

## Conjuntura Em 2012, componente ficava em último lugar, mas em 2013 perdeu apenas para os preços livres

# Peso da inércia no IPCA é o maior desde 2006

Flavia Lima  
De São Paulo

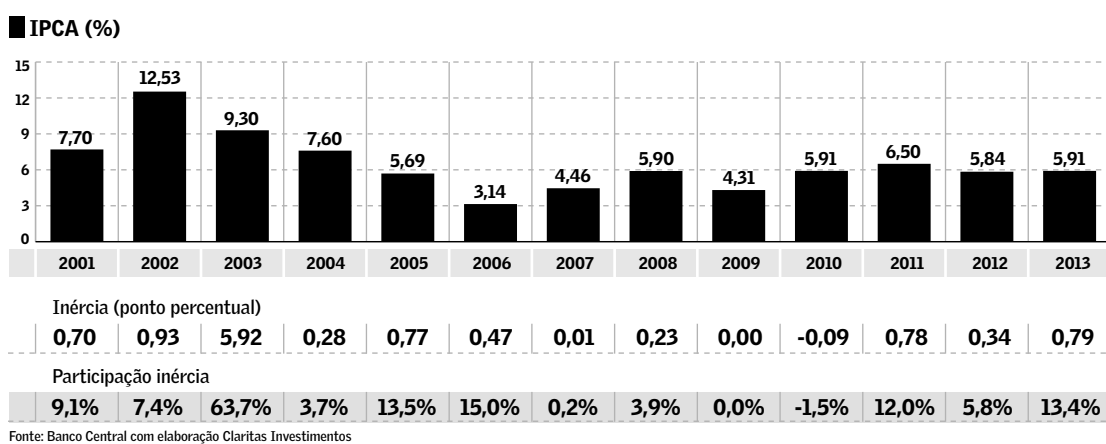
Mecanismos herdados do período hiperinflacionário e outros criados recentemente, como a regra de correção do salário mínimo, deram fôlego à autoalimentação dos preços e estão dificultando a tarefa da autoridade monetária de trazer a inflação para mais perto do centro da meta. Dados do Banco Central demonstram que o fantasma da indexação ganha força. Em conversa com jornalistas na semana passada, a presidente Dilma Rousseff disse que “um dos fatores mais preocupantes em relação à inflação é a indexação”.

Todo início de ano, em um box específico do Relatório de Inflação, o BC costuma decompor a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em seis componentes — um deles a inércia, que é a reprodução da inflação passada e tem como forma mais comum justamente o mecanismo de indexação. Dados consolidados pela Claritas Investimentos a pedido do Valor mostram que a inércia respondeu por 13,4% da variação da inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de 2013 — o maior percentual alcançado por esse componente na inflação desde 2006 (quando respondeu a 15% do IPCA). É também o quarto maior percentual de toda a série, iniciada em 2001.

Olhando para os seis componentes do BC, o peso da inércia sobre a variação do IPCA em 2013

### Herança indesejada

O peso da inércia na inflação



Fonte: Banco Central com elaboração Claritas Investimentos

ficou atrás apenas dos preços livres, responsáveis por 64% da inflação. Em 2012, a inércia tinha ficado com o último lugar da fila, enquanto nos dois anos anteriores foi apenas o quarto fator mais importante a pesar na inflação.

“Grande parte do problema de inércia colocado pelo BC vem da indexação, que no Brasil ainda tem alto grau”, diz Marcela Rocha, economista da Claritas. A indexação corresponde a reajustes automáticos de preços e salários estabelecidos em contrato e que têm como base a variação de um índice de preços. Os exemplos mais clássicos são os contratos de aluguel e preços administrados, como os de energia elétrica, e planos de saúde. Outra forma comum de inércia é a memória inflacionária, ou a disposição de reajustar preços de acordo com a inflação passada, mesmo que is-

so não conste em contrato.

Para Marcela, o país não vem conseguindo se desvincular da indexação, porque, nos últimos anos, houve uma aceitação da inflação em um alto patamar. Para ela, o processo de indexação não tende a arrefecer no Brasil em razão de alguns fatores importante, como uma meta de inflação mais alta, falta de credibilidade de que ela vai ser alcançada em um horizonte de política monetária relevante e falta de expectativa de queda da inflação nos próximos anos. “Diante de tudo isso, é sempre preciso conseguir um contrato de segurança”, diz.

Um dos “contratos de segurança” mais vistos atualmente, diz Marcela, é o salário mínimo. Além de ser indexado (ele segue a variação do INPC mais o PIB de dois anos antes), o mínimo funciona como indexador para ou-

tras negociações salariais. “Ele é um piso para outras categorias discutirem os reajustes”, diz a economista. Na avaliação de Marcela, diante do cenário, “o choque de política monetária tem que ser ainda maior para reduzir a demanda e compensar o fator inércia, que é muito lento e gradual”.

A demanda por indexação é consequência da percepção de que a meta de inflação não vai ser cumprida, diz Renato Fragelli, da EPGE da Fundação Getulio Vargas (FGV). “Quando se tem um país com inflação absolutamente previsível, mesmo que seja de 5% ao ano, não há necessidade de indexar nada porque se embute esse número nos contratos que vão ser pagos dali a um ano”, diz Fragelli. O economista ressalta, no entanto, que a indexação não gera inflação e sim perpetua o nível de inflação existente. “A nossa in-

flação não é mais tão alta, mas ainda é alta a ponto de convivermos com a indexação. Só dá para se livrar dela quando tivermos a inflação realmente muito baixa”.

Para o ex-secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda Luiz Gonzaga Belluzzo, a indexação formal ou informal é uma herança ruim do período inflacionário, da qual não conseguimos nos livrar. Segundo o professor titular do Instituto de Economia da Unicamp e também da Facamp, alguns preços são claramente indexados, como educação, transporte, contratos financeiros e mesmo os salários, em boa medida estão indexados à inflação. “Isso traz uma resistência, uma dificuldade de trazer a inflação para mais próximo do centro da meta, ao se introduzir uma rigidez no sistema de preços”, diz.

Belluzzo diz que “o passado pesa sobre o presente”, mas avalia que alguns economistas não levam isso em conta ao acreditar que basta ter sistema de administração das expectativas que tudo funciona. “Infelizmente, não é bem assim. Nós temos passado. É difícil se livrar da indexação”.

Para Marcela, o momento atual não seria adequado para essa agenda de desindexação. “Para conseguir reduzir os fatores indexação e inércia é preciso aumentar a visibilidade, com a busca crível do centro da meta”. O primeiro passo, diz ela, seria controlar a inflação corrente, assumir um compromisso de que o centro da meta seria atingido nos

próximos anos e, posteriormente, colocar uma agenda de redução da meta de inflação. “A partir do momento que o empresário e o consumidor têm essa visibilidade, aí sim é que há janela para a desindexação”, afirma ela, para quem seria bem-vinda uma tentativa de se criar índices de reajustes que levassem em conta o custo do setor, a perspectiva de demanda, a rentabilidade e a produtividade de cada setor.

Paulo Paiva, professor de gestão empresarial da Fundação Dom Cabral, diz que a desindexação da economia exige puxar a inflação para o centro da meta, além de se trabalhar com meta mais ousada de inflação mais à frente, entre 2016 e 2017. “E aí, atingindo a meta, vai poder desindexar, com um gatilho importante a ser retirado, os títulos do governo indexados à inflação”, afirma Paiva.

Para Belluzzo, o regime de metas, no seu exercício, supõe que se tem um prazo maior para colocar a inflação na meta, com um mínimo de perda em termos de produto e emprego. “Não é algo mecânico como pensam alguns”. Ainda assim, diz Belluzzo, é importante que o BC sinalize que vai insistir em colocar a inflação na meta. “Parece paradoxal o que estou dizendo, mas não é. Ao se deixar a inflação disparar, se reconstitui ainda mais intensamente o sistema de indexação, justamente por causa da nossa história inflacionária”, afirma. “Mas isso não é feito do dia para a noite. O jogo é confiança”.

# Estudo aponta que persistência da inflação no Brasil supera 6% ao ano

Denise Neumann  
De São Paulo

Os últimos anos do regime de metas de inflação não foram capazes de reduzir, de forma significativa, o grau de persistência da inflação brasileira. Dois economistas — Eduardo Velho, economista-chefe da INVX Global Partners, e Cheikh Kane, economista-chefe do banco Original — testaram seis diferentes modelos econométricos e concluíram que “faça chuva ou faça sol”, a inflação brasileira tem rodado a uma taxa mensal entre 0,5% (ou 6,1% ao ano) e 0,7% (8,7% ao ano) nos últimos dez anos.

Entre outras causas, contribuem para a persistência a ainda alta indexação de preços, a inércia, a política fiscal expansionista, a regra informal, porém disseminada, de atrelar os reajustes salariais à inflação passada, agregando algum percentual de aumento real, e as políticas públicas para o mercado de trabalho. Na avaliação dos autores, a ausência de reformas estruturais — especialmente aquelas relacionadas ao mercado de trabalho — reduziu a eficácia do aumento dos juros nos últimos anos.

Como a inflação resiste por questões que vão além da oferta e da demanda, Velho e Kane concluem que a reversão do grau de persistência inflacionária no Brasil não será obtida apenas com aumento da taxa básica de juros. “O

aumento da taxa de juros afeta a inflação, mas sua contribuição ao controle da inflação está menor por causa das questões estruturais não resolvidas, especialmente as relacionadas ao mercado de trabalho”, diz Velho. Ele também lista a credibilidade da política econômica — e não apenas da política monetária — como um elemento que afeta resistência da inflação.

Para que a política monetária faça seu trabalho, é preciso o que eles classificam como minirreformas, entre elas a aprovação da independência do Banco Central, um plano para realinhamento das tarifas públicas com o fim do seu uso político, a recuperação da credibilidade fiscal com a adoção de um mecanismo de controle dos gastos públicos como proporção do Produto Interno Bruto (PIB), além da revisão do modelo que acaba atrelando os salários à inflação futura e das regras de seguro-desemprego e abono salarial.

Velho e Kane estão convencidos de que a dinâmica do mercado de trabalho afetou fortemente a eficácia da política monetária. E Velho credita uma parcela importante dessa dinâmica às regras do seguro-desemprego e do abono salarial. Por um lado, essas regras são um componente importante do gasto público e contribuem para aumentar o nível de demanda na economia pela renda que proporcionam. Por outro lado, elas redu-

zem o medo do desemprego entre os trabalhadores menos qualificados, incentivando a rotatividade, e fazem com que as empresas se comprometam com maiores aumentos salariais diante da preocupação de ficar sem profissionais.

Antes de chegar aos estudos que apontam a forte persistência inflacionária no Brasil, os dois economistas olharam para México e Chile, dois países latino-americanos e emergentes que adotaram o sistema de metas de inflação. Eles compararam a evolução recente dessas economias — e sua inflação — com a brasileira.

Nos dois países, os dados indicam que nos anos pós-crise a inflação tendeu à meta. Uma análise do núcleo de inflação de Brasil, México e Chile aponta trajetórias distintas desde 2008. Enquanto no Chile o núcleo recuou significativamente abaixo do centro da meta (que é de 3%) quando a economia entrou em recessão global, no México (também com centro em 3%) o recuo foi mais gradual, mas aconteceu. No Brasil, “a despeito da meta central da inflação brasileira se situar 150 pontos percentuais acima dos alvos do México e do Chile, o núcleo sempre superou a meta e inclusive rompeu o teto em 2011”, escrevem os economistas.

Para Velho e Kane, parte da persistência elevada no Brasil está associada à dinâmica do mercado de trabalho, que acumulou

ganhos reais expressivos ao longo dos últimos anos, movimento acompanhado pela queda do desemprego. No Chile, inclusive, a queda foi ainda mais expressiva do que no Brasil, pois passou de 11% em 2009 para 6% em 2014.

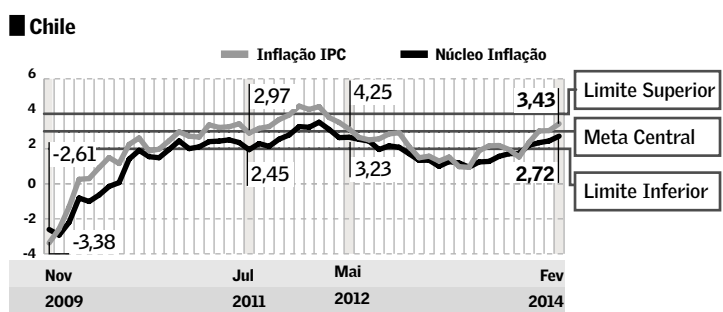
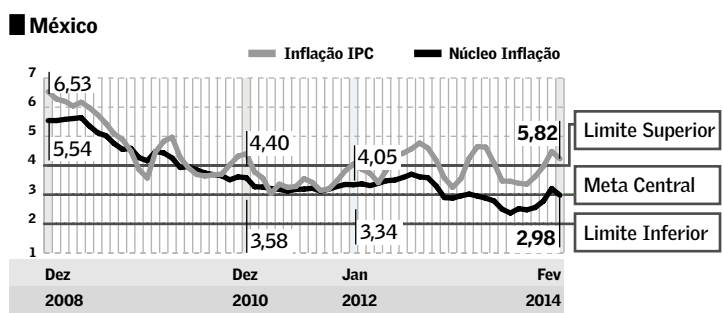
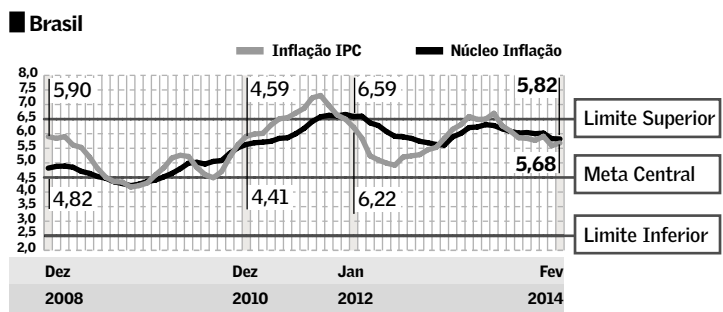
Entre as razões para a persistência da inflação, Velho e Kane também atribuem papel importante à política fiscal, que deu um impulso relevante à demanda, através da redução do superávit primário e da expansão dos gastos públicos. A contribuição da inércia, outro ponto apontado, mais que dobrou em 2013 em relação a 2012.

Entre os modelos gerados pelos dois economistas para calcular a resistência da inflação, estão estudos semelhantes aos feitos pela área técnica do Banco Central e que foram apresentados em box do relatório de inflação de dezembro de 2008. Naquele trabalho, três modelos apresentaram um resultado semelhante. Esse trabalho olhou para a inflação de 2000 a 2008 em oito países (Alemanha, Chile, Itália, Brasil, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e França).

O estudo concluiu que “embora os países emergentes da amostra analisada — Brasil e Chile — tenham reduzido sua persistência de inflação nos últimos anos, ainda apresentam níveis superiores àqueles observados em economias maduras”. O texto do estudo do Banco Central não diz qual o grau

### Inflação, núcleo e metas

Variação em 12 meses, em países selecionados - em %



Fonte: INVX Global e Banco Original

de resistência encontrado, mas os gráficos sugerem que para o Brasil ela ficou próxima a 0,5% em dois dos três modelos desenvolvidos.

Em um dos modelos desenvolvidos por Velho e Kane — o chamado coeficiente de autocorrelação — a persistência teria diminuído de 0,58% (7,1% anualizado) no período

de 2003 a 2014 para 0,54% (6,68% anualizado) entre 2011 e 2014, na gestão de Alexandre Tombini. Os autores, porém, atribuem esse recuo “ao grau de intervenção do governo na formação de preços através de pacotes de desonerações tributárias e represamento de preços monitorados.”

# Analistas voltam a projetar índice dentro da meta

Tainara Machado e  
Aricia Martins  
De São Paulo

Após a alta de 0,67% do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em abril, os economistas consultados pelo Banco Central voltaram a estimar que o índice oficial de inflação encerrará 2014 dentro do intervalo permitido pelo regime de metas. De acordo com o Boletim Focus divulgado ontem pelo BC, a mediana das estimativas para o índice passou de 6,50% para 6,39% na última semana.

Para os economistas ouvidos pelo Valor, no entanto, a melhora das expectativas está mais relacionada a uma questão estatística, com a

surpresa positiva de abril, do que com perspectiva de dinâmica mais favorável para os preços neste ano. Luís Otávio Souza Leal, economista-chefe do Banco ABC Brasil, revisou de 6,4% para 6,35% sua estimativa para o IPCA neste ano em função da inflação observada no mês passado, menor do que a estimativa de 0,81% que estava contemplada em seu cenário.

No entanto, o economista afirma que não incorporou integralmente a surpresa positiva com o IPCA de abril a seu cenário porque elevou a estimativa de alta da tarifa de energia residencial neste ano, de cerca de 10% para 15%, em função dos reajustes que têm sido aprovados recentemente.

A Icatu Vanguarda, que estima-

tiva que a inflação iria superar o teto de 6,5% neste ano, passou a projetar alta de 6,4% para o IPCA em 2014 por causa do resultado divulgado na semana passada. No entanto, Rodrigo Alves de Melo, economista-chefe da gestora de ativos, afirma que não é possível esperar melhora da dinâmica inflacionária para frente, a despeito da desaceleração observada no mês passado, já que o índice de difusão continua em torno de 70%.

“Temos sazonalidade positiva nos próximos meses, em que em geral os alimentos entram em deflação, mas os riscos ainda são relevantes”, diz o economista, já que a inflação de serviços acumula alta de 9% nos últimos doze meses, enquanto a possibilidade de eventos

climáticos como o El Niño no meio do ano poderia causar nova pressão de alimentos in natura.

Mesmo com a “folga” dada pelo resultado divulgado na semana passada, Leonardo Costa França, da Rosenberg & Associados, preferiu manter em 6,3% sua previsão para o indicador em 2014. “Se a inflação desacelerar mais, aumentam as chances de um reajuste maior da gasolina”, diz o analista da Rosenberg. A consultoria conta com uma correção de 10% do combustível, depois das eleições.

Um sinal de que a melhora das expectativas não foi disseminada é que a mediana das projeções dos analistas que mais acertam as estimativas para o IPCA no médio prazo, o grupo “Top 5”, subiu pela se-

gunda semana consecutiva, de 6,67% para 6,69%.

A MB Associados, que faz parte desse grupo, elevou a projeção de inflação de 6,5% para 7,0% na última semana, segundo Sergio Vale, economista-chefe da consultoria, por causa dos riscos crescentes. Em sua avaliação, a taxa de câmbio deve voltar a se desvalorizar e encerrar o ano em R\$ 2,40, com a aproximação das eleições, das quais a presidente Dilma Rousseff deve sair vitoriosa, afirma. Outro risco, são aumentos de preços com a Copa do Mundo. “Difícil imaginar nesse cenário a inflação cedendo, especialmente com um governo que renega o uso mais intenso da política monetária e da política fiscal para controlar a inflação”.

## Curta

### Inadimplência

A inadimplência subiu 5,6% entre março e abril, na série com ajuste sazonal, de acordo com dados nacionais da Boa Vista obtidos com exclusividade pelo Valor. A empresa divulga o dado hoje. Nos 12 meses encerrados em abril, no entanto, a inadimplência desacelerou para alta de 1,6%, após subir 2% em igual período até março.

Para a Boa Vista, apesar da alta observada em abril, a perspectiva é de aumento moderado nos registros de inadimplência ao longo do ano, já que a seletividade na concessão de crédito deve prevalecer sobre a perspectiva de um cenário menos favorável para o mercado de trabalho e aumento da taxa de juros para os consumidores.