

DESAPARECIDA HÁ 13 ANOS, A TAXA DE INFLAÇÃO EM DOIS DÍGITOS VOLTOU

O ano de 2015 entrará para a história econômica como aquele dos “preços monitorados”. Nos últimos meses, a economia brasileira lidou com o reajuste das tarifas sob intervenção governamental, após seletivos “congelamentos” dos últimos cinco anos – uma conjuntura que muito lembrou o Brasil dos anos 1980. Como resultado, enquanto a inflação deverá finalizar o ano com taxa acima de 10% a. a., algo inédito desde a Crise de Confiança de 2002, a falta de credibilidade do Banco Central fez o aperto monetário surtir pouco efeito sobre as expectativas. Para 2016 o reajuste nos monitorados deverá ser menor, mas a alta participação da inércia e das expectativas deterioradas sobre as variações de preços provavelmente manterão a inflação acima de 6,5% a. a.

Em condições normais de temperatura e pressão, como o famoso condicionante nas leis da Física, a Teoria Econômica nos diz que momentos de menor atividade econômica e baixo crescimento do produto ocorrem em consonância com variações de preços menores, ou mesmo negativas.

Contudo, a conjuntura econômica de boa parte das economias de mercado nos anos 1970 e 1980 nos mostrou que há circunstâncias especiais em que é possível verificar recessão e estagnação econômica com elevados aumentos nos níveis gerais de preços. Esse cenário, conhecido como “estagflação”, é bastante similar ao que a economia brasileira vem enfrentando desde 2014 – e que se acentuou neste 2015.

Boa parte do que se verificou neste ano é resultado de erros sistemáticos na condução das políticas econômicas do governo brasileira, atuando de forma errática e tentando explorar um resultado já amplamente refutado nas melhores pesquisas econômicas: a idéia de que é possível acelerar o crescimento econômico através do orçamento estatal sem incorrer, no longo prazo, em inflação persistente.

Como consequência, o cenário de 2015 se mostrou bastante desafiador para o setor produtivo, especialmente o setor secundário, dependente do crédito para ampliar seus projetos de investimentos de longo prazo. Na prática, o cenário de inflação elevada e encarecimento do custo dos empréstimos com o prosseguimento do aperto monetário do Banco Central até meados do ano, combinados com a desvalorização brusca da taxa de câmbio, forçou que o setor privado realizasse o ajuste econômico da forma mais dolorosa possível: desvalorização dos ativos, desemprego e perda do poder de compra da moeda.

Mas se o setor privado já faz um ajuste de forma lenta desde o segundo trimestre de 2014, quando se iniciou a atual recessão econômica, o desarranjo político gerou um impasse decisório que impediu o ajuste também no setor público. Como consequência, as pressões que a Política Fiscal exerceu sobre a demanda agregada nos últimos anos apenas foi mitigada, o que garante que boa parte das dificuldades atuais se estenderão para 2016.

Um descongelamento de preços em pleno Século XXI

Em 2015 o Brasil experimentou um evento econômico com toques nostálgicos de Plano Cruzado (1986). Ao final daquele ano, passadas as eleições estaduais, a administração Sarney (1985-1990) retirou a proibição do reajuste nos preços, encerrando um período de “congelamento”

implantado por um plano de intervenção estatal na economia, que se mostraria incapaz em debelar a Hiperinflação por não agir sobre suas causas fundamentais. – como já esperado e amplamente identificado na literatura econômica científica.

Passadas as eleições de outubro de 2014, a economia brasileira assistiu à retomada dos reajustes nos chamados “preços monitorados”: os preços de produtos e serviços regulados por contratos entre o Estado, seus órgãos de controle e (ou) empresas privadas com atuação em atividades econômicas concedidas pelo governo. Exemplos dessas atividades são as tarifas de telecomunicações, energia elétrica, água e esgoto, ônibus urbano, derivados de petróleo, entre outros. Em outras palavras, nessas atividades – no Brasil – os preços de seus produtos e serviços não são determinados pela livre interação entre produtores e consumidores nesses mercados.

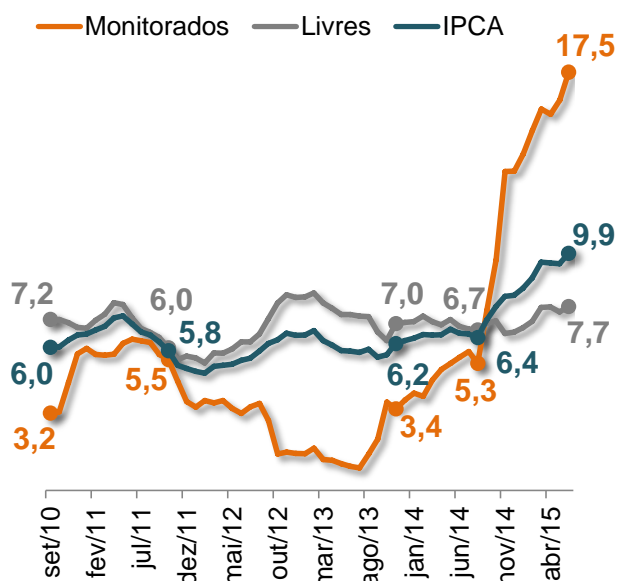
Esse “descongelamento” prático, muito embora não seja formal, ocorreu após 2013 ser marcado por diversas medidas que tentaram frear, e por vezes maquiagem, a alta dos preços da economia brasileira. Dentre tais medidas, destaca-se a postergação de reajustes das tarifas de ônibus urbanos em grandes centros como São Paulo e Rio de Janeiro, a redução das tarifas de energia elétrica através da Lei nº 12.783/2013, e a contenção das tarifas dos combustíveis pelo não repasse das variações no preço internacional do barril de petróleo.

Assim, a partir de 2015 os monitorados mudaram sua trajetória de crescimento para uma média +1,5% a. m. entre janeiro e outubro, contra +0,0% e +0,4% a. m. no mesmo período do biênio anterior, respectivamente. Considerando o acumulado em 12 meses, o “choque” desses preços sobre o orçamento das famílias foi ainda maior, já atingindo 17,5%. Desta forma, o IPCA cheio acumulou 8,5% de alta nos primeiros dez meses do ano, sendo aproximadamente +4,3 p. p. resultado direto do aumento nos preços com intervenção governamental, muito embora seu peso histórico no índice seja de 26,3%.

Os efeitos da intervenção governamental no sistema de preços são flagrantes quando se compara a evolução dos monitorados com aqueles livremente determinados no mercado. O IPCA, aberto nessas duas categorias, mostra uma evolução dos preços livres em 6,3% no acumulado deste ano, contra 16,2% nos monitorados.

Gráfico 6.1. IPCA, preços livres e monitorados*

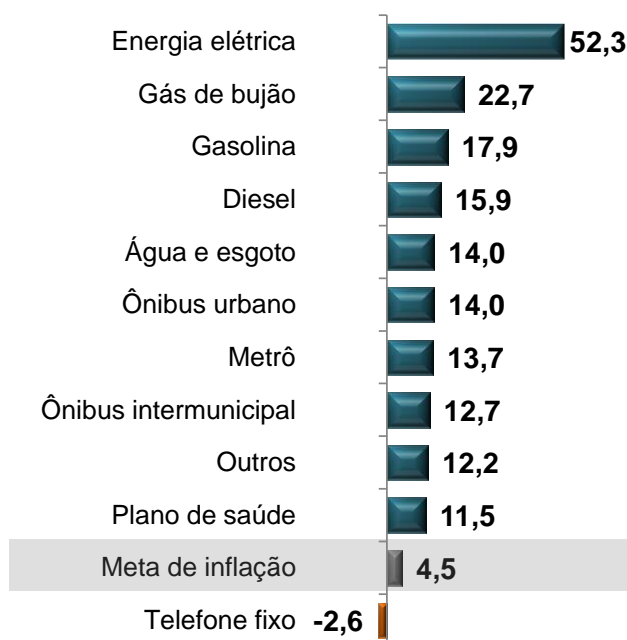
(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.2. IPCA – Preços monitorados

(Var. % acum. em 12 meses em out/15)



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

Dentre os principais itens monitorados, a maior variação ocorreu nas tarifas de energia elétrica (52,3% em 12 meses), que respondem aproximadamente por 3,2% do orçamento de uma família brasileira mediana. Mas analisando individualmente as tarifas cobradas pelas três distribuidoras gaúchas (AES Sul, CEEE-D e RGE), todas apresentaram variações próximas ou mesmo superiores à tarifa média brasileira (57,8%, 71,1% e 47,0%, respectivamente).

As elevações aceleradas nos preços de energia elétrica também se verificaram nas tarifas cobradas junto às empresas industriais gaúchas. Considerando as informações de setembro (últimas disponíveis), os preços cobrados pelo MW/h ao setor secundário cresceram 69,8% (R\$ 358,47 para R\$ 608,73) na região da AES Sul, 88,3% (R\$ 289,89 para R\$ 545,78) na área da CEEE-D e 50,1% (R\$ 357,93 para R\$ 537,27) na concessão da RGE.

O grande reajuste na energia elétrica foi realizado para recompor os prejuízos dos controle artificiais de preços causados às distribuidoras. Distribuidoras estas que contaram até janeiro deste ano com os empréstimos da chamada “Conta de Desenvolvimento Energético”: em outras palavras, repasses do Tesouro Nacional (R\$ 20,7 bilhões entre julho de 2013 e janeiro de 2015) para cobrir as diferenças entre os preços cobrados e seus custos de produção e distribuição.

Dentre os onze principais itens com preços monitorados, uma dezena deles (ver gráfico 6.2) apresentou crescimento além não apenas da meta de inflação que o Banco Central deve perseguir (4,5% a. a.), como também do limite de tolerância superior aceito pelo Conselho Monetário Nacional (6,5% a. a.) em caso de descumprimento da meta.

Dois dos três maiores aumentos ocorreram no gás de bujão (+22,7%) e gasolina (+17,9%), produtos derivados de petróleo. Nos últimos anos essas tarifas foram represadas, e a diferença entre seus preços nacionais e internacionais custeados pela Petrobrás – uma política não só insustentável em longo prazo, como também temerária com o caixa da empresa.

É importante perceber que os preços monitorados não respondem sozinhos pela variação do índice, mas por se tratarem de bens e serviços considerados de difícil substituição para a mediana dos agentes – não só para diretamente para consumidores como também para a produção industrial e comercial -, os efeitos dos controles exercidos sobre eles se propagam para os demais itens. Desta forma, pressões inflacionárias que os atinjam, somadas àquela realizada pela expansão do orçamento público (ainda que em ritmo menor que 2014), terminam por afetar os preços livres fatalmente.

Juros e inflação altos: os custos da falta de credibilidade do Banco Central

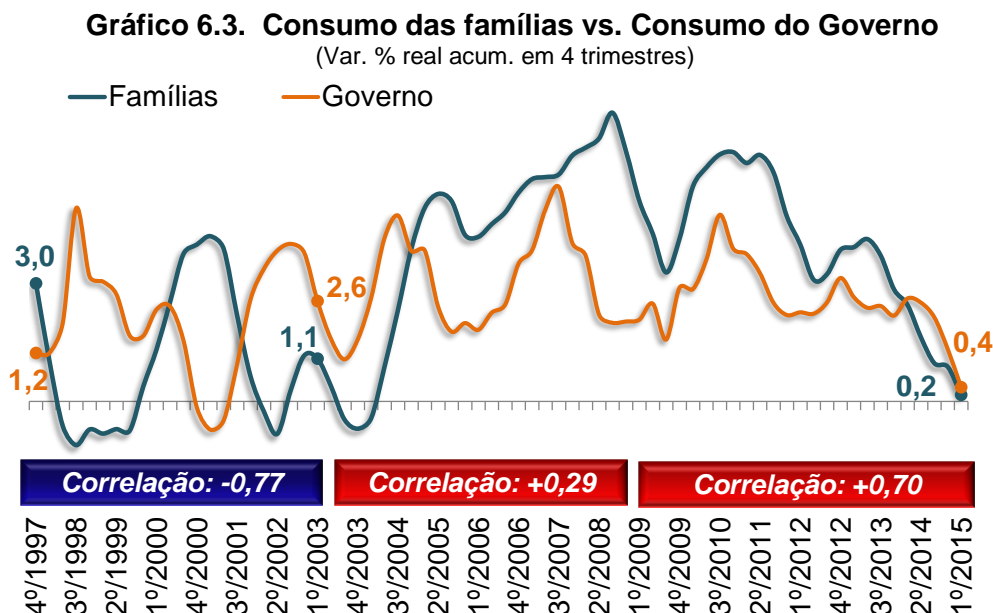
Em 2015 foi possível descrever o cenário econômico brasileiro pela combinação de recessão produtiva, inflação elevada e juros crescentes. Contudo, muito embora recessões sejam parte dos ciclos econômicos, a redução do nível produtivo atual não é consequência de choques temporários nessa economia, mas sim dos efeitos defasados de um conjunto de decisões governamentais equivocadas, e repetidas reiteradas vezes ao longo dos últimos oito a dez anos – sejam sobre a alocação do orçamento estatal (Política Fiscal), ou sobre os preços dos títulos públicos e a oferta de moeda (Política Monetária).

A primeira causa para a persistência das taxas de crescimento dos preços ao consumidor muito acima da meta para o IPCA está na Política Fiscal persistentemente expansionista a partir de 2009. Até 2003 o consumo do governo apresentava ciclo diferente do consumo das famílias, não contribuindo para a expansão da demanda agregada na economia acima da capacidade de produção (ver gráfico 6.3). Nas Ciências Econômicas esse comportamento é tecnicamente chamado de contracíclico, ou seja, tem sentido oposto ao do ciclo econômico. Até aquele ano, para cada 1 p. p. de aumento do ritmo de crescimento no consumo das famílias, o consumo do

governo reduzia-se (em média) em 0,8 p. p. – comportamento que se inverteu a partir de 2004 (+0,3 p. p.) e se intensificou no mesmo sentido após 2008 (+0,7 p. p.).

A expansão das despesas estatais age através de dois canais até atingir os preços gerais da economia. O primeiro deles é direto, com a contratação de mais serviços a serem prestados diretamente ao Governo, como alimentação, transporte, entregas, limpeza, contratação de obras, entre outros. O segundo canal é indireto, e gera esses efeitos através da expansão do consumo provocada pelo aumento não só das despesas com pessoal ativo na administração pública, como também daquelas com benefícios previdenciários, transferências de renda, seguro-desemprego e outros.

Em 2015, apesar da mudança na equipe econômica e os compromissos assumidos de metas de resultado fiscal, o Setor Público Consolidado deve finalizar o ano como um novo déficit primário. Ou seja, a execução dos dispêndios estatais foi incapaz de gerar economia de recursos para reduzir os pagamentos de juros com a dívida pública. Entre janeiro e outubro, o desempenho fiscal primário deve atingir -0,4% do PIB nesse agregado – valor ainda assim menor que a meta revisada com abatimentos para esse ano (-0,3% do PIB), mas ainda não aprovada. Em 12 meses, a tendência acende um alerta de preocupação, com a Necessidade de Financiamento do Setor Público consolidado em -0,7% do PIB.



Fonte: IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Os aumentos de preços verificados hoje na economia brasileira não são pontuais, e estão em linha com as pressões provocadas pela Política Fiscal através dos dois canais supracitados. Uma forma de visualizar tal dinâmica é pela comparação entre o índice cheio de inflação com seu núcleo por médias aparadas, que exclui os preços dos bens que mais variaram (positiva ou negativamente). Entre 2011 e 2014, as variações anuais de ambos apresentaram diferenças médias muito baixas (apenas 0,03 p. p.), um quadro distinto daquele verificado nos cinco anos anteriores (0,3 p. p.).

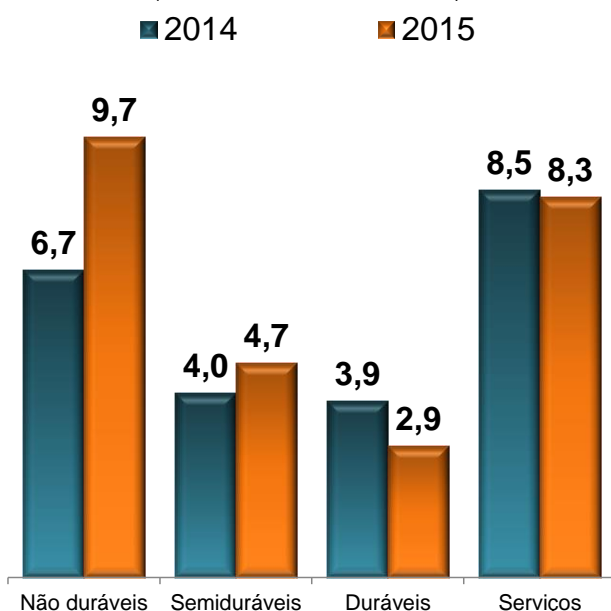
Outra forma de verificar os efeitos da Política Fiscal sobre o nível de preços é pela segmentação entre bens e serviços, a qual mostra que estes (+8,3%) se mantiveram com elevações superiores da maioria dos tipos de bens nos últimos 12 meses. Esse comportamento é agravado pela natureza desses produtos, que são ofertados com uma combinação mais elevada de mão de obra que os bens e, portanto, seus custos produtivos estão mais sujeitos às pressões

sobre os salários. Concomitantemente, é importante lembrar que serviços estão menos sujeitos à competição internacional, dado que sua comercialização em escala global dificilmente ocorre.

Conforme citado no início desta seção, há mais de uma causa para a persistência da taxa de inflação na economia brasileira de 2015. A segunda razão está na perda de credibilidade do Banco Central após a equivocada redução na Taxa de Juros SELIC, em 2011, como tentativa de estimular a concessão de crédito de longo prazo.

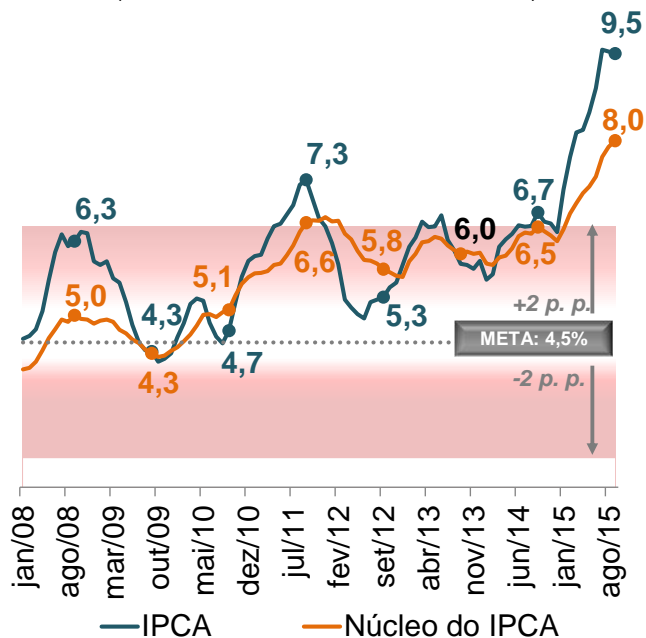
Naquele momento, a redução da taxa básica de juros ocorreu quando as pressões sobre a maioria dos preços ao consumidor não eram localizadas – mas sim afetavam boa parte do núcleo de inflação. O crescimento acumulado apenas naquele ano atingia 3,7% neste indicador (em linha com os 4,0% do IPCA cheio), contribuindo para uma elevação de 6,2% acumulada em 12 meses (e 6,9% no indicador completo). Pode-se observar o mesmo comportamento de outra forma, considerando o Índice de Difusão no IPCA, que mede a quantidade de produtos com elevações de preços naquele mês. Em julho daquele ano, 53,1% dos bens e serviços sofriam variações positivas nos preços – contra 48,7% em igual período do ano anterior

Gráfico 6.4. IPCA – Bens vs. Serviços
(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.5. IPCA – Índice total vs. Núcleo
(Var. % acum. em 12 meses até out/15)



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

O comportamento adotado pelo Banco Central surpreendeu pois o desempenho dos preços não era inesperado, dado que a economia brasileira vinha de um ano com desempenho bastante superior à sua média (7,6% em 2010, contra uma média de 4,5% nos últimos cinco anos). O descolamento do desempenho da produção de sua média era fruto da recuperação da crise financeira internacional, combinado com os estímulos governamentais tipicamente aplicados em anos eleitorais, conforme o ciclo político.

Contudo, a literatura e a experiência internacional recomendam que em um Regime de Metas de Inflação, onde há um Banco Central como instituição responsável pela oferta monetária, as decisões de políticas devem ser tomadas não só considerando os efeitos defasados sobre os índices de preços que ainda ocorrerão, como também as expectativas. Em julho de 2011 as expectativas da mediana do mercado para o final do ano apontavam para uma inflação em 6,3% ao final de 2011 – claramente acima da meta de 4,5%.

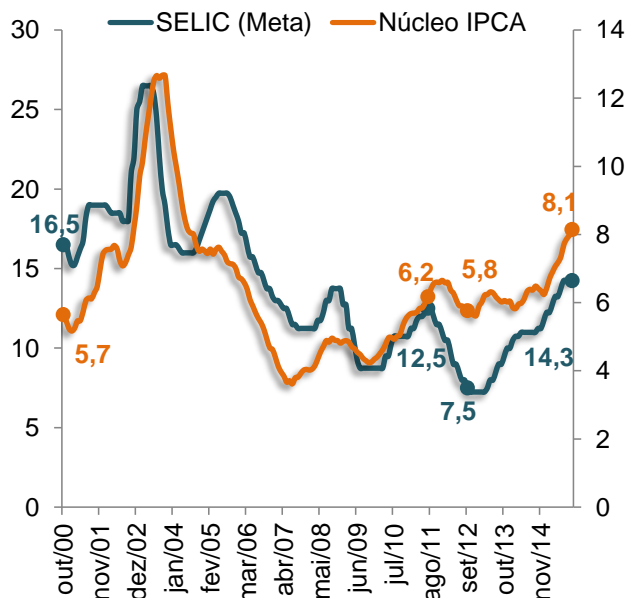
Esse equívoco na Política Monetária persistiu por vários meses, durante os quais as taxas de juros reais básicas brasileiras atingiram a mínima histórica de 0,6% a. a. (ou 7,25% a. a. nominais, em março de 2013). Ao longo dessa incursão na tentativa de rebaixar os juros além do que os fundamentos macroeconômicos permitiam àquela época, os preços ao consumidor descolaram-se constantemente da meta de inflação. Conseqüentemente, em nenhum ano a partir de 2011 a autoridade monetária entregou variações de preços próximas a 4,5% a. a., mas sim sempre próximas à margem superior de tolerância. Isso criou um incentivo aos agentes econômicos para que percebessem uma meta informal de inflação (6,5% a.a.), desancorando as expectativas.

Em outras palavras, à medida que o Banco Central evitava utilizar seu instrumento mais básico de combate inflacionário em um Sistema de Metas, a taxa de juros, os agentes mais informados da economia penalizavam as expectativas de inflação. O ano de 2011 iniciou com o Relatório FOCUS esperando variações de preços em 4,5% para o ano seguinte, mas no último levantamento do ano elas já haviam se deteriorado para 5,3% - comportamento que se repetiu pelos anos subseqüentes.

A deterioração das projeções deixou de ser apenas um problema de curto prazo para se estender também ao longo prazo. Observa-se que a partir da inflexão na Política Monetária os participantes do Relatório Focus esperaram aumentos de preços cada vez mais elevados para os três anos a frente¹ do período de coleta da informação. Se em 2011 as perspectivas para 2015 concentravam-se na meta de 4,5%, as projeções de hoje para 2018 apresentam mediana em 4,9% a. a.

Gráfico 6.6. SELIC vs. Núcleo do IPCA*

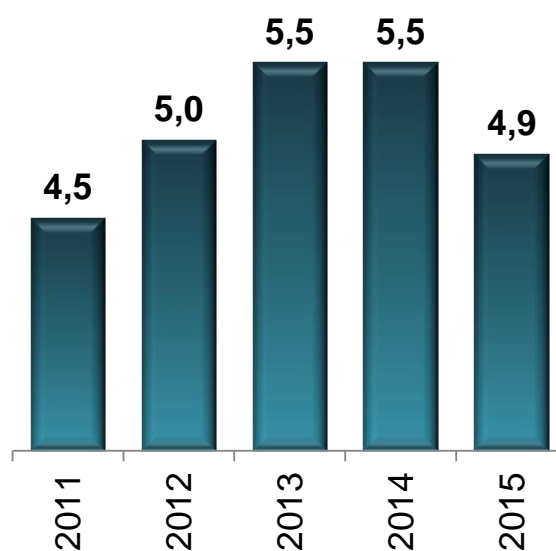
(Em % a.a. e var. % acum. 12 meses, respectivamente)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.
*Núcleo por médias aparadas com suavização.

Gráfico 6.7. Expectativa 3 anos a frente* (IPCA)

(Var. % acum. 12 meses)



Fonte: IBGE. BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.
*Conforme a última medição nos meses de outubro.

Ao longo do ano corrente, mês após mês, os reajustes nos preços monitorados mostraram que seria bastante difícil para o Banco Central conseguir circunscrever o seu “descongelamento” e o ajuste nos preços relativos a este período. Muito embora fosse essa a estratégia imaginada pela

¹ Em outras palavras, em 2011 olhamos para as expectativas dos agentes para a inflação de 2014, em 2012 para a de 2015, e assim sucessivamente.

autoridade monetária², a perda de credibilidade exemplificada pelo desancoramento das expectativas foi muito elevada. Para 2016 o mercado já espera inflação em 6,6% a. a., mais alta que os 5,1% a. a. e 5,0% a. a. esperados para o biênio seguinte (2017-2018).

Outra forma de verificar o quanto a inflação de hoje é afetada pelas expectativas está na decomposição da taxa de crescimento dos preços para os últimos dez anos (ver tabela 6.1). Entre 2005 e 2009, as expectativas dos agentes respondiam por uma média de -1,5% da variação anual no IPCA. Em outras palavras, pode-se dizer que os reajustes de preços ocorridos em cada um desses anos eram influenciados negativamente pelas expectativas: os agentes tendiam a reajustar seus preços em ritmo menor que as variações atuais. Da mesma forma, outro componente historicamente influente no Brasil (a inércia, ou seja, a inflação passada) respondia por um peso médio de 6,5% da variação anual.

Esse quadro fica bastante diferente à medida que avançamos para anos mais próximos a 2014. A partir da mudança na condução da Política Fiscal e, posteriormente, com a instituição das regras de reajuste do salário mínimo com base na inflação passada, o componente inercial no índice de preços vai crescendo até responder por 10,9% das variações no ano passado.

Tabela 6.1. Componentes da taxa de inflação (IPCA)

(Peso em %, no total da variação anual)

Componente	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Preços livres*	75,4	50,3	65,2	38,1	86,3	49,9	43,8	49,7	64,3	49,0
Preços monitorados**	58,2	51,0	21,5	17,8	27,4	18,6	25,2	13,5	2,5	16,2
Choque de oferta	-15,5	5,7	47,5	25,8	-5,8	33,3	14,5	12,5	3,2	13,6
Repasso cambial	-36,2	-17,5	-25,1	10,7	-5,6	-3,7	-3,4	10,3	5,9	-0,5
Expectativa	4,7	-4,1	-9,6	3,7	-2,3	3,6	7,8	8,2	10,7	10,8
Inércia	13,5	15,0	0,2	3,9	0,0	-1,5	12,0	5,8	13,4	10,9
Peso Total*	100,2	100,3	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
IPCA (variação %)	5,7	3,1	4,46	5,90	4,31	5,91	6,50	5,84	5,91	6,41

Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

A transformação das expectativas em componente inflacionária, e o ganho de participação da inércia sobre a taxa de inflação de forma sistemática, revelam que a destruição no sistema de preços relativos provocada pelas intervenções, e pela Política Fiscal fortemente expansionista, não foi pequena. Esses efeitos poderiam ser paulatinamente eliminados com a retomada de uma atitude mais intolerante do Banco Central com a inflação, através de um forte e reobusto ciclo de aperto monetário. A perda de credibilidade por si só já tornaria tal combate menos efetivo apenas com os instrumentos monetários. Mas a expansão da oferta monetária através das linhas de crédito sujeitas a taxas de juros subsidiadas persistiu em 2015. Por descolarem-se das regras de mercado, tal expansão também contribui para reduzir a influência da SELIC sobre o mercado bancário, a demanda agregada e, portanto, o índice de preços.

Um mercado de crédito cada vez mais estatal

Em 2015, o total de crédito em aberto no Sistema Financeiro Nacional totalizou R\$ 3,2 trilhões, considerando os dados até outubro. Esse estoque foi 8,1% maior que igual período de 2014 em termos nominais, o que representou uma variação real de -1,9% após desconsiderar os preços ao consumidor. Os valores atingidos em outubro equivalem a 54,7% do PIB brasileiro, mantendo a trajetória de expansão dessa proporção que em igual período no início da série (2007) representava 33,2%.

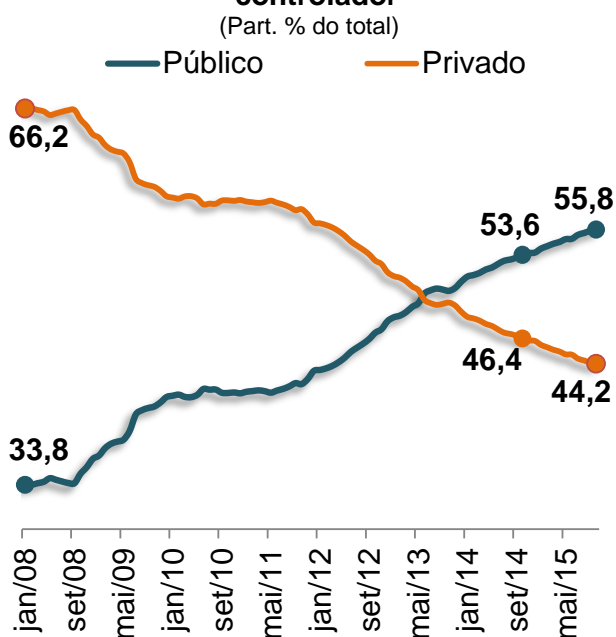
² Ver Banco Central (2015), disponível em < <https://goo.gl/Or7tfY>>.

As taxas de crescimento dos empréstimos neste ano mantiveram sua trajetória de desaceleração em termos reais, porém em ritmo bem mais sutil do que a produção nacional (-3,2% no acumulado do ano até outubro). Na verdade, até agosto o saldo de crédito mantinha-se em expansão real (+1,0%), assumindo um desempenho negativo apenas a partir de setembro. É importante destacar que não só o resultado deste ano foi menor que aquele verificado no ano passado (+7,0%), como ele também difere entre as instituições financeiras sob controle privado e público.

Tal qual a regra nos últimos anos, neste ano o estoque de crédito no mercado nacional teve seu desempenho bastante influenciado pelos resultados nas instituições financeiras governamentais (ver gráfico 6.8). Os dados do Banco Central mostram que o crédito nesses bancos cresceu 2,4% acima da taxa de inflação, expandindo sua participação para 55,8% do total de crédito disponível (R\$ 1,8 trilhões dentre R\$ 3,2 trilhões). Simultaneamente, nos bancos e financeiras particulares houve retração real de 6,2% nas suas carteiras.

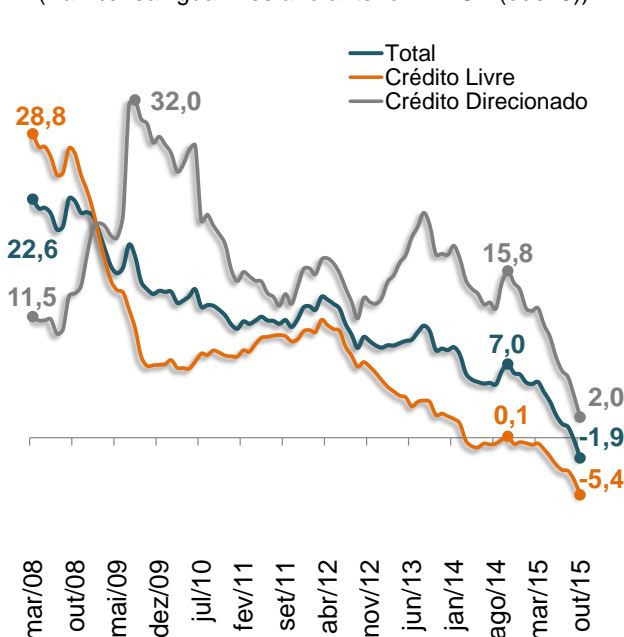
Claramente é possível verificar a inversão nas características desse mercado em nível nacional. Alternativamente, percebe-se que os bancos públicos afetaram o desempenho das carteiras de empréstimos através de suas modalidades e financiamentos (ver Tabela 6.2). Tal qual no último ano, o avanço dos chamados “recursos direcionado” (que incluem linhas do BNDES, de crédito rural, financiamento imobiliário, entre outros) foi superior à *performance* dos “recursos livres”. Considerando o avanço de outubro sobre igual período do ano anterior, as modalidades inclusas na primeira segmentação elevaram-se em 2,0% em termos reais, enquanto na segunda categoria houve queda de 5,4% - mais em linha com um cenário de recessão e inflação.

Gráfico 6.8. Saldo de crédito – por tipo de controlador



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.9. Crescimento do saldo de crédito
(Var. % real igual mês ano anterior – IPCA (out/15))



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

A abertura pelas linhas às quais se destinam os recursos emprestados mostra também que o quadro de crescimento do crédito atual concentra-se sobre o crédito direcionado. Quanto aos recursos tomados pelas pessoas jurídicas, as linhas com maior participação foram as que mais contribuíram para as quedas. A maior influência veio da conta de Capital de Giro (-1,6 p. p.), que representa cerca de 13,3% no total da carteira, e 25,1% dos empréstimos contraídos pelas

empresas. Já para as pessoas físicas, a maior contribuição ocorreu via financiamentos imobiliários (+7,7%), cuja influência foi de +1,1 p. p. no agregado total.

Por sua vez, as liberações de recursos direcionados via BNDES apresentaram pouco efeito contracionista sobre a carteira de crédito - a despeito da intenção anunciada pelo Ministério da Fazenda no início do ano. As linhas operadas através dessa instituição financeira representam 19,4% do total, e retraíram-se apenas em 0,4% abaixo da inflação – influenciando o resultado do agregado em modesto -0,1 p. p.

O crescimento dos bancos públicos brasileiros já ocorre de forma quase ininterrupta desde 2008, conjuntamente com a inflexão das políticas econômicas e o lento abandono do chamado “tripé macroeconômico”. Esse tipo de política, contudo, gera dois principais problemas para a economia brasileira – especialmente em circunstâncias de inflação elevada.

Em primeiro lugar há os efeitos diretos sobre os custos de políticas de subsídios de juros sobre as Finanças Públicas, os quais são pouco divulgados na economia brasileira. A despeito ser possível verificar o crescimento da conta Operações Oficiais de Crédito e Reordenamento de Passivos (+R\$ 12,8 bilhões constantes no acumulado de 2015) dentro das despesas do Governo Central o seu detalhamento não permite verificar precisamente o custo dessas políticas – permitindo assim sua comparação com os efeitos que geram.

Tabela 6.2. Saldo de crédito – por modalidade
(Em valores deflacionados pelo IPCA (out/15))

	Em R\$ milhões		Var. real		Influência (Em p. p.)		
	out/14	out/15	Em %	Em R\$ milhões			
Livres	P. Jurídica	Desconto de Duplicatas	23.768	24.034	1,1	266,3	0,0
		Desconto de Cheques	9.885	7.469	-24,4	-2.416,0	-0,1
		Faturas de Cartão Crédito	6.354	4.458	-29,8	-1.895,8	-0,1
		Capital de Giro	427.970	377.420	-11,8	-50.550,5	-1,6
		Garantida	50.334	42.060	-16,4	-8.273,7	-0,3
		Cheque especial	15.516	15.909	2,5	393,3	0,0
		Aquisição bens	31.528	24.820	-21,3	-6.707,8	-0,2
		Arrendamento mercantil	20.647	16.178	-21,6	-4.468,7	-0,1
		Vendor	6.888	4.938	-28,3	-1.949,8	-0,1
		Compror	16.796	14.421	-14,1	-2.374,9	-0,1
		Cartão de Crédito	7.605	7.921	4,2	315,7	0,0
		ACC	57.397	65.810	14,7	8.412,8	0,3
		Financiamento de Importações	5.748	5.617	-2,3	-130,9	-0,0
		Financiamento de Exportações	62.614	67.522	7,8	4.907,6	0,2
		Repasse externo	30.311	40.675	34,2	10.364,5	0,3
		Outros	73.543	86.537	17,7	12.993,9	0,4
			Total Livres PJ	846.904	805.789	-4,9	-41.115,0
P. Física	Cheque Especial	29.450	27.443	-6,8	-2.007,1	-0,1	
	Crédito Pessoal	385.124	378.992	-1,6	-6.132,2	-0,2	
	Aquisição de bens	214.942	176.089	-18,1	-38.852,5	-1,2	
	Arrendamento mercantil	4.172	2.197	-47,3	-1.974,8	-0,1	
	Cartão de Crédito	164.928	159.563	-3,3	-5.365,1	-0,2	
	Desconto de Cheques	1.680	1.379	-17,9	-300,7	-0,0	
	Crédito para renegociação	24.422	25.093	2,7	671,1	0,0	
	Outros	22.959	26.168	14,0	3.209,3	0,1	
	Total Livres PF	847.677	796.924	-6,0	-50.753,1	-1,6	
	Total Livres	1.694.581	1.602.713	-5,4	-91.868,1	-2,9	
Direcionados	P. Jurídica	Rural	81.772	78.098	-4,5	-3.673,9	-0,1
		Imobiliário	71.192	72.099	1,3	907,5	0,0
		BNDES	625.825	623.303	-0,4	-2.521,8	-0,1
		Outros	82.286	87.086	5,8	4.800,0	0,1
		Total Direcionado PJ	861.074	860.585	-0,1	-489,2	-0,0
	P. Física	Rural	153.075	149.865	-2,1	-3.210,5	-0,1
		Imobiliário	455.666	490.746	7,7	35.080,2	1,1
		BNDES	45.879	45.492	-0,8	-387,0	-0,0
		Microcrédito	5.963	5.331	-10,6	-631,6	-0,0
		Outros	2.800	2.203	-21,3	-596,9	-0,0
	Total Direcionado PF	663.383	693.638	4,6	30.255,2	0,9	
	Total Direcionado	1.524.457	1.554.223	2,0	29.766,0	0,9	
	Total (Livre + Direcionado)	3.219.038,0	3.156.936,0	-1,9	-62.102,0	-1,9	

Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Desta forma, sabe-se apenas que parte do déficit nominal do Setor Público Consolidado ocorre em função do diferencial entre as taxas de juros pagas pelo Tesouro Nacional em seus títulos (majoritariamente SELIC, hoje em 14,25% a. a.) e a remuneração obtida junto às instituições como BNDES em suas operações creditícias junto a empresas e consumidores (majoritariamente TJLP, hoje em 7% a. a.).

Concomitantemente, o diferencial entre os juros auferidos pelo BNDES em seus ativos, e aqueles que remuneram as modalidades com taxas livremente acordadas faz com que as decisões do Banco Central sobre a taxa de juros SELIC surtam menos efeito sobre a demanda e o custo total do crédito na carteira – gerando uma perda na potência da Política Monetária e, com isso, menor capacidade de influenciar os movimentos dos preços.

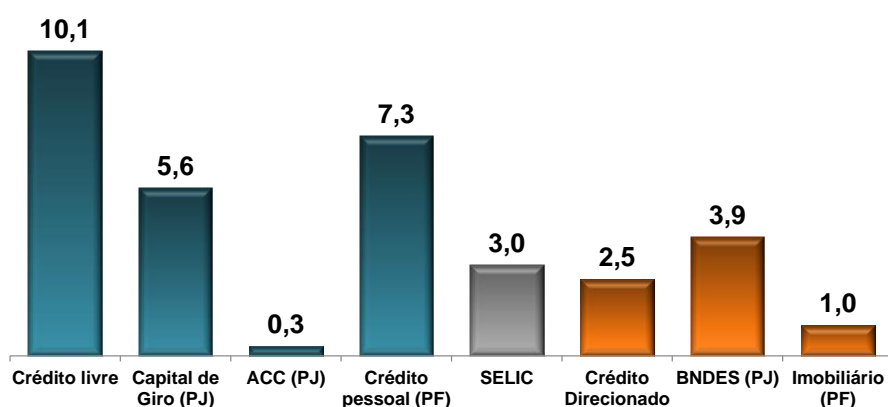
Não surpreendentemente o aperto monetário que a economia brasileira enfrentou até julho de 2015 refletiu-se nos juros dos principais tipos de empréstimos via recursos livres livre (ver

gráfico 6.10). Nos últimos 12 meses, as taxas dessas operações (tanto às pessoas jurídicas quanto físicas) variou +10,1 p. p. (em média): ou seja, mais de 7 p. p. acima da taxa do SELIC. Nesse mesmo período, o custo dos recursos direcionados cresceu 2,5 p. p. – mantendo, portanto, a diferença existente antes das decisões do Banco Central.

Tanto Crédito pessoal às pessoas físicas (+7,3 p. p.) e Capital de giro às pessoas jurídicas (5,6 p. p.) são modalidades bastante utilizadas por esses agentes econômicos para financiamentos de curtíssimo prazo (abaixo de um ano), com uma forma de estabilizar seus orçamentos em momentos de brusca volatilidade econômica. O encarecimento elevado desses tipos de empréstimos passa um sinal escassez de recursos aos agentes, o que os força a reduzir suas demandas e, com isso, tende a pressionar os preços para baixo.

Gráfico 6.10. Variação nas taxas de juros das principais linhas de crédito

(Em p. p. nas taxas médias – out/15 sobre mesmo mês ano anterior)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

As variações bruscas nos juros não geram apenas problemas de caixa nas empresas, mas também dentro dos orçamentos das famílias. Uma forma de claramente verificar isso é através dos indicadores de inadimplência e comprometimento de renda das famílias. No primeiro caso, outubro deste ano registrou um aumento da taxa total da carteira para 3,2% - ou +0,3 p. p. frente a igual mês do ano anterior. Apesar de ser um percentual baixo do estoque um movimento como esse representa um montante de R\$ 102,3 bilhões a preços constantes, algo que não se via desde setembro de 2012.

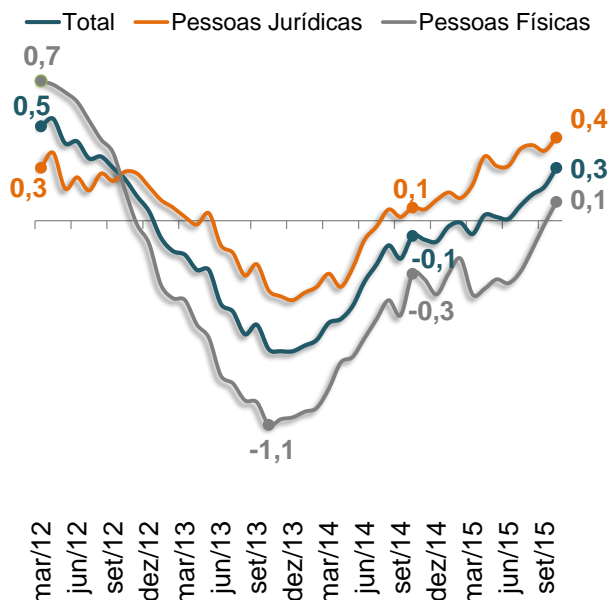
No caso das pessoas jurídicas o aumento foi ainda maior no mesmo período (+0,4 p. p.), trazendo o total da inadimplência na carteira para 2,5% - equivalente a um *default* adicional de R\$ 41,7 bilhões a preços atuais. Para as empresas o resultado preocupa pois é a primeira vez na série histórica atual (iniciada em 2012) que a carteira registra crescimento da inadimplência nesse ritmo.

Tão importante quanto os movimentos nas taxas de inadimplência são as variações no comprometimento de renda, ou seja, o tamanho das amortizações e juros da dívida frente aos rendimentos médios dos agentes familiares. Em outubro, cerca de 22,8% da renda mensal encontrava-se comprometida com o serviço da dívida (principal, juros e encargos), uma elevação de 1,1 p. p. frente a igual período do ano anterior. Contudo, a dinâmica atual é diferente das elevações ocorridas anteriormente, pois enquanto as amortizações apresentaram queda frente à renda (-0,2 p. p., ou 12,6%), os juros e encargos elevaram-se a parcela quase igual (10,3%, ou 1,3 p. p.). Desta forma, considerando que as variáveis econômicas não permitem esperar grandes alterações no nível da taxa básica de juros, os juros e encargos devem continuar a se elevar

frente à renda real das famílias – não descartando-se que ultrapassem até mesmo o comprometimento das amortizações.

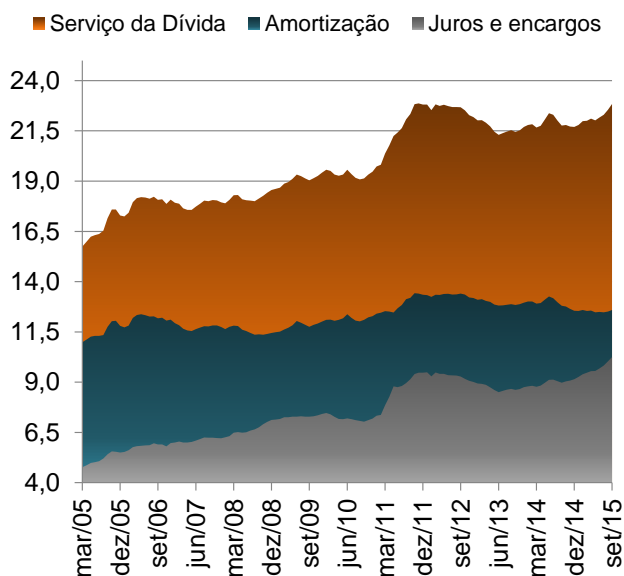
Gráfico 6.11. Crescimento da taxa de inadimplência

(Em p. p., mês sobre igual mês anterior)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.12. Comprometimento de renda
(Em % da renda mensal)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Perspectivas para 2016

Se em 2015 esperava-se que os efeitos deflacionários da menor atividade econômica fossem compensados e superados pelo reajuste direto dos preços monitorados, como de fato ocorreu, para 2016 há outros componentes que provavelmente também impedirão que o menor ritmo da atividade econômica arrefeça os preços.

O ganho de participação do componente inercial nos últimos anos não nos permite estimar uma taxa de aumento de preços no limite de tolerância superior da meta de inflação. Hoje, tanto a inércia e as expectativas atuam de forma inflacionária sobre os preços. A título meramente ilustrativo, considerando o peso conjunto dessas componentes em 2014 (21,7%), isso representaria uma espécie de efeito carregamento em 2,2 p. p. da inflação de 2015 para o próximo ano.

A tradução desse resultado, em termos de comportamento dos agentes econômicos, é que a deterioração de suas expectativas para 2016 (6,64% a. a.) e 2017 (5,12% a. a.) mostra que eles dificilmente confiam que a autoridade monetária será capaz de colocar os aumentos de preços em trajetória convergente para a meta de 4,5% a. a.

Desta forma, nosso **cenário base** projeta que as variações de preços gravitarão em taxas próximas a 8,6% a. a. no IPCA, com espaço para que os reajustes ocorram em níveis mais baixos devido à menor influência dos monitorados, combinada com uma atividade econômica recessiva pelo segundo ano consecutivo. Contudo, muito embora esse cenário pudesse sugerir um novo aperto monetário, a pressão que a taxa SELIC já exerce sobre o orçamento fiscal deve levar o Banco Central a posicioná-la ao redor do nível atual (14,25% a. a.) - especialmente considerando que em nosso cenário base para as finanças do Governo Central projeta-se um Resultado Primário novamente negativo (-0,3% do PIB).

Contudo, a alta incerteza que domina o cenário econômico hoje, alimentada pela dominância da conjuntura política sobre as demais esferas da sociedade brasileira, abre espaço para mudanças bruscas nas trajetórias das variáveis econômicas.

Consequentemente, podemos projetar também um **cenário superior** fundamentado em uma marginal recuperação econômica e em linha com a alteração na execução do ajuste fiscal (conforme seção 7). Esse quadro contempla que a melhora das contas públicas pode afetar diretamente os componentes de expectativas e inércia, mitigando as suas contribuições para as variações de preços. Se além da possível melhora na qualidade da Política Fiscal, o Banco Central iniciar um novo aperto monetário através da elevação da taxa SELIC até níveis próximos a 15,50% a. a., projeta-se que o IPCA encerre 2016 com variação de 6,5%.

Simultaneamente faz-se necessário conceber ainda um **cenário inferior**, ou seja, uma alternativa aonde a deterioração econômica atinge graus ainda mais elevados em termos de desempenho do PIB, alimentado sobremaneira pela (i) interrupção do ajuste fiscal e (ii) maior utilização do mercado de crédito como uma tentativa de reaquecer a atividade econômica. Apesar do grau de ociosidade da economia (ver capítulo 3) permitir alguma melhora de curtíssimo prazo na atividade, esta alternativa apenas se converteria rapidamente em nova rodada de aumento nos preços. Nesse caso, a projeta-se que o IPCA encerraria o próximo ano em ritmo superior ao atual, próximo a 10,7%, enquanto que o Banco Central sofreria maiores pressões para reduzir a taxa SELIC até 12,75% a. a., especialmente a partir do segundo semestre.

Tabela 6.3. Perspectivas para os índices de inflação e taxa de juros
(% a.a.)

	2014	2015*	2016*		
			Inferior	Base	Superior
IPCA	6,4	10,3	10,7	8,6	6,5
INPC	6,2	10,6	11,0	8,8	6,6
IGP-M	3,7	8,8	13,2	10,4	7,6
Taxa SELIC (meta, fim de período)	11,75	14,25	12,75	14,25	15,50

Fonte: IBGE. BCB. * Estimativas: FIERGS/UEE.