

VENTOS FAVORÁVEIS PARA A INFLAÇÃO, MAS RISCO FISCAL CORRE CONTRA

O desenho de um novo arcabouço fiscal, aliado ao risco de descontrole, colocam um desafio sobre a decisão do Comitê de Política Monetária de iniciar o ciclo de redução da taxa básica de juros.

O comportamento da inflação em 2022 pode ser dividido em dois momentos. O primeiro, concentrado nos seis primeiros meses do ano, foi caracterizado, predominantemente, por choques inflacionários originados da ascensão do conflito entre Rússia e Ucrânia, principalmente nos itens Monitorados. Adicionalmente, a atividade econômica e o mercado de trabalho trouxeram bons números nesse período, com a taxa de desemprego chegando próxima aos patamares de 2015 e pressionando a inflação de Serviços. O resultado disso foi a desancoragem das expectativas e uma inflação acumulando alta em 12 meses de 12,1%, maior número desde a crise de 2015. O Banco Central, na função de trazer as expectativas para dentro da meta (3,50% em 2022), agiu prontamente com aumentos sucessivos na taxa básica de juros. Nas reuniões de março e maio, elevou a Selic em 1,00 p.p.; nas duas seguintes (junho e agosto), reduziu o ritmo para 0,50 p.p..

Sob o cenário doméstico mais adverso, o Governo Central decidiu dar atenção para a proteção do poder de compra da população mais vulnerável e promulgou duas Emendas à Constituição, uma voltada para manutenção da renda e outra para redução dos impostos. A última medida reverberou sobre um processo de desinflação por três meses consecutivos – julho, agosto e setembro, fazendo com que o IPCA, no acumulado em 12 meses até outubro, chegasse ao patamar de 6,5%, ou seja, queda de 5,7 p.p. do montante visto em abril. No entanto, a elevação da renda disponível às famílias, somados a uma atividade econômica ainda aquecida pelo processo de reabertura da economia pós-covid, fizeram com que, dentre todos os itens que compõe o IPCA, os Serviços os únicos a manterem resiliência e não apresentarem quedas significativas. Em janeiro de 2022, o IPCA Serviços acumulava alta de 5,1% em 12 meses, 10 meses depois esse número já está em 8,1%.

Com a melhora do balanço de riscos, arrefecimento dos efeitos da Guerra no Leste Europeu e os efeitos defasados da política monetária, o Comitê optou por interromper o ciclo de aperto monetário na reunião de setembro, mantendo a Selic em 13,75%. O ciclo iniciado em março de 2021, 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 caminho adverso no próximo ano, e deverá permanecer novamente acima da meta no próximo ano, em 5,2%.

Portanto, nossa perspectiva para 2023 é de uma inflação menor e a convergência para o centro da meta (3,00%) só deve ocorrer em 2024. O prognóstico de uma boa safra e a normalização das cadeias globais de suprimentos, devem favorecer a dinâmica pelo lado da oferta. Por outro lado, os desafios fiscais que estão por vir, principalmente, a possibilidade de medidas que coloquem em xeque a responsabilidade fiscal e o novo desenho do arcabouço brasileiro, impõe um cenário adverso e volátil para o ano que vem. É esperado que o setor de Serviços continue sua trajetória de elevação, enquanto Alimentos e Bens Industriais devem apresentar viés de baixa ao decorrer do ano. Diante da possibilidade de um cenário mais pressionado, a nossa grande dúvida está sobre o momento em que o Comitê de Política Monetária deve iniciar o ciclo de redução da taxa básica de juros, a única certeza que temos é que o movimento deve iniciar mais tarde do que prevíamos.

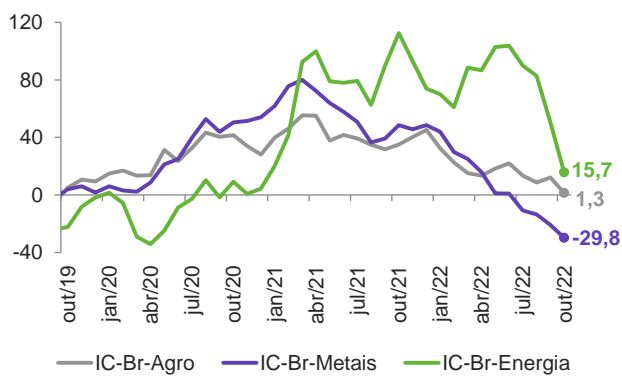
Inflação: ainda acima da meta e expectativas pressionadas pelo risco fiscal

Após encerrar 2021 em 10,1% e alta disseminação entre os setores, com o índice de difusão alcançando o maior nível de 6 anos em dezembro (74,8%), atualmente o IPCA acumula alta de 6,5% nos últimos doze meses até outubro. No decorrer do ano, duas forças atuaram sobre os preços, a primeira foram as consequências da guerra entre Rússia e Ucrânia que vieram no sentido de aumentar a magnitude, enquanto, no segundo semestre, a promulgação, pelo Governo Federal, da PEC dos Combustíveis, reverberou em três desinflações mensais seguidas.

Com a invasão da Rússia ao território Ucrâniano, especificamente, no final do mês de fevereiro, houve a elevação das cotações dos principais itens da pauta exportadora dos dois países, as *commodities* energéticas (petróleo e gás natural) e os grãos (trigo e milho). No primeiro trimestre do ano, os preços dos contratos futuros de Trigo e Milho elevaram-se em 30,5% e 26,5%, respectivamente, na comparação com o trimestre anterior. O preço do petróleo, por sua vez, que já vinha pressionado desde 2020, pelo descasamento entre oferta e demanda por conta da forte recuperação econômica pós-pandemia, passou a ser negociado acima dos US\$ 110/barril pela primeira vez desde 2014, fazendo as cotações aumentarem em 38,7% no primeiro trimestre de 2022. O Gás Natural, por sua vez, cresceu 51,3% nessa mesma base de comparação. Todos esses valores reverberaram sobre o Índice de *commodities* calculado pelo Banco Central, IC-Br¹, o qual registrou alta de 32,1% no acumulado em 12 meses até jun/2022. 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 até jun/22 (103,8%), seguido das agrícolas (21,9%) e em menor grau as metálicas (0,9%).

Gráfico 6.1. Índice de commodities – IC-Br

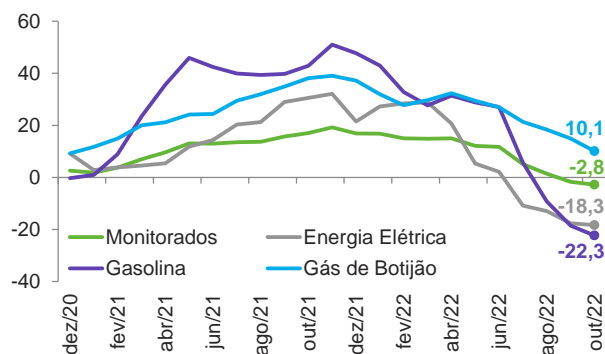
(Var. % acum. em 12 meses até outubro/22)



Fonte: Banco Central. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.2. IPCA Monitorados

(Var. % acum. em 12 meses até outubro/22)



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

O crescimento dos preços das *commodities* energéticas, pressionaram ainda mais o IPCA Monitorados, que já apresentava tendência de alta desde 2021, principalmente, em razão da crise hídrica que impulsionou os preços da Energia Elétrica. Vale lembrar que a bandeira de escassez hídrica ficou em vigência por oito meses, entre setembro de 2021 e abril de 2022. No quarto mês do ano, a Gasolina e a Energia Elétrica já acumulavam alta de 31,4% e 20,4% em 12 meses, respectivamente. Devido aos efeitos indiretos, também expandiram os preços de Alimentos e Bens Industriais. No quarto mês do ano, o IPCA alcançou o seu pico, acumulado alta de 12,1%

¹ 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).

em 12 meses, impulsionados pelos preços de Monitorados (15,0%), Alimentos (16,1%) e Bens Industriais (14,2%).

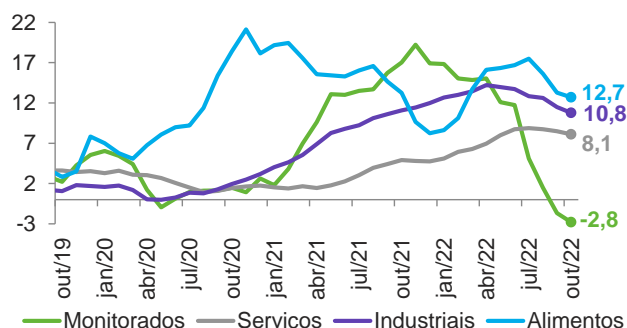
Diante desse cenário desafiador e as consequências em relação ao poder de compra das famílias, o governo federal decidiu intervir e promulgou a PEC dos Combustíveis. A Emenda à Constituição limitou, em patamar modal, as alíquotas de ICMS de energia elétrica, combustíveis, telecomunicações e transporte público. Além disso, reduziu a zero os impostos federais PIS/PASEP e Confins sobre Diesel, Gás Liquefeito de Petróleo (GLP), Biodiesel e Querosene de aviação. Como resultado, o IPCA registrou três meses seguidos de desinflação: 0,68% em julho, 0,36% em agosto e 0,29% em setembro.

A partir da promulgação da PEC, o cenário internacional também passou a colaborar com a redução de curto prazo do IPCA. As expectativas de desaceleração mundial, consequência do ciclo de aperto monetário das principais economias desenvolvidas do mundo – Estados Unidos e Zona do Euro, além da continuidade da política “Covid zero” na China, refletiram sobre os preços internacionais, principalmente as *commodities*. Como ilustrado no Gráfico 6.1, IC-Br está há 5 meses apresentando quedas consecutivas na margem, recuou 3,5% entre setembro e outubro, após cair 1,4% no mês anterior. Em 12 meses, o índice acumula retração de 1,7%, queda substancial em relação a setembro (crescimento de 13,4%). A soma desses fatores fez o IPCA desacelerar em outubro, chegando ao patamar de 6,5% no acumulado em 12 meses, queda de 5,7 p.p. em relação ao pico formado em abril, houve retração dos itens de Monitorados (-2,8% no acumulado em 12 meses) e manutenção da alta de Alimentos (10,8%).

As únicas aberturas do IPCA que se mantiveram resilientes em 2022 foram os Serviços e Industriais. 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, contribuiu para manter a demanda aquecida. Adicionalmente, o governo federal promulgou, no mês de julho, a PEC dos Benefícios Sociais, que somaram R\$ 41,3 bilhões em gasto público para o segundo semestre do ano, o efeito renda proporcionado pelo programa de suporte aos mais vulneráveis, possibilitou um maior consumo de bens, principalmente aqueles voltados para os Serviços. Sob esse contexto, o grupo de Serviços acelerou durante 2022, atualmente (outubro) acumula alta de 8,1% em 12 meses, acima do índice cheio. No acumulado dos últimos 6 meses, itens como passagem aérea (+72,3%), mudança (+10,3%), alimentação fora do domicílio (+4,7%), aluguel (+4,2%), entre outros, apresentaram reajustes de preços bem maiores do que o esperado.

Gráfico 6.3. Grupos do IPCA

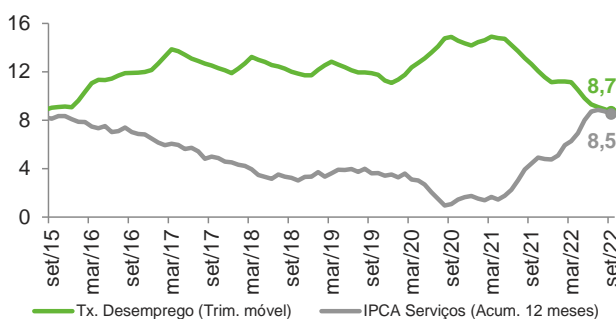
(Var. % acum. em 12 meses até outubro/22)



Fonte: Banco Central. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.4. Tx. de desemprego e IPCA Serviços

(Tx. de desemprego: % da força de trabalho | IPCA: Var %)

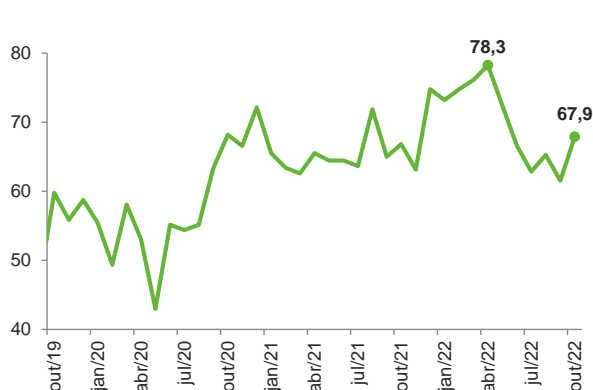


Fonte: Banco Central. IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Mesmo com a redução da inflação em itens mais voláteis, os núcleos seguiram elevados durante o ano, o que reforça a manutenção de uma política monetária em território contracionista por um período longo. No acumulado em 12 meses até setembro, a média das métricas de núcleo fornecidas pelo Banco Central foi de 9,70%, valor inferior aos vistos em agosto e setembro, 10,34% e 10,08% respectivamente. Veja que os núcleos se encontram bem acima da meta de inflação de 2022 (3,50%), resultado, sobremaneira, do IPCA EX 3, que agrega apenas itens selecionados de Serviços e Bens Industriais. Esse núcleo apresentou o primeiro recuo (-0,2 p.p.) no mês de outubro, após 25 meses com altas sucessivas, mesmo assim ainda está em patamar de dois dígitos, 11,3% no acumulado em 12 meses até outubro/22. Esses valores nos dão pistas de que, nos próximos meses, os serviços irão desempenhar um papel importante nas leituras do IPCA, principalmente, porque o próximo Governo deve promulgar uma série de medidas (reajuste de servidores, salário mínimo real, ampliação de programas de transferência de renda) que irão elevar a renda disponível das famílias.

Gráfico 6.5. Índice de difusão do IPCA

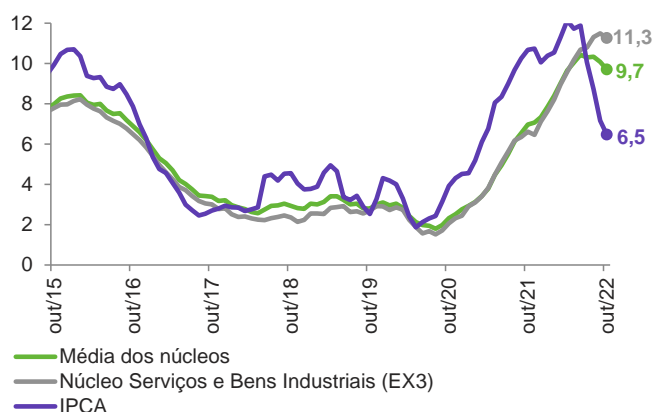
(% de itens que aumentaram no mês)



Fonte: Banco Central. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.6. Média dos núcleos

(Tx. de desemprego: % da força de trabalho | IPCA: Var %)



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

O que esperar de 2023? Em nosso cenário base, o IPCA encerra o ano em 5,2%, no entanto, pelos discursos adotados pela equipe de transição do novo governo, há um viés de alta nas nossas projeções. Considerou-se que, primeiramente, o mundo está passando por um processo de desaceleração econômica, o que deve colaborar para a desinflação doméstica. O cenário de juros elevados e baixo crescimento econômico das economias desenvolvidas favorecem os preços das *commodities*. Além do mais, o prognóstico de uma boa safra para o ano que vem deve ser responsável pela queda dos preços dos Alimentos. Dado a recomposição dos estoques e as cadeias produtivas mais ajustadas, a inflação de Bens Industriais também deve colaborar com nível de IPCA menor.

Tabela 6.1. Perspectivas para 2022 e 2023

	2021	2022*	2023*
IGP-M	17,8	6,3	4,5
INPC	10,2	6,0	5,4
IPCA	10,1	5,8	5,2

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

Pelo lado dos preços Monitorados, é visto duas forças atuantes, por um lado, o preço do petróleo vai continuar em trajetória decrescente, no entanto, eventos climáticos e o risco de mudança de bandeira incidente sobre a conta de Energia Elétrica, pode empurrar os preços dos administrados para cima. Por fim, o viés altista no cenário base está condicionado ao risco fiscal, isso porque, a incerteza quanto à condução da política fiscal no ano que vem, causará impactos diretos sobre a taxa de câmbio, podendo impactar a inflação de bens importados. Além do mais, o maior gasto público deve aquecer a demanda, trazendo bons números ao mercado de trabalho e atividade econômica, a consequência disso é inflação de Serviços, que ainda se encontra resiliente e sem perspectivas de uma redução significativa.

Política Monetária: risco fiscal deve postergar o início do ciclo de redução dos juros

O ciclo de aumentos da Selic, iniciado em março de 2021, adentrou o ano de 2022. O início do ano foi marcado por uma inflação ainda pressionada e altamente disseminada entre os setores, o índice de difusão alcançou seu maior nível de 6 anos. Naquele momento as expectativas estavam longe do “plano de voo” do Comitê de trazer a inflação para dentro do intervalo da meta (2,00% a 5,00%) em 2022. Por essa razão, na reunião de fevereiro, o Banco Central optou por continuar com a mesma intensidade de aperto monetário realizado na última reunião de dezembro e elevou a Selic em 1,50 p.p. deixando-a em patamar de dois dígitos (10,75%).

Tabela 6.2. Expectativas Macroeconômicas Pré-Copom

(Projeções para o final do ano)

Reunião	Horizonte	IPCA (%)	Câmbio (R\$/US\$)	Primário (% PIB)	PIB (%)	Taxa Selic (% a.a.)
02/fev/22	2022	5,38	5,60	-1,00	0,30	11,75
	2023	3,50	5,50	-0,65	1,55	8,00
16/mar/22	2022	6,45	5,30	-0,70	0,49	12,75
	2023	3,70	5,21	-0,50	1,43	8,75
04/mai/22	2022	7,89	5,00	-0,27	0,70	13,25
	2023	4,10	5,04	-0,45	1,00	9,25
15/jun/22	2022	8,50	5,01	0,15	1,42	13,25
	2023	4,70	5,05	-0,30	0,55	10,00
03/ago/22	2022	7,15	5,20	0,30	1,97	13,75
	2023	5,33	5,20	-0,30	0,40	11,00
21/set/22	2022	6,00	5,20	0,75	2,65	13,75
	2023	5,01	5,20	-0,50	0,50	11,25
26/out/22	2022	5,60	5,20	1,00	2,76	13,75
	2023	4,94	5,20	-0,50	0,63	11,25

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

Na reunião de março, o cenário de referência mudou bruscamente pela eclosão do conflito entre Rússia e Ucrânia, que trouxe mais incerteza para o quadro inflacionário. A escalada do conflito no Leste Europeu, provocou um forte aumento nos preços das *commodities* e tornou o balanço de riscos para a inflação em 2022 mais complexo, principalmente para os preços de Energia e Industriais. Como pode ser observado na Tabela 6.2, as expectativas de inflação para 2022, 2023 aumentaram entre 1,07 p.p. e 0,20 p.p., reforçando a visão mais desafiadora do cenário e a necessidade da manutenção do ciclo de aperto monetário por uma janela maior do

que a esperada. O comitê optou por continuar com o ciclo de aperto monetário e elevar a taxa básica para 11,75%.

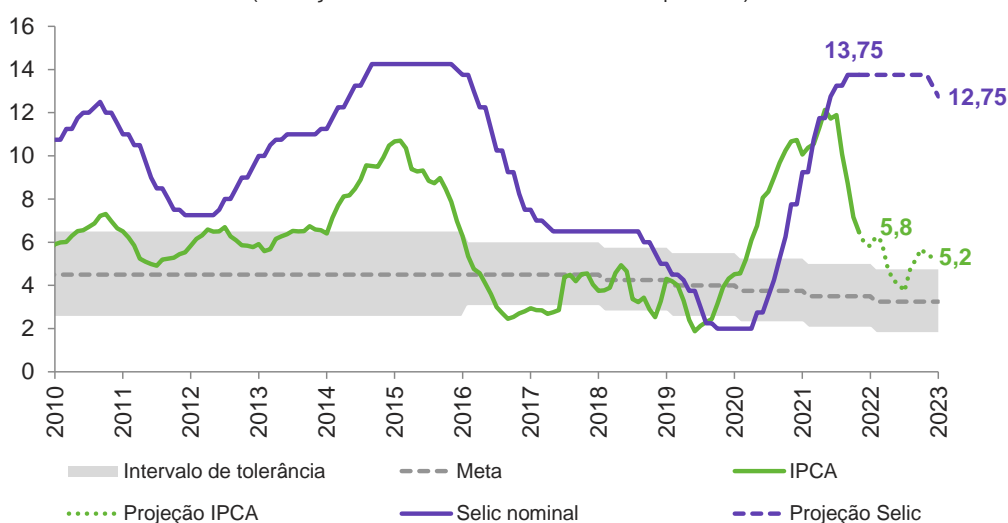
Nas três reuniões seguintes, o Copom manteve o ciclo de aperto, com passos de 1,00 p.p. e 0.50 p.p.. Parte da decisão foi motivada pelo cenário externo mais adverso, resultado da opção dos principais bancos centrais das economias desenvolvidas – o *Federal Reserve* e o Banco Central Europeu – por adotarem um tom mais agressivo na condução da política monetária, crescendo as discussões acerca da possibilidade de uma recessão global. Além disso, no cenário doméstico, a inflação de Monitorados e Alimentos mostrava-se resiliente, deteriorando o poder de compras das famílias. Por esse motivo, o Governo Federal optou pela promulgação da PEC Combustíveis e a de Benefícios Sociais, que resultou na queda em 1,35 p.p. das expectativas de inflação de curto prazo (2022) e um aumento das de 2023 (+0,63 p.p.).

Na reunião de setembro, o Copom decidiu encerrar o ciclo de aperto monetário, mantendo a Selic em 13,75%. A decisão veio influenciada pelas sucessivas deflações do IPCA, em consequência da PEC dos Combustíveis; mas, mais do que isso, devido às reduções de expectativas para o horizonte de 2023 e a possibilidade de desaceleração da economia mundial, a qual trouxe um tom mais benigno ao balanço de risco. Naquela ocasião, o BC ainda citou que as incertezas do cenário local e global, bem como os efeitos defasados da política monetária, o levariam a ter “mais cautela em suas ações”.

Para 2022, nosso balanço de riscos considera as perspectivas de desaceleração global, que contribui para a desinflação doméstica, dado os seus efeitos sobre os preços das *commodities*. Contudo, para o Brasil, esse efeito pode ser reduzido (ou até mesmo anulado) pelo canal do diferencial de juros, dados os seus efeitos sobre a taxa de câmbio, que deve reagir negativamente às condições financeiras globais. Do lado doméstico, o setor de serviços deve continuar resiliente, acelerando os preços inerciais, além disso, o provável reajuste de preços e salários indexados são riscos de alta que merecem uma atenção nos próximos meses. 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\$ 5,22 ao final de 2022 e R\$/US\$ 5,35 em 2023), 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.

Gráfico 6.7. Projeção IPCA e Taxa de Juros Selic

(Variação % acumulada em 12 meses | % a.a.)

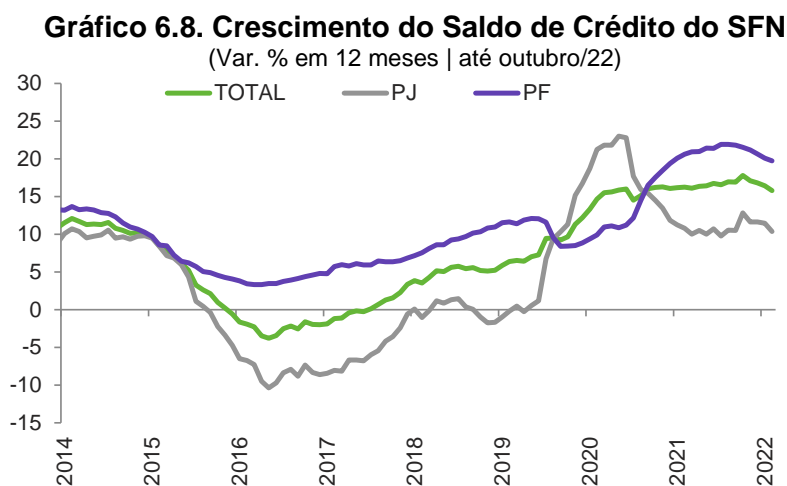


Fontes: IBGE. BCB. Projeções: UEE/FIERGS.

O que esperar daqui para a frente? Em nossa visão, apesar do patamar elevado da taxa de juros doméstica, que encerrará o ano em 13,75% e deverá alcançar 12,75% ao final de 2023, nossas expectativas para a inflação e taxa de câmbio estão sujeitas a um percurso desafiador em termos de instabilidade macroeconômica, dado as sinalizações de política fiscal e a possibilidade de desancoragem das expectativas para o horizonte relevante. Quanto à decisão da próxima reunião de fevereiro do próximo ano, acreditamos que o Comitê continuará mantendo a Selic em 13,75% e assim permanecerá até a reunião de novembro, o qual começará o ciclo de redução da taxa em 0,5 p.p..

Mercado de crédito: a política monetária contracionista começa a cobrar seu preço

Mesmo com a atividade econômica surpreendendo durante o decorrer deste ano, os efeitos do ciclo de aperto da política monetária com juros acima de dois dígitos e um processo inflacionário em ascensão, o mercado de crédito tem apresentado desaceleração ao longo de 2022. O saldo das operações de crédito do SFN atingiu R\$ 5,2 trilhões em outubro, crescendo 1,0% na margem, com aumentos de 1,8% em Pessoas Físicas (saldo de R\$ 3,1 trilhões) e de queda de 0,1% na carteira de Pessoas Jurídicas (saldo de R\$ 2,1 trilhão). Nas comparações com iguais períodos do ano anterior (vide Gráfico 6.8), o incremento no volume de crédito evidenciou desaceleração ao passar de 16,4% em setembro para 15,8% em outubro, configurando o terceiro mês seguido de redução da magnitude de crescimento em 12 meses. Seguindo essa mesma tendência, observou-se arrefecimento tanto no crescimento interanual do volume de crédito para empresas, que passou de 11,5% em setembro para 10,4% em outubro, quanto no destinado às famílias, de 20,1% para 19,7%, na mesma ordem.

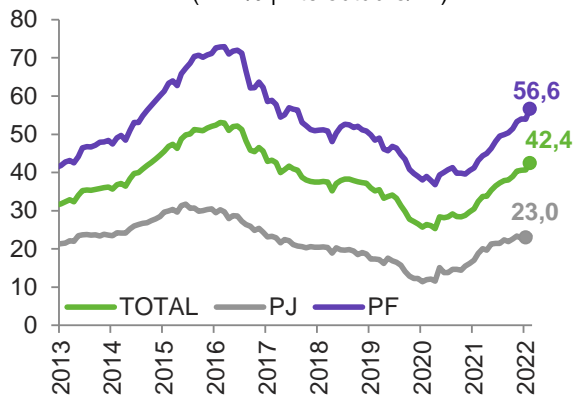


Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE

A queda da magnitude da expansão do crédito total, diferentemente do que vinha ocorrendo em 2022, é consequência das altas taxas de juros na ponta final. O Gráfico 6.8 ilustra essa situação, as taxas para recursos livres encontram-se em um patamar maior do que 2020 (56,6% a.a.) quando o ciclo de política monetária teve início, aproximando-se aos valores executados durante o ano de 2017 (57,8% a.a. em nov/2017). Os números altos dos juros são corroborados pelos níveis de inadimplência (Gráfico 6.9), que atualmente estão próximos aos maiores patamares da série histórica. As concessões de crédito livre às pessoas físicas e jurídicas vêm apresentando estabilidade, na série com ajuste sazonal. No mês de outubro foram

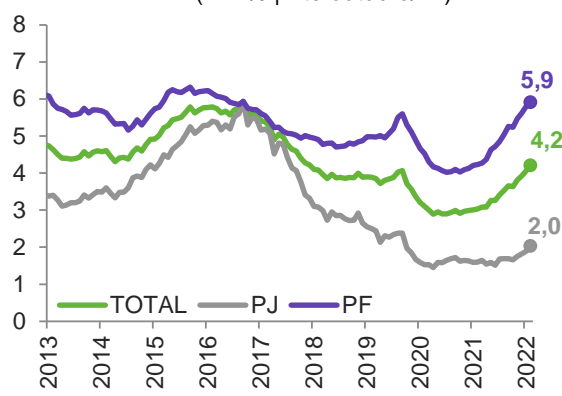
concedidos R\$ 235,1 bilhões à PF e R\$ 282,3 bilhões à PJ, valores que foram 0,6% e 0,2% respectivamente, maiores do que no mês anterior.

Gráfico 6.9. Taxas de Juros das Concessões com Recursos Livres
(Em % | Até outubro/22)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

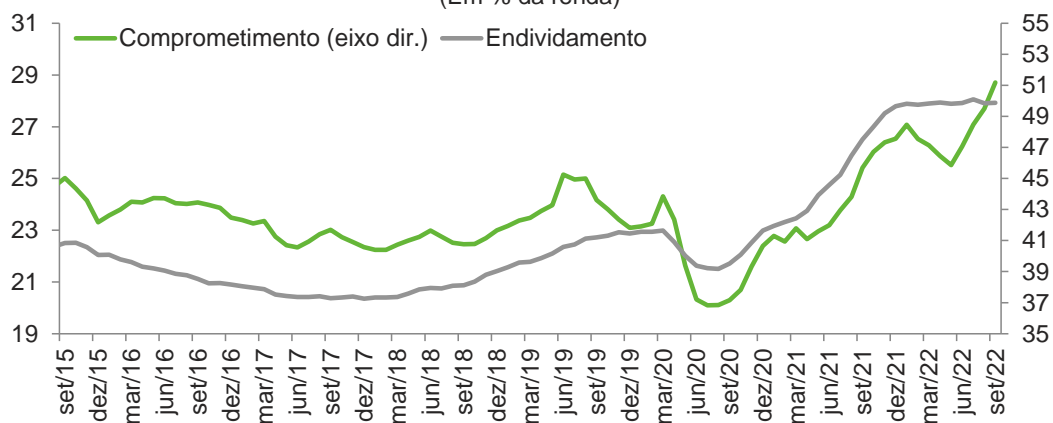
Gráfico 6.10. Taxa de Inadimplência da Carteira de Recursos Livres
(Em % | Até outubro/22)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em função do cenário mais adverso ao 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 setembro cresceu 2,3 p.p. em relação ao mesmo mês de 2021, atingindo 49,87%, enquanto o comprometimento de renda das famílias com o SFN passou de 25,4% para 28,7% no mesmo período.

Gráfico 6.11. Endividamento das Famílias
(Em % da renda)



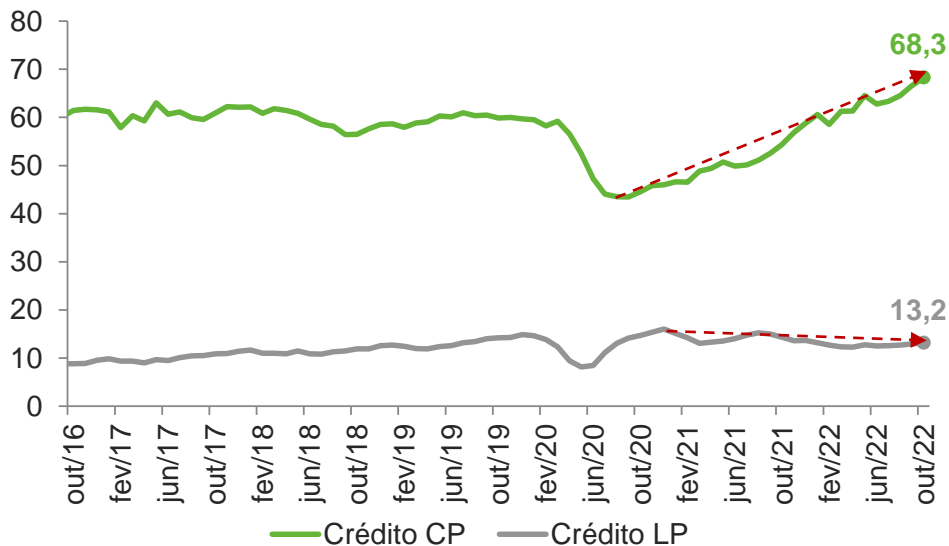
Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Quanto ao próximo exercício, os estímulos via crédito devem continuar em trajetória de queda, tanto pelo menor ritmo de crescimento esperado da atividade econômica quanto pelo atual ciclo de aperto monetário que deve encerrar 2023 acima de dois dígitos (12,75%). No caso das famílias, a alta taxa de juros e os números do endividamento devem colaborar para essa redução. Essa tendência já pode ser observada pelo tipo de crédito concedidos a pessoas físicas, tal como ilustrado no Gráfico 6.12, aquelas voltadas para o consumo de curto prazo (crédito rotativo de cartão de crédito e cheque especial) ainda persistem em trajetória crescente, sendo a média dos últimos três meses igual a R\$ 68,3 bilhões. Por outro lado, o volume de crédito com maturidade mais de longo prazo, como por exemplo, para aquisição de bens, tem se mostrado estável ao

longo desse ano, com probabilidade de iniciar sua trajetória de queda nos próximos meses. 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.

Gráfico 6.12. Concessões de crédito com recursos livres - Pessoas físicas

(Em bilhões de R\$ | Preços de outubro/2022 | Média móvel de 3 meses)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.