

Sinais encorajadores na inflação

A inflação medida pelo IPCA fechou o ano de 2016 em 6,3%, patamar ainda distante da meta de 4,5% e apenas levemente abaixo do teto do intervalo de tolerância em torno dela, que é de 6,5%. Nos últimos 7 anos, a inflação tem persistido invariavelmente acima de 5,8% e seu patamar médio no período é de 6,8%. A despeito desse histórico desfavorável, é possível divisar no ano passado uma mudança para melhor da dinâmica inflacionária, que fica clara quando se considera que, em 2015, havíamos atingido o patamar de 10,7%.

Parte importante dessa desinflação concentrou-se em preços administrados, cuja variação declinou de 18,1% em 2015 para 5,5%. De 2011 a 2014, o governo praticou a desastrosa política de tentar conter a inflação mantendo preços irrealistas para eletricidade, combustíveis, transportes públicos e outros itens. A contenção artificial desses preços ocasionou diversas distorções. Além de contribuir para a grave crise fiscal e o colapso da Petrobras nos últimos anos, há efeitos negativos na alocação de recursos na economia. Preços distorcidos levam a decisões econômicas erradas acerca do que produzir e de como fazê-lo. Como consequência, há uma queda da produtividade e do potencial de crescimento da economia.

A força da crise fiscal e o colapso da Petrobras impuseram a revisão de tais políticas em 2015. Por isto, houve fortes reajustes em diversos preços administrados, o que contribuiu de forma importante para a aceleração inflacionária de 2015. Uma vez completado esse realinhamento, abriu-se espaço para um arrefecimento importante dessas pressões em 2016.

A queda da inflação, contudo, não se restringiu aos administrados. A alta dos preços livres desacelerou de 8,5% para 6,6%. Dentro deles, há um movimento especialmente forte dos alimentos consumidos no domicílio, cuja alta declinou de 12,9% para 9,4%. Esse movimento se concentrou nos últimos 4 meses do ano, quando se acumulou uma deflação de 1,6%.

Excetuando-se os alimentos, há ainda uma desinflação de 7,3% para 5,8% nos demais preços livres. E isto se observou tanto em bens (de 6,2% para 4,8%) como em serviços (de 8,1% para 6,5%). O que se tira de tudo isto é que a queda da inflação em 2016 se deu de forma bastante disseminada, tendo se acentuado nos últimos meses do ano. O mais importante é que grande parte das forças que têm contribuído para a queda da inflação devem continuar atuando em 2017. A mais evidente delas é a fortíssima recessão em curso desde 2014. Quando forem divulgados os dados do 4º trimestre de 2016, provavelmente teremos uma queda acumulada do PIB próxima a 9% desde o 1º trimestre de 2014, quando teve início a atual recessão. Como consequência, a economia exhibe níveis extraordinariamente altos de ociosidade. Isto está expresso no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego tendo se elevado de 6,6% para 12,3% em pouco mais de 2 anos.

Há uma enorme rigidez do mercado de trabalho brasileiro, o que torna mais lenta a desaceleração dos salários e mais forte a queda do desemprego. Isto faz com que a desaceleração dos preços seja mais lenta do que poderia ser, mas não muda o fato de que a brutal ociosidade da economia tem contribuído para a queda da inflação de forma importante, notadamente no caso de serviços, cujos preços dependem crucialmente das condições domésticas de oferta e demanda.

Ainda que a economia comece, como esperamos, um lento processo de recuperação ao longo deste ano, os níveis de ociosidade deverão persistir ainda muito elevados por bastante tempo. O desemprego, aliás, deve ainda se elevar de forma importante nos próximos trimestres antes de iniciar uma trajetória declinante. Disto decorre que a brutal recessão dos últimos anos deve continuar atuando como uma forma desinflacionária importante neste e no próximo ano.

Em adição à questão da ociosidade, o cenário que se desenha para preços de alimentos neste ano é mais favorável, em que pesem as incertezas inerentes ao setor. Por questões climáticas, 2016 foi marcado por uma quebra importante da produção agrícola brasileira, traduzida na maior queda do PIB do setor dos últimos 20 anos. As perspectivas se anunciam mais favoráveis neste ano, o que deve ter repercussões positivas sobre a atividade econômica e a inflação.

Observe-se, por fim, a questão do câmbio. O Dólar teve alta de 67% frente ao Real nos 12 meses terminados em setembro de 2015, em período marcado por agravamento das crises gêmeas nos *fronts* político e econômico. Ao longo de 2016, sobretudo em decorrência do processo de impeachment e das mudanças das diretrizes da política econômica que dele decorreram, observou-se queda próxima de 14% do Dólar frente ao Real. Esse movimento teve repercussões favoráveis sobre a dinâmica da inflação no final de 2016 e parte de seus efeitos deve ainda se materializar ao longo deste ano.

Considerando-se todos esses fatores, a tendência é que tenha prosseguimento em 2017 o processo de desinflação iniciado no ano passado. No cenário que nos parece mais provável a inflação deve ficar bastante próxima ao centro da meta de 4,5% neste ano. Com isto se abre um cenário muito favorável à queda dos juros. Diante da queda importante das expectativas de inflação, é preciso reduzir as taxas nominais apenas para evitar uma alta dos juros reais. Adicionalmente, à medida que a inflação se aproxime da meta, é razoável que a política monetária possa se deslocar de uma postura fortemente contracionista no passado recente para uma postura expansionista ao longo dos próximos dois anos. Isto porque, após se aproximar da meta neste ano, a persistência de elevados níveis de ociosidade da economia pode levar a inflação para níveis abaixo da meta em 2018, algo que a autoridade monetária tem dito que não pretende fazer.

Isto não quer dizer que o caminho adiante esteja livre de riscos para a política monetária. Caso a trajetória de câmbio dos últimos trimestres se reverta, o cenário inflacionário pode se tornar menos benigno. Dessa perspectiva, há duas fontes de riscos especialmente importantes a serem monitoradas. No *front* externo, há ainda grande incerteza sobre a extensão e velocidade das mudanças a serem implementadas por Donald Trump no âmbito fiscal e comercial nos Estados Unidos¹. A depender delas, podemos ter um cenário de liquidez mais restrita e condições mais desafiadoras para países como o Brasil. No *front* doméstico, a trajetória do câmbio recente decorreu em grande parte do encaminhamento de reformas que buscam alterar a trajetória do gasto público e reverter os desequilíbrios fiscais. O governo tem pela frente o desafio de aprovar no Congresso a reforma da Previdência, algo mais complexo politicamente do que a emenda constitucional que estabelece o teto de gastos que foi aprovada no ano passado.

Em que pesem os riscos, com um pouco de sorte e, sobretudo, perseverança com as reformas fiscais, há boas chances de chegarmos ao fim deste ano com a inflação próxima à meta e as taxas de juros sensivelmente menores. Após anos de persistente aceleração inflacionária, é pena que a convergência à meta se dê às custas da maior recessão da nossa história. Mas será um enorme desperdício se o sacrifício dos últimos anos for em vão. O desafio de 2017 para o Brasil é avançar na redução do risco macroeconômico e pavimentar o terreno para a retomada do crescimento.

Alexandre Bassoli

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

¹ Ver a respeito nosso Comentário Macroeconômico de dezembro de 2016, "Trump e o Brasil", disponível em <https://www.opportunity.com.br/content/pdf/comentarios/cm201612.pdf>