

Relatório de Inflação

16 de dezembro de 2021

Fabio Kanczuk



Cenário básico

Cenário externo

- Ambiente se tornou menos favorável. Alguns bancos centrais expressaram necessidade de cautela frente à maior persistência da inflação, tornando as condições financeiras mais desafiadoras para economias emergentes. Além disso, a questão imobiliária na China, a possibilidade de nova onda da Covid-19 durante o inverno e o aparecimento da variante Ômicron adicionam incerteza quanto ao ritmo de recuperação nas economias centrais.

Atividade econômica

- A divulgação do PIB do terceiro trimestre revelou evolução ligeiramente abaixo da esperada. Indicadores de mais alta frequência indicam recuo da atividade econômica em setembro e possivelmente em outubro.
- Comitê revisou para baixo a atividade no curto prazo. Para 2022, por um lado aperto mais intenso das condições financeiras atuam desestimulando a atividade econômica, por outro, o crescimento tende a ser beneficiado pelo desempenho da agropecuária e pela normalização remanescente da economia.

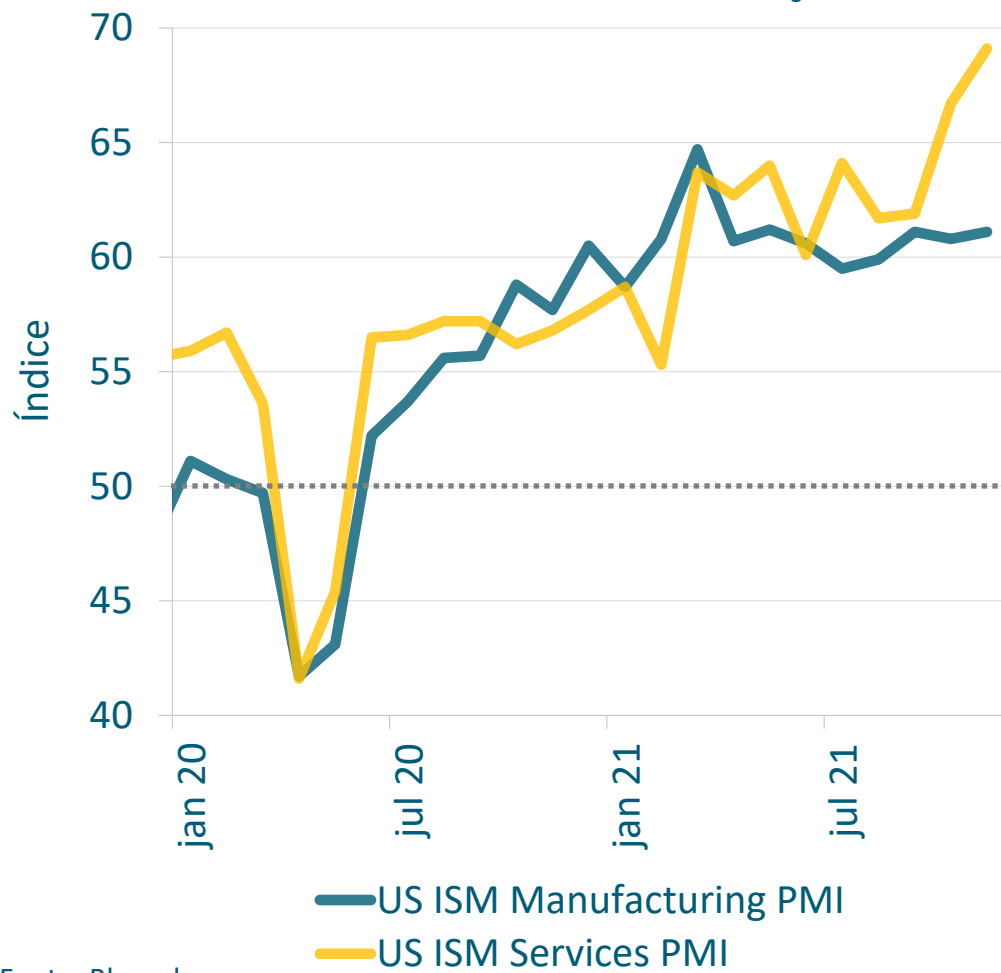
Inflação

- A inflação ao consumidor continua elevada. A alta dos preços foi acima da esperada, tanto nos componentes mais voláteis como também nos itens associados à inflação subjacente.
- A alta nos preços dos bens industriais ainda não arrefeceu e deve persistir no curto prazo, enquanto a inflação de serviços acelerou, refletindo a gradual normalização da atividade no setor.
- Prospectivamente, a queda significativa dos preços internacionais de *commodities* energéticas, que têm exibido volatilidade substancial, limitou a revisão para cima das projeções de curto prazo.

Cenário externo

Estados Unidos – Crescimento e Inflação

PMI industrial e de serviços



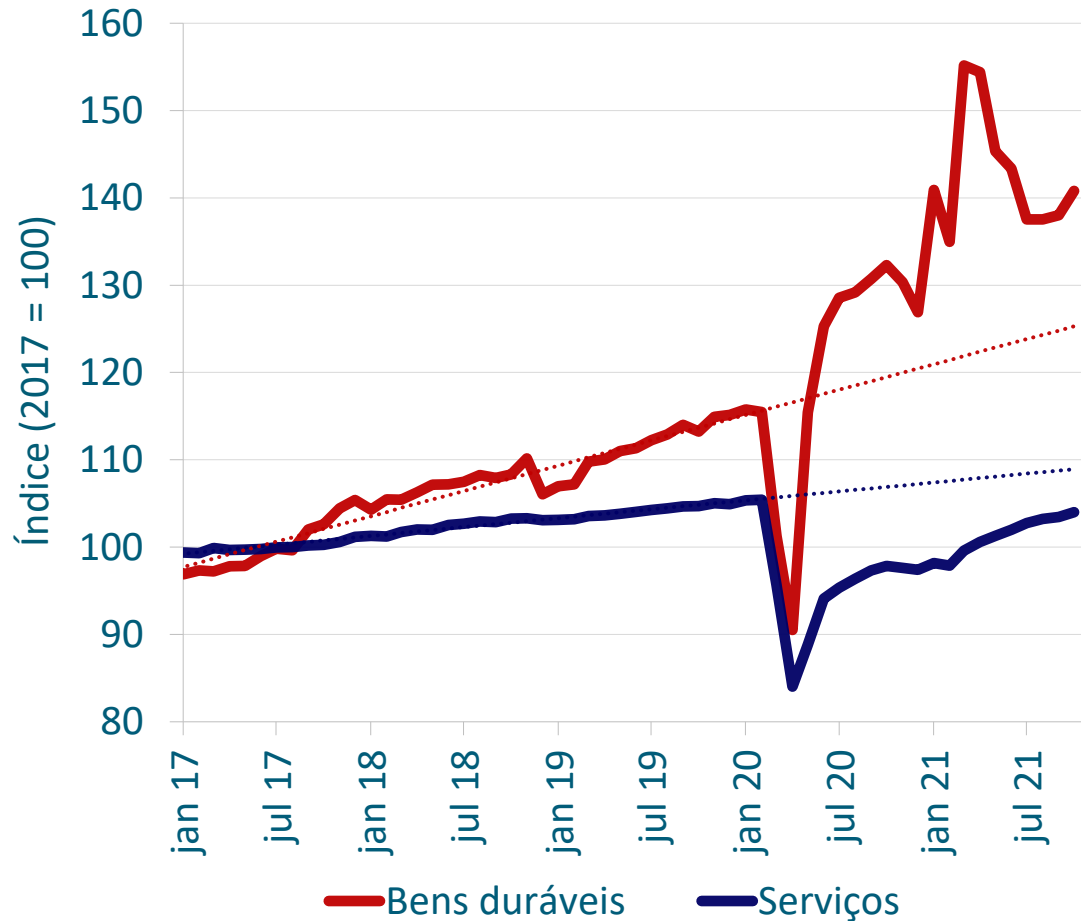
Juros e inflação nos Estados Unidos



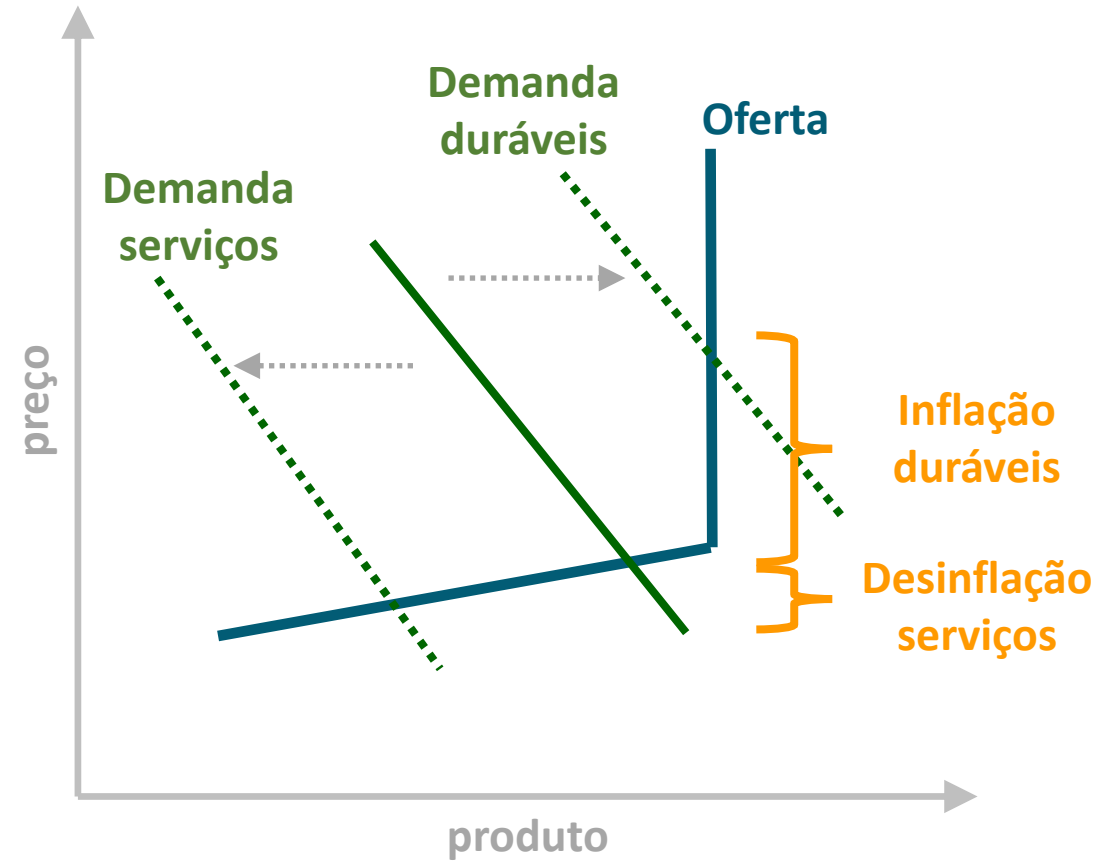
Fonte: Bloomberg

Demanda ou oferta?

Consumo das famílias nos EUA

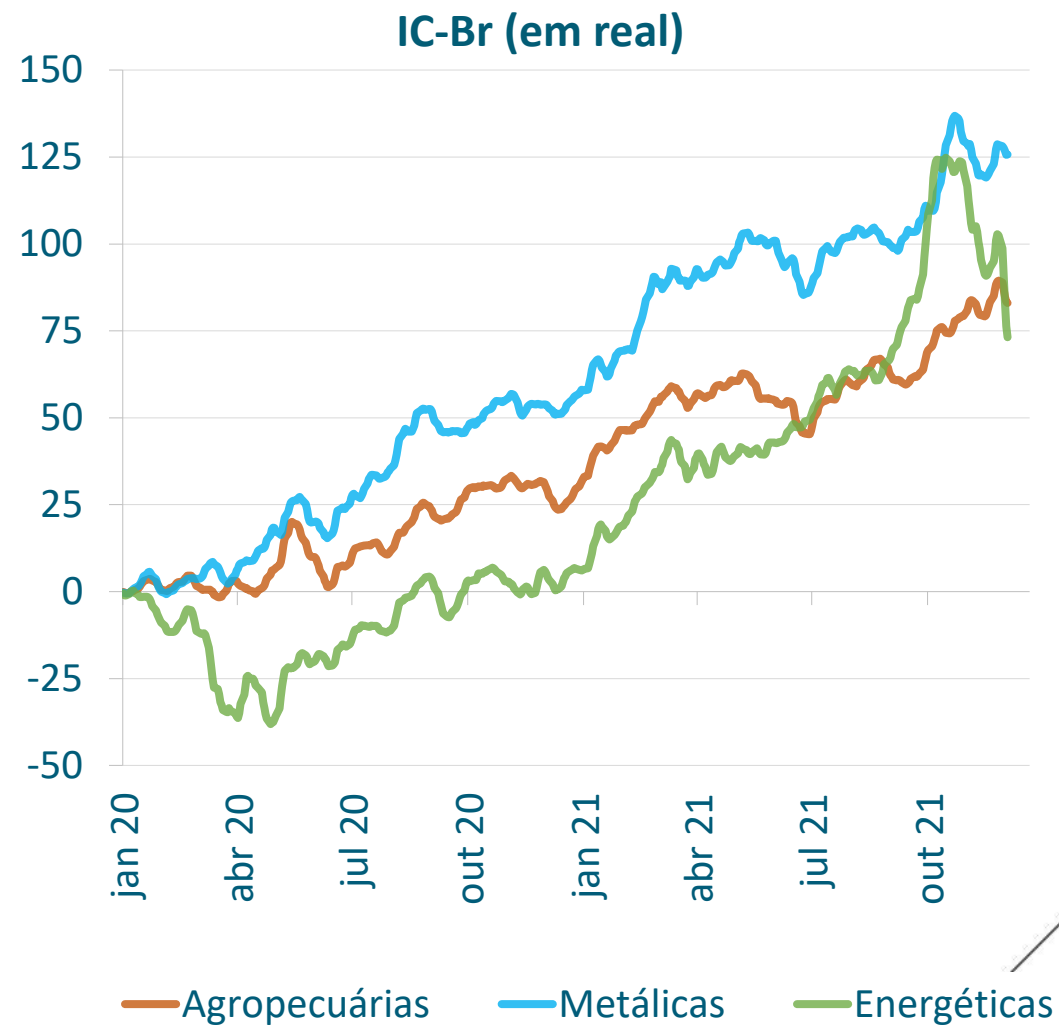
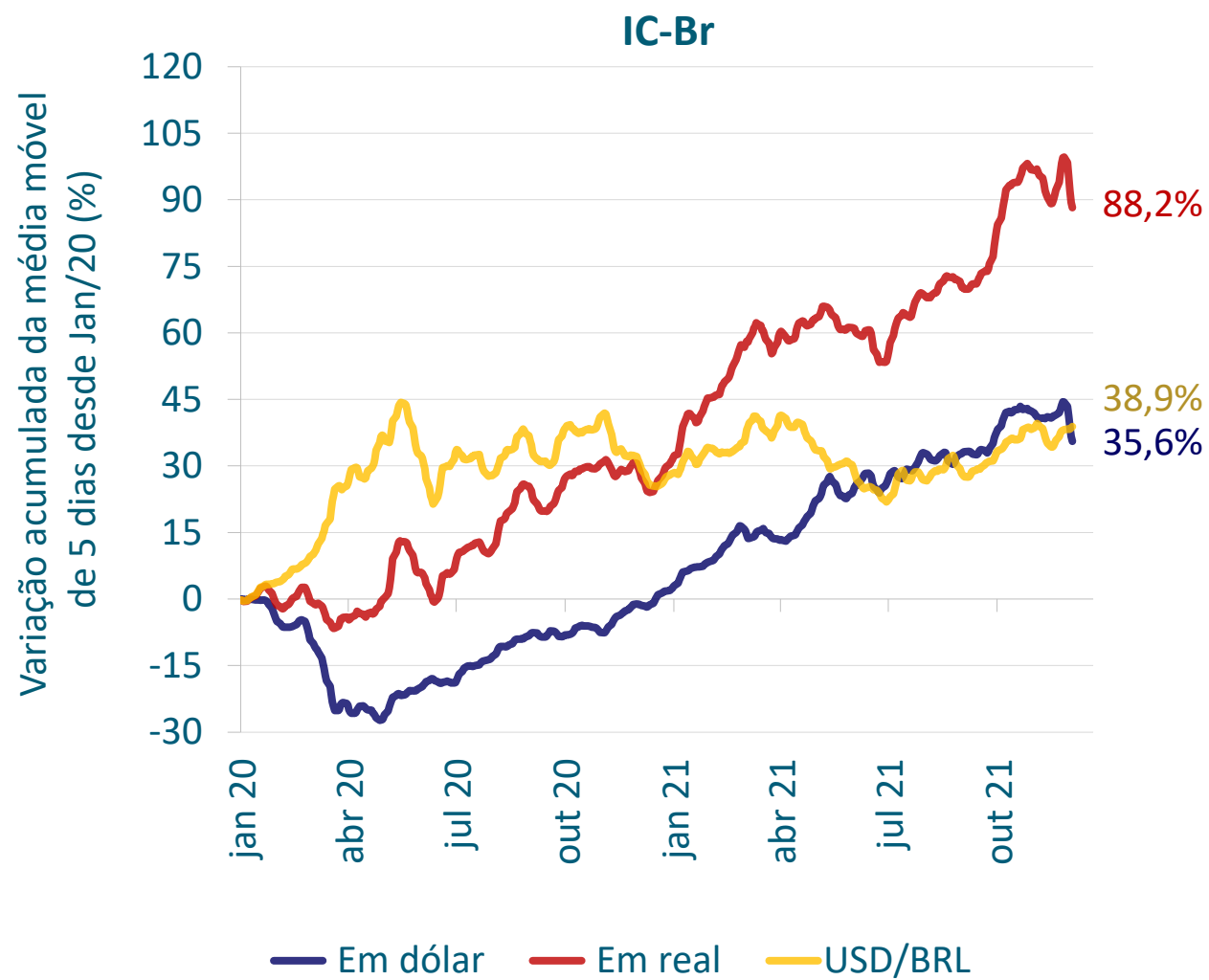


Fonte: FRED (Federal Reserve Bank of St. Louis)



dados até outubro de 2021

Preços de commodities



dados até 3 de dezembro de 2021

Boxe – Projeções para as contas externas de 2021 e 2022

US\$ bilhões

Discriminação	2020		2021		2022 ^{1/}	
	Ano	Jan- Out	Anterior ^{1/} Ano	Atual ^{1/} Ano	Anterior Ano	Atual Ano
Transações correntes	-24	-16	-21	-30	-14	-21
Balança comercial	32	36	43	35	60	52
Exportações	211	239	282	284	289	276
Importações	178	203	239	249	229	225
Serviços	-21	-14	-17	-17	-26	-26
dos quais: viagens	-2	-2	-2	-2	-7	-7
dos quais: aluguel de equip.	-12	-6	-7	-7	-8	-8
Renda primária	-38	-41	-49	-51	-51	-50
dos quais: juros	-22	-18	-23	-22	-24	-26
dos quais: lucros e dividendos	-17	-23	-27	-29	-27	-24
Investim. passivos	15	102	89	96	83	66
IDP	38	46	55	52	60	55
Inv. Carteira	-2	22	21	21	23	11
Outros inv. Passivo ^{2/}	-21	34	13	23	0	0

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos, créditos comerciais, depósitos e outros investimentos.

Projeção de *deficit* em transações correntes maior em 2021

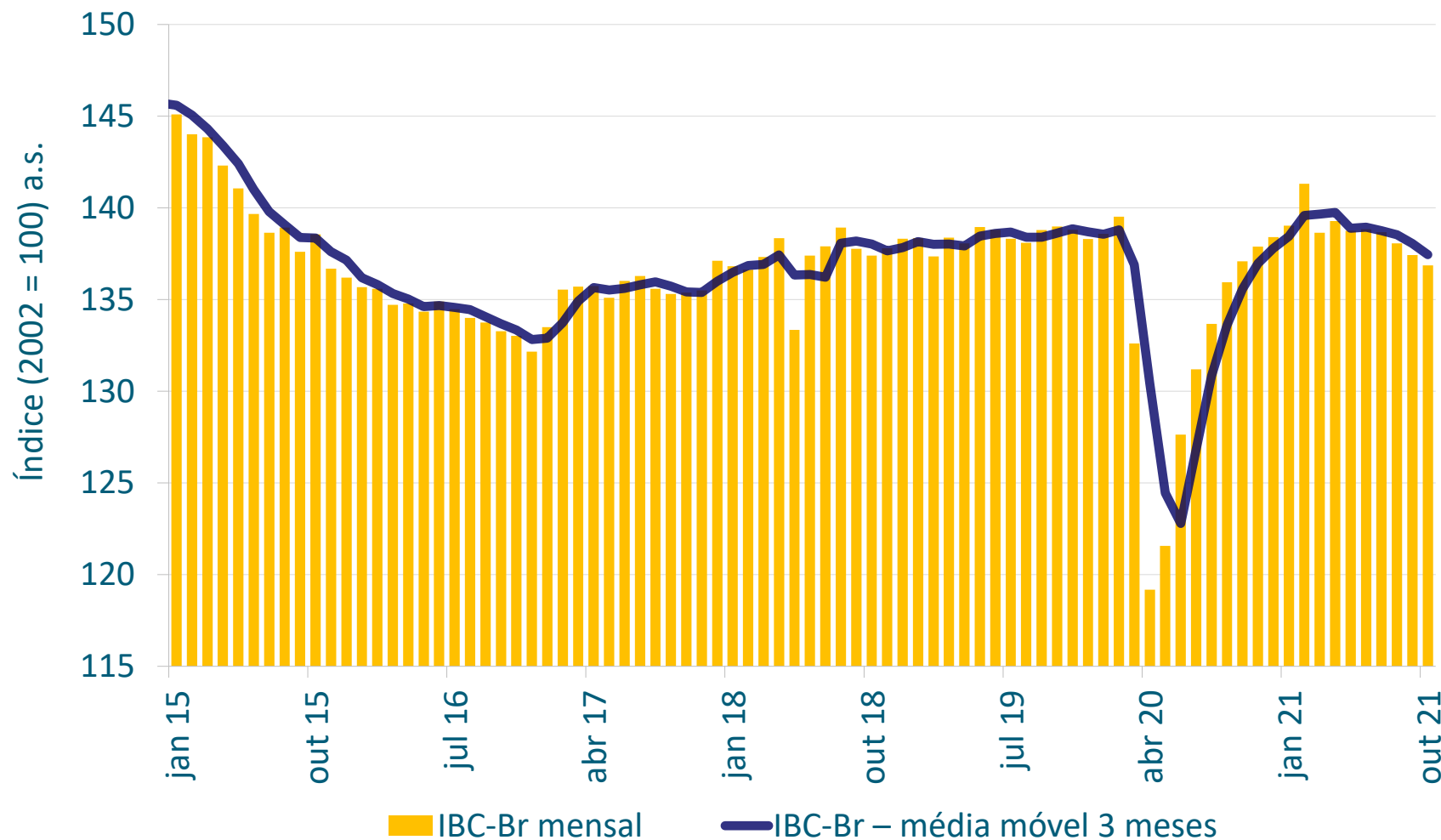
- Queda no saldo comercial pelo aumento das importações, com surpresa disseminada. Destaque para fertilizantes, cujos preços exibem alta acentuada nos últimos meses.

Para 2022, transações correntes com *deficit* também levemente maior

- A piora na projeção de valor das exportações reflete, além da recente deterioração nos preços do minério de ferro e petróleo, a menor produção desses dois produtos;
- Leve piora no IDP, mas praticamente estável como proporção do PIB;
- Manutenção da perspectiva de entradas líquidas em investimentos em carteira, especialmente títulos de dívida, porém em magnitude menor.

Atividade econômica

Atividade econômica

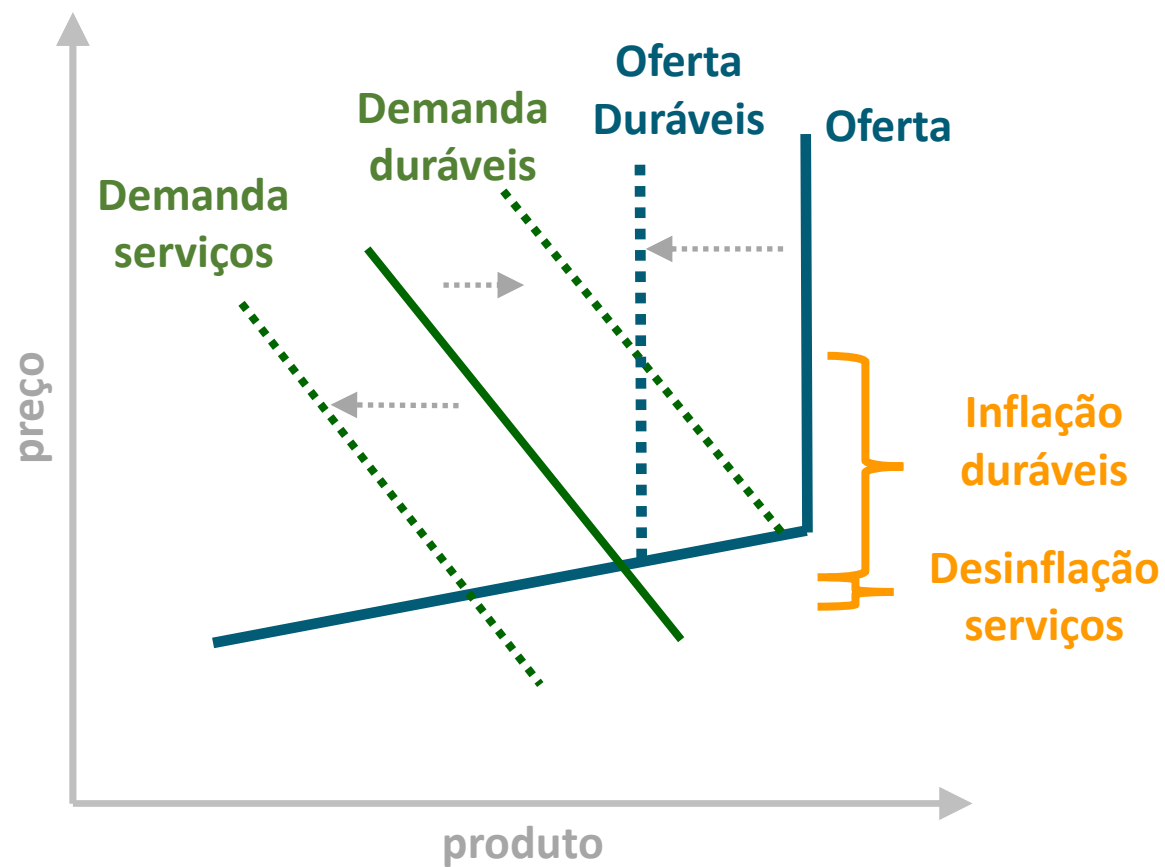
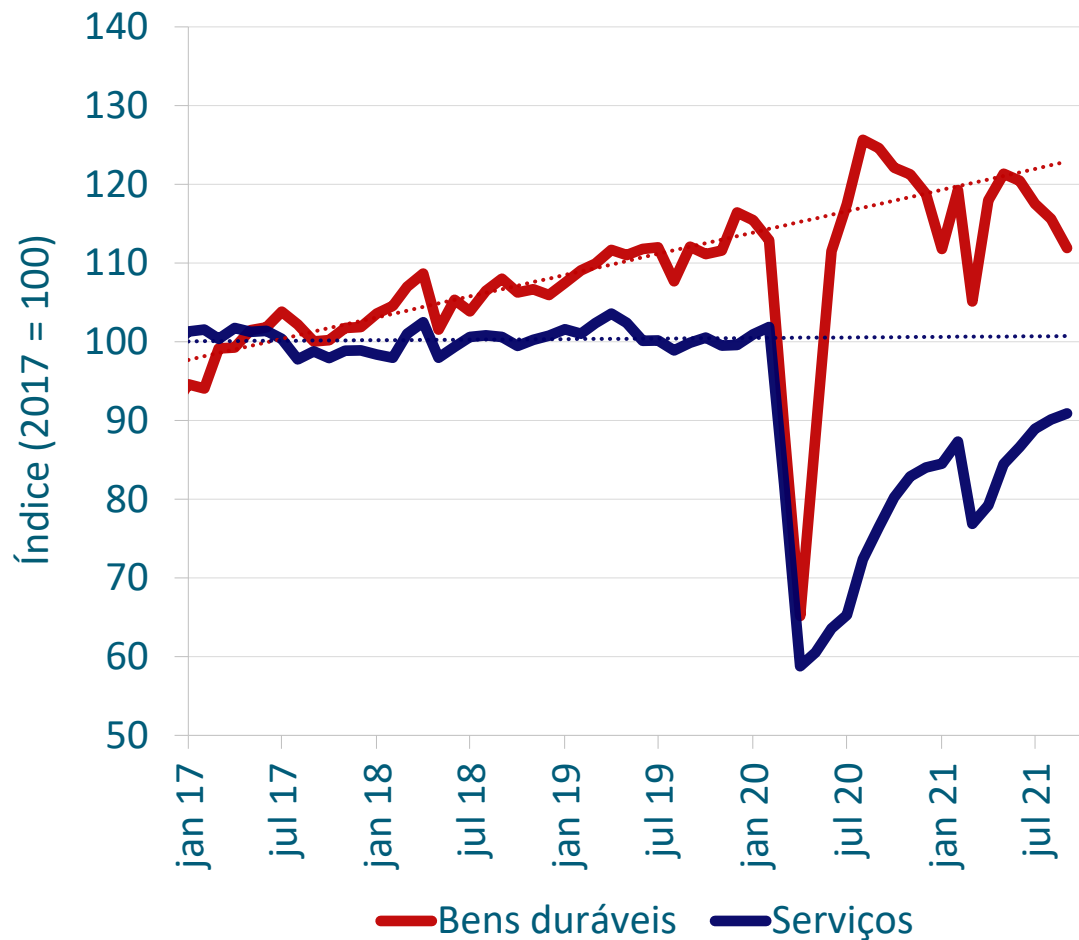


Varição em outubro

Mensal (a.s.)	-0,40%
Trimestral (a.s.)	-0,94%
T/T-4	1,06%

Fontes: BCB e IBGE

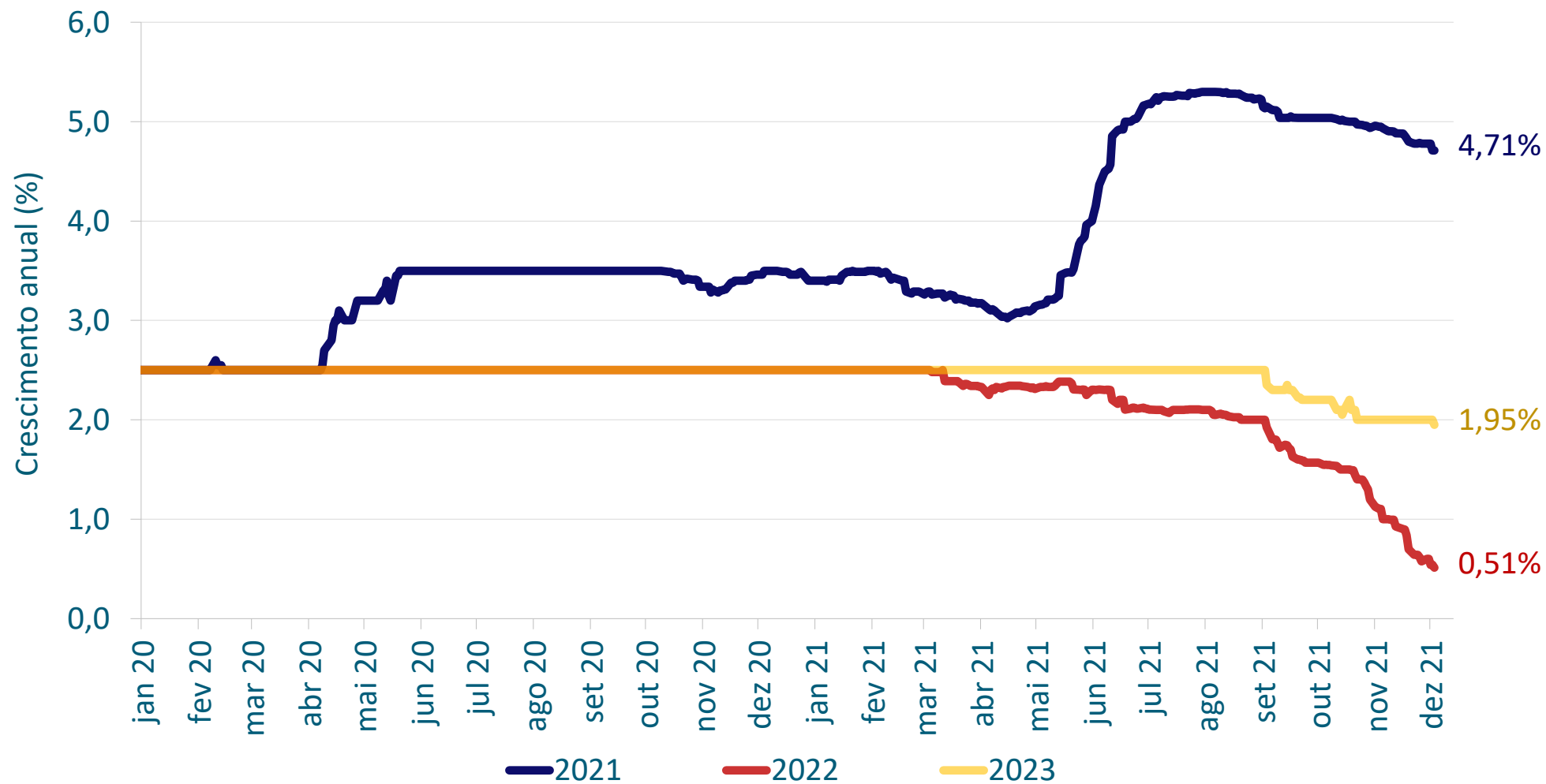
Proxy do consumo das famílias



Fonte: BCB (a partir dos dados da PMC e da PMS)

dados até setembro de 2021

Expectativas Focus para o PIB



Focus: expectativas até 3 de dezembro

Boxe – Projeções para a evolução do PIB em 2021 e 2022

Produto Interno Bruto

Variação %

Discriminação	2020	2021 ^{1/}		2022 ^{1/}	
		RI Set	RI Dez	RI Set	RI Dez
PIB a preços de mercado	-3,9	4,7	4,4	2,1	1,0
Impostos sobre produtos	-4,7	5,6	6,2	1,4	0,2
Valor adicionado a preços básicos	-3,7	4,5	4,1	2,2	1,1
PIB a preços de mercado					
Agropecuária	3,8	2,0	-0,6	3,0	5,0
Indústria	-3,4	4,7	4,1	1,2	-1,3
Serviços	-4,3	4,7	4,6	2,5	1,3
Demanda					
Consumo das famílias	-5,4	3,3	3,4	2,2	1,1
Consumo do governo	-4,5	0,9	1,8	2,5	2,4
Formação bruta de capital fixo	-0,5	16,0	16,8	-0,5	-3,0
Exportação	-1,8	5,0	5,5	2,5	2,5
Importação	-9,8	14,2	14,5	1,0	-1,5
Contribuição do setor externo (p.p.)	1,2	-1,4	-1,4	0,3	0,8

Fonte: IBGE e BCB

1/ Estimativa.

2021

- Projeção de crescimento reduzida de 4,7% para 4,4%, repercutindo surpresas negativas no 3º trimestre e nos primeiros indicadores do 4º trimestre.
- **Pela ótica da oferta, destacam-se a diminuição na agropecuária**, refletindo queda na produção agrícola em razão de problemas climáticos e redução no abate de bovinos.

2022

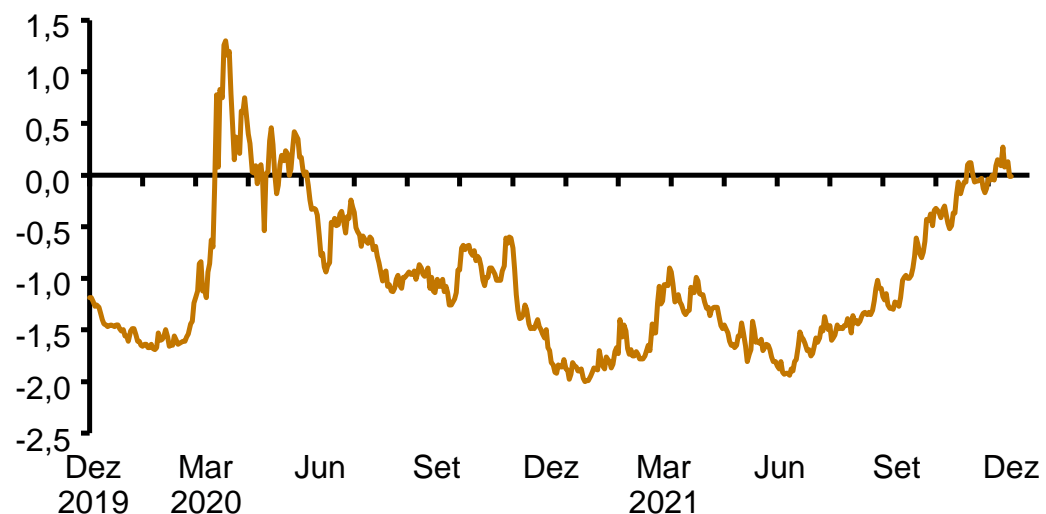
- Redução na projeção de 2,1% para 1,0%, refletindo **arrefecimento da atividade corrente e condições financeiras mas restritivas**.
- **Pelo lado da oferta, somente agropecuária foi elevada**, em linha com os prognósticos favoráveis para a próxima safra.
- **Pelo lado da demanda doméstica, recuos nas projeções para o consumo das famílias e para FBCF**.

Condições Financeiras

- Principais fatores para o aperto das condições financeiras foram taxa de juros doméstica futura, risco país, bolsa de valores, depreciação cambial e taxas de juros futuras nos EUA.

Indicador de Condições Financeiras

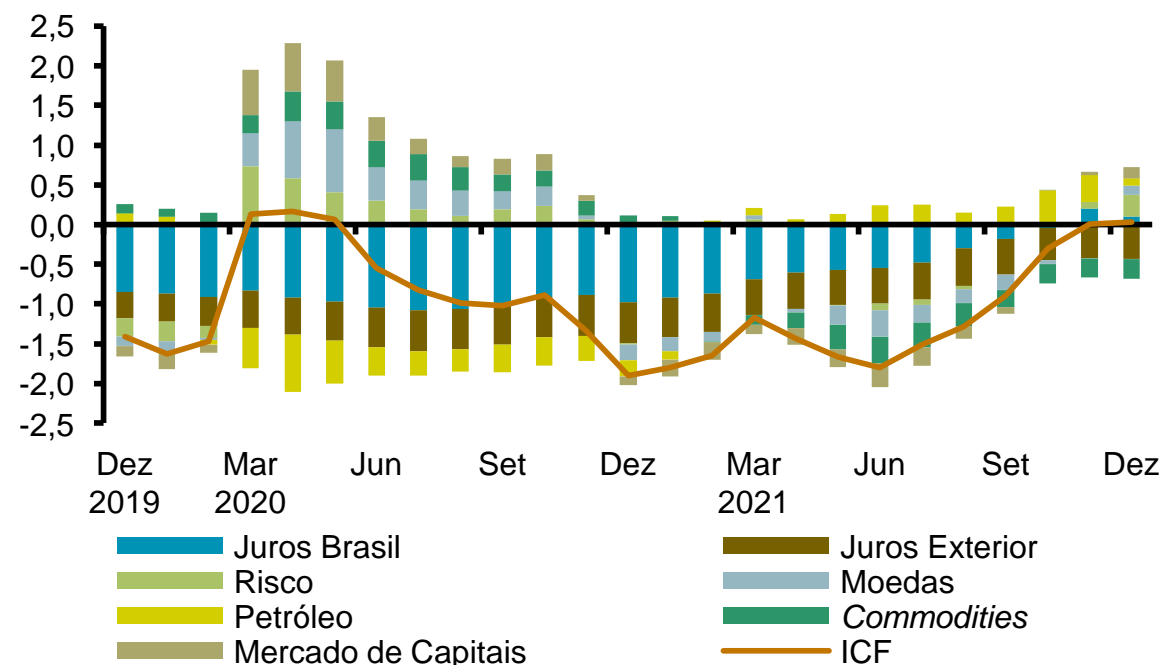
Desvios-padrão em relação à média – Série diária



Obs.: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Dados do gráfico: 3.12.2019–3.12.2021.

Indicador de Condições Financeiras

Desvios-padrão em relação à média e contribuições



Obs.: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Valores referem-se à média mensal. Valor de dez/2021 refere-se à média até o dia 3.

Boxe – Projeções para a evolução do crédito em 2021 e 2022

Saldo de crédito

	2020	2021	Var. % em 12 meses			
			2021 ^{1/}		2022 ^{1/}	
			Outubro	Anterior	Atual	Anterior
Total	15,6	16,0	12,6	14,6	8,5	9,4
Livres	15,4	18,8	15,7	17,7	11,1	12,5
PF	10,8	21,3	18,0	20,0	12,0	13,0
PJ	21,2	15,9	13,0	15,0	10,0	12,0
Direcionados	15,9	12,3	8,3	10,5	4,8	4,8
PF	11,7	17,8	14,0	17,0	10,0	10,0
PJ	22,8	4,2	0,0	1,0	-4,0	-4,0
Total PF	11,2	19,7	16,2	18,6	11,1	11,7
Total PJ	21,8	11,4	8,0	9,6	5,0	6,3

1/ Projeção.

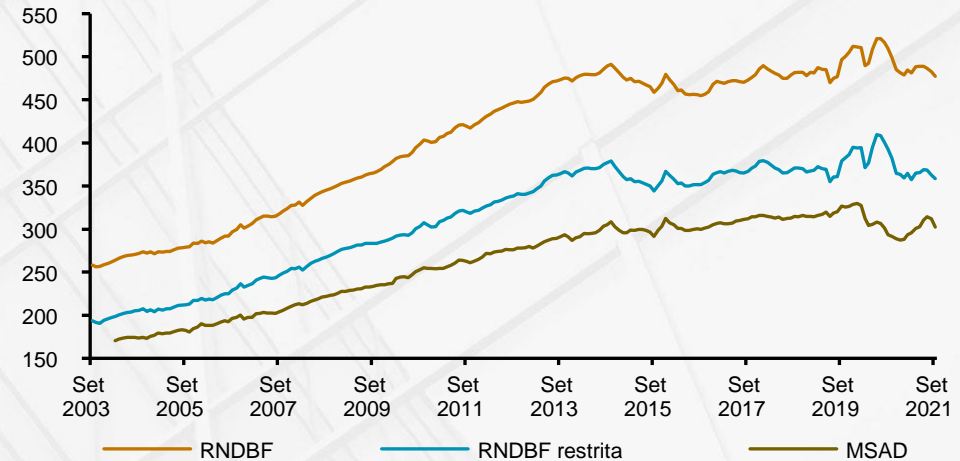
- Elevação na projeção de crescimento de 12,6% para 14,6% em 2021, ressaltando-se:
 - Surpresas positivas nos últimos três meses nos saldos nominais de pessoa física e jurídica;
 - Impacto do aumento na inflação.
- Revisão da projeção para 2022 indica crescimento ligeiramente maior, mantendo, porém, o cenário de gradual desaceleração em relação a 2021.

Boxe – Estimativa mensal da renda nacional disponível bruta das famílias

- Aprimora a metodologia que era usada na Massa Salarial Ampliada Disponível (MSAD):
 - Nível da série mensal é equivalente ao das Contas Nacionais Anuais divulgadas;
 - Evolui os valores dos anos recentes pela variação percentual anual das proxies mensais;
 - Facilita a inclusão de rendas extraordinárias (saques do FGTS, auxílio emergencial, etc.).
- Permite estimativa de variáveis derivadas relevantes para análise de conjuntura em frequência mensal, como taxa de poupança das famílias e medidas de comprometimento de renda das famílias.

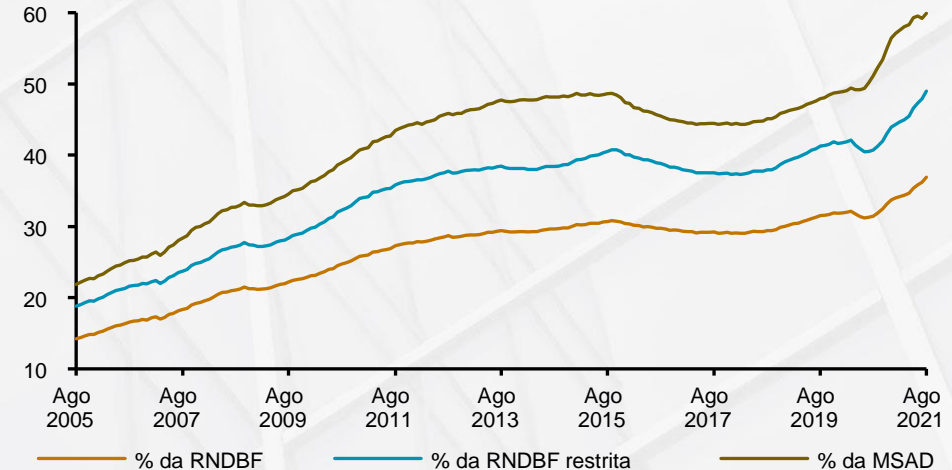
RNDBF e MSAD

R\$ bilhões de set/2021, MM3M, a.s.



Endividamento das famílias

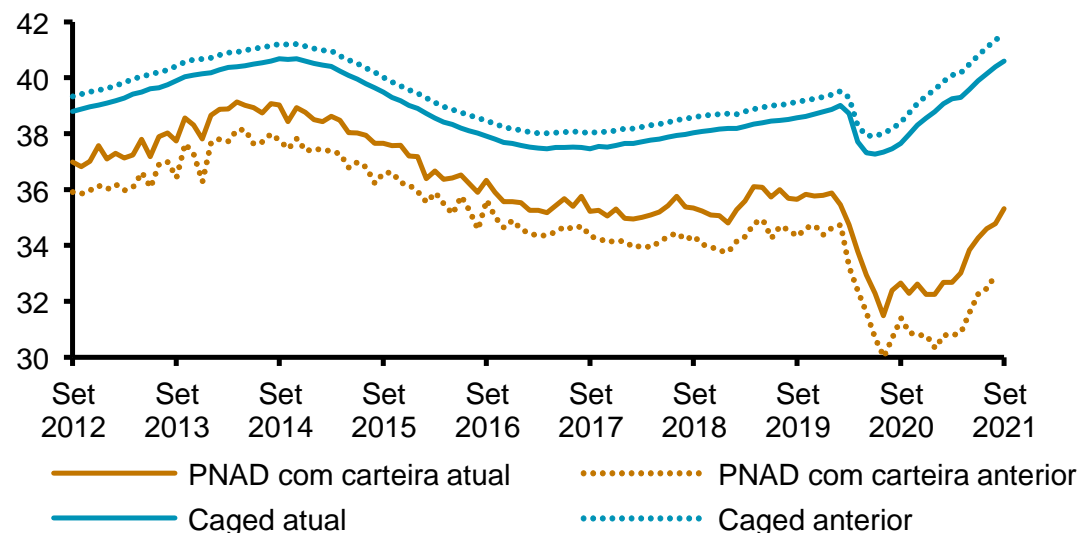
% da renda acumulada em 12 meses



Capítulo 1

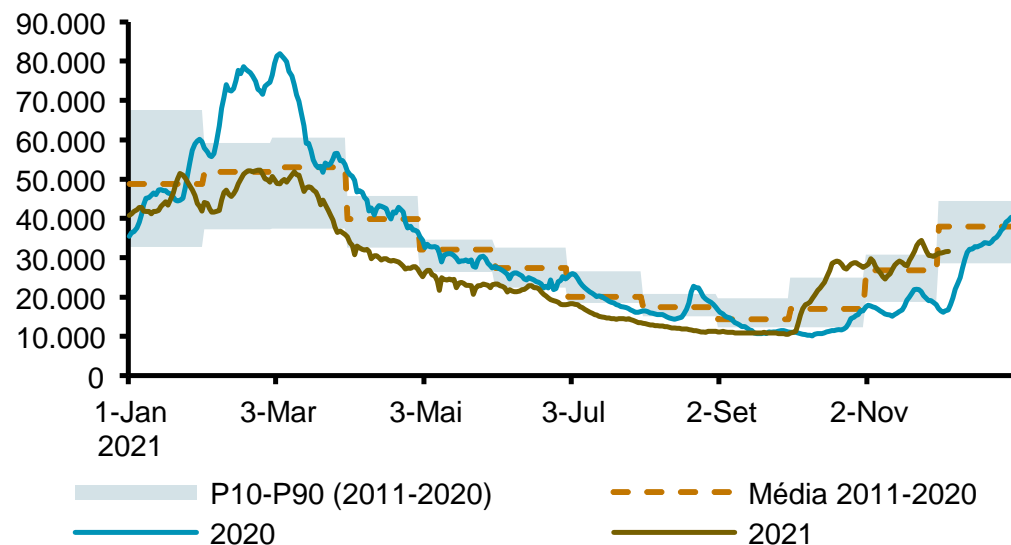
- Discrepâncias entre a PNAD Contínua e o Novo Caged permanecem, mas revisões recentes permitiram aproximação.
- A partir de outubro houve relevante aumento das chuvas, especialmente no subsistema do Sudeste/Centro-Oeste, que permitiu alguma recomposição dos reservatórios, afastando a possibilidade de racionamento de energia nos próximos meses.

Emprego formal Milhões



Obs: PNAD CC mostra série mensalizada de empregados com carteira (setores privado e público, exc. domésticos); Caged inclui declarações entregues em atraso.

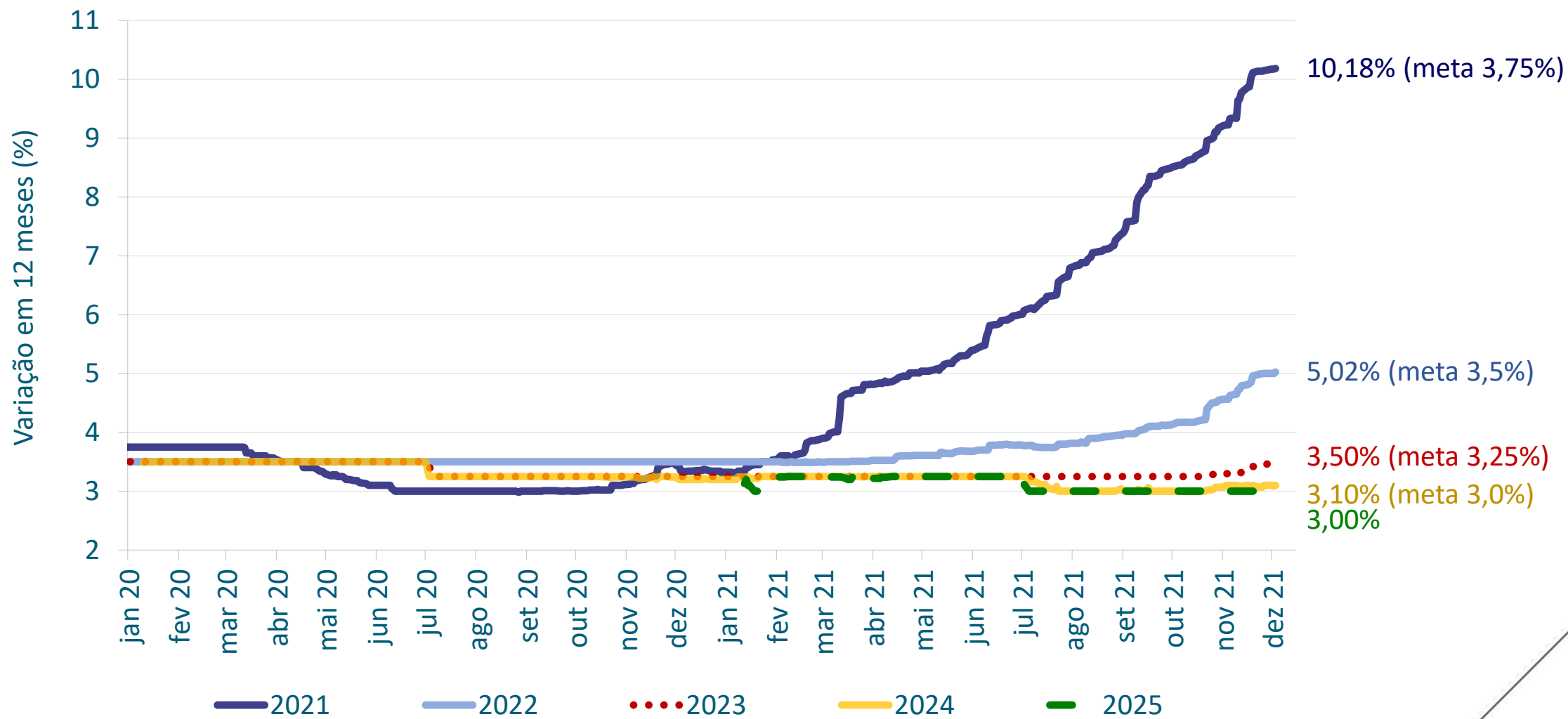
Energia Natural Afluyente - ENA Regiões Sudeste/Centro-Oeste MW médio



Fontes: BCB, IBGE, MTP e Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS)

Inflação

Expectativas Focus para o IPCA

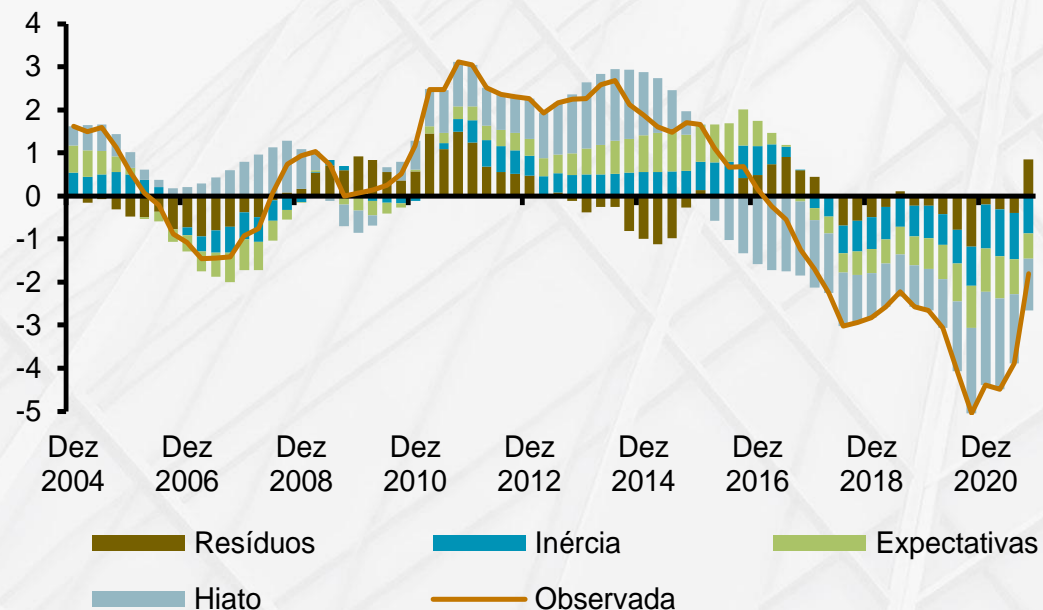


Focus: expectativas até 3 de dezembro

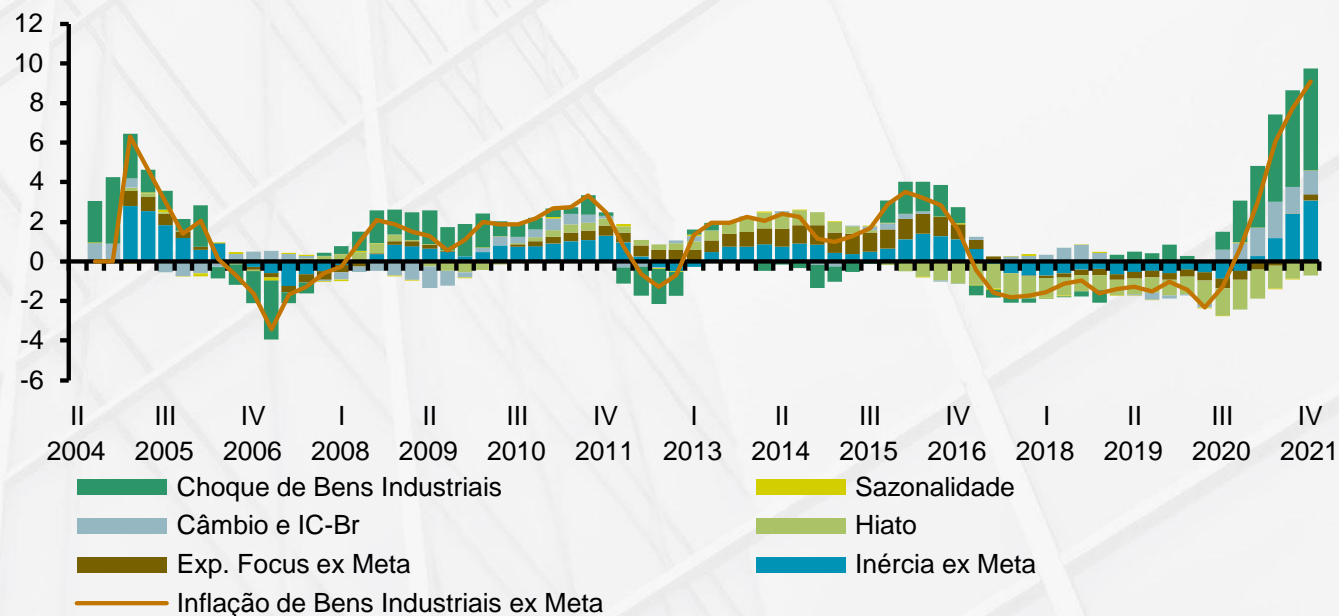
Boxe – Evolução recente da inflação de serviços 1/2

- Boxe decompõe a inflação de serviços recente e apresenta evidências de que uma parte da inflação de serviços foi afetada por fatores idiossincráticos da pandemia da Covid-19.

Decomposição da inflação em 12 meses dos serviços
desvio em relação à média amostral (p.p.)



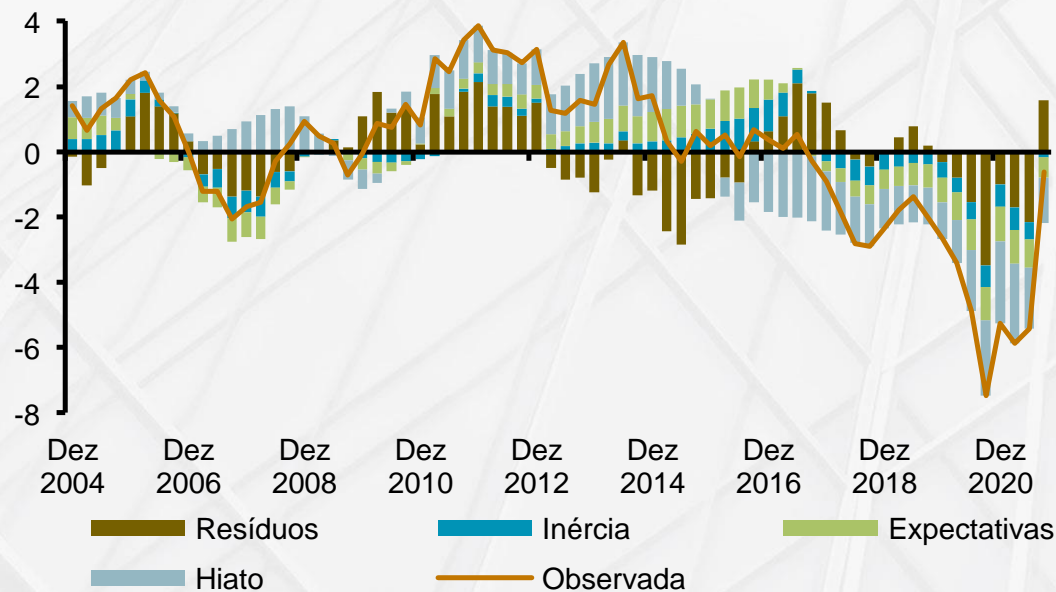
Decomposição da inflação de bens industriais em 12 meses
desvio em relação à meta de inflação e à tendência da inflação setorial (p.p.)



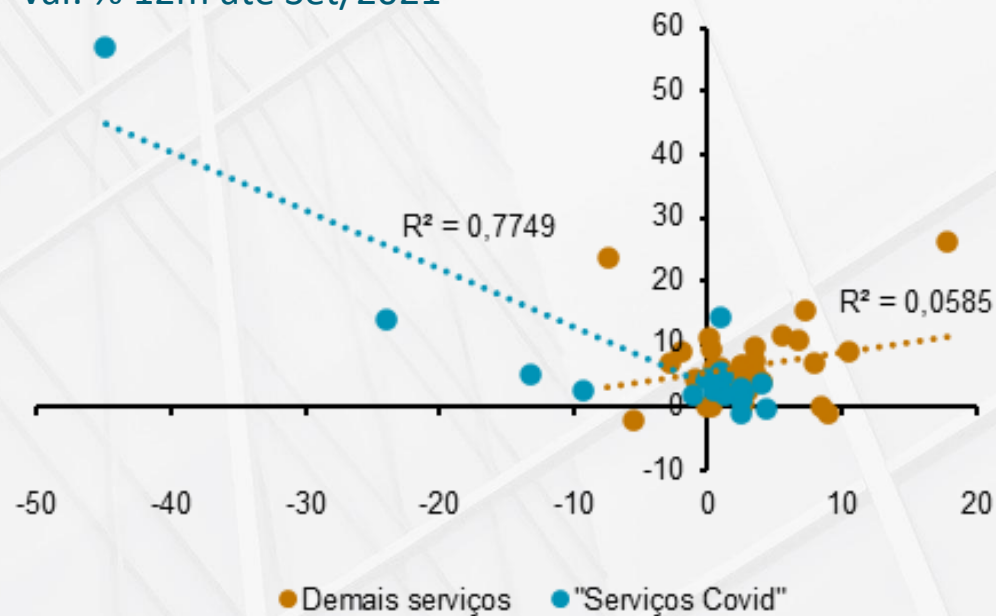
Boxe – Evolução recente da inflação de serviços 2/2

- “Serviços Covid” teve relativamente maior recuo no primeiro momento, seguido de maior avanço no período recente.
 - Parte relevante desta dinâmica não é explicada por fatores tradicionais de uma Curva de Phillips.
- Payback: normalização dos preços deprimidos.

Decomposição da inflação em 12 meses dos “Serviços Covid” desvio em relação à média amostral (p.p.)



Varição dos subitens nos períodos de desinflação e redeflação
Var. % 12m até Set/2021



Surpresa e projeção de inflação de curto prazo

IPCA – Surpresa inflacionária

Variação %

	2021			No trim. até nov	12 meses até nov
	set	out	nov		
Cenário do Copom ^{1/}	1,11	0,45	0,41	1,98	9,22
IPCA observado	1,16	1,25	0,95	3,40	10,74
Surpresa	0,05	0,80	0,54	1,42	1,52

Fonte: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de setembro de 2021.

IPCA – Projeções de curto prazo

Variação %

	2021		2022		No trim. até fev	12 meses até fev
	nov	dez	jan	fev		
Cenário do Copom ^{1/}	1,18	0,65	0,15	0,66	1,47	9,90

Fonte: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte.

- Principal surpresa nos combustíveis, mas também se destacam passagem aérea e alimentos *in natura*.
- Surpresas também nos componentes associados à inflação subjacente (bens industriais ex-etanol).
- A projeção no cenário básico era 1,18% em novembro. Divulgação posterior ao Copom revelou alta de 0,95%.
- Recuo projetado da inflação reflete expectativa de queda de preços dos combustíveis (Brent e etanol) e passagem aérea, em particular em janeiro.
- Nos demais componentes, espera-se persistência das pressões: bens industriais (IPA recente e gargalos), serviços (normalização de preços deprimidos, reajustes escolares em fevereiro) e transporte público.

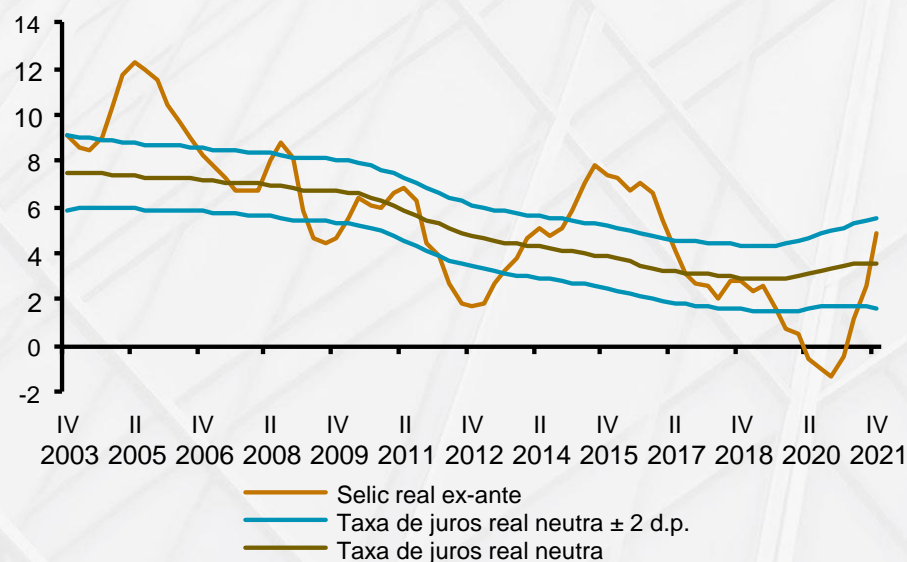
Projeções condicionais

Boxe – Revisão do modelo agregado de pequeno porte

- Revisão focada em aperfeiçoar pontos específicos da estimação, sem alteração significativa da estrutura do modelo.
- Atualização da estimação da taxa de juros real neutra.
- Exercício mostra o descasamento temporal entre os efeitos na inflação de choques de custos, no caso preço de *commodities*, e os da reação de política monetária.

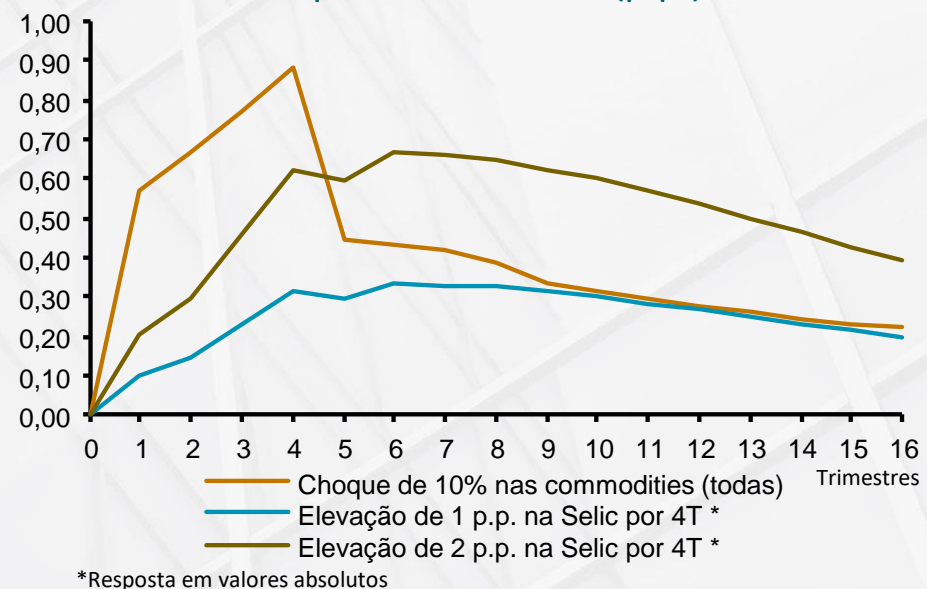
Taxa Selic real *ex-ante* e taxa de juros real neutra estimada

% a.a.



Resposta da inflação a choques de *commodities* e de política monetária

Acumulada em quatro trimestres (p.p.)



*Resposta em valores absolutos

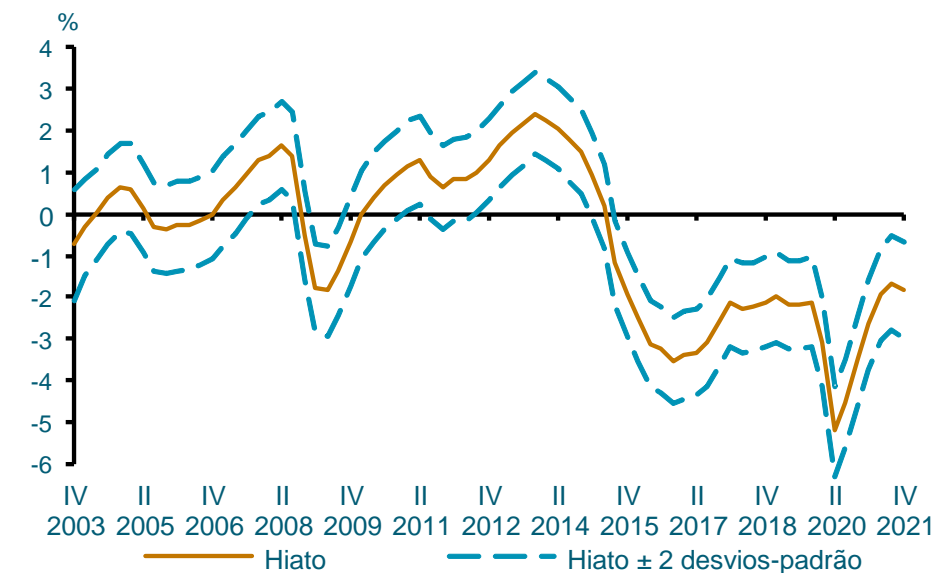
Projeções condicionais para a inflação

Projeções de inflação – cenário com Selic Focus e câmbio PPC

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	Meta	RI de setembro	RI de dezembro	Diferença (p.p.)	%
2021	IV	3,75	8,5	10,2	1,7	
2022	I		7,3	9,3	2,0	
2022	II		6,0	8,2	2,2	
2022	III		3,9	6,4	2,5	
2022	IV	3,50	3,7	4,7	1,0	
2023	I		3,6	4,5	0,9	
2023	II		3,9	4,4	0,5	
2023	III		3,3	3,5	0,2	
2023	IV	3,25	3,2	3,2	0,0	
2024	I		3,0	2,9	-0,1	
2024	II		2,9	2,7	-0,2	
2024	III		2,8	2,6	-0,2	
2024	IV	3,00	2,8	2,6	-0,2	

Estimativa do hiato do produto



- Juro real neutro igual a 3,5% no horizonte de projeção.
- Hiato no 4º trimestre de 2021 estimado em -1,8%.
- Hiato no 4º trimestre de 2022 projetado em -2,1%.

Relatório de Inflação

16 de dezembro de 2021

Fabio Kanczuk



Condução da Política Monetária

Condução da Política Monetária – 1

- Em sua 243ª Reunião (7 e 8 de dezembro), considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 1,50 ponto percentual, para 9,25% a.a.
- O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e um balanço de riscos de variância maior do que a usual para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para as metas ao longo do horizonte relevante, que inclui os anos-calendário de 2022 e 2023. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

Condução da Política Monetária – 2

- O Copom considera que, diante do aumento de suas projeções e do risco de desancoragem das expectativas para prazos mais longos, é apropriado que o ciclo de aperto monetário avance significativamente em território contracionista. O Comitê irá perseverar em sua estratégia até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.
- Para a próxima reunião, o Comitê antevê outro ajuste da mesma magnitude. O Copom enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados para assegurar a convergência da inflação para suas metas, e dependerão da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária.