

UM CENÁRIO COMO HÁ MUITO NÃO SE VIA

O processo de acelerada desinflação, que caracterizou o ano de 2017, permitiu sucessivos cortes na taxa de juros.

O ano de 2017 foi marcado pela continuação do processo desinflacionário verificado a partir da segunda metade de 2016. As quedas consecutivas no IPCA acumulado em doze meses revelaram um contexto favorável como há muito tempo não se via. Por mais esperado que fosse pelos agentes, a desinflação observada surpreendeu por sua intensidade. Como resultado, o IPCA recuou para baixo da banda inferior da meta de inflação – algo que não acontecia desde 2007 -, e se manteve por lá durante boa parte do ano.

Diversos fatores contribuíram para essa dinâmica: a ancoragem das expectativas em função da credibilidade do Banco Central atual; a elevada capacidade ociosa deixada pela crise dos últimos anos; a taxa de câmbio bem comportada a despeito das incertezas políticas; a elevada liquidez internacional e a euforia dos mercados; mas, principalmente, a supersafra agrícola.

O excesso de oferta de produtos agrícolas gerou deflação nos preços dos alimentos, cujo peso é determinante na composição do IPCA. O subgrupo Alimentação no domicílio, por exemplo, teve variação de -5,06% nos doze meses acumulados até outubro, fazendo com o que o grupo Alimentos e bebidas atingisse -2,14%, o menor patamar desde o início da série histórica.

Com um balanço de riscos inflacionários mais contido, abriu-se espaço para que o Banco Central reduzisse a Selic a níveis historicamente baixos. De setembro de 2016 até outubro de 2017, a meta da taxa básica de juros da economia recuou de 14,25% para 7,5% a.a. e, ao que tudo indica, mais um corte deverá ocorrer em dezembro, fazendo com que a taxa encerre o ano em 7% a.a., o menor patamar da série.

Os fundamentos da macroeconomia atual sugerem que a inflação não deve sofrer grandes acelerações em 2018, muito em função do mecanismo inercial causado pelos reajustes nos salários e aluguéis. Além disso, a taxa de desemprego ainda se mostra elevada e o nível de capacidade ociosa na Indústria se encontra acima da média. Nosso cenário base projeta o IPCA ligeiramente acima dos 4% no encerramento de 2018, mas inferior ao centro da meta de inflação (4,5%).

Existem, entretanto, alguns riscos para o próximo ano. A inflação de alimentos certamente não deve ter o mesmo comportamento de 2017. A deflação é um fenômeno bastante raro, e não deve se repetir. Os preços monitorados podem ser uma fonte de pressão, visto que a energia elétrica deve continuar elevada em função do baixo nível nos reservatórios das hidrelétricas. Além disso, a exemplo do que aconteceu neste ano com o PIS/COFINS sobre os combustíveis, a situação fiscal desajustada traz sempre o risco de novos aumentos de impostos. Por último, não podemos descartar as eventuais pressões sobre a taxa de câmbio, fruto das incertezas quanto às eleições de 2018, que podem acabar por contaminar a inflação.

Quanto aos juros, o seu movimento deve ser condicionado ao comportamento dos preços. Acreditamos que exista espaço para mais um corte na Selic no início de 2018. No entanto, a probabilidade disso ocorrer diminuiu consideravelmente após o último comunicado do Copom, que deixou em aberto essa decisão. Apesar disso, acreditamos que a taxa deve encerrar 2018 nos mesmos 7% a.a. do fim de 2017.

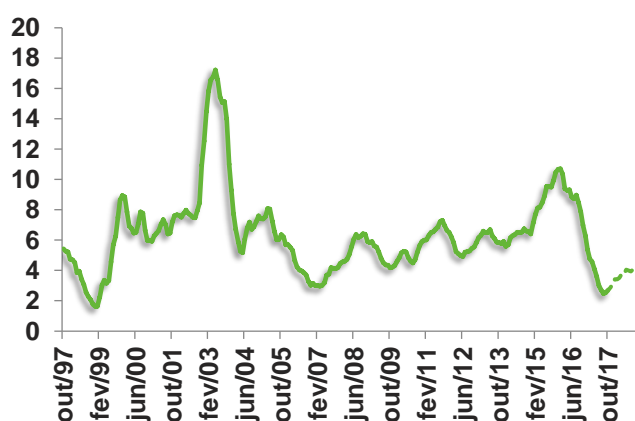
A taxa de inflação mais baixa em quase vinte anos

A melhor forma de perceber o quão favorável foi a inflação em 2017 é observando o seu padrão histórico. No intervalo que vai de agosto de 2016 até o mesmo mês de 2017, o IPCA acumulado em doze meses saiu de 8,97% para 2,46%. Ou seja, houve um recuo de 6,51 p.p. em uma janela de apenas um ano.

Tão interessante quanto observar a velocidade da queda no IPCA, é notar a sua intensidade. A variação de 2,46% acumulada em agosto deste ano foi a menor, nesta base de comparação, desde fevereiro de 1999. Em outras palavras, pode-se dizer que a inflação do período foi a mais baixa em quase vinte anos. Apesar da leve aceleração verificada nos meses seguintes, que levou o índice para 2,70% em outubro, a inflação deve continuar baixa até o final do ano, terminando 2017 um pouco acima dos 3%. Com isso, será a primeira vez desde 2009 que o IPCA encerrará o ano abaixo da meta de inflação.

Gráfico 6.1. IPCA

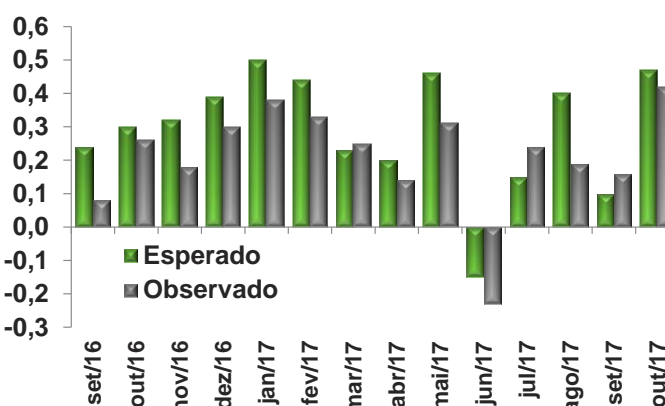
(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: IBGE. *A partir de out/17, os valores são estimativas da FIERGS/UEE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.2. IPCA: esperado vs observado

(Var. % mensal)

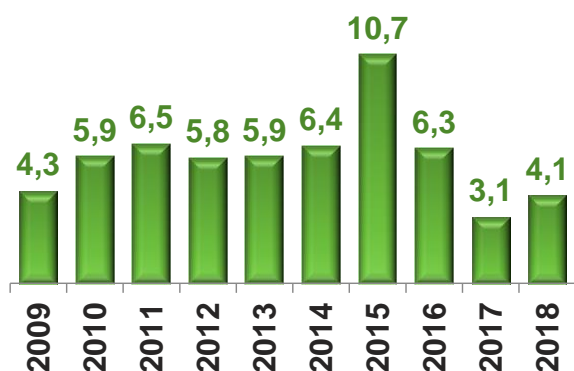


Fonte: Relatório Focus para o IPCA esperado, com mediana de mercado do último dia do mês. Elaboração: FIERGS/UEE.

Outra forma de se verificar o quão surpreendente foi o comportamento da inflação em 2017 se dá através da comparação entre as expectativas de mercado medidas pelo Boletim Focus do Banco Central e a inflação observada nestes meses. Nos últimos catorze meses, isto é, de setembro de 2016 a outubro de 2017, a mediana das expectativas para o IPCA foi superior à taxa de inflação observada em onze. Os erros sistemáticos nas previsões mostram que o tamanho da desinflação surpreendeu em boa medida os agentes de mercado, uma ótima notícia dado o histórico inflacionário do país.

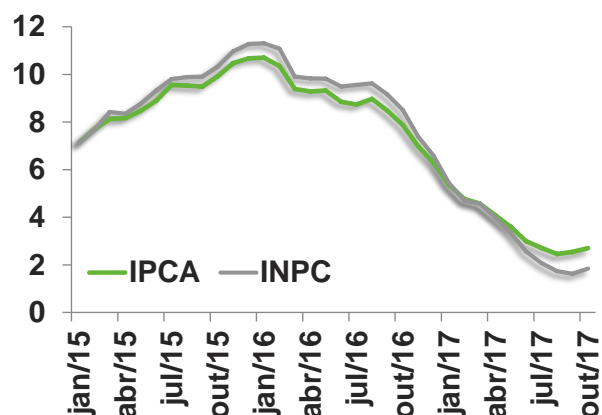
Diante deste fenômeno, cabe identificar quais grupos exerceram maior influência sobre a trajetória do IPCA. A tabela 6.1 não deixa dúvidas de que o grupo de Alimentos e bebidas foi decisivo no processo desinflacionário. Em função do seu elevado peso na cesta (25,5%), a variação de -2,14% exerceu grande impacto negativo sobre o índice. Nota-se também que o movimento foi puxado pelos alimentos para consumo doméstico, cuja deflação foi de -5,06% nos doze meses acumulados até outubro. Como boa parte dos alimentos que compõe esta cesta tem origem agrícola, é direta a relação entre o excesso de oferta gerado pela supersafra e a deflação deste subgrupo. Vale ressaltar que os preços por atacado dos produtos agrícolas, medidos pelo IPA-OG, tiveram deflação acumulada em doze meses até outubro de -16,37%.

Gráfico 6.3. IPCA anual*
(Var. % anual)



Fonte: IBGE e FIERGS/UEE. *2017 e 2018 são estimativas calculadas pela FIERGS/UEE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.4. IPCA e INPC
(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE.

A magnitude do impacto dos alimentos sobre o nível de preços fica ainda mais evidente quando observamos o descolamento recente entre o INPC e o IPCA. O INPC, por definição, se refere às famílias de renda inferior às do IPCA, conferindo assim maior peso relativo aos alimentos. A deflação nos preços deste subgrupo fez com que o INPC acumulado em doze meses se posicionasse abaixo do IPCA durante a maior parte do ano, sendo que a diferença verificada entre os dois índices em setembro deste ano foi a maior desde agosto de 2008.

Tabela 6.1. IPCA por grupos e subgrupos

(Var. % acum. em 12 meses em out/17)

	Var. acum. 12 meses	Peso nos últimos 12	Influência (em p.p.)
Índice geral	2,70	100,0	2,7
Alimentação e bebidas	-2,14	25,5	-0,5
Alimentação no domicílio	-5,06	16,6	-0,9
Alimentação fora do domicílio	3,52	8,9	0,3
Habitação	5,06	15,4	0,8
Encargos e Manutenção	3,98	10,6	0,4
Combustíveis e energia	7,39	4,7	0,3
Artigos de Residência	-1,54	4,1	-0,1
Moveis e Utensílios	0,48	2,1	0,0
Aparelhos eletrônicos	-5,05	1,6	-0,1
Consertos e Manutenção	3,18	0,4	0,0
Vestuário	2,46	5,9	0,1
Roupas	1,91	3,8	0,1
Calçados e acessórios	4,09	1,7	0,1
Jóias e bijuterias	-0,19	0,3	0,0
Tecidos e armário	3,97	0,1	0,0
Transportes	3,73	18,0	0,7
Saúde e cuidados pessoais	6,85	11,8	0,8
Produtos Farmacêuticos e óticos	4,25	3,7	0,2
Serviços de saúde	10,76	5,4	0,6
Cuidados pessoais	2,85	2,7	0,1
Despesas pessoais	5,05	10,8	0,5
Serviços pessoais	5,91	6,7	0,4
Recreação, fumo e fotografia	3,69	4,1	0,1
Educação	7,03	4,8	0,3
Comunicação	2,01	3,7	0,1

Fonte: IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em outubro o INPC registrou variação de 1,83% no acumulado em doze meses, enquanto o IPCA registrou 2,70%. Isso também mostra como o atual processo desinflacionário tem sido benéfico, principalmente para as famílias em condições de renda mais desfavoráveis.

Entretanto, é importante perceber que a desaceleração do IPCA não foi causada somente pelos preços dos alimentos. Mesmo excluindo os itens tipicamente mais voláteis (alimentos e os preços monitorados), a inflação acumulada em doze meses se mostra significativamente baixa (3,37%), e com rápida desaceleração recente.

Outra simulação aponta na mesma direção: quando se excluem do índice geral os Alimentos e bebidas, o acumulado em doze meses ainda se mostra inferior à meta para o final de 2017. Ou seja, parece existir um movimento desinflacionário que não está restrito ao choque dos alimentos, mas difundido por toda a economia. O índice de difusão do Banco Central, que fornece o percentual de produtos que sofreram aumentos nos preços, mostra isso mais claramente. Considerando a média móvel dos últimos doze meses, o indicador tem caído recorrentemente em 2017, saindo de 62,5% em janeiro para 53,6% em outubro.

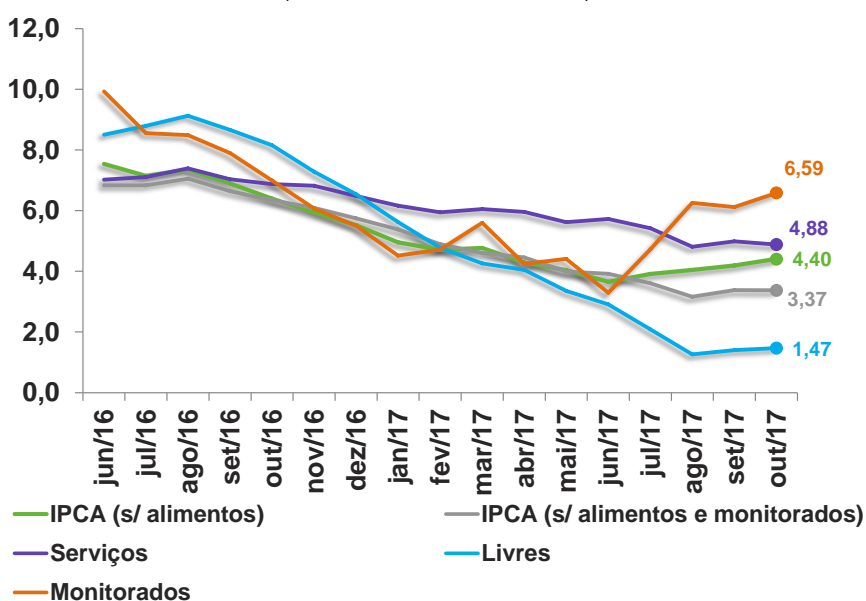
A inflação de Serviços, que historicamente apresenta um forte componente inercial, também cedeu bastante durante o ano, reforçando a noção de desinflação generalizada. Após alguns anos girando ao redor dos 7,5%, o índice subjacente do IPCA vem recuando desde o ano passado. Em outubro de 2017, o IPCA de Serviços atingiu 4,88% em termos anualizados, trazendo boas perspectivas para 2018 em função do seu mecanismo inercial.

Por outro lado, a grande fonte de pressão altista sobre o IPCA em 2017 veio dos preços administrados. Nos 12 meses acumulados até outubro, a variação foi de 6,59%, enquanto que nos preços livres foi de apenas 1,47%. A tendência é de que essa pressão continue em 2018, visto que o nível dos reservatórios continua bastante baixo e a energia elétrica deve continuar em bandeira vermelha.

Além disso, o desajuste das contas públicas pode provocar novas rodadas de aumentos de impostos. A elevação do PIS/COFINS sobre os combustíveis em maio, por exemplo, só não gerou maiores pressões porque os combustíveis apresentavam, naquele momento, deflação. Em outubro, no entanto, o IPCA dos combustíveis já estava em 5,1%, e pode seguir crescendo nos próximos meses.

Gráfico 6.5. Índices subjacentes ao IPCA

(Var. % acum. em 12 meses)



Fonte: IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE.

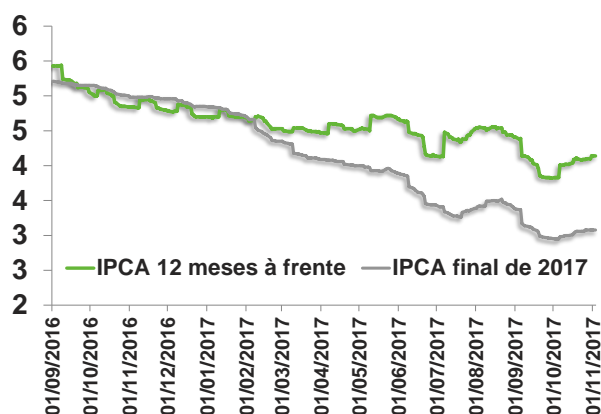
Expectativas ancoradas

O cenário desinflacionário desencadeou sucessivas revisões para baixo nas expectativas dos agentes, que podem ser observadas nos gráficos 6.6 e 6.7. O primeiro diz respeito à mediana das expectativas da variação nos preços no curto prazo, isto é, para o final de 2017 e para os próximos doze meses. Verifica-se que as projeções foram sendo sistematicamente revisadas desde o início do ano e, atualmente, se encontram abaixo da meta de inflação. Um ótimo sinal.

O segundo gráfico é uma medida de expectativa de horizonte mais longo. O que interessa aqui é basicamente verificar se as expectativas estão ancoradas (leia-se na meta). É possível ver que, após anos de projeções de inflação acima da meta, a partir do ano passado elas retornaram para a baliza, indicando uma maior credibilidade do compromisso do Banco Central de perseguir-la. Isso foi se tornando cada vez mais claro durante 2017, e foi sinalizado definitivamente com a fixação das metas para 2019 e 2020 em 4,25% e 4,00%, respectivamente, menores do que os 4,5% adotados nos últimos 17 anos.

Gráfico 6.6. Expectativas para o IPCA em um horizonte mais curto

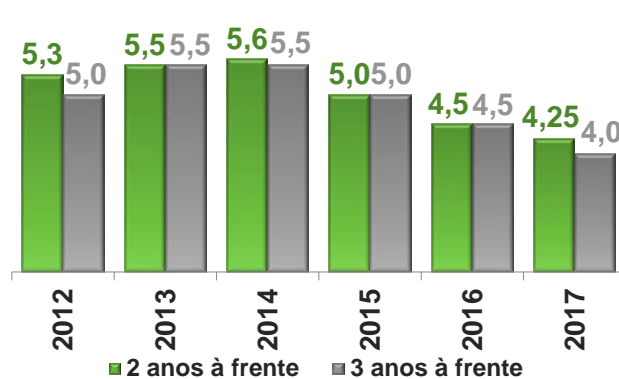
(Var. % anual)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.7. Expectativas para o IPCA em um horizonte mais longo

(Var. % anual)



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

É interessante notar que o cenário fiscal desajustado e os episódios de incerteza política não foram suficientes para que os agentes piorassem as suas expectativas (pelo menos não de forma permanente). Existem diversas tentativas de justificar esse fato. Enquanto alguns dizem que o teto das despesas primárias é o que tem segurado as expectativas, outros apontam para a credibilidade do comando atual do Banco Central. Porém, o certo é que o mercado continua acreditando no ajuste fiscal. Assim, para manter as expectativas na meta por um período mais duradouro, é imperativo que se busque o equilíbrio das contas públicas.

Um novo ciclo expansionista

O contexto inflacionário benigno favoreceu a adoção de uma política monetária mais expansionista por parte do Banco Central. O atual ciclo de redução dos juros fez com que a meta da Selic saísse de 14,25% em outubro de 2016 para 7,5% a.a. no mesmo mês de 2017. O comunicado mais recente do Copom, entretanto, indicou que o ciclo está perto do fim. Apesar disso, outro corte é esperado antes do final do ano, que levará a Selic a 7% a.a., e renovará o mínimo anterior de 7,25%, atingido em outubro de 2012.

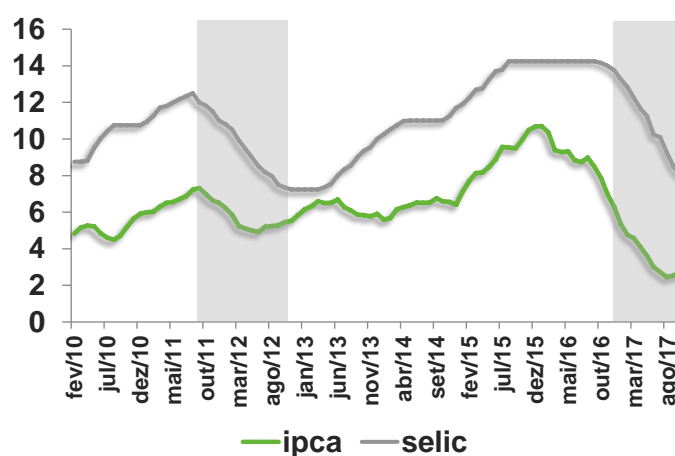
Porém, ao contrário de cinco anos atrás, a expectativa é de que o atual ciclo expansionista não traga maiores recrudescimentos inflacionários. Isso porque o contexto macroeconômico daquela época era completamente diferente do atual.

No momento em que o ciclo anterior se iniciou, em julho de 2011, se tinha uma inflação acumulada em doze meses de 6,9%, e uma expectativa de 5,3% para os 12 meses seguintes. Em outubro de 2012, quando a Selic atingiu seu mínimo, a inflação estava em 5,5%, ainda bem acima da meta e já mostrava um comportamento crescente. As expectativas para os próximos 12 meses estavam em 5,5%, ou seja, o mercado não acreditava que a inflação pudesse baixar diante daquele contexto. A partir de então, tanto a inflação esperada quanto a observada apresentaram forte aceleração, retornando rapidamente aos níveis anteriores ao ciclo expansionista, e obrigando o Banco Central a rever sua estratégia. Dois ciclos de aperto monetário se sucederam a partir dali.

Assim como em 2011, a inflação também estava bastante elevada quando o atual ciclo expansionista se iniciou. A grande diferença é que a inflação já mostrava um comportamento descendente, algo que não se tinha em 2011. Isso fez com que a decisão do Banco Central de 2011 surpreendesse os agentes de mercado.

Outra diferença clara é que a partir de maio de 2012, ou seja, durante o período expansionista, a inflação começou a exibir um comportamento de aceleração, mas, mesmo assim, o Banco Central continuou com as reduções na Selic. Até o momento, isso não se observa na nova fase de cortes nos juros. Tanto a inflação acumulada em doze meses, quanto às expectativas para os próximos 12 meses estão abaixo da meta. Tudo leva a crer que o atual ciclo trará um resultado bem diferente do que o observado a partir de 2012.

Gráfico 6.8. Meta da taxa Selic e IPCA
(em % a.a.)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

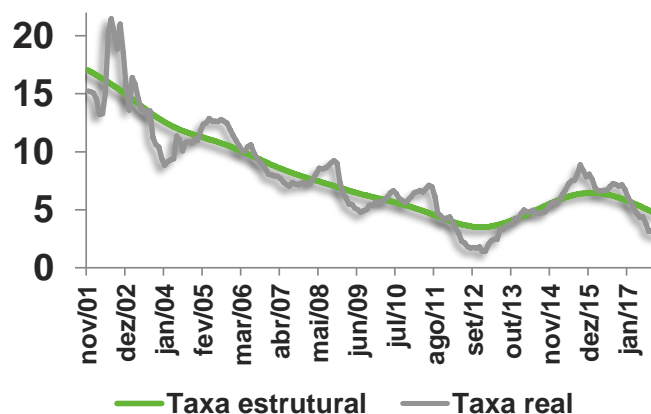
O argumento no comando do Banco Central para a iminente interrupção do ciclo expansionista é de que a taxa de juros real da economia se encontra abaixo do seu nível estrutural e, portanto, já estimula a atividade econômica. Por definição, a taxa de juros estrutural (ou neutra) tem caráter não observável, e é definida pela literatura econômica como a taxa real compatível com o produto crescendo em nível potencial e inflação estável. A sua principal utilidade é servir como um *benchmark* para a política monetária. Quando a taxa real se encontra abaixo da neutra, dizemos que a política monetária é expansionista, pois estimula a atividade econômica. Analogamente, quando a taxa se encontra acima da sua taxa estrutural, dizemos que a condução monetária é contracionista.

Nesse sentido, estimar a taxa neutra da economia brasileira parece ser um exercício interessante para compreender a afirmação do Banco Central. A maneira mais simples de fazê-lo é através da aplicação de algum filtro estatístico. O gráfico abaixo mostra os resultados do nosso exercício. Nota-se que, de fato, parece que a taxa real se encontra abaixo do seu nível neutro e, portanto, tem caráter expansionista.

Assim, o provável fim do ciclo no ano que vem não deve ser visto como uma má notícia. Dado o histórico inflacionário no Brasil, a política monetária deve ser conduzida com cautela. Na verdade, a própria recuperação da economia e a possibilidade de que alguma aceleração inflacionária resulte desse processo irão empurrar a taxa neutra para níveis mais elevados, fazendo com que a taxa permaneça em campo expansionista.

A nossa expectativa é de que a economia brasileira caminhe nos próximos anos para um ambiente de juro mais baixo e inflação controlada, o que só será alcançado através de reformas estruturais que diminuam o juro neutro da economia. A aprovação da TLP em substituição à TJLP foi um avanço nessa direção, pois tende a reduzir a assimetria no acesso ao crédito, dar maior transparência aos empréstimos do BNDES e potência à política monetária no controle da inflação. A Reforma da Previdência também deverá representar um avanço nesta direção, pois diminuirá o alto prêmio de risco relacionado à insolvência fiscal, que caracteriza a taxa de juros brasileira.

Gráfico 6.9. Estimativa para a taxa de juros estrutural *ex-ante*
(em % a.a.)



Fonte: BCB e FIERGS/UEE. *Estimativa utilizando o filtro Hodrick-Prescott e a taxa de juros dos SWAPs DI 360 dias deflacionada pelas expectativas de IPCA para os próximos 12 meses. Elaboração e cálculos: FIERGS/UEE.

Melhora no mercado de crédito

Um dos principais canais de impacto da política monetária sobre a atividade econômica é o mercado de crédito. O uso de metas para a taxa Selic visa balizar as demais taxas da economia brasileira, dando maior potência às decisões do Banco Central. Nesse sentido, vale verificar se o processo de afrouxamento monetário já surtiu efeitos sobre as taxas das operações de crédito aos empresários e consumidores.

O gráfico 6.10. mostra a taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres e a meta da taxa Selic (eixo da direita). Como era de se esperar, há uma nítida correlação entre as duas variáveis. Além disso, chama bastante a atenção a defasagem existente entre os movimentos da taxa Selic e a taxa média de crédito. No período entre agosto de 2015 e setembro de 2016, quando a Selic ficou estável em 14,25% a.a., a taxa média continuou subindo, saindo de 45,3% para 53,6% a.a.. Somente a partir de abril deste ano a taxa média começou a cair, tendo,

no último mês de setembro, atingido 43,6%, um recuo de cerca de 8,9 p.p. frente a março deste ano.

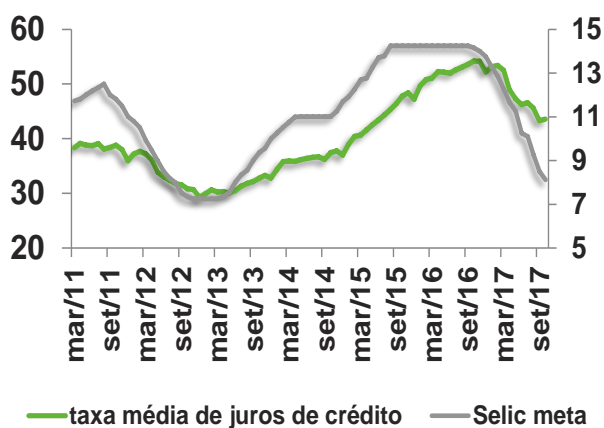
Apesar desse cenário mais positivo, a análise das concessões mostra que o canal do crédito ainda se encontra bastante obstruído, principalmente para as pessoas jurídicas.

A variação real acumulada no ano (de janeiro a setembro) das concessões de crédito com recursos livres é negativa (-0,2%), muito influenciada pelas concessões às pessoas jurídicas, cuja variação é de -6,4%. As modalidades que apresentaram maior contribuição neste movimento foram as concessões via conta Garantida e Cheque Especial, ambas com -1,2 p.p. de influência.

Por outro lado, para as pessoas físicas, os sinais de recuperação são bastante claros: a variação real acumulada nessa base de comparação é de 5,0%. Após dois anos de contração, a concessão de empréstimos nessa modalidade deve fechar o ano com crescimento. Os empréstimos com cartão de crédito apresentaram elevada contribuição, com 1,6 p.p. de influência. O Crédito Consignado também exerceu grande papel neste movimento, com 0,9 p.p. de contribuição.

Gráfico 6.10. Taxa média de juros de crédito e Selic meta (eixo dir.)

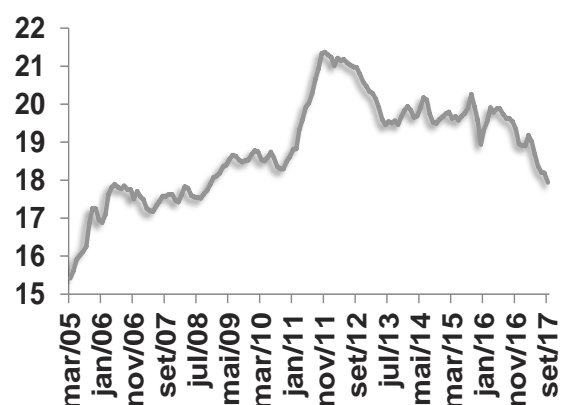
(em % a.a.)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.11. Comprometimento da renda das famílias com serviço da dívida com o SFN*

(em % da renda – com ajuste sazonal)



Fonte: BCB. *SFN: Sistema Financeiro Nacional. Elaboração e cálculos: FIERGS/UEE.

É interessante notar também a queda expressiva do crédito direcionado (-9,0%), muito influenciada pela diminuição da oferta de crédito para as pessoas jurídicas (-21,1%). Esse movimento é resultado direto da mudança na direção no BNDES e da decorrente tentativa de redução do seu balanço.

Para 2018, o movimento nas concessões de crédito livre deve ser de contínua expansão, apoiada na elevação do consumo das famílias. O gráfico 6.11 corrobora essa análise, pois mostra que o comprometimento das famílias com o serviço da dívida com o Sistema Financeiro Nacional tem se reduzido significativamente nos últimos meses. Com um menor grau de alavancagem e, conseqüentemente, uma maior renda disponível, haverá uma nova oportunidade para o mercado de crédito no ano que vem.

Além disso, o processo de redução das taxas de juros, aliado à recuperação da confiança também deve levar a uma melhora gradual no mercado de crédito. Nesse sentido, é interessante notar que mesmo com o provável fim do ciclo de queda da Selic, a própria defasagem da política monetária deve reduzir a taxa média de juros ao longo de 2018, ajudando, portanto, na retomada do mercado de crédito.

Tabela 6.2. Concessões de Crédito, por modalidade

(Acumulado de jan-out – em R\$ bilhões constantes – out/17)

		2016	2017	Varição (em %)	Influência (em p.p.)			
Livres	P. Jurídica	Desconto de Duplicatas	106,0	176,4	66,4	2,6		
		Desconto de Cheques	20,6	13,3	-35,3	-0,3		
		Faturas de Cartão Crédito	26,4	55,8	111,4	1,1		
		Capital de Giro	157,8	128,1	-18,8	-1,1		
		Garantida	198,1	165,4	-16,5	-1,2		
		Cheque especial	201,4	168,2	-16,5	-1,2		
		Aquisição bens	11,6	13,2	13,9	0,1		
		Arrendamento mercantil	4,4	3,8	-14,1	0,0		
		Vendor	12,1	10,6	-12,4	-0,1		
		Comprar	60,8	66,8	9,9	0,2		
		Cartão de Crédito	57,0	49,9	-12,4	-0,3		
		ACC	93,7	76,3	-18,6	-0,6		
		Financiamento de Importações	3,0	3,1	3,0	0,0		
		Financiamento de Exportações	27,4	46,1	68,2	0,7		
		Repasse externo	3,6	3,9	7,2	0,0		
		Outros	121,0	53,1	-56,2	-2,5		
		Total Livres PJ		1.105,0	1.034,0	-6,4	-2,6	
		Livres	P. Física	Cheque Especial	314,7	304,9	-3,1	-0,4
				Crédito Pessoal	173,1	197,4	14,0	0,9
Não-consignado	68,0			67,5	-0,8	0,0		
Consignado	105,1			129,9	23,6	0,9		
Aquisição de bens	64,9			75,8	16,7	0,4		
Arrendamento mercantil	0,6			0,3	-44,4	0,0		
Cartão de Crédito	765,6			808,5	5,6	1,6		
Desconto de Cheques	1,2			0,8	-31,3	0,0		
Crédito para renegociação	25,9			19,7	-23,9	-0,2		
Outros	17,6			16,8	-4,8	0,0		
Total Livres PF		1.337,7	1.404,4	5,0	2,4			
Total Livres		2.442,7	2.438,4	-0,2	-0,2			
Direcionados	P. Jurídica	Rural	50,0	51,3	2,7	0,0		
		Imobiliário	18,5	8,4	-54,5	-0,4		
		BNDES	60,9	44,1	-27,6	-0,6		
		Outros	15,0	10,1	-32,2	-0,2		
		Total Direcionado PJ		144,4	114,0	-21,1	-1,1	
	P. Física	Rural	55,9	61,0	9,2	0,2		
		Imobiliário	69,1	69,8	0,9	0,0		
		BNDES	8,9	8,6	-3,3	0,0		
		Microcrédito	8,4	7,8	-7,7	0,0		
		Outros	0,3	0,1	-53,7	0,0		
Total Direcionado PF		142,7	147,4	3,3	0,2			
Total Direcionado		287,1	261,3	-9,0	-0,9			
Total (Livre + Direcionado)		2.729,8	2.698,9	-1,1	-1,1			

Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Perspectivas para 2018

O ano de 2017 foi atípico, e é muito improvável que se mantenha o atual nível de inflação para o próximo ano. Isso não significa que haverá uma rápida aceleração: muito pelo contrário. É inevitável que se tenha um processo de elevação no nível de preços ao longo de 2018, mas esse movimento deve ser bastante gradual. Em nosso cenário base, o IPCA deve terminar o próximo ano em 4,1%, sem riscos de descumprimento da meta de 4,5%. Por isso, as perspectivas para 2018 são relativamente favoráveis, com leve aceleração nos preços.

Para a construção deste cenário, alguns fatores foram levados em consideração. A deflação dos alimentos é um fenômeno bastante raro. É improvável que haja uma nova safra agrícola que mantenha a pressão baixista sobre os preços. Segundo os prognósticos mais recentes do IBGE, a safra de grãos deve ser cerca de 8,9% menor do que a safra de 2017. Todavia, é importante observar que a safra de 2018 não será pequena, mas apenas menor do que a de 2017. Por mais que essa variação pareça elevada, esse número mostra mais o tamanho da safra de 2017 do que alguma contração da safra de 2018. Assim, esperamos que a inflação de alimentos aos poucos retorne a média, impactando gradualmente o IPCA.

Os preços monitorados, por sua vez, devem continuar sendo uma fonte de pressão em 2018. Contribui bastante nesse sentido a elevação nos preços da energia elétrica em função da passagem da bandeira amarela para a vermelha. Além disso, os combustíveis podem representar outra influência altista por duas razões principais. Primeiro, porque a situação fiscal debilitada pode impor novas rodadas de aumentos nos impostos. Vale lembrar que a elevação nas alíquotas de PIS/COFINS no meio do ano fez com que o índice implícito se acelerasse rapidamente¹. E também porque o setor depende dos preços internacionais, passíveis de elevação.

Por outro lado, alguns fatores devem contrabalançar estes riscos. O mecanismo inercial da inflação, via reajustes nos salários e alugueis, deve ajudar na manutenção do IPCA em níveis mais baixos. O INPC e o IGP-M, bases para reajustes do salário mínimo e dos alugueis, respectivamente, devem encerrar o ano em níveis historicamente baixos.

Além disso, diante de uma taxa de desemprego ainda bastante elevada, é pouco provável que o mercado de trabalho exerça pressões significativas sobre os salários. Assim, a inflação de Serviços - que representa cerca de 35% do índice e é o setor mais afetado por estes fatores - não deve apresentar grandes variações no próximo ano e, conseqüentemente, exercer tanta influência sobre o IPCA.

Outro ponto relevante nesta análise é o bom ambiente internacional, que tem contribuído para uma taxa de câmbio comportada. A elevada liquidez externa sugere que não haverá pressões de custos via taxa de câmbio no ano que vem. O contraponto nesse sentido reside nas eventuais instabilidades geradas pelas eleições de 2018. O surgimento de um candidato extremista poderia gerar uma desvalorização cambial e, por consequência, contaminar a taxa de inflação através do efeito *pass-through*, em um cenário semelhante ao ocorrido em 2002. No entanto, em função da defasagem existente entre a desvalorização cambial e a conseqüente elevação nos preços, a alta do IPCA seria sentida mais em 2019 do que em 2018. Além disso, o atual nível de reservas internacionais fornece um seguro contra esse tipo de choque, algo que não se tinha em 2002.

Por fim, em função do tamanho do hiato do produto atual, a aguardada consolidação da recuperação econômica para o próximo ano não deve ser suficiente para gerar um

¹ O índice implícito é o IPCA considerando apenas os preços dos combustíveis.

recrudescimento inflacionário². As medidas de produto potencial do IPEA, por exemplo, dão conta de que o hiato ainda se encontra negativo (-4,1% no 2º trimestre de 2017), e deve continuar assim em 2018. Mesmo considerando um crescimento acima do PIB potencial nos próximos trimestres, as estimativas do IPEA indicam que o hiato ainda deverá ser negativo ao final de 2018 (-2,1%), corroborando com a visão de uma inflação controlada em 2018.

Assim, esperamos que o IPCA termine 2017 em 3,1%, enquanto que o INPC deve fechar em 2,6% e o IGP-M em -0,9%. Para o próximo ano, em função da dinâmica intrínseca discutida ao longo deste capítulo, esperamos uma leve aceleração dos índices, com IPCA e INPC caminhando para os 4,1%. Neste cenário, a Selic deve fechar 2017 e 2018 em 7,0%, talvez com um corte de 0,25 p.p. no início de 2018, mas depois retornando aos 7,0% diante da proximidade das eleições.

Contudo, dado que os desafios para o crescimento sustentado são imensos, não é absurdo considerar um cenário inferior em que a atividade não se recupere conforme o esperado. Levando isso em consideração, a aceleração da inflação seria ainda mais leve, e haveria espaço para uma política monetária mais frouxa visando estimular a economia.

Da mesma forma, podemos considerar um cenário antagônico, em que o crescimento se daria de forma mais robusta, empurrando a inflação para níveis mais elevados. Esse acontecimento inesperado obrigaria o Banco Central a aumentar a Selic visando conter a aceleração.

Em qualquer um dos cenários alternativos para 2018, os efeitos sobre a inflação só devem ser sentidos a partir do meio do ano que vem. Por isso, o intervalo de variação estimado para a Selic foi relativamente reduzido em função do menor tempo hábil para o Copom interferir na meta.

Tabela 6.3. Perspectivas para 2018

(Em % a.a.)

	2016	2017*	2018*		
			Inferior	Base	Superior
IPCA	6,3	3,1	3,5	4,1	5,2
INPC	6,6	2,6	3,4	4,1	4,9
IGP-M	7,2	-0,8	3,8	4,9	7,9
Taxa SELIC (meta, fim de período)	13,75	7,00	6,50	7,00	8,00

Elaboração: FIERGS/UEE. *Estimativa: FIERGS/UEE.

² O hiato do produto é uma medida de ociosidade da economia. À rigor, ela é a diferença entre o produto observado e o produto potencial. Dessa forma, se o hiato do produto for negativo, é porque a economia encontra-se abaixo do seu potencial e, portanto, há ociosidade.