

Os Efeitos Defasados da Política Monetária e o Início da Desaceleração

Cecilia Machado
Economista-Chefe

Luana Miranda
Economista

Emanuelle Pires
Estagiária

Marcos Alves
Estagiário

Taric Latif
Estagiário

Victor Cota
Estagiário

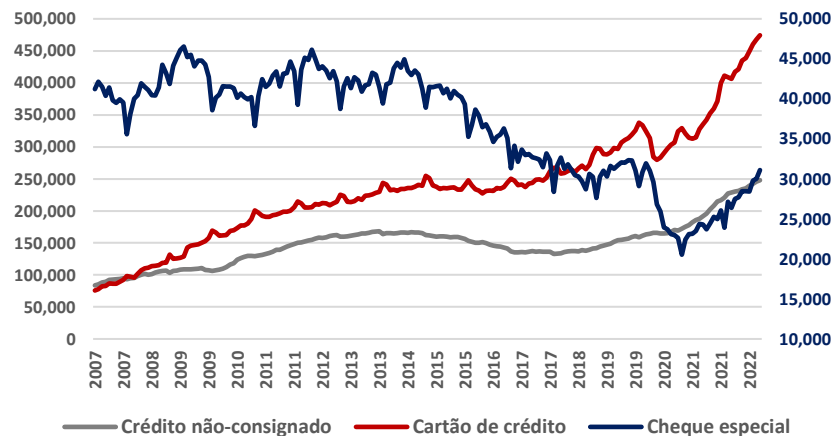
Entre março de 2021 e agosto de 2022 a taxa Selic subiu 1175 bps. Devido aos efeitos defasados da política monetária, e aos fortes estímulos fiscais praticados no ano, diversos indicadores de atividade mostravam resiliência até pouco tempo. Mas a última divulgação do PIB para o terceiro trimestre de 2022, a evolução do mercado de trabalho e o endividamento e a inadimplência das famílias e das empresas indicam que uma desaceleração está em curso, conforme esperado.

Um dos primeiros canais através do qual a política monetária atua na economia é através das taxas de juros dos empréstimos, já que a taxa Selic é referência para o custo dos bancos. Uma taxa de juros mais restritiva reduz a demanda por crédito e diminui o consumo, contendo o aumento de preços e contribuindo para o processo desinflacionário. De acordo com o Banco Central, o repasse da Selic para as demais taxas de juros da economia é rápido (ocorrendo frequentemente em até 3 meses), mas outros mecanismos – como os efeitos sobre câmbio, expectativas e riqueza – podem contribuir para defasagens mais longas. Foi apenas após cerca de quase dois anos do início do maior ciclo de altas de juros do regime de metas de inflação que os sinais da desaceleração se tornaram visíveis.

Em linha com o repasse da Selic para demais taxas, os spreads vêm crescendo continuamente desde junho, e no último mês (outubro) observou-se contração do crédito, em termos reais, no volume de novas concessões. Em destaque aparece a queda nas concessões de crédito livre às empresas (-5,7% mês-contramês) e no crédito direcionado às famílias (-7,5% mês-contramês). A inadimplência também aumentou, especialmente nas modalidades de crédito livre para as famílias, alcançando níveis muito próximos dos vistos nos anos 2015 e 2016, último ciclo de elevação da Selic, quando ela atingiu patamar próximo ao atual. O endividamento (como percentual da renda) alcançou 50%, enquanto o comprometimento da renda, 30%, os maiores níveis das duas séries históricas, refletindo uma importante mudança na composição da carteira de créditos das famílias, que passou a se concentrar nas modalidades mais caras, como no crédito não-consignado (Figura 1).

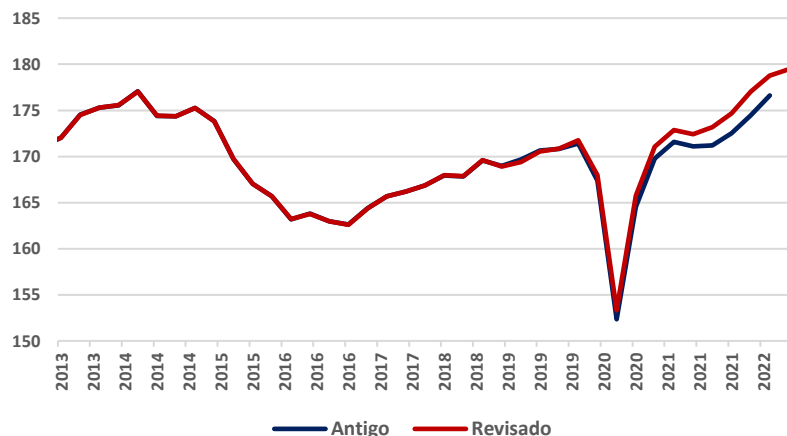
O PIB do terceiro trimestre do ano frustrou as expectativas de mercado, crescendo 0,4% em comparação ao trimestre anterior, menos que os 0,6% que eram esperados. Grande parte do fraco desempenho da atividade veio de uma revisão da série histórica, que indicou crescimento mais forte nos primeiros trimestres do ano e elevou a base de comparação para crescimento do trimestre corrente. Mas tanto o setor de serviços quanto a indústria já crescem a taxas mais baixas que as taxas vistas no trimestre anterior, indicando que a velocidade do crescimento é menor (Figura 2).

Figura 1: Saldo da carteira de crédito com recursos livres - Pessoas físicas (R\$ milhões, Real)



Fonte: BCB, BOCOM BBM

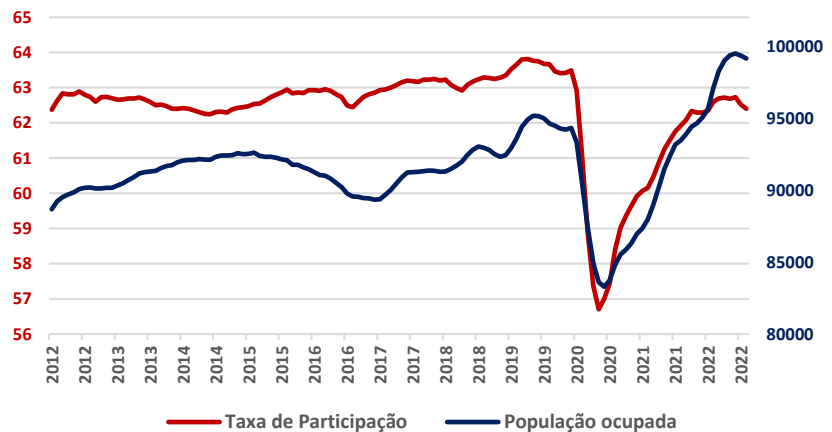
Figura 2: PIB



Fonte: IBGE, BOCOM BBM

Já a taxa de desemprego, que seguiu recuando para 8,3% – o menor nível desde junho de 2015 – reflete principalmente uma baixa taxa de participação, em 62,6%, quase um ponto percentual abaixo dos níveis pré-pandemia, em linha com os efeitos dos programas de transferência de renda na oferta de trabalho. E a população ocupada, que segue crescendo, com sinais de desaceleração na margem, mostra que mercado de trabalho responde aos estímulos fiscais praticados, e que os efeitos de política monetária mais restritiva no emprego ainda estão por vir (Figura 3).

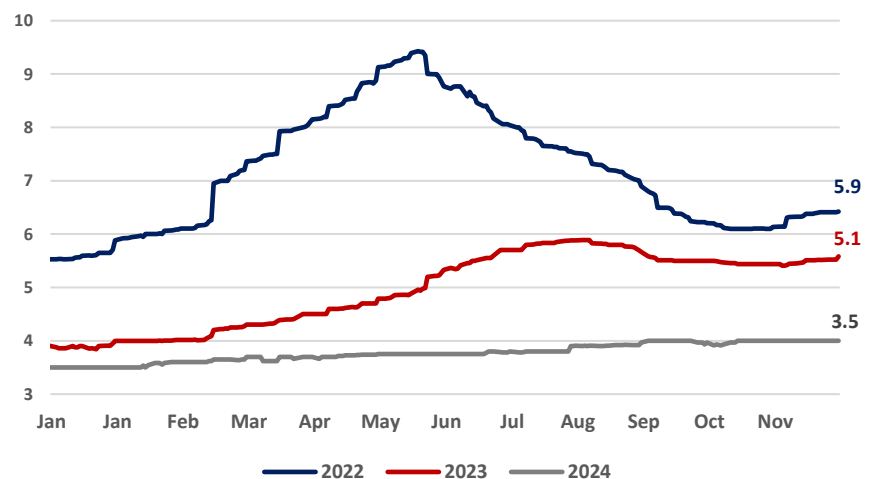
Figura 3: Taxa de Participação e População Ocupada (SA)



Fonte: IBGE, BOCOM BBM

Ao todo, crédito, emprego e atividade mostram que a economia está – provavelmente – desacelerando, o que ajuda o processo desinflacionário. Mas há riscos para a convergência da inflação para a meta em 2023, já que diversas projeções (incluindo a nossa) estão incorporando apenas parte dos diversos riscos inerentes a inflação de administrados no ano que vem, que incluem discussões sobre o retorno de impostos federais sobre combustíveis, volta da cobrança de ICMS sobre transmissão e distribuição de energia elétrica e a exclusão da gasolina da categoria de bens essenciais. No mais, o tamanho do waiver que será aprovado na PEC de transição também sustenta a atividade e traz mais pressões inflacionárias. A maior parte dos riscos para 2023 apontam para a mesma direção, e as expectativas de inflação do Focus, que foram reajustadas para baixo ao longo de boa parte do ano, passaram a ser revisadas para cima. (Figura 4)

Figura 4: Expectativa de Inflação (Focus)



Fonte: BCB, BOCOM BBM

Este relatório foi preparado pelo Banco BOCOM BBM e é distribuído gratuitamente com o único propósito de fornecer informações ao mercado. Quaisquer previsões, estimativas e informações contidas neste documento foram baseadas em pesquisas proprietárias e não devem ser interpretadas como aconselhamento ou recomendação de investimento. Embora as informações contidas neste documento tenham sido preparadas com o máximo cuidado e diligência, a fim de refletir os dados e bases de dados disponíveis à época em que foram coletados, o Banco BOCOM BBM não pode garantir a exatidão das mesmas. O Banco BOCOM BBM, e/ou suas empresas controladas, não se responsabilizam por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do presente conteúdo, devendo o cliente buscar aconselhamento técnico adequado e tomar suas próprias decisões de investimento. Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo destinatário ou usado para qualquer finalidade sem o consentimento prévio, por escrito, do Banco BOCOM BBM.

Nossa projeção de inflação se elevou para 5,8% em 2022 e 5% em 2023. Tendo em vista que parte dos efeitos defasados da política monetária já estão em curso, acreditamos que o Banco Central deve manter a Selic em 13,75% por boa parte de 2023, e espaços para cortes irão depender da velocidade de convergência da inflação em seus componentes mais inerciais. Para 2023, nosso cenário contempla uma corte de 250 bps na Selic, alcançando 11,25% ao final do ano que vem, mas os riscos indicam que o espaço para cortes pode não ser tão grande. Abaixo estão nossas demais projeções.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2019	2020	2021	2022P	2023P
Crescimento do PIB (%)	1,1%	-3,9%	4,6%	2,9%	1,2%
Inflação (%)	4,3%	4,5%	10,1%	5,8%	5,0%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	11,7%	13,9%	11,1%	8,2%	8,5%
Taxa Selic (%)	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	11,25%
Contas Externas					
Balança Comercial (US\$ bi)	48	32	36	41	43
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-65	-24	-28	-59	-48
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-2,8%	-0,9%	-1,8%	-3,2%	-2,4%
Política Fiscal					
Resultado Primário Governo Central (% do PIB)	-1,2%	-10,0%	-0,4%	0,7%	-0,7%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	74,3%	88,8%	80,3%	74,7%	77,4%