

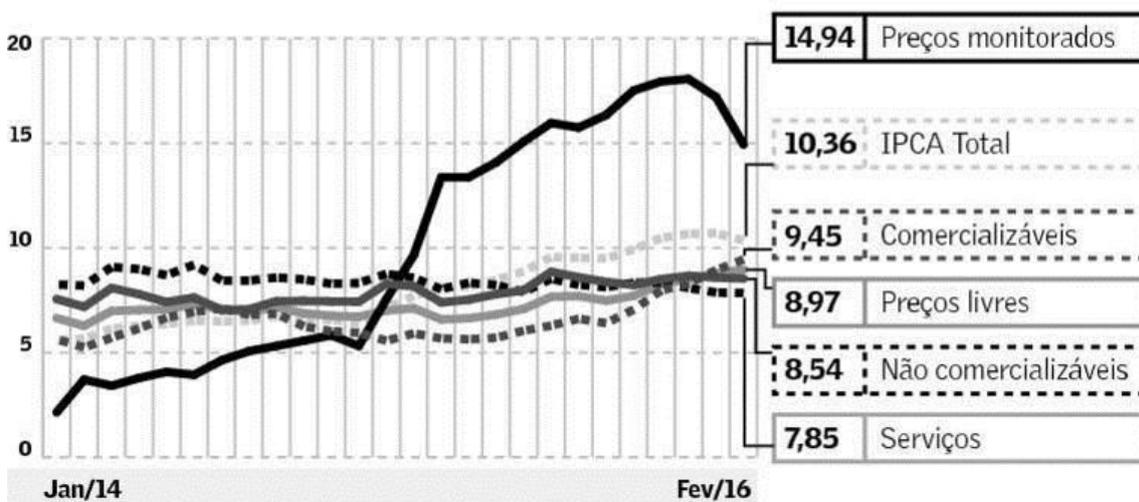
Resiliência e desaceleração

Por **Luiz F. de Paula e Tiago Meyer**

A experiência de aceleração inflacionária no ano de 2015 chama a atenção em função da forte aceleração da inflação ao longo do ano - passando o IPCA acumulado de 6,4% ao ano em dezembro de 2014 para 10,5% ao ano em novembro de 2015, para somente em fevereiro de 2016 dar sinais de desaceleração. Isto ocorreu em meio a um agudo processo de contração econômica (-3,8% em 2015) e acentuado crescimento da meta Selic até meados de 2015 - de 11% em setembro de 2014 para 14,25% em agosto de 2015 -, mantendo-se estável desde então.

IPCA

12 meses acumulados (% ao ano)



Fonte: IBGE

A natureza da aceleração da inflação em 2015 está associada primariamente ao processo de ajuste de preços relativos, em particular do realinhamento dos preços administrados e preços livres, e entre preços domésticos e preços internacionais - o primeiro associado ao represamento dos preços de energia elétrica e combustível, e o segundo à desvalorização da taxa de câmbio, passando de R\$ 2,70 no início de janeiro de 2015 para mais de R\$ 4 em setembro de 2015, oscilando entre R\$ 3,70 e R\$ 4,20 desde então.

Fatores "sancionadores" e "aceleradores" da inflação estão relacionados, por um lado, à indexação formal ainda remanescente (contratos de aluguéis, salários etc) e informal na economia, e, ainda, às incertezas associadas a dois fatores inter-relacionados: a indefinição quanto à situação fiscal do país (deteriorada pela forte recessão e dificuldade

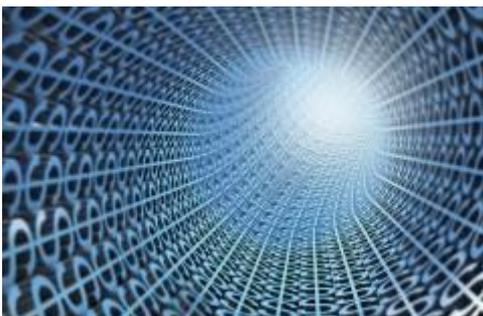
do governo de estabelecer uma agenda de consolidação fiscal de longo prazo) e a crise política que vem se arrastando desde o início do segundo governo Dilma. Esses últimos fatores impactaram negativamente as expectativas inflacionárias dos agentes, ocasionando um aumento preventivo do "mark-up" das empresas.

Se não houver nenhum evento inesperado, o BC poderá iniciar ainda esse ano um processo de redução da Selic

Para entender melhor o comportamento da inflação é necessário desagregar o IPCA. O gráfico mostra que os preços administrados (responsáveis por 23,6% do IPCA em 2015) cresceram celeremente ao longo de 2015, vindo a desacelerar apenas no início de 2016, com destaque para o crescimento de energia elétrica residencial (51% em 2015), combustível para automóveis (21,4%), ônibus urbano (15,1%) e plano de saúde (12,2%).

Já os preços de bens livres - principal componente do IPCA - tiveram um crescimento bem menor, mas ainda maior do que 2014 (8,5% em 2015 contra 6,7% em 2014), puxado pelos segmentos de maior peso relativo: alimentos e bebidas (crescimento de 12,0%), transportes (10,2%) e habitação (18,3%). Ainda no segmento de bens livres houve um crescimento dos bens comercializáveis em 2015 (8,5%) bem maior do que em 2014 (6,7%), refletindo em parte os efeitos da desvalorização cambial - enquanto os bens não-comercializáveis cresceram de 7,4% para 8,5% em 2014-2015.

O setor de serviços, que cresceu substancialmente em 2011-2014, foi o segmento de menor crescimento em 2015 (8,1%), mas mostra sinais claros de desaceleração no início de 2016. Como no segmento de serviços intensivos em trabalho (como comércio) o comportamento do hiato do produto e o rendimento real têm forte impacto nos preços, os efeitos da forte recessão de 2015 se fizeram sentir neste setor, se acentuando no ano de 2016.



Quanto aos efeitos da recessão sobre os preços, cabe destacar que além dos efeitos da indexação sobre os preços face a um forte choque de oferta (energia elétrica, combustível, alimentos etc), o impacto da desvalorização cambial sobre a inflação em 2015 foi bem menor quando comparado à aceleração inflacionária de 2003/2004 (fortemente impactado pela taxa de câmbio), em função da perda de dinamismo da atividade doméstica em 2015 e da tendência declinante dos preços internacionais de commodities (já em 2003/2004 o crescimento econômico foi de 1,1% e 5,7% ao ano, respectivamente).

Portanto, embora o IPCA como um todo tenha crescido ao longo de 2015, a forte recessão neutralizou em parte o efeito da desvalorização cambial, além de inverter a trajetória da inflação de serviços, que se manteve em patamares bastante elevados em 2011/2014.

Cabe ressaltar que a política de elevação dos juros teve efeitos ambíguos sobre a inflação no período analisado, pois se por um lado contribuiu para desaquecer fortemente a demanda agregada e influenciar as expectativas inflacionárias dos agentes em horizontes mais longos, de outro ao impactar sobre os custos financeiros da dívida pública contribui para a piora da situação fiscal que por sua vez afeta negativamente as expectativas inflacionárias.

Acrescente-se que a existência de parte da dívida pública indexada à Selic (LFTs e compromissadas) e com alta liquidez permitiu o crescimento do circuito do "overnight", o que contribui para anular parcialmente o efeito riqueza da elevação da taxa de juros. O resultado final do "entupimento" dos canais de transmissão da política monetária é que o BC tem que operar com uma taxa de juros maior do que seria necessária em "condições normais de temperatura".

Com relação ao comportamento da inflação em 2016, já há alguma evidência de desaceleração, em função do arrefecimento dos preços monitorados, dos efeitos defasados da política monetária sobre os preços livres e da reversão na tendência de depreciação da taxa de câmbio. De forma interessante, as expectativas de mercado para inflação em 2016 (Focus), influenciadas pelo início de uma reversão na trajetória da inflação, começam a serem revistas para baixo.

Portanto, para 2016, a expectativa que emerge é um processo consistente de desaceleração inflacionária ao longo do ano, possivelmente ficando dentro do intervalo entre 6,5 a 7,5% e, assim, bem abaixo do IPCA de 2016 (10,7%). Se não houver nenhum evento inesperado, o BC poderá iniciar ainda esse ano um processo de redução da Selic, contribuindo para melhorar as perspectivas para a economia brasileira.

Luiz Fernando de Paula é professor titular da FCE-UERJ.

Tiago Rinaldi Meyer é doutorando de Economia do PPGE-UERJ
