

**Inflação de 2009: indexação é o nome do jogo**

André Loes\*

A ata da última reunião do Copom (3 e 4 de junho) foi divulgada na semana passada. Sua leitura sugeriria, à luz dos dados disponíveis quando de sua redação, a manutenção do ritmo de altas em 50 bps na próxima reunião. A ata mostrou um Copom que trabalha com a perspectiva de aperto monetário mais longo (retirou a afirmação de que “parte relevante do ajuste já havia sido feita”). Além disso, baixou o tom no que diz respeito à influência da expansão do crédito e dos gastos governamentais como fatores de pressão – as razões para isso são a desaceleração das concessões de crédito à pessoa física e a elevação da meta de superávit primário em 0,5% do PIB.

A sensação de menor incerteza durou somente um dia. Os fatores que mantêm o mercado em estado de alerta com a inflação são vários:

- O IPCA de maio, que apresentou índice cheio superior ao teto das expectativas, e núcleos e índice de difusão com valores altos, e em aceleração com relação ao mês anterior.
- A sensação que o momentum da alta das commodities ainda pode durar algum tempo.
- Por último, e em minha opinião, mais importante que os demais pontos nesse momento, a sensação de gestação de importante repasse para preços de serviços e de tentativa de indexação salarial.

O que o mercado começa a intuir é que a combinação “aceleração da inflação-mercado de trabalho aquecido” implicará em repasse relevante da inflação até agora registrada para o preço dos serviços e também em dissídios com potencial de estabelecimento de indexação com relação à inflação passada.

A inflação de serviços se acelera, num primeiro momento, quando a inflação passada é forte o suficiente para provocar corrosão relevante do poder de compra dos prestadores de serviços autônomos. Embora a inflação nos últimos 12 meses tenha sido pequena se comparada àquela de 2002/2003 – quando foi registrado importante episódio de repasse para os serviços – a inflação de alimentos dos últimos 12 meses foi bastante alta, praticamente de mesma magnitude da inflação cheia observada naquele período. Se tomarmos a cesta básica, a magnitude da alta que se observa atualmente é ainda mais pronunciada – ver gráfico 1 abaixo.



Tenho registrado uma série de evidências anedóticas de elevação de preços de serviços na última semana, que vão de lavagem de carro a corte de cabelo, passando por comida fora do domicílio. Em geral, elevações superiores a 10%, e algumas de mais de 20%. Economistas sabem que a utilização de evidências anedóticas deve ser feita com parcimônia, mas que algumas vezes elas são um bom indicador do dado estatístico que será divulgado algumas semanas depois.

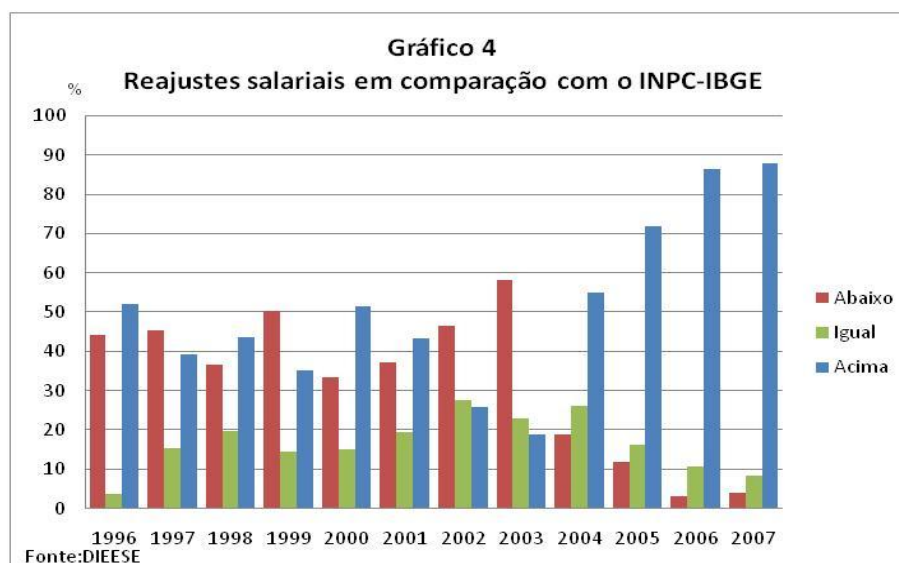
Obviamente, a capacidade de repasse para os preços depende em grande parte do quão aquecido está o nível de atividade. A despeito da pequena desaceleração que se observa na margem, a acomodação se deu em nível muito alto – como se pode depreender do gráfico 2 abaixo – o que torna relativamente fácil o repasse da inflação de bens para os preços dos serviços.



A difusão que acredito ocorrerá de maneira mais forte para os serviços, resultará em inflação acumulada provavelmente superior a 6% no segundo semestre, quando se darão os dissídios das principais categorias, o que nos remete à minha principal preocupação. Pela primeira vez em muitos anos, temos um período de aceleração da inflação em ambiente de mercado de trabalho muito aquecido – o gráfico 3 nos lembra que o aquecimento no mercado de trabalho é o mais intenso em mais de 10 anos.



Desde 2005, os dissídios já vêm resultando, em sua maioria, em reajustes salariais superiores à inflação passada – como mostrado no gráfico 4 – por conta do mercado de trabalho em aquecimento e do salário real em recuperação após as perdas do início da década.



A meu ver dois fatores explicam a absorção de tais aumentos reais sem prejuízo para a trajetória de convergência da inflação para as metas: a crescente concorrência de produtos importados – com aumento de penetração das importações em ambiente de câmbio apreciado – e a aceleração dos ganhos de produtividade – advindos da maior utilização da capacidade instalada e da aceleração do investimento, que resulta em nova capacidade com padrões de produtividade superiores ao estoque de capital pré-existente.

A despeito do ritmo de crescimento das importações seguir forte, as condições para repasse de elevações salariais daqui para frente serão bem menos favoráveis. A possível apreciação adicional do câmbio, se houver, não será nem de longe comparável ao que se viu nos últimos anos. O espaço para maior penetração das importações vai se reduzindo, e o nível de utilização da capacidade já se encontra alto o suficiente para que daí já não se possa esperar melhora significativa da produtividade. Resta a elevação do investimento agregado, que pode e deve seguir desempenhando papel relevante na elevação da produtividade.

É fundamental, portanto, que os dissídios sejam monitorados com muito cuidado. O ideal é que os aumentos salariais não excedam muito a inflação passada. Mais que isso, a tentação da indexação deve ser evitada a todo custo. Aumentos de salários acima da inflação são toleráveis – mesmo em momento de aceleração inflacionária – se resultarem da dinâmica do mercado de trabalho. O que não deve ocorrer é o progressivo estabelecimento de regras de repasse da inflação passada, sob pena de criarmos importante rigidez para a queda da inflação em 2009. O país pagou caro para erradicar a indexação, e não deve deixar que ela ressurgja.

\*Sócio/economista-chefe