressionados no início do próximo ano, frente à demanda ainda muito forte, porém, devemos ver uma desaceleração mais pronunciada a partir da passagem do segundo para o terceiro trimestre, à medida que a demanda das famílias seja deslocada para serviços em maior grau e os choques no atacado se dissipem. De fato, os preços no atacado já começaram a dar sinais de desaceleração, com destaque para a queda do preço do minério de ferro no mercado internacional, que impactou fortemente os resultados recentes do IPA (Gráfico 6.9).

Por outro lado, os preços dos automóveis novos e usados, um dos focos da alta de inflação em bens industriais, ainda não apresentam sinais de melhora. Em doze meses até novembro, a inflação de veículos novos e usados acumulou alta de 14,3% e 16,0%, respectivamente (Gráfico 6.10). Apesar do nosso cenário não contemplar uma solução rápida para os problemas de abastecimento das cadeias globais, é esperado alguma normalização na oferta e assim um alívio na inflação de automóveis.

Gráfico 6.9. IPA x IPCA

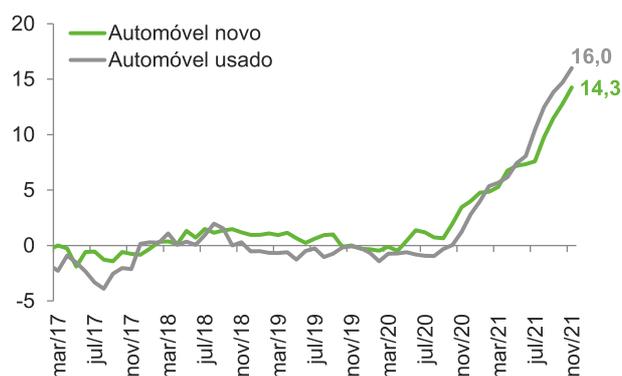
(Var. % acum. em 12 meses até novembro/21)



Fontes: IBGE. FGV. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.10. Inflação de automóveis

(Var. % acum. em 12 meses até novembro/21)



Fonte: IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Para serviços, projetamos alta de 6,6% em 2022, após variação de 4,6% neste ano, dado que a recomposição de preços neste setor deverá seguir ao longo do próximo ano. É válido citar a projeção de alguns com pesos relevantes na composição dos serviços, como alimentação fora do domicílio, aluguel residencial e educação, que possuem um comportamento inercial.

Para alimentação fora do domicílio, itens como refeição (7,0%) e lanche (9,9%) têm acelerado nos últimos doze meses com a mobilidade. Esperamos para esse componente desaceleração de 8,0% em 2021 para 4,4% 2022, em linha com a desaceleração de alimentos como um todo. Para os preços dos aluguéis residenciais, que são caracterizados pela indexação em relação à inflação do ano anterior, projetamos variação de 5,7% (após 6,2% em 2021), uma vez que esses preços foram represados e muitos contratos foram renegociados para suavizar os impactos da pandemia (o IGP-M, por exemplo, chegou a 37% em meados de 2021). Por sua vez, para educação, esperamos aceleração para 5,3%, após dois anos de baixas devido às restrições à mobilidade (após alta de 3,5% em 2021). Há riscos altistas para esses preços também, uma vez que a inflação de 2021 irá encerrar rodando em taxas elevadas. Nesse caso, com a elevação da inércia, poderíamos ter uma alta mais forte desses bens ao longo do próximo ano.

Finalmente, a inflação de preços administrados será um dos principais pontos de desinflação. Projetamos alta de 3,9%, ante 18,3% em 2021. Há diversos pontos que deverão contribuir para um alívio nesse grupo de preços, um dos mais relevantes é a energia elétrica, que deverá sair de uma alta de 31% em 2021 para uma deflação de 4,0% em 2022. Em maio do próximo ano, esperamos que a bandeira mude para “vermelha patamar 2” (R\$ 9,49) e termine o ano em “vermelha patamar 1” (R\$ 3,97). Entendemos que os riscos pendem para baixo, a depender do regime de chuvas⁹. Em caso de normalização, é possível o acionamento da bandeira “amarela” (R\$ 1,87) no final do ano que vem, levando a uma deflação de 12,0%. Outra fonte de

⁹ A Administração Oceânica e Atmosférica (NOAA) passou a indicar aproximadamente 90% de chances da atuação do fenômeno La Niña durante a safra de verão, contra 70% no final de setembro. A semana entre 11 e 17 de outubro trouxe chuvas em volume dentro do projetado pelos meteorologistas. Sul, Sudeste e Centro-Oeste apresentaram volumes acima da média histórica para o período. A perspectiva para as próximas semanas é de continuidade de bons volumes de chuvas.

descompressão, dentro do grupo de administrados, será a gasolina, que subiu 50,8% até o mês de novembro e deve ceder para 4,0%. Nesse cenário, trabalhamos com o preço do petróleo estável ao redor de US\$ 75/barril. Essa manutenção do preço também leva a uma desaceleração em outros itens associados, como gás de botijão, óleo diesel, gás encanado e gás veicular.

No entanto, uma alta relevante entre os administrados será dos planos de saúde, que tiveram reajuste negativo de 8,2% em 2021 – definido pela Agência Nacional de Saúde (ANS). Há possibilidade de um reajuste mais alto do que o esperado, dado a possibilidade de normalização da demanda no setor. Estima-se a necessidade de uma correção de 30% no próximo ano, o que poderia impactar o IPCA em 0,3 p.p., aproximadamente.

Assim, projetamos IPCA de 10,1% em 2021 e uma desaceleração para 5,8% em 2022. Como comentado ao longo do texto, esperamos uma acomodação dos diversos choques observados desde o segundo semestre de 2020 o que, em conjunto com uma política fiscal e monetária menos expansionista, deverá contribuir para o arrefecimento dos preços. No entanto, há riscos de diversas origens e em ambas as direções no nosso cenário, principalmente em decorrência da elevação da inércia e dos choques externos, sendo que nossa estimativa de 5,8% busca equilibrar as chances de ocorrências desses riscos. No cenário inferior, a inflação poderia chegar a 3,0%, ao passo que o cenário superior a alta seria de 8,5%. Além disso, para os outros índices de preços, como o INPC e o IGP-M, esperamos altas de 5,3% e 5,1% em 2022, após elevação de 10,3% e 17,6% em 2021, respectivamente. A evolução do nosso cenário para as projeções de inflação em 2022 é apresentada na Tabela 6.3.

Tabela 6.3. Projeções para IPCA, IPCA desagregado, INPC e IGP-M

(Var. % acumulada em 12 meses)

mês/ano	IPCA	IPCA Livres	IPCA Bens Industriais	IPCA Serviços	IPCA Alimentos	IPCA Adm	INPC	IGP-M
jan/22	10,43	7,54	11,26	4,96	7,97	19,07	10,61	15,23
fev/22	10,31	7,85	10,97	5,69	8,11	17,54	10,48	12,91
mar/22	10,01	8,31	10,81	6,33	9,04	14,93	10,22	10,13
abr/22	10,25	8,62	10,84	6,88	9,19	14,95	10,30	8,72
mai/22	9,21	8,67	10,05	7,39	9,40	10,61	9,05	4,79
jun/22	9,08	8,58	9,65	7,49	9,36	10,38	8,75	4,57
jul/22	8,64	8,25	9,27	7,41	8,42	9,68	8,21	4,19
ago/22	8,11	7,70	8,76	7,33	6,63	9,22	7,60	4,03
set/22	7,28	7,18	8,17	7,10	5,57	7,53	6,70	5,17
out/22	6,51	6,48	7,44	6,45	4,77	6,58	5,98	4,79
nov/22	6,03	6,51	7,05	6,56	5,32	4,60	5,52	5,20
dez/22	5,77	6,41	6,75	6,64	5,09	3,86	5,26	5,08
Acumulado 2021	10,12	7,41	11,29	4,61	8,05	18,25	10,30	17,59
Acumulado 2022	5,77	6,41	6,75	6,64	5,09	3,86	5,26	5,08

Elaboração: FIERGS/UEE.

Política Monetária: Buscando uma postura “significativamente contracionista”

O ciclo de aumentos da Selic, iniciado em março de 2021, adentrou um calendário repleto de incertezas. De um lado, os ruídos fiscais e uma inflação já emergindo em alguns segmentos eram os principais desafios do Banco Central. Naquele momento, a autoridade monetária iniciava a administração de uma sequência de movimentos, na qual o seu “plano de voo” – formado por sua calibração e o seu julgamento – estava claro e factível: a inflação atingiria 3,6% no ano. Em um certo nível, acreditava-se que os desencadeamentos “transitórios” não teriam força e potência necessária para exigir uma atuação tão combativa da política monetária: as expectativas de 2021-2022 estavam ancoradas e os núcleos estavam dentro do limite do centro da meta.

Passando a taxa básica de juros de 2,00% para 2,50% na primeira reunião do ano, os ajustes subsequentes foram preponderantemente guiados em resposta aos desenvolvimentos da economia e aos crescentes riscos inflacionários, e o Banco Central seguiu retirando o estímulo monetário com certa rigidez por meio de um ajuste mais conservador. Após três rodadas de 0,75 p.p., a taxa chegou em 4,25% no mês de julho, próxima aos níveis pré-pandemia. O objetivo naquele momento era manter um ajuste parcial, sem configurar uma política monetária contracionista ao final do ciclo (estimado em 7,00%), tendo em vista o ritmo lento da atividade.

No entanto, múltiplos e intensos choques impactaram os preços da economia ao longo dos meses seguintes. A partir daí, os cenários de política monetária foram marcados por uma elevação da incerteza e piora da previsibilidade. A taxa de inflação mais alta desencadeou um processo de deterioração mais forte nas expectativas, não só para 2021, mas também para o próximo ano e, mais do que isso, provocou pressões significativas sobre a ancoragem das expectativas de inflação do ano de 2023. A Tabela 6.4 mostra o quadro de expectativas das principais variáveis macroeconômicas a cada reunião do Copom.

Tabela 6.4. Expectativas Macroeconômicas Pré-Copom
(Projeções para o final do ano)

Reunião	Horizonte	IPCA (%)	Câmbio (R\$/US\$)	Primário (% PIB)	PIB (%)	Taxa Selic (% a.a.)
20/jan/21	2021	3,43	5,00	-2,86	3,49	3,50
	2022	3,50	4,95	-2,18	2,50	4,75
17/mar/21	2021	4,66	5,30	-2,95	3,25	4,50
	2022	3,50	5,20	-2,07	2,39	5,75
05/mai/21	2021	5,04	5,40	-3,10	3,14	5,50
	2022	3,61	5,40	-2,00	2,31	6,25
16/jun/21	2021	5,82	5,18	-2,52	4,85	6,25
	2022	3,78	5,20	-1,80	2,20	6,50
04/ago/21	2021	6,79	5,10	-1,95	5,30	7,00
	2022	3,81	5,20	-1,50	2,10	7,00
22/set/21	2021	8,35	5,20	-1,50	5,04	8,25
	2022	4,10	5,23	-1,00	1,63	8,50
27/out/21	2021	8,96	5,45	-1,20	4,97	8,75
	2022	4,40	5,45	-1,00	1,40	9,50
08/dez/21	2021	10,18	5,55	-0,60	4,71	9,25
	2022	5,02	5,55	-1,20	0,51	11,25

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

O cenário de desancoragem das expectativas e, mais recentemente, das assimetrias no balanço de risco, exigiram do Banco Central uma velocidade de ajuste maior, qualificando uma taxa terminal como contracionista. O auge dessa mudança no cenário ocorreu na reunião de outubro, quando o equilíbrio dos riscos mudou abruptamente em direção a um novo Regime Fiscal que poderá trazer maior volatilidade cambial e, conseqüentemente, mais inflação, vindo a romper a meta pelo segundo ano consecutivo. Com efeito, o Banco Central optou por elevar a taxa Selic em 1,5 p.p. nas reuniões de outubro e dezembro, a 9,25%, o maior choque de juros desde 2002.

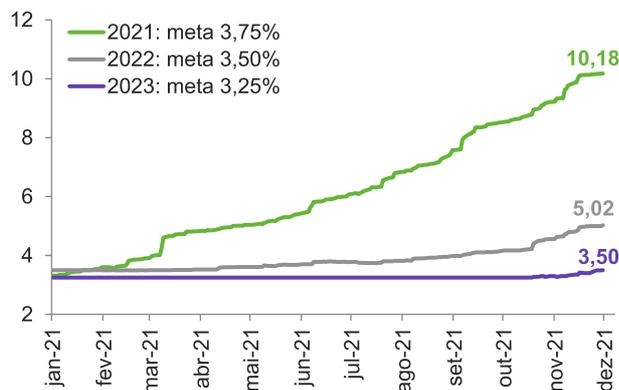
Para 2022, nosso balanço de riscos considera as perspectivas para a inflação mundial estão em constante deterioração, o que contribui para elevação do IPCA via inflação “importada”: eventuais choques sobre os preços de energia e insumos agrícolas devem se manter como riscos de alta. Do lado doméstico, a recente recuperação dos setores de serviços tem acelerado os preços inerciais e o provável reajuste de preços e salários indexados são riscos de alta que merecem uma atenção nos próximos meses. Além disso, a persistência das pressões inflacionárias globais também tem elevado as chances de um cenário com menor nível de estímulos (monetários) em algumas das principais economias avançadas. Isso terá efeitos

particularmente importantes para as economias emergentes, caso uma ação não coordenada frente às surpresas inflacionárias ocorram. Após os recentes sinais de mudanças no quadro fiscal interno e a consequente deterioração no sentimento do mercado e nas projeções macroeconômicas (a nossa projeção para a taxa cambial de R\$/US\$ 5,65 ao final de 2021 e R\$/US\$ 5,50 em 2022), sugerimos que a mecânica de desinflação não terá a contribuição da apreciação cambial como nos períodos passados, de forma que os custos e o espaço para viabilizar a convergência estão maiores.

O que esperar daqui para a frente? Em nossa visão, apesar do patamar mais elevado da taxa de juros doméstica, que encerrará o ano em 9,25% e deverá alcançar 11,75% ao final de 2022, nossas expectativas para a inflação e para a taxa de câmbio estão sujeitas a um percurso desafiador em termos de instabilidade macroeconômica, dado as sinalizações de política fiscal e dos ambientes externos e políticos. Quanto à decisão da próxima reunião de fevereiro do próximo ano, acreditamos que ele continuará com o passo de 1,50 p.p. e reduzirá para 1,00 p.p. em março/22. Nosso cenário antevê juros em patamar contracionista até o 4ºT/2022, condicional à evolução da política fiscal e dos rumos da inflação.

Gráfico 6.11 Expectativas de Inflação

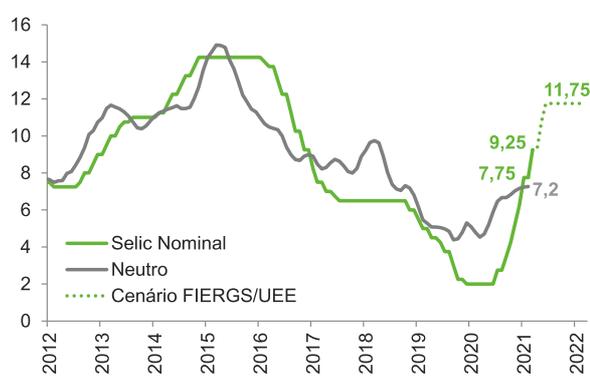
(Var. % anual, final do período)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.12 Política Monetária

(Em % a. a.)



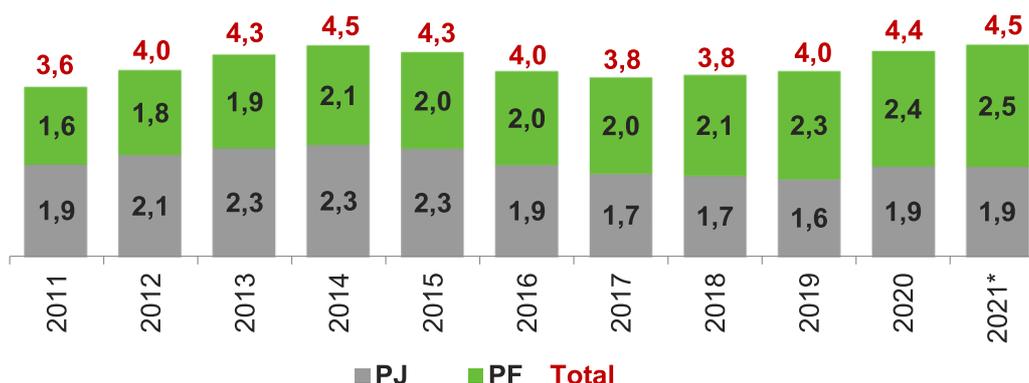
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: FIERGS/UEE.

Mercado de crédito

Com o arrefecimento da pandemia, retirada de parte dos estímulos fiscais para pessoas físicas e jurídicas e o ciclo de aperto da política monetária, um ambiente de incertezas quanto ao desempenho do mercado de crédito começou a pairar sobre o ano de 2021. Até o mês de setembro, no entanto, o mercado tem mostrado bons resultados, crescendo em níveis superiores ao período da crise fiscal (2014-2016), quando naquele momento o Banco Central elevava a taxa de juros em 0,50 p.p. (no decorrer deste ano, as altas da Selic ficaram entre 0,75 p.p. a 1,50 p.p.) e até mesmo no ano de 2019, quando não havia instabilidade econômica.

O saldo das operações de crédito do SFN atingiu R\$ 4,4 trilhões em setembro, crescendo 2,0% na margem, com aumentos de 1,9% em Pessoas Físicas (saldo de R\$ 2,5 trilhões) e de 2,3% na carteira de Pessoas Jurídicas (saldo de R\$ 1,9 trilhão). Na comparação interanual, a carteira total de crédito registrou alta de 16% em setembro, mantendo trajetória estável em relação a agosto deste ano. Nessa mesma base de comparação, o crédito às famílias apresentou crescimento de 19,0% para 19,4%, enquanto o volume de crédito às empresas apresentou retração (de 12,3% para 11,6%).

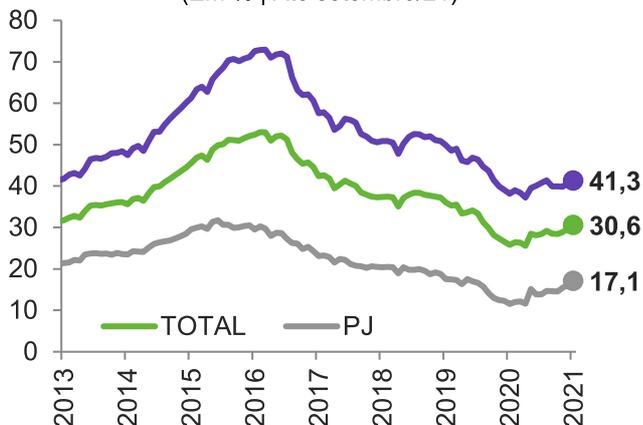
Gráfico 6.13. Saldo de Crédito do SFN
(Em R\$ trilhões constantes)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.
*Valor observado em setembro.

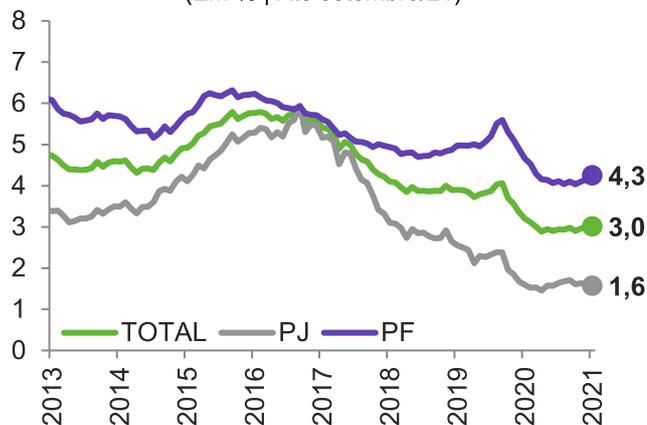
A continuidade da expansão do crédito total, tal como vinha ocorrendo em 2020, é consequência, primeiramente, das baixas taxas de juros na ponta final, inclusive com recursos livres. O Gráfico 6.14 ilustra bem essa situação: a taxa encontra-se em um patamar maior do que 2020, porém em níveis muito menores do executado em 2019. Em segundo lugar, a manutenção da inadimplência em níveis baixos (Gráfico 6.15) tem contribuído para repasses moderados no aumento da taxa de juros de crédito, o que tem facilitado a demanda por esse bem.

Gráfico 6.14. Taxas de Juros das Concessões com Recursos Livres
(Em % | Até setembro/21)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.15. Taxa de Inadimplência da Carteira de Recursos Livres
(Em % | Até setembro/21)



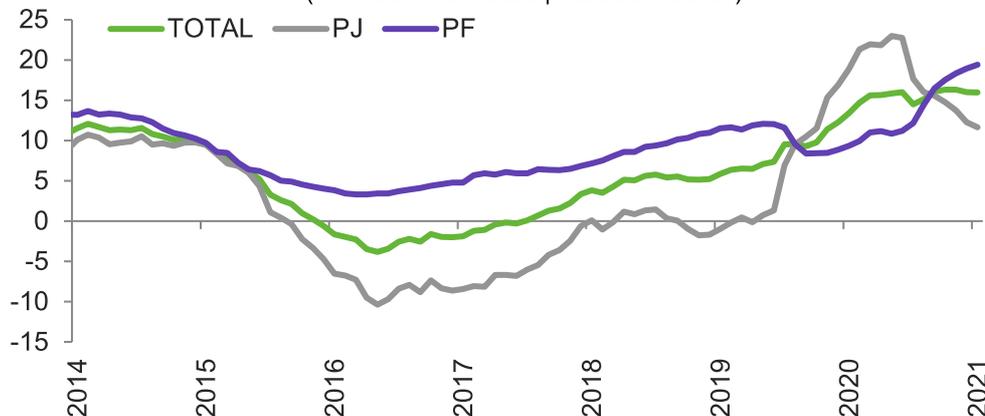
Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Como ilustrado pelo Gráfico 6.16, o ano de 2021 foi marcado pela reversão das trajetórias das curvas de crescimento interanual do Saldo de Crédito de pessoas físicas e jurídicas: enquanto PF está em constante trajetória de crescimento, PJ desloca-se a taxas de crescimento cada vez menores. Esse cenário se sucedeu devido à retirada de alguns programas de incentivos e facilitações para aquisição de crédito voltados para os setores produtivos, tal como Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (PEAC-FGI e PEAC-Maquinhas) e o Programa Emergencial de Suporte a Empregos (PESE). Somados, esses dois programas socorreram cerca de 379,0 mil empresas, concedendo empréstimos no valor de R\$ 103,3 bilhões durante o decorrer do ano de 2020. O contrário vem ocorrendo com as pessoas físicas, em linha com o avanço da vacinação, recuperação da mobilidade e a conseqüentemente retomada do consumo das famílias. As concessões de crédito livre às pessoas físicas, na série com ajuste sazonal, vêm apresentando

aumentos na margem desde o mês de abril. Nesse mês em específico, apresentou crescimento na margem de 9,9% e atingiu um total de R\$ 188,2 bilhões. No mês de setembro, as concessões atingiram R\$ 197,3 bilhões, valor 0,5% superior ao mês de agosto e 8,1% acima do verificado no mesmo mês do ano passado em termos reais.

Gráfico 6.16. Crescimento do Saldo de Crédito do SFN

(Var. % em 12 meses | Até setembro/21)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE

Em função do cenário da expansão do crédito, é pertinente verificar a trajetória do endividamento e do comprometimento da renda das famílias. As estatísticas disponíveis não são positivas, o endividamento das famílias com o SFN em relação à renda acumulada dos últimos doze meses até julho cresceu 9,1 p.p. em relação ao mesmo mês de 2020, atingindo 59,24%, enquanto o comprometimento de renda das famílias com o SFN passou de 28,7% para 30,1% no mesmo período.

Gráfico 6.17. Endividamento das Famílias

(Em % da renda)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Quanto ao próximo exercício, os estímulos via crédito devem diminuir, tanto pelo menor ritmo de crescimento esperado da atividade econômica quanto pelo atual ciclo de aperto monetário. No caso das famílias, é possível que o mercado de crédito ainda apresente bons números, em particular se houver recuperação do mercado de trabalho. Por outro lado, a retirada de estímulos sociais – Auxílio Emergencial –, bem como os altos níveis de endividamento, devem atenuar o ritmo de crescimento. Com relação à pessoa jurídica, a demanda por crédito deve arrefecer no próximo ano, em decorrência da incerteza econômica e a piora do quadro macroeconômico que desestimulam os investimentos.