

POLÍTICA MONETÁRIA EM SEGUNDO PLANO

A manutenção do poder de compra da população, atrelado ao câmbio contaminado pelos riscos fiscais domésticos colocam a política monetária em estado de alerta.

O comportamento da inflação no primeiro bimestre do ano sinalizava um nível de preços bem comportado, com manutenção de uma trajetória abaixo do padrão histórico. Isso ainda se devia à recuperação lenta da atividade, especialmente do mercado de trabalho. Com o início da pandemia no Brasil, porém, o nível de preços foi o primeiro dos fundamentos macroeconômicos a demonstrar a economia de ponta de cabeça, com episódios deflacionários já no segundo bimestre. Assim, no primeiro contato com a pandemia, as expectativas sofreram revisões sucessivas, internalizando o choque baixista sobre a atividade e os preços.

No entanto, a atuação do Governo Central no combate aos impactos da crise, especialmente as medidas tomadas no sentido de manter o poder de compra da população mais vulnerável e, em menor escala, as medidas de manutenção do emprego e renda, permitiram manter a demanda aquecida, de forma que os preços mostram uma boa recuperação, especialmente no último bimestre. Mas nem todo esse movimento pode ser atribuído a uma recuperação da demanda, pois boa parte dele se origina na elevada desvalorização do câmbio durante o ano. O dólar se apreciou muito frente ao real, não apenas por conta da incerteza inerente a uma epidemia global, mas também pelo risco fiscal instalado de vez no Brasil a partir dela.

Por outro lado, o Banco Central, na função de facilitar e prover liquidez, agiu prontamente com reduções da taxa básica de juros em um novo ciclo de cortes da Selic. O novo ciclo se justificava tanto pela expectativa de uma ociosidade ainda maior na economia quanto pela baixa expectativa para a inflação no horizonte relevante para a política monetária. Ainda, atento à degradação das perspectivas com relação à política fiscal brasileira e suas consequências sobre a efetividade da política monetária, a autoridade monetária se fez valer por outros mecanismos de atuação.

Por fim, o mercado de crédito apresentou um bom resultado durante o período mais agudo da crise, com crescimento das concessões para Pessoas Físicas (PF) e Jurídicas (PJ). Nesse sentido, a boa atuação do Governo Central, Tesouro e Banco Central proporcionaram e facilitaram o acesso ao crédito para grande parte das empresas, além da promoção do bom funcionamento do mercado.

Os riscos para o próximo ano derivam do ambiente doméstico, especialmente da definição do orçamento para 2021, da necessária retomada da agenda de reformas estruturais e, principalmente, da manutenção do Teto dos Gastos.

Inflação

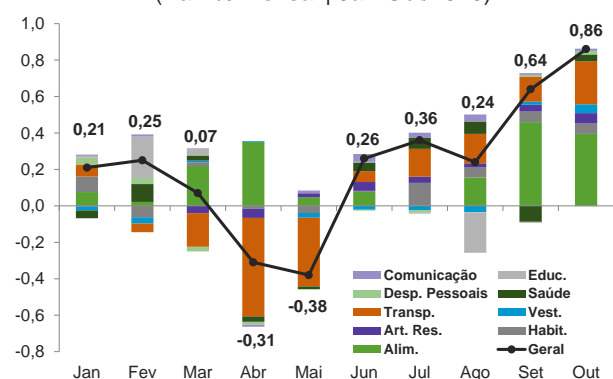
O comportamento da inflação em 2020 segue surpreendendo, porém dessa vez no sentido oposto ao que se esperava. Nos últimos anos, especificamente a partir de 2017, a inflação tem oscilado em níveis abaixo da meta na maior parte do período, com choques altistas pontuais no grupo de Alimentação e bebidas, como a subida do preço da carne no final do ano passado. Esse patamar baixo e, em geral, bem comportado dos preços ao consumidor se deve ao elevado nível

de capacidade ociosa da economia, como uma taxa de desemprego média de 12,4% nos últimos quatro anos. Por consequência deste cenário, inicialmente, a expectativa do impacto da pandemia sobre os preços era de um forte choque baixista, já que as medidas de contenção do novo coronavírus, notadamente as restrições às atividades produtivas e sociais, levariam a um aumento do desemprego no curto prazo e a uma menor demanda, principalmente, por serviços.

De início, foi exatamente isso que ocorreu. Como o Gráfico 6.1 mostra, em março teve início um movimento de queda do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), inclusive com deflação em abril e maio. A trajetória descendente era puxada por Transporte, devido à menor circulação de pessoas no período. Veja que em abril, o receio quanto à duração das medidas de isolamento social motivou a procura por alimentos para a formação de estoques, com o grupo contribuindo fortemente para a inflação no mês. Mesmo assim, sua contribuição não foi suficiente para reverter a queda dos demais grupos no período.

Gráfico 6.1. IPCA e Contribuição dos Grupos na variação do mês

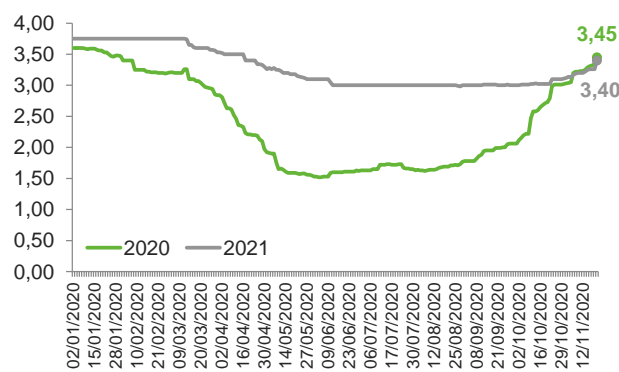
(Var. % mensal | Jan-Out/2020)



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

Gráfico 6.2. Evolução das Expectativas IPCA

(Var. % acum. em 12 meses)



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

Devido a este cenário traçado pelos primeiros efeitos da pandemia sobre a economia, as expectativas para o IPCA de 2020 foram caindo vertiginosamente, como o Gráfico 6.2 mostra. Em meados de junho, o consenso das expectativas de mercado era de inflação bem abaixo do limite inferior da meta (4,0%, $\pm 1,5$), em torno de 1,52%.

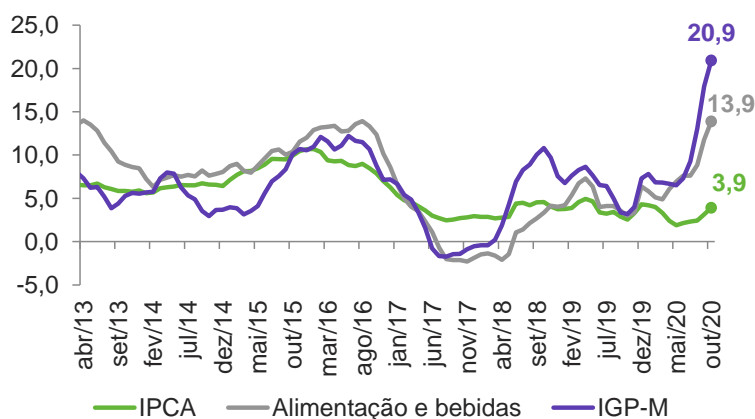
Entretanto, a partir de segundo semestre, teve início um processo de aceleração da inflação brasileira, comportamento motivado, principalmente, por dois eventos adversos da pandemia sobre a economia. O primeiro deles foi a forte desvalorização da moeda brasileira em relação ao dólar, um efeito esperado dado que, em momentos de crise e de rápida deterioração das expectativas, é comum uma fuga dos capitais das economias emergentes, na busca por ativos mais seguros. Esse movimento, ainda, foi fortalecido pelo risco fiscal instalado no país devido ao temor de abandono do ajuste fiscal no próximo exercício. Em meados de março, por exemplo, a moeda brasileira chegou a desvalorizar quase 50% em relação ao início do ano, com a taxa de câmbio atingindo R\$/US\$ 5,99. Desde então, houve uma melhora desse patamar, porém o câmbio ainda se manteve bem desvalorizado. Ainda, no mesmo período, houve uma recuperação das cotações das principais *commodities* no mercado internacional, fato potencializado domesticamente pelo dólar valorizado. Essa combinação de alta de preços internacionais e real desvalorizado, além de pressionar os custos de produção, representado aqui pelo IGP-M no Gráfico 6.3 a seguir, favoreceu a oferta da produção interna para o mercado externo, dada a maior rentabilidade das exportações.

O segundo foi o impacto do Auxílio Emergencial no poder de compra da população, especialmente a parcela mais pobre. Para muitas famílias, o efeito renda proporcionado pelo

programa de suporte aos mais vulneráveis possibilitou um maior consumo de bens, principalmente aqueles voltados para alimentação em domicílio. Ainda, como discutido anteriormente, a oferta interna de produtos básicos estava competindo com o mercado externo, o que culminou numa baixa oferta para um período de alta procura. Nesse contexto, o grupo acelerou bastante desde fevereiro e atualmente acumula uma inflação de 13,9% em 12 meses, bem acima do índice cheio.

Gráfico 6.3. Índices de Preço

(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: IBGE e FGV. Elaboração: FIERGS/UEE.

O relaxamento das medidas de isolamento e, por consequência, a retomada mais forte da atividade econômica, inclusive com bons resultados na geração de empregos formais, contribui para manter a demanda aquecida. No último dado disponível, de outubro, o IPCA subiu 0,86%, configurando o maior resultado para um mês de outubro desde 2002 (1,31%). No ano, a inflação dos preços ao consumidor acumula alta de 2,22% e, em 12 meses, avançou de 3,14% em setembro para 3,92%. Com isso, o mercado passou a revisar sequencialmente suas expectativas para cima e hoje projeta uma inflação de 3,45%, bem mais próxima ao centro da meta (4,0%, $\pm 1,5$) para 2020.

Esse reajuste nas expectativas é corroborado pelos indicadores de núcleo da inflação. Os núcleos são uma medida de inflação construída para captar mudanças de caráter fundamental nos preços, como pressões de demanda sobre a capacidade produtiva ou choques permanentes nos preços relativos. Em resumo, é uma medida de inflação que desconsidera ruídos resultantes de choques temporários nos preços. Dessa maneira, quando a mesma tendência é observada no índice cheio, o IPCA, e nas medidas de núcleo, isso pode ser interpretado como um sinal de mudança do patamar da inflação.

O Gráfico 6.4 ilustra bem essas características. O núcleo “por exclusão” é construído pela exclusão dos subgrupos alimentação no domicílio e monitorados do índice cheio, e ele mostra a tendência de queda pronunciada dos preços a partir de março. As outras medidas¹, por sua vez, não capturam essa queda na mesma intensidade, justamente porque se tratava de um choque negativo temporário. Por outro lado, as três métricas apresentam elevação nas últimas observações, sinalizando que a surpresa inflacionária do último bimestre pode não ser tão passageira quanto se imaginava.

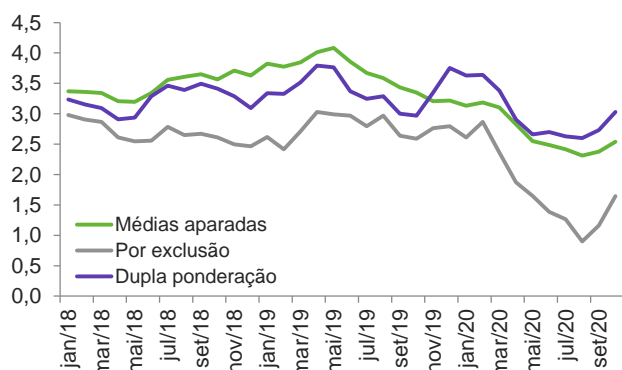
O Gráfico 6.5, por fim, nos mostra que a aceleração inflacionária não está mais restrita aos alimentos. O Índice de Difusão demonstra a parcela de subitens do IPCA com variação positiva no

¹ O núcleo de médias aparadas exclui os itens cuja variação mensal se situe, na distribuição, acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20. Os 60% restantes são utilizados para calcular a variação mensal do núcleo. O núcleo de dupla ponderação (IPCA-DP) ajusta os pesos originais de cada item de acordo com sua volatilidade relativa, procedimento que reduz a importância de componentes mais voláteis.

mês e, desde o início do segundo semestre, ele demonstra uma tendência de que a aceleração está se disseminando para outros grupos.

Gráfico 6.4. Medidas de Núcleo de Inflação

(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.5. IPCA – Índice de Difusão

(MM3)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

O cenário que se traça, portanto, é de elevação do nível de preços no curto prazo, pois as pressões altistas dão sinal de sobrevida. Primeiro porque é alta probabilidade de alguma extensão do auxílio, seja por meio de uma ampliação dos atuais programas de transferência de renda ou por meio de um prolongamento dos impactos da Covid-19 sobre a economia brasileira, numa eventual segunda onda da doença no País, fatores que, combinados, tendem a manter uma demanda aquecida. Em segundo lugar, o risco fiscal contaminou todos os fundamentos macroeconômicos e o impasse em relação ao orçamento do ano que vem, com uma possível flexibilização da regra do Teto de Gastos sendo considerada, contribui para que o ruído seja mais duradouro. Nesse sentido, podemos ainda sofrer com o repasse cambial no curto prazo. Na medida em que for necessário um aperto monetário, o diferencial de juros interno e externo tende a aliviar a pressão do câmbio.

Política Monetária

O ciclo de cortes da Selic iniciado em julho de 2019 adentrou o calendário de 2020, passando a taxa básica de juros de 4,5% para 4,25% na primeira reunião do ano. O momento era propício para um corte residual, visto que o choque altista no preço das carnes no final do ano passado havia arrefecido. Inclusive, em seu comunicado de decisão, o Copom (Comitê de Política Monetária) havia deixado claro de que era o fim do ciclo de afrouxamento monetário, pois entendia que os seus efeitos seriam defasados sobre a economia. Entretanto, a partir do início da pandemia no País, a autoridade monetária se viu obrigada a retomar os cortes, por conta do efeito contracionista da crise que se deflagrava sobre a atividade doméstica e externa e pela necessidade de dar suporte em termos de liquidez. Dessa maneira, atualmente a Selic está em um novo patamar mínimo histórico, 2,0%, e deve mantê-lo pelo menos até o primeiro trimestre do ano que vem.

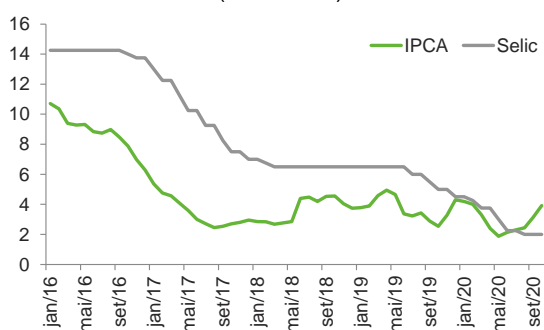
Durante esse processo, houve pressão do mercado para que a taxa básica de juros cedesse mais, pois as expectativas para inflação se encontravam bem abaixo do limite inferior da meta e os agentes contavam com um elevado nível de ociosidade na economia, consequências diretas da crise provocada pela pandemia. A autoridade monetária estava ciente dos riscos que o mercado enxergava. Em sua ata da reunião de maio, o Copom compartilhou dessa leitura, com expectativas de inflação para o horizonte relevante para a política monetária (2020 e 2021), bem

abaixo das suas metas (4,0% e 3,75%, respectivamente). Entretanto, entrou no radar do comitê “a potencial existência de um limite efetivo mínimo para a taxa básica de juros”. Nesse limite, a autoridade monetária não conseguiria mais estimular a economia com quedas adicionais de juros, de forma que caso o fizesse, poderia gerar distorções nos mercados financeiros e nos preços de ativos, o que só degradaria ainda mais as condições financeiras.

O tema, de fato, é delicado, especialmente para o Brasil. Nosso ponto de partida para enfrentar a crise era pior do que os demais países, de forma que incertezas quanto à sua trajetória fiscal prospectiva aumentavam o risco-país. Por outro lado, a experiência internacional demonstra que, em situações como essa, de riscos deflacionários e de desancoragem das expectativas, o prudente seria prover todo o estímulo necessário de imediato, em conjunto com a sinalização de manutenção da taxa básica de juros pelos próximos meses. Ainda, pesava para o caso brasileiro o fato de estarmos vivendo uma situação inédita, de juros em patamares mínimos, o que alimentava a cautela diante desse cenário.

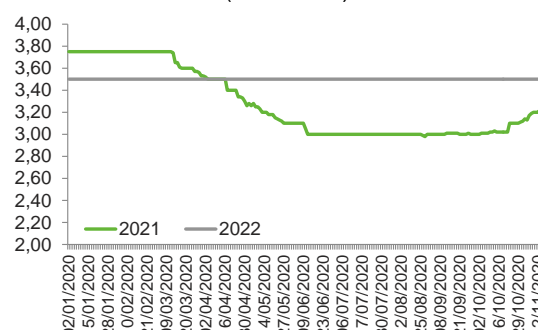
Por tais motivos, o Copom preferiu prover estímulos de forma moderada, para adquirir mais informações a cada reunião. Com essa estratégia, atingimos, em agosto, o atual patamar de Selic a 2,0%, o qual o comitê entendeu ser o limite mínimo, ou seja, não antevendo novas reduções. Por outro lado, ao compartilhar da leitura de que o cenário ainda demandava maiores estímulos, a autoridade monetária optou por fazer uso explícito de uma política monetária não-convencional, o “*forward guidance*” (FG), que consiste em uma indicação acerca dos seus próximos passos. O objetivo desse instrumento é aumentar a potência da política monetária por meio de uma comunicação mais clara com a sociedade. No caso, o Copom expressou uma intenção de política assimétrica, em que, satisfeitas as condições necessárias, ele não elevaria a taxa de juros. Assim, o comitê deixou claro que não tem intenção de reduzir a taxa de juros, a menos que as expectativas de inflação se aproximassem de suas respectivas metas de 2021 (3,75%) e 2022 (3,5%), e essa intenção é condicional à manutenção do Teto de Gastos e à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.

Gráfico 6.6. Meta da taxa Selic e IPCA
(Em % a.a.)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.7. Expectativas Inflação 2021-2022
(Em % a.a.)



Fonte: FOCUS/BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Como se observa no Gráfico 6.7 acima, a expectativa para a inflação para 2022 não foi alterada, pois somente no final do ano ela começa a entrar no horizonte relevante para a política monetária. Por outro lado, a expectativa para a inflação de 2021, assim como para a deste ano, sofreu sucessivas revisões para baixo, chegando ao patamar mínimo de 3,0% entre o final de setembro e começo de outubro. Agora, ela já se encontra bem próxima da meta estipulada para o ano, consequência das supresas com a trajetória da inflação discutida na seção anterior.

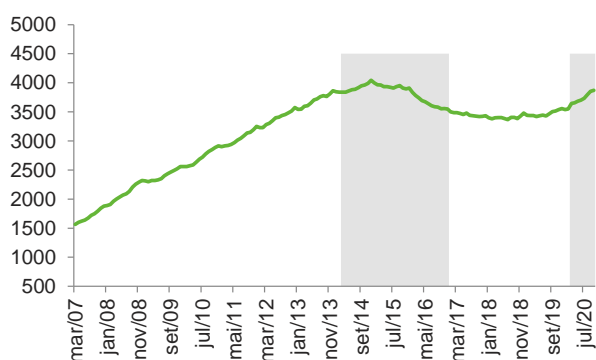
Por tais motivos, a incerteza quanto ao *timing* do aperto monetário esperado para o ano que vem depende de muitos fatores. Primeiramente, na manutenção das pressões inflacionárias, o que motivaria a autoridade monetária a diminuir os estímulos. Em segundo lugar, na definição

da manutenção do regime fiscal e se, numa eventual flexibilização do Teto de Gastos, como isso impactaria as expectativas para inflação e o repasse do câmbio. Note que este risco impacta diretamente o primeiro. Nesse sentido, foi importante a aprovação da autonomia do Banco Central no Senado, que agora depende da aceitação pela Câmara, pois numa eventual frustração com relação ao ajuste fiscal, as condições do endividamento público continuarão a piorar e impactar diretamente a curva de juros², levando o Banco Central a agir. Isso seria mais fácil e traria mais calma aos mercados se a autonomia já estivesse aprovada, pois sem uma âncora fiscal que impeça prejuízos para os detentores da dívida, a autoridade monetária não conseguirá manter a taxa de juros em 2,0%.

Mercado de crédito

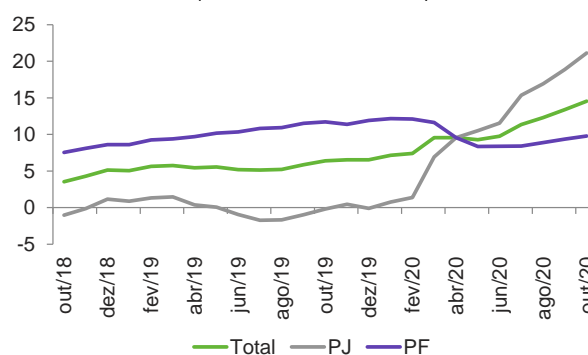
Com o início da pandemia no Brasil, havia muita incerteza quanto ao desempenho do crédito durante a crise que se formava, pois as expectativas com relação à economia eram cada vez mais revisadas para baixo. Entretanto, o mercado de crédito tem se mostrado melhor do que o esperado, contribuindo com os outros estímulos providos pelas transferências de renda e o afrouxamento da política monetária. O perfil anticíclico do crédito neste ano pode ser visto no Gráfico 6.8 abaixo, quando se compara o saldo de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) durante a crise fiscal 2014-2016 (primeiro período demarcado) com o período da pandemia. O saldo das operações de crédito do SFN atingiu R\$ 3,9 trilhões em outubro, crescendo 1,4% no mês, com aumentos de 1,7% em Pessoas Físicas (saldo de R\$ 2,2 trilhões) e de 1% na carteira de Pessoas Jurídicas (saldo de R\$ 1,7 trilhão). Em 12 meses, o crescimento da carteira total avançou de 13,4% para 14,5%, devido ao aumento nos créditos às empresas (de 18,9% para 21,1%) e às famílias (de 9,4% para 9,8%).

Gráfico 6.8. Saldo de Crédito do SFN
(Em R\$ bilhões constantes)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UÉE.

Gráfico 6.9. Crescimento do Saldo de Crédito do SFN
(Var. % em 12 meses)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UÉE.

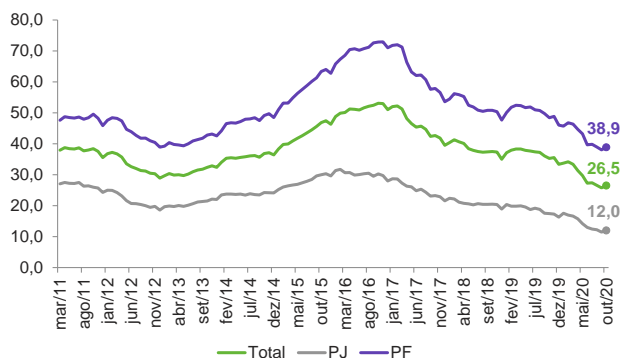
Ainda, em termos qualitativos, a expansão do crédito ao longo do ano é positiva, primeiramente porque ela foi acompanhada de uma redução contínua das taxas de juros na ponta final, inclusive com recursos livres, como pode ser visto no Gráfico 6.10. Em segundo lugar, ela também foi acompanhada de uma redução nas taxas de inadimplência, tanto de PF quanto PJ, que estão nas mínimas históricas (Gráfico 6.11). Esse comportamento se deve tanto as repactuações de dívida (que até agora já representou um alívio de caixa da ordem de R\$ 134,5

² Esse movimento já vem ocorrendo e será abordado no próximo capítulo.

bilhões), com extensão dos prazos aos devedores, quanto à manutenção da renda proporcionada pelo Auxílio Emergencial, que tem contribuído para manter a demanda das famílias aquecida, impedindo um efeito generalizado de pagamentos em atraso do SFN.

Gráfico 6.10. Taxas de Juros das Concessões com Recursos Livres

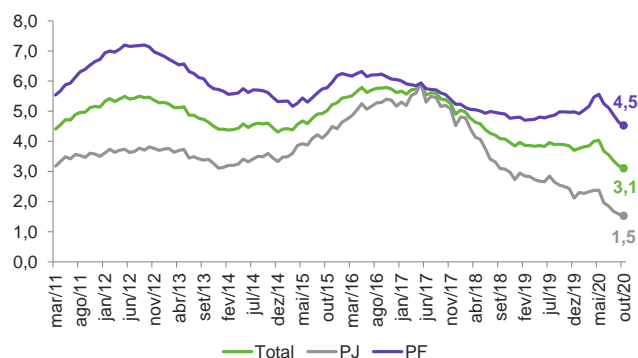
(Em % a.a.)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.11. Taxa de Inadimplência da Carteira de Recursos Livres

(Em %)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

O período também contou com um bom suporte do Governo e do Banco Central para prover e facilitar o acesso ao crédito para as empresas. Na comparação com outubro do ano passado, houve um crescimento do crédito de 12,8% para empresas grandes, 22,7% para empresas médias, 28,4% para pequenas e 38,4% para micro. Merece destaque o crescimento de R\$ 122,9 bilhões de crédito para as micro, pequenas e médias empresas nos meses de julho a outubro, reflexo das medidas de incentivos e facilitação à concessão voltados para esses setores, como o Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe), o Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (PEAC-FGI e PEAC-Maquinhinhas) e o Programa de Capital Giro para Preservação de Empresas (CGPE). É necessário também destacar o Programa Emergencial de Suporte a Empregos (PESE), que deu suporte a empresas de todos os portes, concedendo empréstimos no valor de R\$ 7,3 bilhões, para 128,7 mil empresas. Somados, os programas ampararam³ a concessão de créditos no valor de R\$ 142,6 bilhões, sendo 94% desse montante destinado a MEIs, micro, pequenas e médias empresas.

Tabela 6.1. Programas e Contratação por Porte de Empresa

(Em R\$ milhões – Valores liberados até 20.11.2020)

Porte	Pronampe		PEAC-FGI		CGPE*		PEAC-Maquinhinhas		Total	
	Qnt.	Valor	Qnt.	Valor	Qnt.	Valor	Qnt.	Valor	Qnt.	Valor
Micro	205.707	8.297,3	-	-	16.569,0	559,8	-	-	275.220	8.857,1
Pequena	270.166	24.520,5	79.194,0	13.964,3	68.407,0	4.290,5	-	-	417.767	42.775,3
Média	-	-	45.326,0	62.601,2	12.808,0	11.940,0	-	-	58.134	74.541,2
Grande	-	-	1.313,0	8.650,6	-	-	-	-	1.313	8.650,6
MEI, Micro e Pequenas	-	-	-	-	-	-	17.119,0	479,6	17.119	479,6
Total	475.873	32.817,8	125.833,0	85.216,1	97.784,0	16.790,3	17.119,0	479,6	769.553	135.303,8

*exceto operações inseridas também nos programas PESE ou PRONAMPE.

Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em termos de endividamento das famílias, a trajetória manteve o movimento crescente, iniciado em 2018. No último dado disponível, o endividamento das famílias com o SFN em relação

³ Até a data de 20/11/2020.

à renda acumulada dos últimos doze meses cresceu 3,8 p.p. de agosto de 2019 a agosto de 2020, atingindo 48,2% da renda das famílias, enquanto o comprometimento com o serviço da dívida se mantém ao redor do padrão histórico, passando de 20% da renda para 21% no mesmo período. A trajetória do endividamento é preocupante, mas pode ser atenuada pela formação de poupança da população e das empresas durante o período de crise, facilitado pelos programas de transferência de renda das famílias. No mesmo sentido, a reversão dessa trajetória crescente dependerá, necessariamente, do ritmo da recuperação do mercado de trabalho.

Quanto ao próximo exercício, os estímulos à retomada via o mercado de crédito devem diminuir de intensidade, especialmente para as PJ. No caso das famílias, é possível a manutenção de alguma facilitação do acesso na carteira de PF, ainda sob os efeitos dos juros mais baixos. Por outro lado, ainda é incerto como se comportará o padrão de consumo no pós-pandemia, pois isso depende de uma eventual intensificação do trabalho remoto, que impacta diretamente a carteira imobiliária e, de maneira oposta, às empresas e famílias. Por fim, a recuperação do mercado de trabalho também ditará o comportamento do crédito para aquisição de veículos e o de microcrédito, em particular se houver um crescimento da ocupação no mercado informal.

Perspectivas para 2021

Nosso cenário para inflação em 2021 projeta um nível de preços mais elevado do que a média dos últimos anos, por conta da manutenção, em intensidade bem menor do que a realizada neste ano, dos estímulos providos pelo Governo Central. Nesse cenário, a demanda se manteria mais aquecida do que a habitual, mesmo com uma elevação do desemprego no curto prazo, levando o IPCA para um nível acima da meta, em 4,0%. Ainda, contribuiria para este cenário os ruídos causados pelo desvio da trajetória de ajuste fiscal, mesmo que este seja de baixa escala.

Quanto aos juros, no cenário traçado, a autoridade monetária precisará retomar o aperto monetário, o qual esperamos ocorrer no início do segundo semestre. Isso se deve à deterioração das perspectivas com relação à economia brasileira, que deve manter elevado o nível de incerteza. Entretanto, o ciclo de aperto monetário não levará a Selic a níveis superiores a 3,0%.

Tabela 6.2. Perspectivas para 2021

(Em % a.a.)

	2019	2020*	2021*
IPCA	4,3	4,3	4,0
INPC	4,5	4,2	3,8
IGP-M	3,1	25,5	4,4
Taxa SELIC (meta, fim de período)	4,5	2,0	3,0

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