

QUANDO A TEORIA SE CONFIRMA NA PRÁTICA

A despeito da greve dos caminhoneiros e da aceleração da taxa de câmbio durante a corrida eleitoral, a inflação continuou baixa em 2018, apoiada na fraca atividade econômica.

A recessão em que o país mergulhou no triênio 2014-2016¹ enfraqueceu drasticamente a demanda e gerou grande ociosidade na economia. Na esteira deste processo, iniciou-se em 2016 uma trajetória de desinflação, que culminou no IPCA fechando 2017 em 2,95%, o menor nível para o encerramento anual desde 1998 e, pela primeira vez desde a introdução do regime de metas, ficando abaixo da banda inferior da meta. O movimento foi a teoria se confirmando na prática: a menor renda disponível na economia diminuiu a demanda agregada e forçou menores correções nos preços.

Em 2018, houve a continuidade deste processo. Não fosse a greve dos caminhoneiros, o IPCA teria se mantido bem abaixo da meta de inflação. Até maio, o índice acumulado nos últimos doze meses estava em 2,85%, mas, com a variação de 1,26% somente em junho, pulou para 4,39% nesta base. Os meses seguintes, contudo, afastaram qualquer receio de que o choque pudesse implicar em uma aceleração mais aguda da inflação. Em outubro deste ano, o IPCA doze meses ficou em 4,56%, e deve encerrar o ano muito próximo à meta (4,50%). Nossa estimativa é de IPCA de 4,27% no fim de 2018, o que seria um valor relativamente baixo dado os acontecimentos de maio.

Como esperávamos no encerramento de 2017, o Banco Central do Brasil (BCB) continuou a redução de juros em 2018. A autoridade monetária cortou em 0,25 p.p. a Selic em cada um dos dois primeiros encontros do ano. Na reunião de maio, contudo, o mercado esperava um terceiro corte de 0,25 p.p., que não aconteceu. Apesar da inflação baixa, o BCB entendeu que os juros estavam suficientemente baixos para levar a inflação à meta no horizonte relevante², encerrando ali o ciclo de redução dos juros. Posteriormente, a greve dos caminhoneiros fez com que a convergência para a meta tenha sido mais rápida do que o esperado, o que, de certa forma, corroborou a posição de que novos cortes não eram necessários.

Para 2019, o nosso cenário base é de IPCA em 4,11% ao ano, perto da meta de 4,25%. Caso haja uma retomada mais forte no crescimento, o índice pode até acelerar marginalmente, mas não deve haver uma guinada nos preços. Os fundamentos da macroeconomia atual, principalmente das variáveis ligadas à ociosidade dos fatores de produção (taxa de desemprego e nível de utilização da capacidade instalada na indústria) sugerem um comportamento benigno dos preços em 2019. Além disso, a condução da política monetária da atual gestão recuperou a credibilidade do BCB perante aos agentes e ancorou as expectativas, o que certamente facilitará a convergência dos preços em direção a meta.

Neste cenário benigno, é provável que o BCB mantenha os juros onde estão durante boa parte de 2019. O nosso cenário base é de taxa Selic em 6,50% no encerramento de 2019. Acreditamos que os riscos inflacionários são baixos e, se não houver nenhum evento extraordinário nesse interim, não deve haver necessidade de uma subida mais rápida dos juros já

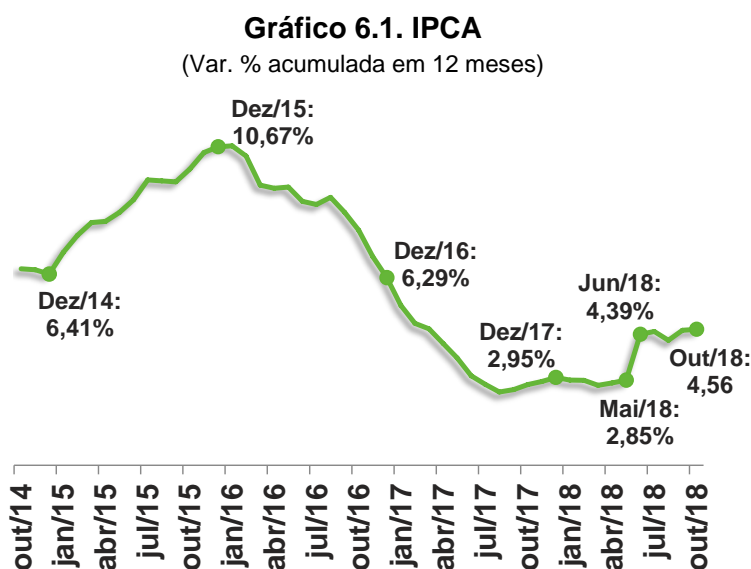
¹ Embora não tenha ocorrido variação negativa do PIB em base anuais em 2014, o Comitê de Datação dos Ciclos Econômicos (CODACE) da FGV mostrou que a recessão se estendeu do segundo trimestre de 2014 até o quarto trimestre de 2016, com variação acumulada de -8,6% do pico até o vale.

² O COPOM não define explicitamente qual o seu horizonte relevante de política monetária. A maioria dos artigos estima que o impacto da política monetária se dá em até dois anos. Neiss e Nelson (2003), em um dos trabalhos mais citados nessa área de pesquisa, apontam que o impacto mais elevado sobre a inflação ocorre seis trimestres após a decisão da política monetária.

em 2019. Caso a atividade reaja muito acima do esperado, o Banco Central poderia começar um ciclo de alta de juros menos gradual do meio para o fim do ano, o que levaria a Selic a 8,00% a.a. no fim de 2019 visando à convergência da inflação em 2020. Contudo, esse cenário é pouco provável. Estados e União estão sem espaço fiscal para maiores investimentos, a crise da Argentina – um dos nossos principais parceiros comerciais – tem reduzido drasticamente a demanda por exportações brasileiras e há o risco de desaceleração concomitante nas economias avançadas em 2019, o que tende a reduzir as exportações. Estes fatores dificultam um estímulo adicional da demanda³, de modo que a atividade deve continuar seu movimento cíclico, sem maiores pressões sobre os preços.

Núcleos recuaram e expectativas estão ancoradas

O Gráfico 6.1 mostra o IPCA acumulado em doze meses e ilustra bem o que foi dito na introdução do capítulo. É notável a intensidade da desaceleração a partir de 2015 assim como a sua estabilização no meio de 2017. Fica evidente também o “degrau” na linha do Gráfico na passagem de maio para junho deste ano, causa direta da greve dos caminhoneiros. Em junho, houve variação de 1,26% no IPCA, a maior taxa para o mês desde 1995. Foi um evento bastante atípico, que não repercutiu somente sobre os preços dos combustíveis, mas também sobre a cadeia de alimentos em função do desabastecimento durante a greve e do tabelamento dos fretes.



Fonte: IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE.

A Tabela 6.1 mostra isso mais claramente. Nota-se que, em comparação com 2017, houve aceleração em alguns grupos do IPCA, em especial nos Transportes (principalmente combustíveis) e em Alimentação e bebidas. No primeiro caso, as influências da greve dos caminhoneiros e do aumento do preço do petróleo foram decisivas na variação, pois encareceram os combustíveis. No segundo caso, é preciso lembrar da supersafra agrícola de 2017, que gerou deflação nos preços dos alimentos. Com a dissipação do choque sobre os alimentos, uma leve aceleração desse grupo do IPCA era esperada. No entanto, com o desabastecimento gerado pela greve e o encarecimento dos fretes, ocorreu uma correção mais forte. Ressalta-se que, somente em junho, a variação do grupo foi de 2,03%.

³ Para entender melhor estas razões, ver Capítulo 2 – Atividade.

Por outro lado, a tabela aponta para desacelerações em outros grupos, com destaque para Vestuário (roupas e calçados) e Saúde (médicos, medicamentos, higiene pessoal, por exemplo). Na verdade, quando analisados os grupos que não foram diretamente afetados pela greve, nota-se um comportamento mais favorável, com desinflação na maioria dos casos, o que sugere que a aceleração do índice geral foi causada somente pelo choque dos caminhoneiros.

Tabela 6.1. IPCA Grupos e Núcleos
(Var. % anual)

Grupos			
	2017	2018*	Evolução
ÍNDICE GERAL	2,95	4,56	Subiu
Alimentação e bebidas	-1,87	3,34	Subiu
Habituação	6,28	6,55	Subiu
Artigos de residência	-1,49	2,25	Subiu
Vestuário	2,89	0,84	Caiu
Transportes	4,10	7,40	Subiu
Combustíveis (veículos)	8,85	20,07	Subiu
Saúde e cuidados pessoais	6,51	5,13	Caiu
Despesas pessoais	4,38	3,18	Caiu
Educação	7,08	5,24	Caiu
Comunicação	1,75	0,02	Caiu
Núcleos			
	2017	2018*	Evolução
Médias aparadas com suavização	3,47	3,57	Subiu
Médias aparadas sem suavização	3,03	2,70	Caiu
Dupla ponderação	3,48	3,41	Caiu
Núcleo sem administrados e alimentos (EX0)	3,14	2,61	Caiu
Núcleo por exclusão (EX1)	3,83	3,55	Caiu
Núcleo por exclusão (EX2)	2,75	2,31	Caiu
Núcleo por exclusão (EX3)	2,82	2,35	Caiu
Média dos Núcleos	3,22	2,93	Caiu

Fonte: IBGE. Elaboração: FIERGS/UEE.

*2018 é variação acumulada em 12 meses até outubro, últimos dados disponíveis.

Outra forma de ver isso é através da segunda parte da Tabela 6.1, que traz os núcleos de inflação calculados pelo Banco Central. O núcleo de inflação, também denominado de inflação subjacente, é uma medida que procura captar a tendência dos preços. Desconsidera, portanto, os distúrbios resultantes de choques temporários. Observa-se que, em comparação com a variação acumulada em 12 meses de dezembro de 2017, houve queda em seis dos sete índices subjacentes calculados pelo Banco Central, o que reforça a percepção de um comportamento benigno da inflação.

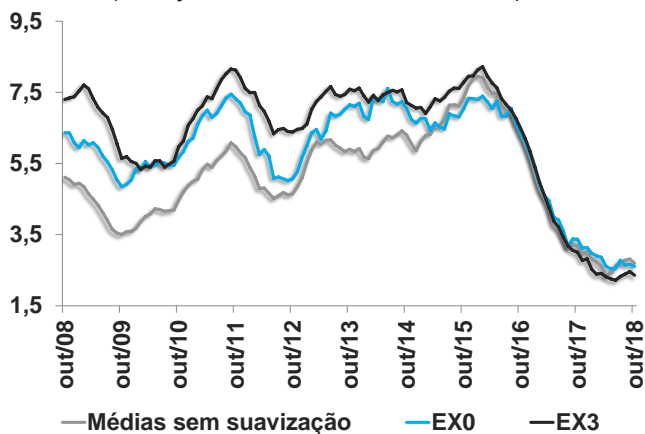
Os núcleos estão em níveis historicamente baixos. O Gráfico 6.2 apresenta os últimos dez anos para três dos índices subjacentes disponíveis. Dois fatos ficam muito evidentes. Primeiro, observa-se um recuo expressivo em todos os núcleos a partir do final de 2015 e do início de 2016, acompanhando a recessão. Segundo, houve uma estabilização na inflação nos meses mais recentes, o que indica que a inflação medida pelo IPCA deve ter parado de cair. Nota-se que não há indicação de reversão no fim da amostra, mesmo com a greve dos caminhoneiros.

Diante desse cenário, as expectativas para os próximos períodos se encontram bem ancoradas. O Gráfico 6.3 mostra a mediana das expectativas dos agentes coletadas pelo Boletim Focus do Banco Central. Tanto as expectativas de inflação para 2019 quanto às projeções para 2020 se encontram ancoradas, isto é, próximas de suas metas de 4,25% a.a. e 4,00% a.a.,

respectivamente. Esse é um dos legados da gestão atual do Banco Central, que recuperou a credibilidade do compromisso da instituição com inflação baixa, facilitando a convergência da inflação em direção à meta.

Gráfico 6.2. Núcleos do IPCA

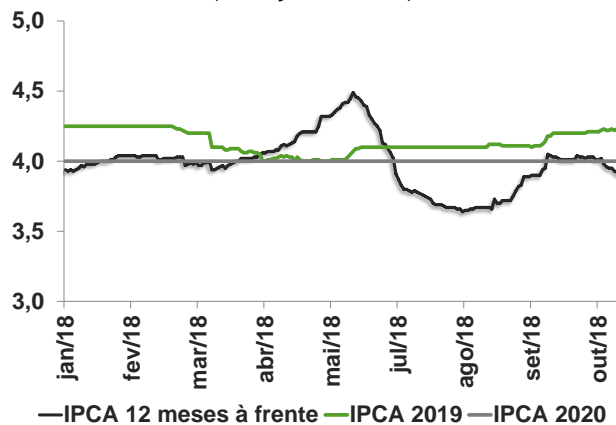
(Variação % acumulada em 12 meses)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 6.3. Expectativas para o IPCA

(Variação % anual)



Fonte: Boletim Focus BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

A teoria se confirmando na prática

Em 2017, o choque de oferta dos alimentos puxou para baixo a maioria dos indicadores de inflação no Brasil, dificultando a percepção de real magnitude da desinflação. A deflação nos preços dos alimentos pressionou os índices para baixo, confundindo o entendimento do que era desinflação de fato e o que era fruto do choque dos alimentos no recuo do IPCA. Em 2018, entretanto, não houve um fato exógeno que “explicasse” os preços para baixo. Pelo contrário, predominaram os choques altistas sobre os índices, como a greve dos caminhoneiros e a corrida do câmbio durante as eleições⁴. Mesmo assim, como foram mostrados, os núcleos de inflação se reduziram.

A explicação por trás desse fenômeno deriva do mercado de trabalho e da macroeconomia. William Phillips, economista neozelandês, demonstrou um dos principais fatos estilizados da teoria econômica, a chamada *Curva de Phillips*. A curva mostra que existe, no curto prazo, um *trade-off* entre inflação e desemprego.

O canal de transmissão entre inflação e desemprego decorre da menor renda disponível na economia quando há maior desocupação. Isso acontece por diversas razões, seja porque menos empregos são criados ou porque os empregos criados pagam menores salários. O resultado é a menor demanda por bens e serviços.

Como se sabe, quanto menor a demanda, menor é o poder das empresas em aumentar seus preços e maior é a competição entre as mesmas nesse mercado reduzido. Isso gera incentivo para que diminuam seus preços com o objetivo de elevar a demanda por seus produtos. Sob esta lógica, portanto, maiores taxas de desemprego devem implicar em menores taxas de inflação. Foi exatamente isso que aconteceu nos últimos dois anos. A recessão de 2014-2016 trouxe elevada ociosidade no mercado de trabalho, o que teve impacto decisivo sobre os preços ao consumidor.

Entre os itens da cesta de consumo, o desaquecimento do mercado de trabalho tende a se manifestar mais claramente sobre os Serviços (por exemplo, atendimento médico, salão de

⁴ Para saber mais, ver Capítulo 5 – Setor Externo e Câmbio.

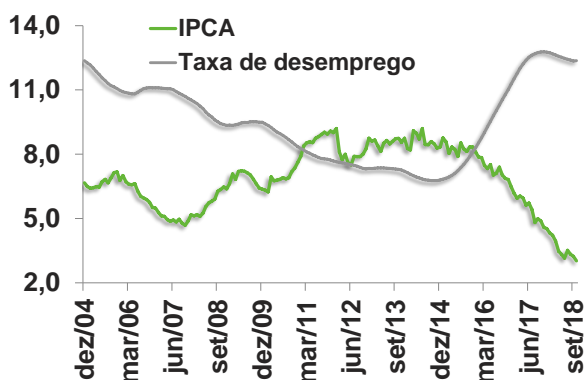
beleza, seções de cinema, alimentação fora de casa, serviços domésticos, transporte etc.) relativamente aos demais bens da economia. Isso acontece basicamente por três razões. Primeiro, porque costumam ser mais intensivos em mão-de-obra do que as atividades do setor primário e secundário. Logo, uma redução na taxa de desemprego gera pressão sobre os salários e, conseqüentemente, sobre os custos das firmas, o que encarece o preço final. Depois, porque são produtos que não podem ser comercializados com outros países, de modo que tendem a responder mais as condições de oferta e demanda interna. Quando um indivíduo nota, por exemplo, que os restaurantes em que almoça no intervalo do trabalho estão mais caros, ele não pode optar por comer em outra cidade ou em outro país. Dessa forma, com o aumento do emprego e da demanda na economia, existe uma pressão mais evidente sobre os preços deste bem. Um terceiro fator que ajuda a entender porque os preços do setor terciário respondem mais ao ciclo econômico é que, quanto maior é a renda disponível, maior é o gasto proporcional em serviços na economia. Para entender isso, basta pensar em uma família que entra em dificuldade financeira. Geralmente, os primeiros cortes são feitos sobre os gastos de lazer (restaurantes, cinema etc). Isto é, alguns serviços tendem a ser menos essenciais para as famílias, o que faz com que sejam menos demandados quando há maior restrição financeira.

Esses fatores em conjunto explicam a desinflação dos serviços em consequência da crise. No Gráfico 6.4, observa-se a elevação da taxa de desemprego na passagem de 2014 para 2015 em resposta a recessão. Considerando a média móvel em doze meses, que expurga as sazonalidades, o percentual de desocupados saiu de 6,8% no fim de 2014 para 12,8% em outubro de 2017. Acompanhando esse movimento, a inflação dos serviços caiu vertiginosamente, tendo atingido o menor valor em quase vinte anos no último mês de outubro (3,03% na variação acumulada em 12 meses).

O Gráfico 6.4 também evidencia a correlação negativa entre a taxa de desemprego e a inflação de serviços no Brasil, que, na amostra, chega a -0,78. Nota-se que, durante a primeira metade da década atual, quando a desocupação foi mais baixa, a inflação dos Serviços foi persistentemente mais alta, só vindo a cair com o arrefecimento do mercado de trabalho.

Gráfico 6.4. Desemprego e inflação de serviços

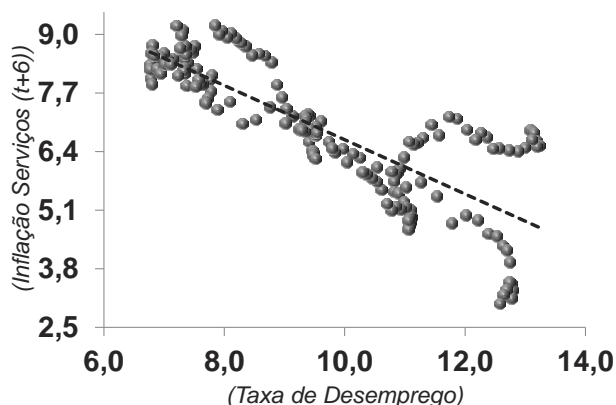
(MM12 para desemprego e variação % acumulada para inflação)



Fonte: IBGE e BCB. Taxa de desemprego é uma interpolação entre a PME e a PNAD Contínua, feita pela FIERGS/UEE.

Gráfico 6.5. Esboço de uma Curva de Phillips no Brasil

(MM12 para desemprego e variação % acumulada para inflação – Dez/03 até Out/18)



Fonte: IBGE e BCB. Taxa de desemprego é uma interpolação entre a PME e a PNAD Contínua, feita pela FIERGS/UEE.

Para melhor ilustrar o argumento, o Gráfico 6.5 esboça uma Curva de Phillips para o período analisado. A figura relaciona a taxa de desemprego com a inflação de serviços 6 meses à frente, complementando a análise do Gráfico 6.4. No eixo vertical, está a inflação de serviços e no

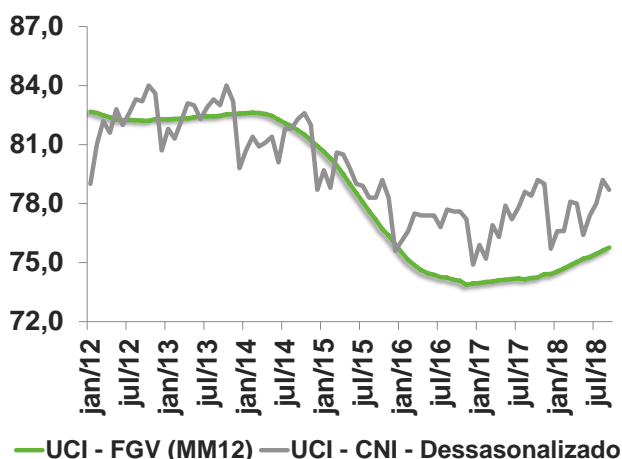
eixo horizontal a taxa de desemprego. Nesse sentido, a linha pontilhada representa um esboço de uma Curva de Phillips. Como preconizado pelo economista William Phillips, ela é negativamente inclinada, expressando o *trade-off* de curto prazo entre inflação e corroborando os argumentos expostos nessa seção.

Em função do seu peso no IPCA (36%), a desinflação global tem sido fortemente influenciada pelos Serviços. Contudo, a inflação de outras categorias de produtos também caiu durante a crise. Os bens produzidos pela indústria (correspondem a 23% do IPCA) também se desinflacionaram em decorrência da recessão, tendo atingido seu mínimo histórico em agosto de 2017 (0,73% na variação acumulada em 12 meses). Desde então esse componente vem subindo devagar, mas ainda continua baixo, tendo chegado a 2,02% em outubro deste ano.

As razões desse declínio são análogas a Curva de Phillips para o mercado de trabalho. As indústrias têm operado com baixos níveis de utilização da capacidade instalada, revelando uma demanda fraca por seus produtos, o que, conseqüentemente, pressiona os preços para baixo. Esses dois fatos estão bem ilustrados nos Gráficos 6.6 e 6.7. Nota-se que o IPCA dos bens industriais “andou junto” do nível de utilização da capacidade instalada durante a crise.

Gráfico 6.6. Utilização da Capacidade Instalada

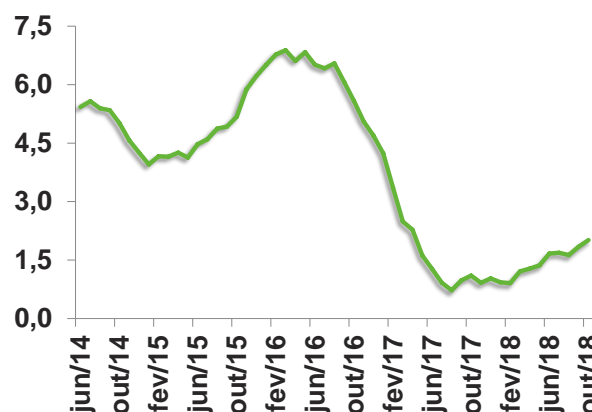
(Em % da capacidade instalada)



Fonte: IBGE e BCB. Taxa de desemprego é uma interpolação entre a PME e a PNAD Contínua, feita pela FIERGS/UEE.

Gráfico 6.7. IPCA Bens Industriais

(Variação % acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE e BCB. Taxa de desemprego é uma interpolação entre a PME e a PNAD Contínua, feita pela FIERGS/UEE.

A ociosidade industrial também indica que, na média, não haverá a necessidade de maiores investimentos para a ampliação do parque industrial no curto prazo, o que gera perspectivas de demanda mais baixas em outros setores e projeções relativamente menores para a inflação como um todo.

Podemos estender a teoria por trás da Curva de Phillips para toda a economia através do conceito de hiato do produto. O hiato do produto é a diferença entre o produto observado e o produto potencial. Dessa forma, quando o hiato é positivo, significa que a economia está crescendo acima do seu potencial e, quando negativo, é porque a economia está abaixo do potencial.

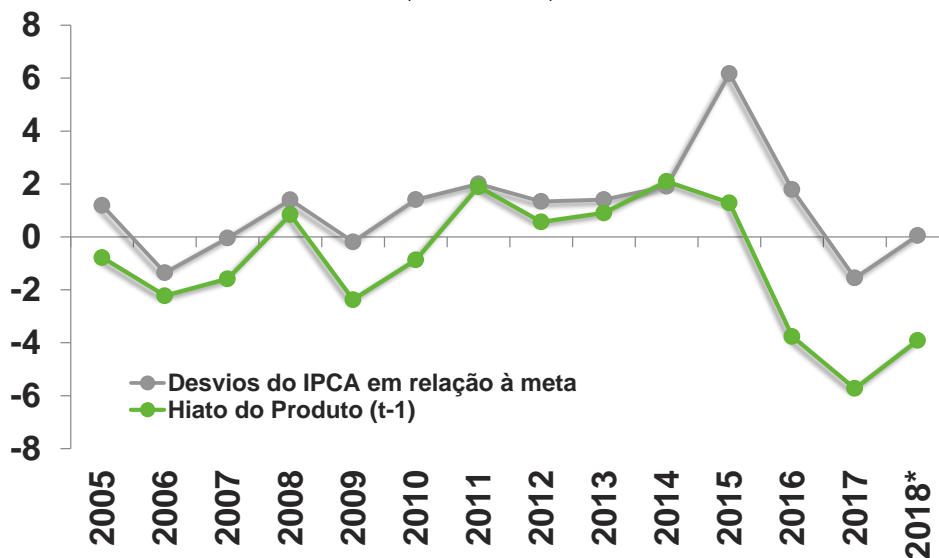
Define-se o produto potencial como o nível de produto que determinada economia é capaz de produzir sem que haja aceleração da inflação. Assim, quando se produz mais do que o produto potencial, há um sobreaquecimento da economia, o que gera o recrudescimento de pressões inflacionárias. Por outro lado, quando uma economia produz menos do que seu produto potencial, a demanda agregada se reduz e a inflação desacelera.

O Gráfico 6.8 apresenta o hiato do produto defasado e o desvio do IPCA em relação à meta. Ou seja, ele relaciona o hiato do produto observado no ano anterior com eventuais desvios da inflação em relação à meta em decorrência do hiato. É interessante notar, primeiramente, como os desvios da meta são majoritariamente positivos. Isto é, a inflação tem ficado persistentemente acima da meta nos últimos 15 anos, o que ajuda a explicar o porque temos ainda uma das maiores taxa de juros nominais do mundo.

A curva do hiato do produto, por sua vez, mostra a magnitude da última recessão, que levou o PIB a ficar 6% abaixo do seu nível potencial.

Mas o ponto mais relevante para nossa análise é a correlação entre as duas variáveis. Pela amostra, observa-se que, quando o hiato se eleva, a inflação sobe no período seguinte e quando ele se reduz, a inflação cai. Apenas em 2015 o sentido do movimento das variáveis não foi o mesmo. Cabe lembrar que a inflação acelerou naquele ano essencialmente por conta do fim do represamento de preços (principalmente nos administrados energia elétrica e combustíveis).

Gráfico 6.8. Hiato do Produto (t-1) e Desvios da Meta de Inflação
(Var. % anual)



Fonte: IBGE e BCB. Cálculos FIERGS/UEE.

*2018 é a diferença entre variação acumulada em 12 meses até outubro e a meta de inflação.

Em conjunto, essas análises mostraram que a desinflação dos últimos anos esteve fundamentada na grande ociosidade deixada pela crise, tanto no mercado de trabalho quanto na indústria. Essa lógica, portanto, corrobora nossa visão de que a inflação em 2019 deve continuar em trajetória benigna. Acreditamos que é improvável uma aceleração da atividade em magnitude suficiente para pressionar os índices de preços no ano que vem.

Sabe-se que as expectativas dos agentes são um canal muito importante na propagação de choques inflacionários. Nesse sentido, as expectativas de inflação ancoradas próximas à meta diminuem o risco e sustentam nossas projeção de inflação baixa para o próximo período. Dessa forma, projetamos IPCA em 4,11% no fim de 2019, abaixo da meta de inflação.

Fim do ciclo expansionista e perspectivas para os juros

Como esperado no fim de 2017, o Banco Central (BCB) continuou a redução de juros em 2018, cortando em 0,25 p.p. a Selic em cada um dos dois primeiros encontros do ano. Na reunião de maio, contudo, o mercado se frustrou à espera de um terceiro corte que não aconteceu. Apesar

da baixa inflação, o BCB entendeu que os juros estavam suficientemente baixos para levar a taxa à meta no horizonte relevante, encerrando ali o ciclo de redução dos juros. Posteriormente, a greve dos caminhoneiros fez com que a convergência para a meta tenha sido mais rápida do que o esperado, o que, de certa forma, corroborou a posição de que novos cortes não eram necessários.

O risco inflacionário mais mencionado ao longo de 2018 foi o câmbio. De fato, a taxa de câmbio subiu durante boa parte do ano, o que levou a autoridade monetária a monitorar mais de perto os riscos externos na tentativa de controlar o efeito *pass-through* (o repasse da desvalorização cambial para os demais preços da economia). É provável que a decisão de não cortar os juros na reunião de maio tenha sido causada justamente pela noção de que o cenário externo piorara, o que exigia maior grau de pragmatismo na ocasião. De fato, esse risco aumentou em setembro e outubro com a escalada da taxa de câmbio (bateu recordes históricos)⁵. Entretanto, com a definição eleitoral, houve uma forte correção do câmbio apoiada na percepção dos agentes de que o candidato eleito seria, entre os dois concorrentes do segundo turno, o mais comprometido com as reformas. Evidentemente, com o câmbio mais baixo, o risco de *pass-through* se reduziu.

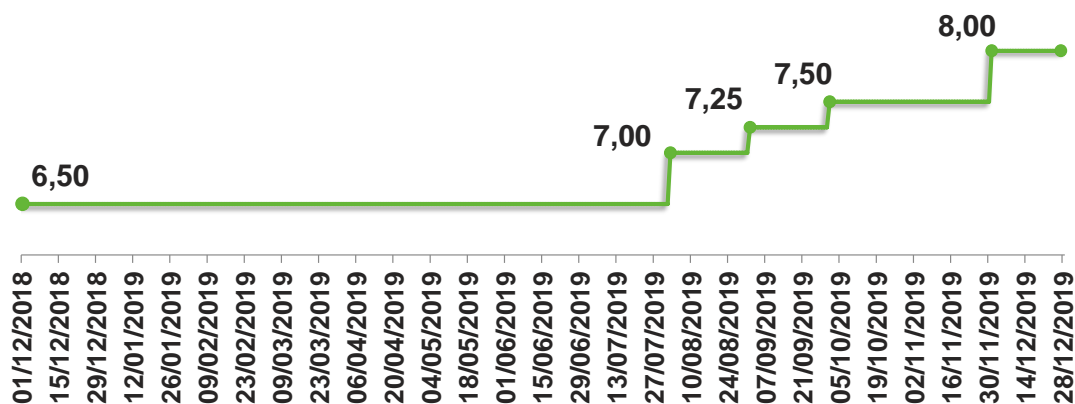
Em função disso, nossa perspectiva para a política monetária é de manutenção da taxa Selic. A inflação está baixa e recuperação da economia é muito lenta.

Mesmo que haja uma desvalorização cambial ao longo de 2019, que poderia ser causada, por exemplo, por uma eventual inabilidade de aprovação de reformas essenciais para a solvência fiscal no Congresso, ou por uma piora significativa no cenário internacional que desvalorize o Real, acreditamos que o impacto do câmbio na inflação se daria somente no fim do ano ou talvez em 2020. Isso porque, entendemos que a fraca atividade reduziria esse efeito nesse cenário. Por isso, acreditamos em uma taxa de juros estável em 2019, com um leve viés de alta no fim do ano.

Fazendo um exercício de projeção para períodos mais à frente (2020 em diante), parece inevitável que haja um aumento da taxa Selic. Atualmente, o diferencial de juros entre a Selic e os *fed funds* (os títulos do tesouro americano) é o mais baixo desde a implantação do regime de metas de inflação, o que reduz o prêmio de investimento no Brasil. Com o aumento gradual dos juros nos EUA, esse *spread* ficará ainda menor. Isso tende a significar fuga de capitais em direção aos EUA, pressionando a taxa de câmbio brasileira⁶.

Gráfico 6.9. Expectativa de taxa Selic do Focus

(Em taxa anual fim – Fim do período)



Fonte: BCB. Cálculos FIERGS/UEE.

⁵ Para saber mais, ver Capítulo 5 – Setor Externo e Câmbio.

⁶ Para saber mais, ver Capítulo 5 – Setor Externo e Câmbio.

Ao mesmo tempo, crescem os riscos de desaceleração da economia global, o que diminuiria o apetite de risco em relação aos emergentes. Com isso, o câmbio poderia sofrer uma maior depreciação o que, no limite, implicaria em aumento de juros, principalmente se houver uma melhora concomitante da demanda interna.

Essa visão se expressa nas projeções dos participantes do Boletim Focus. De acordo com a mediana das expectativas, haveria uma elevação já no meio do ano que vem na taxa Selic, que passaria para 7,00% a.a. O mercado acredita que ocorreriam aumentos a partir dali, e que a Selic chegaria em 8,00% a.a. ao fim de 2018.

Nós, por outro lado, não acreditamos em um aumento tão rápido. Nosso cenário base é de manutenção da taxa em 6,50% a.a. durante todo o ano de 2019, em linha com as últimas sinalizações do COPOM, que reconheceu que os riscos se tornaram menos assimétricos no sentido de alta.

Deve ser considerado que, com a já anunciada mudança na presidência do banco a partir de 2019, fica difícil precisar como será a transição da condução da política monetária. O atual presidente, Ilan Goldfajn, tem perfil acadêmico, de um macroeconomista por excelência. Já seu substituto, Roberto Campos Neto, é um nome mais ligado às operações do dia-a-dia do mercado financeiro. Eventualmente, isso poderia significar inflexões na política monetária.

Resposta do crédito pessoa jurídica e troca de guarda na composição do crédito

O mercado de crédito acelerou em 2018, puxado pela concessão de crédito livre às pessoas jurídicas e a continuidade da retomada nas concessões às famílias. No acumulado no ano até setembro, as concessões de crédito subiram 8,3% em relação ao mesmo período do ano passado, com o crédito livre subindo 9,7% e o direcionado caindo 5,8%.

Esse quadro é parecido com o do fim do ano passado, quando houve crescimento de 1,2% nos livres e queda de 10,7% no direcionado. A diferença está na velocidade de expansão do crédito livre, que aumentou consideravelmente em 2018. A categoria fechou 2017 caindo 3,8%, mas, no acumulado no ano até setembro, apresentou a variação de 14,2%, o que mostra que houve uma expressiva reversão da queda. Essa é a maior taxa nessa base de comparação desde o início da série iniciada em 2012. No crédito livre para as pessoas físicas, a aceleração não foi tão grande assim. Houve um aumento marginal na taxa de crescimento, que terminou 2017 em 5,3% mas que, em setembro de 2018, foi de 6,4%.

Tabela 6.2. Concessões de Crédito por modalidade

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

	2017	2018	Var. (%) real
Livre	2.279,7	2.501,3	9,7
Pessoa Física	967,7	1.104,9	14,2
Pessoa Física	1.312,0	1.396,4	6,4
Direcionado	244,8	230,5	-5,8
Total Direcionado PJ	106,8	91,3	-14,5
Total Direcionado PF	138,0	139,2	0,9
Total	2.523,6	2.731,8	8,3

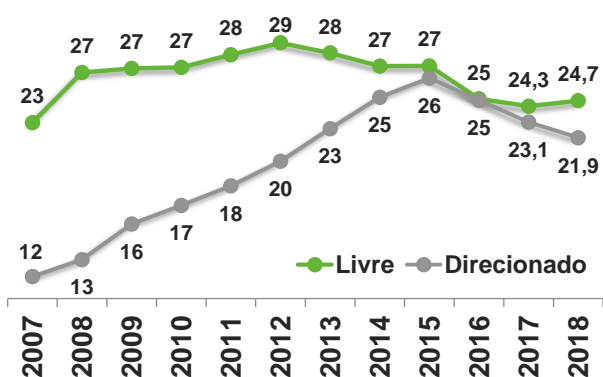
Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

O mercado de crédito dá sinais de uma saída mais consistente da crise. Isso fica evidente quando se analisa o Gráfico 6.10, que apresenta o saldo da carteira de crédito em percentual do PIB. Observa-se como o saldo com recursos livres respondeu após quase cinco anos de queda,

chegando a 24,7% do PIB em setembro de 2018. O saldo de crédito com recursos direcionados, por sua vez, continuou caindo, em função da crise fiscal e da incapacidade do governo em continuar financiando o crédito na economia. Dessa forma, a participação do saldo com recursos livres em relação ao total tem aumentado em detrimento da redução da carteira de crédito direcionado. Em 2017, o crédito livre, que encerrou o ano respondendo por 51,3% do total da economia, subiu para 52,9% a sua participação no último mês de setembro.

Gráfico 6.10. Saldo da carteira de crédito

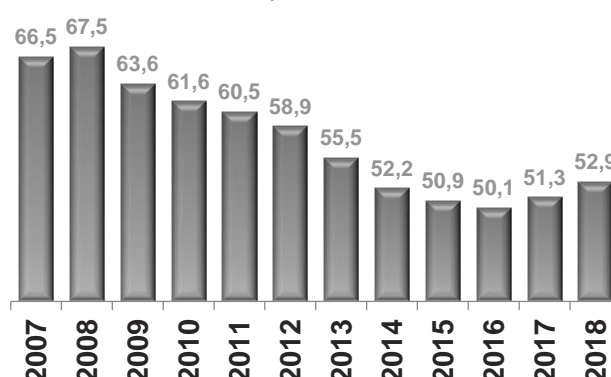
(Em % do PIB)



Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE. *2018 é o observado em setembro.

Gráfico 6.11. Saldo de crédito livre

(Em participação % do saldo total)

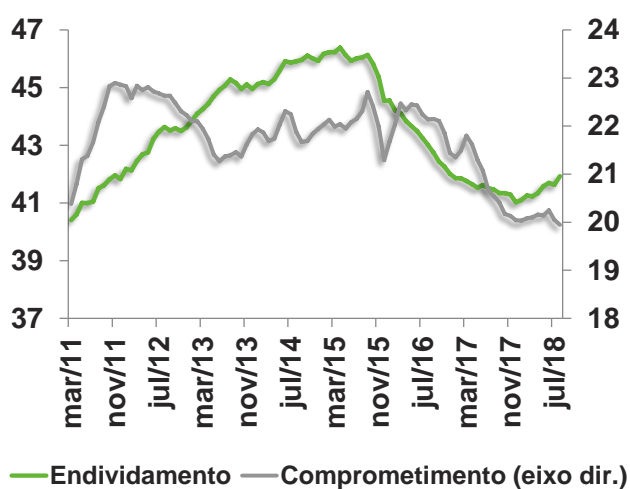


Fonte: BCB. Elaboração: FIERGS/UEE. *2018 é o observado em setembro.

Em função da expansão do crédito, é pertinente verificar a trajetória do endividamento e do comprometimento da renda das famílias. As estatísticas disponíveis continuam mostrando uma desalavancagem das famílias, o que deve favorecer o consumo e a atividade no ano que vem. Diferentemente do período de crise, o endividamento não deve ser um entrave ao crescimento. Além disso, a redução da inadimplência de famílias e empresas apoia a noção de que houve uma melhora substancial nas condições de crédito da economia.

Gráfico 6.12. Endividamento e Comprometimento

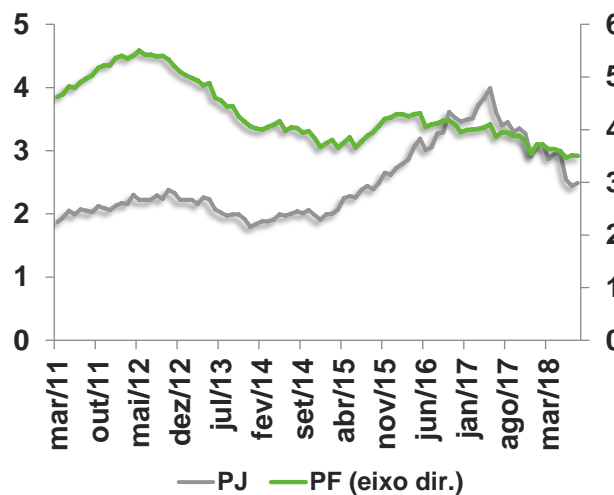
(Em % da renda)



Fonte: BCB.

Gráfico 6.13. Inadimplência

(Em % do total)



Fonte: BCB.

Perspectivas para 2019

Em 2018, a inflação teve o comportamento esperado. Não fosse a greve dos caminhoneiros, o IPCA teria se mantido bem abaixo da meta de inflação, como mostra o comportamento desinflacionário dos núcleos de inflação. Nossa expectativa para o fechamento de 2018 é de IPCA em 4,27%.

Em nosso cenário base para 2019, o IPCA se mantém baixo, encerrando o ano em 4,11%, muito próximo da meta (4,25%). Na construção dessa projeção, foi ponderado principalmente a ociosidade dos fatores de produção (conforme discutidas ao longo do texto) e a taxa de câmbio relativamente comportada. Esse contexto abre a possibilidade de continuação da recuperação cíclica da economia sem maiores recrudescimentos inflacionários.

Apoiado nisso, acreditamos que o Banco Central irá manter a taxa Selic no patamar atual, com um leve viés de alta caso haja uma recuperação acima do esperado que ameace a convergência da meta de inflação em 2020. A não ser que ocorra um evento extraordinário, tal qual foi a greve dos caminhoneiros, o cumprimento da meta em 2019 não deve ser problema. Isso, na nossa visão, só levaria o Banco Central a subir os juros buscando a meta de 2020. Deve ser ressaltado, contudo, que a mudança na presidência do banco sempre traz um risco de inflexão na política monetária o que, nesse caso específico, aumenta até pelos perfis distintos de Ilan Goldfajn e Roberto Campos Neto. Mas, acreditando em uma transição suave, mantemos nossa posição.

Dado os imensos desafios ao crescimento, não é absurdo considerar um cenário inferior em que a atividade não se recupere conforme o esperado. Isso poderia acontecer, por exemplo, por causa de uma frustração com o não andamento das reformas. Levando isso em consideração, a inflação desaceleraria, o que proporcionaria espaço para uma política monetária mais frouxa.

Da mesma forma, podemos considerar um cenário antagônico, em que o crescimento se daria de forma mais robusta, impulsionado pelo novo governo emplacando as reformas necessárias e o cenário externo se mantendo favorável. Isso empurraria a inflação para níveis mais elevados, obrigando a autoridade monetária a aumentar a Selic mais rapidamente. Nesse contexto, a meta da taxa básica poderia terminar o ano próxima dos 8,00% a.a.

Tabela 6.3. Perspectivas para 2019

(Em % a.a.)

	2017	2018*	2019**		
			Inferior	Base	Superior
IPCA	2,95	4,27	3,20	4,11	5,33
INPC	2,10	3,96	2,92	3,43	4,88
IGP-M	-0,50	8,98	2,43	4,27	7,36
Taxa SELIC (meta, fim de período)	7,00	6,50	6,25	6,50	8,00

Fonte: IBGE. FGV. BCB. * Estimativa: FIERGS/UEE. ** Previsão FIERGS/UEE.