

### **EM BUSCA DE ÁGUAS MAIS AMENAS PARA NAVEGAR**

*A nova diretoria do Banco Central tenta reestabelecer a credibilidade na condução da Política Monetária e, com isso, resgatar a meta de 4,5% a.a. como referência para as expectativas.*

O ano de 2016 pode ser classificado como o inverso de 2015 no que diz respeito ao comportamento dos índices de preços. Em termos de dinâmica, o ano que ora se encerra verificou a desaceleração do IPCA, após atingir o pico de 10,7% a.a. em fins de 2015. Essa inversão também ocorreu na qualidade desses aumentos, que se tornaram muito mais resilientes nos preços livres em comparação aos monitorados. A grande novidade, entretanto, foi a percepção de que a disseminação já era bastante extensa em todos os tipos de bens e serviços.

Não à toa o Banco Central, que tal qual o Governo Federal foi uma instituição com duas administrações em um mesmo ano, precisou postergar recorrentemente a inversão da Política Monetária. Sem segurança quanto à posição das expectativas, e à espera de um diagnóstico preciso da verdadeira deterioração fiscal, os juros mantiveram-se elevados (nominalmente) e crescentes (em termos reais) até a penúltima reunião do ano.

A atual conjuntura atual mostra uma reação surpreendente das expectativas para a inflação. Contudo, como diz um velho ditado, “*a promoção exacerbada de expectativas positivas é a mãe de todas as frustrações*”. A dinâmica dos preços livres é de desaceleração em direção ao centro da meta, e as dificuldades do lado real da economia em responder com vigor favorecem essa trajetória de arrefecimento dos preços.

Mas balanço de riscos ainda exige atenção: o nível de incerteza sobre a Política Monetária americana possa prejudicar o “plano de voo” que se desenha no horizonte. É sob essas circunstâncias que o Banco Central precisará orientar os agentes econômicos a parametrizar suas expectativas em uma já conhecida, porém recentemente negligenciada, meta de inflação. Oportunamente, cabe considerar se não estaríamos de volta a 1999.

### **Aumento sistemático e disseminado de preços**

A Teoria Econômica define “inflação” como o processo de expansão dos meios de pagamento (leia-se, papel-moeda e depósitos bancários à vista) em ritmo mais acelerado do que o crescimento da produção de uma economia. O resultado desse descompasso aparece para os agentes econômicos, alguns períodos à frente, como um aumento disseminado e frequente dos preços de bens e serviços, o que passa a empresas e consumidores a sensação de que sua capacidade de pagamento cresce muito mais lentamente do que o custo de produção e de vida.

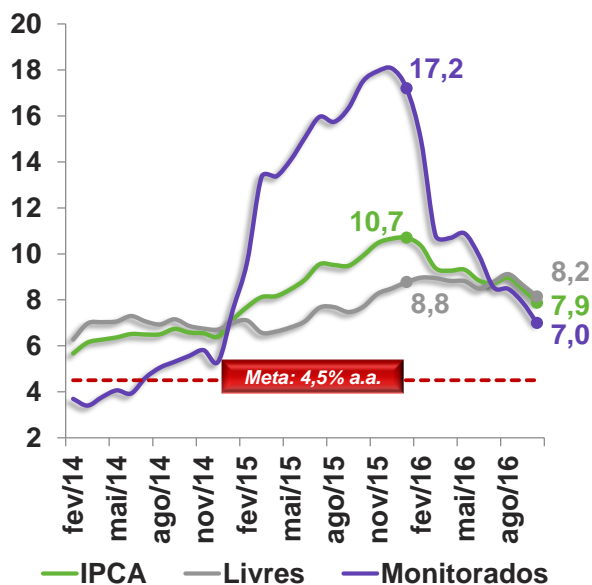
Nesse sentido, pode-se dizer que tal qual a Política Fiscal, o ano de 2015 não acabou em seu mês de dezembro. Considerando a principal medida de preços, o IPCA, verifica-se que este continuou sua trajetória de aceleração iniciada em 2011 (e acelerada em 2013) até janeiro de 2016, quando atingiu 10,7% no acumulado em 12 meses. A partir daquele ponto, o IPCA apresentou uma trajetória descendente, acumulando 7,9% em outubro.

Os preços monitorados parecem ser os grandes responsáveis por essa trajetória de desaceleração do índice de preços a um ritmo 2,6 p.p. mais lento que em igual período do ano passado. Isso se verifica mais facilmente ao observar a sua evolução no acumulado do ano. Até outubro, os monitorados cresceram 5,3%, contra 16,2% nos primeiros dez meses de 2015. Isso se

deve basicamente ao acentuado choque de reajuste nas tarifas em 2015, especialmente energia elétrica, levando os monitorados a atingir variação média de 2,74% a.m. (o que equivale a uma taxa anual de 38,4%). Apenas a título comparativo, neste ano a taxa média foi de 0,6% a.m. no 1º trimestre (ou 7,3% a.a.).

**Gráfico 6.1. IPCA, por tipos de preços**

(Var. % acum. em 12 meses)



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

**Tabela 6.1. – IPCA, por tipos de preços**

(Var. % - Em out/16)

Tipo de preço	Var. acum. %	
	12 meses	Ano
Não-duráveis	13,4	9,1
Serviços	6,9	5,4
Semi-duráveis	4,9	3,3
Duráveis	2,1	2,0
<b>IPCA</b>	<b>7,9</b>	<b>5,8</b>
Livres	8,2	5,9
Comercializáveis	8,5	6,3
Não-comercializáveis	7,9	5,6
Monitorados	7,0	5,3
Água e esgoto	20,6	20,0
Plano de saúde	13,5	11,2
Gasolina	12,3	7,5
Ônibus intermunicipal	11,5	11,4
Ônibus urbano	10,8	9,3
Metrô	9,1	9,1
Outros	7,2	6,6
Telefone fixo	6,1	5,0
Óleo diesel	5,5	3,2
Gás de bujão	3,6	2,7
Energia elétrica	-6,4	-7,6

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

Outra forma de verificar esse mesmo ponto é através da decomposição da taxa de inflação por componente. Os preços monitorados tiveram maior peso individual (Tabela 6.2.): 39,5% das variações de 2015 (ou seja, 4,2 p.p dos 10,7% de aumento). Em 2016, no entanto, alguns deles com alto peso no IPCA apresentaram variações bem menos bruscas. São os casos de telefone fixo (+5,0% no acumulado do ano), óleo diesel (+3,2%), gás de bujão (+2,7%) e, principalmente, energia elétrica (-7,6%).

**Tabela 6.2. Decomposição da Taxa de Inflação**

(Part. % de cada componente)

Componente	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Preços livres*	75,3	50,3	65,2	38,1	86,3	49,9	43,8	49,7	64,3	49,0	27,8
Preços monitorados**	58,1	50,9	21,5	17,8	27,4	18,6	25,2	13,5	2,5	16,2	39,5
Choque de oferta	-15,5	5,7	47,5	25,8	-5,8	33,3	14,5	12,5	3,2	13,6	8,1
Repasse cambial	-36,2	-17,6	-25,1	10,7	-5,6	-3,7	-3,4	10,3	5,9	-0,5	14,7
Expectativa	4,7	-4,2	-9,6	3,7	-2,3	3,6	7,8	8,2	10,7	10,8	6,8
Inércia	13,5	14,9	0,2	3,9	0,0	-1,5	12,0	5,8	13,4	10,9	3,1
<b>Peso Total*</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>IPCA (var. % anual)</b>	<b>5,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>	<b>5,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>6,4</b>	<b>10,7</b>

Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE. \*Exclui choques de oferta, inércia, expectativas e repasse cambial. \*\*Exclui inércia.  
Elaboração: FIERGS/UEE.

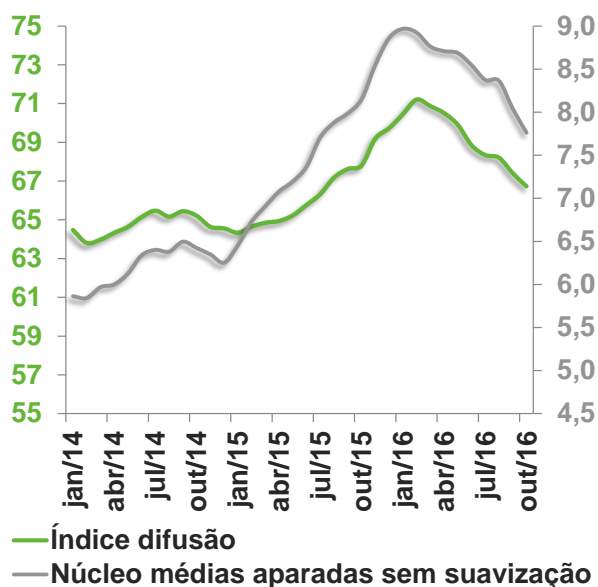
Mas se os monitorados se tornaram um vetor de menor pressão para o IPCA (ainda que artificial, uma vez que estão sob influência governamental), isso não se transferiu para os chamados itens com preços livres, que representam 71,4% do peso no indicador. Primeiramente, os itens livres seguiram crescendo ao redor de 8,8% até aproximadamente junho, já no período

entressafra. Naquele momento, com o efeito sazonal e aqueles relativos a alguns excessos de chuvas, os preços de alimentação no domicílio aceleraram e chegaram a atingir 16,8% em agosto. Não à toa, as variações de preços dos bens não duráveis seguiram tal padrão, mantendo-se acima (+13,4%) ou próximas (+9,1%) a dois dígitos no acumulado em 12 meses e do ano, respectivamente.

Em 2016 houve também outras fontes de pressão sobre o IPCA. Outra forma de compreender porque os efeitos da inflação estão disseminados nos preços livres é através da dinâmica do núcleo de médias aparadas e do índice de difusão. Ambos têm comportamento similar (Gráfico 6.2.): houve forte ritmo de aceleração a partir do início de 2015 e, apesar de desacelerarem após o início de 2016, o fazem para ritmo ainda bastante elevado. O Núcleo do IPCA está em 7,6% no acumulado em 12 meses encerrado em outubro (e 6,1% apenas nos primeiros dez meses de 2016). No caso do índice de difusão o cenário é parecido: ele chegou a atingir 71,2% em fevereiro, e hoje se encontra em 66,7%, ainda acima do que seu nível em igual período de 2014.

**Gráfico 6.2. Núcleo do IPCA e Difusão**

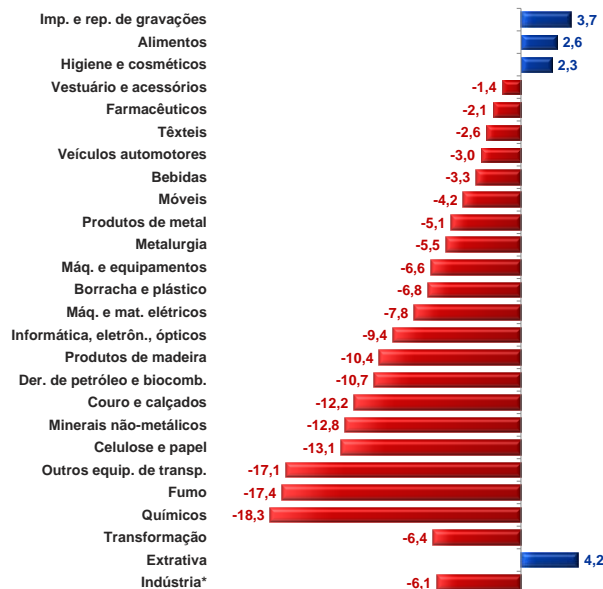
(Em var. % acum. 12 meses; Em % de itens com aumento)



Fonte: BCB; IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE. OBS: Índice de Difusão na média-móvel 12 meses

**Gráfico 6.3. – Diferença entre preços ao produtor (IPP) e média do IPCA**

(Em p.p. da var. % acum. no ano)



Fonte: BCB; IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE. \*Extrativa e Transformação

Para 2017 o cenário deverá ser um pouco diferente. Primeiramente, pelos reajustes dos preços no atacado, que se mostram consideravelmente menores que a média do IPCA. Das vinte e três atividades fabricantes de produtos pesquisadas no Índice de Preços ao Produtor, apenas três (Impressão e reprodução de gravações, Alimentos, e Higiene e Cosméticos) apresentam variação acumulada de seus preços acima do IPCA (5,8%) em 2016, e com uma média de 2,9 p.p.. Todas as demais vinte categorias mostram reajustes de preços bem abaixo do IPCA, que em média representa 8,5 p.p. a menor. Não só isso, dessas vinte categorias, catorze apresentam deflação (leia-se taxas negativas) em seus preços nos primeiros dez meses de 2016.

Se a pressão nos preços livres parece ter sido disseminada em 2016, para 2017 o cenário deverá ser um pouco diferente. Primeiramente, pelo reajuste dos preços no atacado, que se mostram consideravelmente menores que a média do IPCA. Das vinte e três atividades

fabricantes de produtos pesquisadas no Índice de Preços ao Produtor<sup>1</sup>, apenas três (Impressão e reprodução de gravações, Alimentos, e Higiene e Cosméticos) apresentam variação acumulada de seus preços acima do IPCA (5,8%) em 2016, e com uma média de 2,9 p.p.. Todas as demais vinte categorias mostram reajustes de preços bem abaixo do IPCA, que em média representa 8,5 p.p. a menor. Não só isso, dessas vinte categorias, catorze apresentaram deflação em seus preços nos primeiros dez meses de 2016.

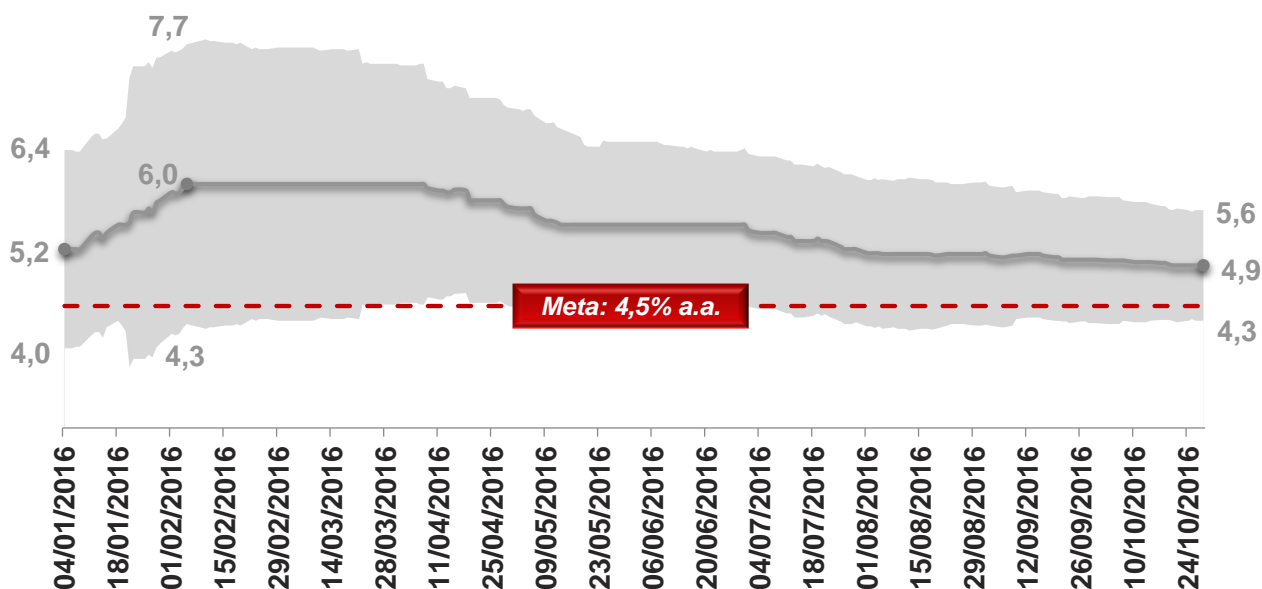
Nessas circunstâncias, esse diferencial poderá ser repassado para os preços aos consumidores ao longo dos próximos meses, o que significaria uma menor pressão nos preços livres. Contudo, é importante considerar também que esse diferencial poderá ser utilizado, parcialmente, para a recomposição de margens das empresas. A recessão atual já dura mais de trinta meses, o que necessariamente debilita pouco a pouco a capacidade financeira de muitas firmas em manter suas operações no mercado com menores receitas.

### A batalha das expectativas

A decomposição da inflação (Tabela 6.2.) mostrou que a Inércia (3,1%) e as Expectativas (6,8%) reduziram sua participação nos aumentos de preços de 2014 para 2015 (quando somaram 21,7% das variações). Se por um lado a pressão sobre a dinâmica dos preços mostrou maior dificuldade para a desaceleração dos preços em 2016, a maior mudança entre o primeiro e o segundo semestre está na reversão das expectativas dos agentes econômicos para o cenário prospectivo, o que ocorreu após a conclusão do processo de impeachment em maio (ver capítulo 1).

**Gráfico 6.4. - Intervalo de Expectativas do Mercado para o IPCA em 2017**

(Var. % anual)



Fonte: Relatório FOCUS/BCB. Elaboração: FIERGS/UEE. Projeções realizadas entre 04.01.2016 a 24.10.2016.

<sup>1</sup> O IPP mede os preços que são recebidos pelas empresas industriais extrativas e de transformação na venda de seus produtos “na porta da fábrica”. Vale dizer, o IPP mede os preços no atacado sem considerar fretes e impostos que sobre eles incidem.

O Gráfico 6.4. mostra como ocorreu a reversão das expectativas de inflação para 2017 ao longo deste ano. O primeiro movimento observado foi o aumento da variação esperada para o próximo ano (de 5,2% para 6,0%), o que ocorreu à medida que os primeiros resultados do IPCA neste ano se mostravam bastante acima do que o mercado esperava. O segundo movimento perceptível foi o de aumento da incerteza, verificável pela maior dispersão entre as projeções: no início do ano, a distância entre dois desvios-padrão das projeções era de 2,4 p.p., mas posteriormente cresceu até atingir 3,6 p.p. na primeira semana de fevereiro.

Essa distância chegou a recuar para 2,5 p.p. até aproximadamente o final de abril, passando a entrar em trajetória de queda mais rápida a partir do início de março, coincidindo com o momento em que a então Presidente da República é afastada pela Câmara dos Deputados. A partir desse ponto, à medida que a incerteza sobre as novas equipes do Ministério da Fazenda e Banco Central do Brasil se reduz, a dispersão entre as previsões cai até aquelas mais otimistas situarem-se abaixo da meta para o próximo ano, o que ocorreu em junho. Considerando as últimas projeções<sup>2</sup> disponíveis, atualmente a diferença entre os limites de dois desvios-padrão encontra-se em 1,3 p.p..

Outra forma de se verificar os diferentes resultados sobre as expectativas de inflação, em consonância com as melhores expectativas verificadas nas sondagens setoriais (ver capítulo 3), é observar as variações de preços alguns anos à frente. O Gráfico 6.5. mostra essa evolução para as expectativas de três e dois anos à frente da data em que foram geradas; em 2015 observam-se as expectativas para 2017 e 2018, em 2016 para 2018 e 2019, e assim sucessivamente. Verifica-se que ao longo de 2016 tais expectativas também se reduziram, a ponto de já se encontrarem em 4,5% a.a. para 2018 e 2019.

### **Juros: entre a cruz e a espada**

A reversão das expectativas foi importante para o cenário de acentuada distensão pelo lado da Política Fiscal. Salienta-se que a substituição de comando do Ministério da Fazenda provocou a divulgação de um quadro fiscal bem mais deteriorado que o então esperado pelo mercado. Lembra-se que a essa época o Congresso negociava a alteração na meta de resultado primário de +R\$ 24,0 bilhões (+0,4% do PIB) para -R\$ 96,0 bilhões (-1,5% do PIB), valor esse alterado para -R\$ 163,9 bilhões (-3,0% do PIB) após a atualização das projeções de queda da economia e consequente arrecadação de tributos.

Isso significa que o quadro fiscal subjacente era pior que o apresentado nas estatísticas e, desta forma, já impactava os índices de preços na prática. Simultaneamente, as despesas com Juros Nominiais continuavam consideravelmente elevadas (R\$ 484,3 bilhões), o que significava ainda mais pressão sobre o orçamento financeiro do setor público e, por consequência, o seu estoque de endividamento. Nessas circunstâncias, o Banco Central encontrava-se em uma encruzilhada: ao mesmo tempo em que precisava conter as pressões do dispêndio governamental sobre os preços em nível mais acelerado que o esperado, o aprofundamento da recessão econômica cobrava seu preço em termos de produção. Ademais, havia um agravante: a credibilidade da autoridade monetária fora consideravelmente reduzida ao longo do período 2011-2015, desancorando as expectativas não só para o ano corrente como também para aqueles à frente.

A partir de junho, os agentes perceberam avanços nas condições da economia brasileira. Adicionalmente, o evento do “*Brexit*” foi positivo para o Brasil, pois derrubou as taxas de juros nas principais economias envolvidas. Entretanto, vale destacar que por conta da defasagem das

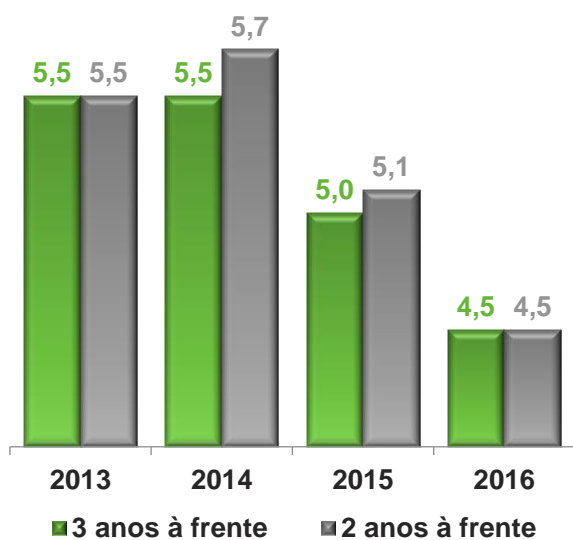
---

<sup>2</sup> Em 24.10.2016.

medidas de Política Monetária sobre a taxa de inflação (entre 6 e 9 meses), a partir do segundo semestre o COPOM toma o resultado de um ano como dado (e, portanto, fora do seu campo de influência), e prospecta suas opções de ação para influenciar o comportamento do IPCA em busca da meta de 2017. Entretanto, naquele momento o que impedia uma queda na taxa de juros era a necessidade de construir uma reputação de um Banco Central menos tolerante como a inflação. Logo, em sua comunicação o Banco Central explicitou que suas novas ações dependeriam, primeiramente, da melhora nas expectativas dos agentes para a inflação ao final de 2017, que deveriam convergir mais acentuadamente em direção à meta (4,5%).

**Gráfico 6.5. – Expectativas para IPCA**

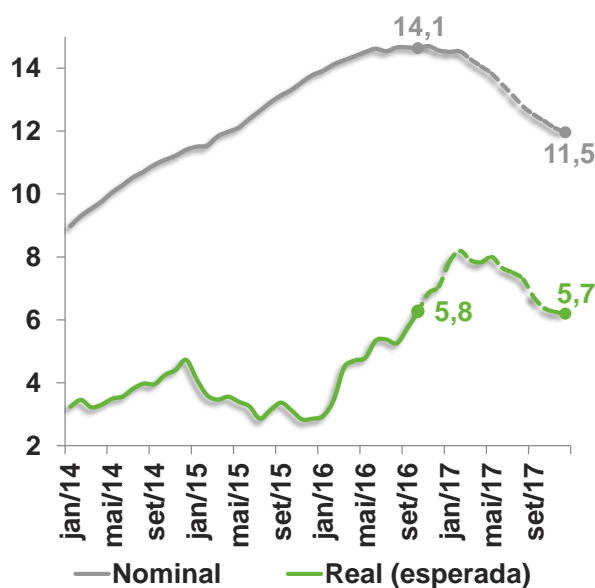
(Var. % anual)



Fonte: BCB. Elaboração e cálculos: UEE/FIERGS.

**Gráfico 6.6. – Taxa SELIC: nominal vs real**

(Em % a.a.)



Fonte: BCB. Elaboração: UEE/FIERGS.

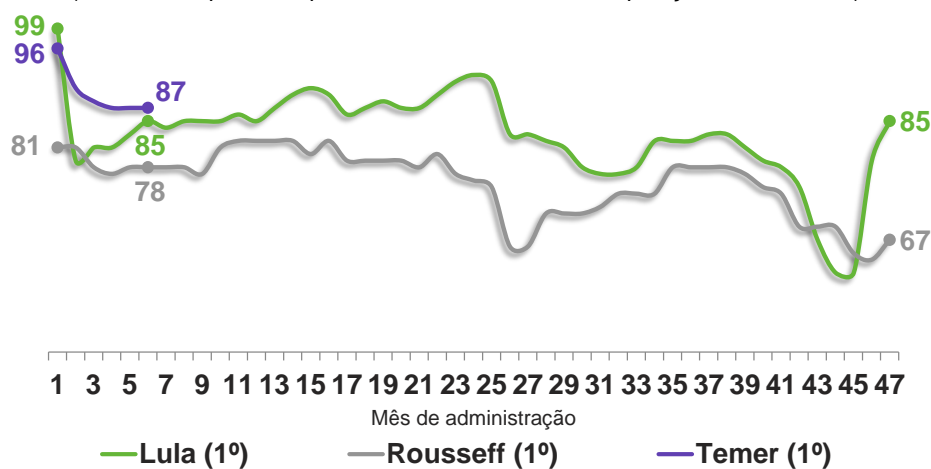
\*Deflacionada pelas expectativas para o IPCA conforme o cenário base. Projeções em linha pontilhada.

Entre agosto e setembro, a nova diretoria do Banco Central passou a aventar a possibilidade de inversão do aperto monetário à medida que os efeitos da inflação arrefecessem – especialmente em alimentos e serviços -, e as expectativas continuassem a se aproximar da meta para o ano seguinte. Pelo lado Fiscal, as incertezas só foram atenuadas após (a) o envio do orçamento para 2017 com um déficit primário menor do que o atual e (b) a tramitação da PEC 241(55)/2016 com relativo sucesso pela Câmara dos Deputados. Apesar do debate na opinião pública sobre a proposta manter-se bastante acalorado, os dados de votação na Câmara (Gráfico 6.7.) permitem projetar que ela deverá ser aprovada pelo Congresso em um cenário base. O percentual de adesão dos deputados às posições da Administração Temer é alto, até mesmo mais elevado que os dois últimos primeiros mandatos presidenciais (2003-2006 e 2011-2015) em igual mês.

Nessas circunstâncias, o Banco Central optou por iniciar um ciclo de redução das taxas de juros a fim de evitar que a manutenção da SELIC nominal em 14,25% levasse a um novo aperto monetário em termos reais, uma vez que as perspectivas de redução da taxa de inflação mais rapidamente alguns meses à frente significaria uma SELIC real crescente. De fato, conforme nossas projeções para SELIC nominal e inflação, esse cenário ainda deve permanecer até o início de 2017. Contudo, à medida que o Banco Central acelerar o processo de redução dos juros, esperamos que a taxa real volte a cair até encerrar 2017 próxima a 5,7% - considerando nosso cenário base para a inflação.

### Gráfico 6.7. – Apoio na Câmara de Deputados às posições do Executivo

(Em % de deputados que votaram de acordo com a posição do Executivo)



Fonte: Câmara de Deputados; Estadão.com. Elaboração: FIERGS/UEE.

### Crédito caro, endividamento elevado

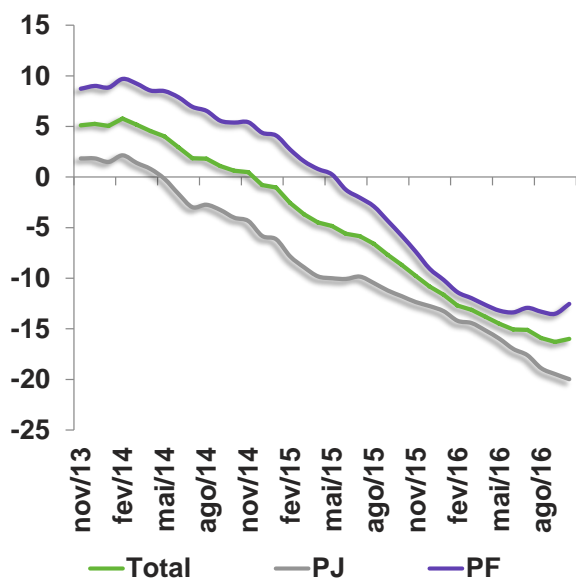
Uma das principais funções do mercado de crédito em economias modernas é permitir que os agentes econômicos suavizem mudanças bruscas em seus níveis de renda e faturamento – especialmente em momentos recessivos e de elevada incerteza como o atual. Contudo, a incerteza informacional entre agentes que negociam crédito precisa ser reduzida através de mecanismos que permitam ao ofertante (instituição financeira) aferir com certa plausibilidade o risco inerente àquela operação. Não só isso, os recursos do sistema precisam ter como parâmetro um ativo alternativo para investimento que evolua de acordo com os fundamentos de sua rentabilidade e, portanto, não esteja sob influência de decisões discricionárias. Essa conjunção de fatores, no entanto, não está presente hoje no Brasil e, com isso, explica porque neste momento de crise os agentes têm dificuldades não só em obter liberações de empréstimos como até mesmo intenção em demandá-las.

Em 2016, o saldo de crédito total do Sistema Financeiro Nacional atingiu R\$ 3,1 trilhões, o que significa um valor 2,0% menor em termos reais sobre igual período do ano anterior. A abertura por tipo de tomador de empréstimo mostra que o crédito às Pessoas Jurídicas (R\$ 1,6 trilhão) foi o que apresentou maior retração (-6,7%), compensado na sequência pelo aumento no saldo às Pessoas Físicas (para R\$ 1,5 trilhão, ou +3,3% reais). Cabe, entretanto, um alerta quanto ao saldo às pessoas físicas: o cenário pode parecer mais positivo, mas esse crescimento provavelmente está ligado à expansão do saldo devedor, o qual sofre influência tanto das menores liberações de crédito quanto da inadimplência e do encarecimento do crédito.

As concessões de crédito somaram R\$ 2,8 trilhões no total no ano, uma contração de 16,3% real no agregado e 16,0% média por dias úteis frente à mesma base de 2015. A maior retração, novamente, se deu nas Pessoas Jurídicas (-22,0%), que atingiram R\$ 1,2 trilhão, enquanto para as Pessoas Físicas o resultado foi de R\$ 1,6 trilhão – ou -11,3% no acumulado do ano. Em 12 meses, o volume de concessões mantém-se na fase descendente do ciclo econômico (Gráfico 6.8), acumulando encolhimentos da ordem de 15,0% reais – e sem apresentar sinais de recuperação até outubro.

**Gráfico 6.8. – Média diária das concessões**

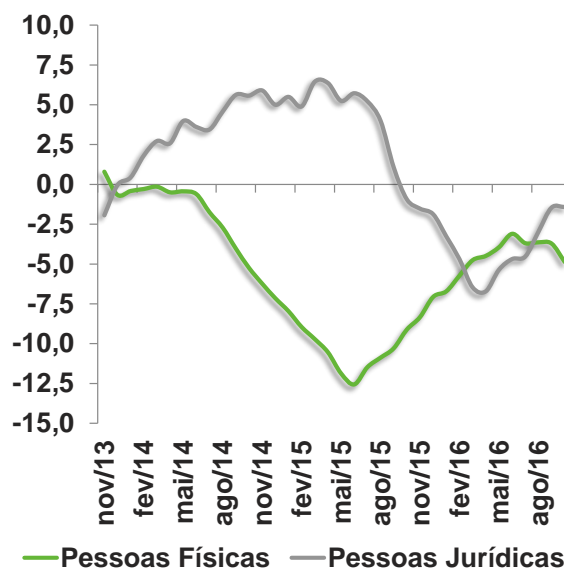
(Var. % real na média em 12 meses – IPCA, out/16)



Fonte: BCB. Elaboração e cálculos: FIERGS/UEE.

**Gráfico 6.9. – Índice de Demanda por Crédito**

(Var. % acum. 12 meses)



Fonte: Serasa Experian. BVS. Elaboração: FIERGS/UEE

Os dados de endividamento das famílias mostram que o volume de dívidas com crédito imobiliário se tornou quase tão relevante dentro da sua renda quanto às demais. Como esses empréstimos têm prazo mais longo e saldo bastante elevado em comparação à renda, ainda que suas taxas de juros sejam menores, o atraso de algumas parcelas significa uma incorporação de considerável monta ao saldo devedor. Não apenas isso, o nível do endividamento também não mostra sinais de arrefecimento. As famílias mantêm-se com 45% de sua renda anual comprometida com saldos de crédito ainda em aberto, um cenário não muito diferente do que já era verificável em novembro/13. Cabe lembrar que a recessão atual iniciou por volta do segundo trimestre de 2014, com efeitos sobre o mercado de trabalho a partir do início de 2015. Neste período, a taxa de desocupação (Brasil) já cresceu 5,0 p.p., o que significa um volume de 5,3 milhões de pessoas que se tornaram desocupadas.

Nessas circunstâncias, não se poderia esperar sinais diferentes pelo lado da inadimplência junto ao sistema financeiro. Após um breve período de oscilação da taxa de recursos com atraso superior a 90 dias (Gráfico 6.11, entre fins de 2014 e início de 2015), os atrasos começaram a ocorrer de forma sistemática, fazendo o total da carteira em *default* atingir R\$ 120,7 bilhões (um aumento de 0,6 p.p. apenas em 2016).

Consequentemente, esse cenário também se refletiu não só no equilíbrio do mercado de crédito (as concessões efetivadas), como na busca de financiamentos pelo consumidor e pelas empresas. Os indicadores de *bureaus* de crédito se baseiam no volume de consultas de CPFs em bases de dados para *rating* de crédito, e mostram que a demanda por novos empréstimos se contraiu fortemente em 2016. O cenário foi melhor do que em 2015, na medida em que a demanda por crédito de pessoas físicas (Gráfico 6.9) se tornou menos negativa nos últimos 12 meses. Entretanto, as variações voltaram a desacelerar a partir de meados do ano, e hoje se encontram em -4,9%.

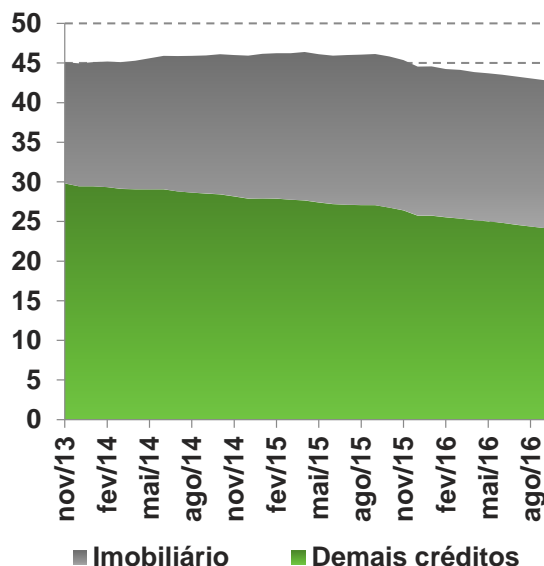
O cenário para as pessoas jurídicas, por sua vez, é mais claro quanto a empréstimos. Há um descasamento entre os resultados verificados nas liberações de recursos e nas demandas por crédito. Por um lado, em 2016 a busca por crédito voltou a acelerar, saindo de -6,5% em março para atingir -1,4% em outubro. O resultado ainda é negativo (ou seja, as empresas ainda



demandam menos recursos que em igual período de 2015), mas está se tornando menos negativo à medida que os meses avançam. Entretanto, essa trajetória não se traduziu em crescimento das concessões na maioria das modalidades de crédito.

**Gráfico 6.10. – Endividamento das Famílias**

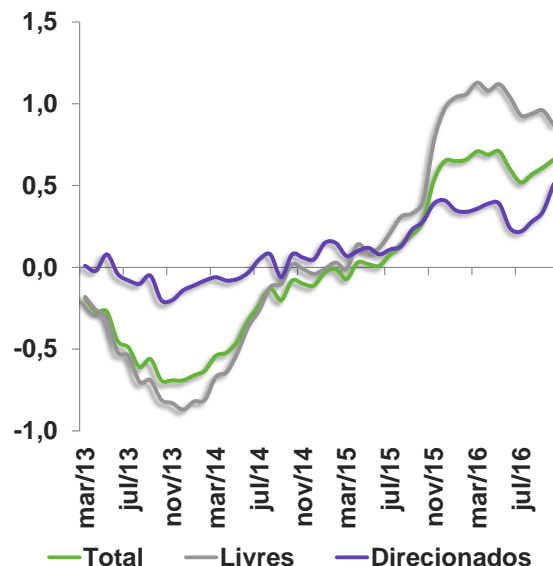
(Em % da renda média, acum. em 12 meses)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

**Gráfico 6.11. – Variação na Inadimplência\***

(Em p.p. da taxa %)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE

\*Taxa de Inadimplência do Saldo de Crédito, com atraso igual ou superior a 90 dias em ao menos uma parcela no SFN.

Em 2016 os maiores impactos sobre as liberações de crédito às empresas se deram nas modalidades de Capital de Giro (-2,3 p.p. de influência na variação de -16,3% da carteira), BNDES (-1,5 p.p.) e Conta Garantida (-1,4 p.p.). Isso significou uma redução de R\$ 168,0 bilhões em novas linhas de crédito, o que significa um cenário ainda mais complicado em anos de crise. Considerando as linhas de Capital de Giro, as liberações tiveram mais impacto na modalidade de maior prazo (acima de 365 dias), afetando diretamente a capacidade das empresas lidarem com a queda de faturamento que atingiu a maioria dos segmentos.

Além desse ponto, a dispersão entre as taxas de juros dessa modalidade também torna transacionalmente custoso buscar instituições financeiras com menores custos. Considerando os dados até outubro/2016, para a modalidade de Capital de Giro acima de 365 dias, as taxas pré-fixadas variam entre 12,7% a.a. e 68,0% a.a.; para a modalidade até 365 dias, as taxas variam entre 19,0% a.a. e 67,9% a.a., enquanto para as taxas flutuantes atualmente se encontram entre 16,9% a.a. e 39,4% a.a.

É importante compreender que essa conjunção de fatores retratada ao longo deste capítulo faz o biênio 2015-2016 ser bastante desafiador para a maioria das empresas. Se por um lado a recessão reduz as oportunidades de negócios para a maioria das atividades e, com isso as receitas em termos de volume, por outro as empresas se viram igualmente pressionadas pelo lado dos preços, que já se encontravam bastante elevados aos consumidores e, conseqüentemente, não permitiam a ampliação das margens de lucro para tentar conter a perda de rentabilidade das operações. A alternativa para manter as atividades normais a fim de atravessar o período de crise seria recorrer ao mercado de crédito o que, conforme demonstramos acima, se mostrou bastante difícil – tanto porque as taxas de juros se mantiveram elevadas, quanto como o nível de incerteza elevado reduz a disponibilidade dos agentes financeiros em emprestar recursos.

**Tabela 6.3. – Concessões de Crédito, por modalidade**

(Em R\$ bilhões constantes – IPCA, out/16)

	Em R\$ milhões			Var. real			
	Jan-Out/15	Jan-Out/16	Em %	Em R\$ bilhões	Influência (Em p. p.)		
<b>Livres</b>	Desconto de Duplicatas	113,5	103,2	-9,1	-10,3	-0,3	
	Desconto de Cheques	32,6	20,0	-38,6	-12,6	-0,4	
	Faturas de Cartão Crédito	32,1	25,7	-19,9	-6,4	-0,2	
	Capital de Giro	231,8	155,0	-33,1	-76,8	-2,3	
	Até 365 dias	78,6	56,0	-28,8	-22,7	-0,7	
	Superior a 365 dias	118,4	77,8	-34,3	-40,6	-1,2	
	Rotativo	34,8	21,2	-39,0	-13,6	-0,4	
	Garantida	235,3	192,9	-18,0	-42,4	-1,3	
	Cheque especial	242,3	196,4	-19,0	-45,9	-1,4	
	Aquisição bens	13,6	11,3	-16,7	-2,3	-0,1	
	Arrendamento mercantil	6,1	4,3	-29,9	-1,8	-0,1	
	Vendor	17,5	11,7	-33,1	-5,8	-0,2	
	Comprar	74,5	59,2	-20,4	-15,2	-0,5	
	Cartão de Crédito	65,9	55,5	-15,8	-10,4	-0,3	
	ACC	105,8	91,3	-13,7	-14,5	-0,4	
	Financiamento de Importações	5,9	2,9	-50,5	-3,0	-0,1	
	Financiamento de Exportações	33,0	25,3	-23,1	-7,6	-0,2	
	Repasse externo	4,7	3,5	-25,4	-1,2	-0,0	
	Outros	132,3	117,8	-11,0	-14,5	-0,4	
	<b>Total Livres PJ</b>	<b>1.346,9</b>	<b>1.076,2</b>	<b>-20,1</b>	<b>-270,8</b>	<b>-8,1</b>	
<b>P. Física</b>	Cheque Especial	338,1	306,5	-9,4	-31,6	-0,9	
	Crédito Pessoal	203,4	168,5	-17,1	-34,8	-1,0	
	Não-consignado	77,6	65,9	-15,1	-11,7	-0,4	
	Consignado	125,8	102,7	-18,4	-23,1	-0,7	
	Aquisição de bens	79,9	63,2	-20,9	-16,7	-0,5	
	Arrendamento mercantil	1,1	0,6	-44,5	-0,5	-0,0	
	Cartão de Crédito	962,1	891,6	-7,3	-70,5	-2,1	
	Desconto de Cheques	1,9	1,1	-40,6	-0,8	-0,0	
	Crédito para renegociação	35,9	25,2	-29,9	-10,7	-0,3	
	Outros	19,7	17,2	-12,7	-2,5	-0,1	
<b>Total Livres PF</b>	<b>1.606,1</b>	<b>1.448,7</b>	<b>-9,8</b>	<b>-157,4</b>	<b>-4,7</b>		
<b>Total Livres</b>	<b>2.953,0</b>	<b>2.524,8</b>	<b>-14,5</b>	<b>-428,2</b>	<b>-12,8</b>		
<b>Direcionados</b>	<b>P. Jurídica</b>	Rural	60,2	48,0	-20,3	-12,2	-0,4
		Imobiliário	23,9	18,0	-24,6	-5,9	-0,2
		BNDES	108,1	59,3	-45,2	-48,8	-1,5
		Outros	20,8	14,5	-29,9	-6,2	-0,2
	<b>Total Direcionado PJ</b>	<b>212,9</b>	<b>139,8</b>	<b>-34,3</b>	<b>-73,1</b>	<b>-2,2</b>	
	<b>P. Física</b>	Rural	59,5	54,4	-8,5	-5,1	-0,2
		Imobiliário	104,0	67,3	-35,3	-36,7	-1,1
		BNDES	9,4	8,5	-9,7	-0,9	-0,0
		Microcrédito	9,9	8,2	-17,2	-1,7	-0,1
		Outros	0,8	0,3	-66,2	-0,5	-0,0
<b>Total Direcionado PF</b>	<b>183,6</b>	<b>138,7</b>	<b>-24,5</b>	<b>-44,9</b>	<b>1,3</b>		
<b>Total Direcionado</b>	<b>396,6</b>	<b>278,6</b>	<b>-29,8</b>	<b>-118,0</b>	<b>3,5</b>		
<b>Total (Livre + Direcionado)</b>	<b>3.349,6</b>	<b>2.803,4</b>	<b>-16,3</b>	<b>-546,2</b>	<b>16,3</b>		

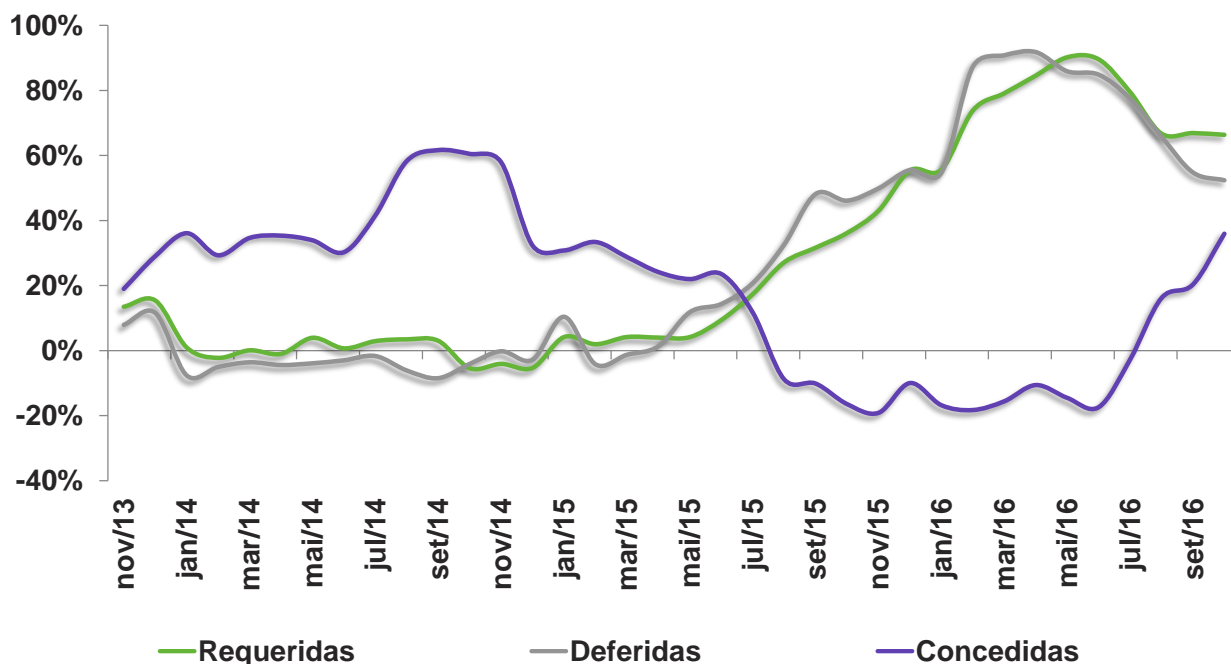
Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Nessas circunstâncias, não surpreende que o volume de recuperações judiciais tenha se elevado consideravelmente ao longo de 2015 e, mais ainda, em 2016 (Gráfico 6.12). A taxa de crescimento das recuperações requeridas (66,4%) e deferidas (52,4%) manteve-se constantemente acima do ritmo de 50,0% ao longo do último ano, chegando até mesmo a atingir 91,9% para as deferidas. Desde 2010, esse é o maior ritmo de crescimento verificado nessas

séries e, possivelmente, se traduzirá em um aumento nas recuperações concedidas – que já apresentam crescimento próximo a 36,0%. Historicamente, as recuperações deferidas antecedem a concessão de recuperações entre 10 e 12 meses, o que significa que esses dados possivelmente ainda se manterão negativos em 2017.

**Gráfico 6.12. – Recuperações Judiciais de Empresas**

(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

## Perspectivas para 2017

O cenário para 2017 deverá continuar desafiador para a **Política Monetária** por pelo menos dois fatores. O primeiro deles trata das dificuldades em manter a reversão da Política Fiscal para o campo contracionista. Apesar de enviar ao Congresso um orçamento que simula a mesma regra a em votação na PEC 241(55)/2016, o cenário incerto para a atividade econômica poderá gerar arrecadação tributária a menor – o que se traduzirá, necessariamente, em buscar cortes dentro de um orçamento com limitada margem de manobra. Isso significa que a margem para manter o sentido de austeridade da Política Fiscal é pequena e, por consequência, resultados negativos inesperados podem voltar a afetar os preços.

Nesse ambiente de incerteza deve-se adicionar o viés de mudança que se desenha no cenário internacional, especialmente no que tange à Política Monetária americana. Em sua última reunião do ano, o COPOM avaliou que o ambiente externo com “janela” favorável para as economias emergentes está se esgotando. A eleição de Donald Trump à Presidência americana significa uma série de dúvidas com relação ao posicionamento externo do país em termos comerciais, bem como a trajetória para as suas finanças públicas. Sob essas circunstâncias, o Banco Central terá um desafio a mais na coordenação das expectativas dos agentes econômicos o que, dado o histórico recente de desvio da instituição em sua missão de controle de preços, pode torná-las mais instáveis.

Além disso, a dinâmica intrínseca dos preços para o próximo ano já se mostra diferente. Os efeitos da recessão já afetam o atacado e os produtores, ainda que não tenha transferido todos os seus efeitos para os consumidores. Nessas circunstâncias, nosso **cenário base** reflete um balanço de todos esses riscos, esperando que o IPCA varie 5,5% em 2017, conjugado com a manutenção do cenário de **juros** em queda até atingir nível próximo a **11,5% a.a.** Apesar da queda de 2,25 p.p. com relação ao momento atual (13,75% a.a.), a desaceleração mais rápida dos índices de preços fará com que a SELIC real se mantenha em elevação ao longo do primeiro semestre de 2017 – retornando a nível próximo (5,7% a.a.) ao atual (5,8% a.a.).

Contudo, os desafios para o crescimento são imensos considerando o cenário bastante deteriorado de nossa capacidade produtiva potencial. Logo, entendemos ser pertinente considerar um **cenário** alternativo **inferior**, no qual a atividade pode chegar até mesmo a se contrair novamente. Nessas circunstâncias, os efeitos recessivos sobre os preços deverão se tornar o vetor determinante para a sua trajetória, levando o IPCA a variações mais próximas a 3,6% a.a. Consequentemente, o Banco Central se verá obrigado a reduzir ainda mais a Taxa SELIC (9,75% a.a.) para evitar que, em termos reais, ela retroalimente ainda mais recessão.

Por fim, em ambientes de alta incerteza é pertinente manter abertas as possibilidades de mudanças bruscas também em sentido oposto. A depender da evolução das minirreformas em discussão no Congresso é possível que a recuperação se torne mais rápida e, com ela, a atividade reaja inesperadamente forte. Nessas circunstâncias, o IPCA volta a se tornar um problema para o Banco Central – podendo até mesmo atingir níveis próximos a 7,3% (nosso **cenário superior**). Desta forma, a instituição será obrigada a interromper o movimento de queda da SELIC e trazê-la novamente aos níveis atuais (13,75% a.a.) até o final de 2017.

**Tabela 6.4. Perspectivas para preços e juros**

(Em % a.a.)

	2015	2016*	2017*		
			Inferior	Base	Superior
IPCA	10,7	7,0	3,6	5,5	7,3
INPC	11,3	7,8	3,7	5,6	7,5
IGP-M	10,5	7,5	2,4	4,1	5,8
Taxa SELIC (meta, fim de período)	14,25	13,75	9,75	11,50	13,75

Fonte e elaboração: FIERGS/UEE. \*Estimativa: FIERGS/UEE.