

A despeito da recessão, inflação retorna aos dois dígitos

A inflação medida pelo IPCA alcançou em novembro 10,5%, retornando a níveis de dois dígitos após um hiato de exatamente 12 anos. Após alcançar 6,4% em 2014, a intensidade da aceleração observada neste ano tem superado todas as expectativas. Os preços administrados (aqueles que são sujeitos a regulação governamental) tem sido a fonte mais conspícua de pressão nos últimos trimestres. Esse componente acelerou de 5,3% em 2014 para 17,9% nos últimos 12 meses. A tendência vista recentemente contrasta fortemente com o padrão visto nos últimos anos: de 2011 a 2014 a inflação média anual de preços administrados foi de apenas 4,1%, ante os 6,7% observados nos preços livres. A correção ora observada em preços livres, embora dolorosa, indica uma inflexão positiva na política econômica. Nos quatro anos encerrados em 2014, a tentativa de controlar a inflação mantendo artificialmente baixos os preços administrados gerou graves distorções. Isto porque, em primeiro lugar, o sistema de preços em uma economia de mercado desempenha o papel fundamental de prover os sinais que orientam as decisões de alocação de recursos. Disto segue que, quando os preços são distorcidos, a alocação de recursos na economia se torna ineficiente. Isto é, as decisões sobre o que produzir e como produzir deixam de ser socialmente ótimas.

Em segundo lugar, a contenção de preços administrados onerou fortemente as contas públicas, pois em diversos casos essa política envolveu subsídios públicos diretos ou indiretos. A contenção artificial de preços, nesse sentido, explica uma parte relevante da forte deterioração das contas públicas de 2013 e 2014. Por tudo isto, o movimento em direção a um maior realismo das tarifas públicas e preços regulados deve ser celebrado como um passo na direção correta. Isto dito, essa correção é especialmente problemática porque ela se dá em um contexto em que a inflação de preços livres já era muito alta há vários anos, como havíamos dito.

Observe-se ainda que, embora os administrados representem a maior fonte de pressão neste ano, também os preços livres exibem significativa aceleração: nos últimos 12 meses eles têm alta acumulada de 8,3%, ante 6,8% em 2014. Isto é especialmente notável se considerarmos o contexto de fortíssima recessão. De fato, os resultados do 3º trimestre indicam queda acumulada do PIB de 5,8% em relação à máxima alcançada no 1º trimestre de 2014. Um olhar mais cuidadoso sobre a aceleração dos preços livres revela que esse movimento se concentrou nos preços de bens comercializáveis: esse componente exhibe aceleração de 6,0% no ano passado para 7,7% nos últimos 12 meses. Essa é uma consequência direta da desvalorização do câmbio. Como podem ser transacionados internacionalmente, os preços desses bens tendem a estar aproximadamente arbitrados em termos mundiais. Ou seja, a dinâmica desses preços no Brasil segue aproximadamente os preços internacionais em dólar multiplicados pela taxa de câmbio. Tendo o dólar se elevado de uma média de 2,35 R\$/US\$ na média de 2014 para algo mais próximo de 3,85 R\$/US\$ na média dos últimos 3 meses, é natural que haja uma pressão ascendente sobre esses preços. Estudos empíricos mostram que o repasse do câmbio para a inflação depende, entre outros fatores, do hiato de produto. Isto é, à medida que a economia se afasta do produto potencial, o repasse tende a ser menor. As evidências recentes sugerem que de fato o repasse tem sido modesto, mas diante de uma depreciação tão forte do câmbio temos um efeito ainda assim importante sobre a inflação.

Destaque-se, ainda, que mesmo os preços de bens não-comercializáveis têm apresentado trajetória de aceleração neste ano: nos últimos 12 meses acumulam alta de 8,7%, ante 7,4% em 2014. Em uma primeira análise, isto pode parecer surpreendente à luz do quadro de uma recessão já tão longa e profunda. Acreditamos que a dinâmica desses preços tem sido influenciada pela dificuldade da autoridade monetária de ancorar as expectativas, após sete anos consecutivos de inflação persistentemente acima da meta. Como consequência da desancoragem das expectativas, a dinâmica da inflação de não-comercializáveis tende a exibir maior persistência e a responder menos ao hiato de produto.

O que podemos esperar em 2016? Tudo indica que o choque de preços administrados que tivemos neste ano não se repetirá no próximo, e esta será uma força desinflacionaria importante à frente. Ainda assim, deve-se ter em mente que a severidade da crise fiscal reduziu fortemente a margem para arroubos populistas com preços públicos. Isto significa que parece estar fora do horizonte dos próximos anos um retorno a níveis muito baixos da inflação de administrados. Pelo contrário, há o risco de as dificuldades fiscais imporem elevações de impostos federais e estaduais, sendo que preços de combustíveis, energia e telefonia são especialmente suscetíveis a políticas desse tipo.

Em relação aos preços livres, a dinâmica dos preços de bens transacionáveis internacionalmente continuará a refletir os efeitos, com as defasagens usuais, da forte depreciação ocorrida neste ano. Além disto, as dificuldades em relação à sustentabilidade da dívida pública impõem riscos de novas rodadas de depreciação à frente. Por outro lado, o aprofundamento da recessão e suas graves repercussões sobre o mercado de trabalho devem ser uma força desinflacionária importante. Permanece, contudo, a tendência de a inflação exibir um grau de persistência bastante alto, graças à perda de eficácia da meta como âncora das expectativas.

O que resulta de todas essas forças é uma tendência de recuo da inflação em 2016 em comparação aos dois dígitos que ora alcançamos. Esse recuo, porém, tende a ser lento, e nossa visão é que a inflação deve persistir em níveis próximos a 7,5% no próximo ano. Nesse contexto, a despeito do quadro sombrio de atividade, o Copom dá sinais de que deve voltar a elevar os juros em 2016, no que seria um inédito terceiro ciclo consecutivo de aperto monetário. A preocupação central da autoridade monetária, a nosso ver, é a dinâmica das expectativas, por duas razões. Em primeiro lugar, para uma dada trajetória da Selic, a piora das expectativas reduz os juros reais, o que certamente não é desejado no momento. Em segundo lugar, como já dissemos, a piora das expectativas tende a acentuar a forte persistência que tem caracterizado a dinâmica da inflação.

A despeito dos esforços, ressalte-se a dificuldade do Copom em operar em um contexto em que o governo não tem conseguido indicar como e quando será capaz de produzir superávits primários requeridos para estabilizar a relação dívida / PIB. Nesse contexto, nossa visão é que está além das possibilidades da autoridade monetária produzir uma trajetória de convergência da inflação para a meta. Cresce, assim, o risco de a inflação permanecer em patamares superiores ao teto do intervalo de tolerância em torno da meta por vários anos. O retorno ao pleno funcionamento do regime de metas de inflação exigirá uma maior clareza sobre como os desequilíbrios fiscais serão enfrentados nos próximos anos.

Alexandre Bassoli

Economista-chefe do Opportunity e Mestre em Economia pela USP.