



## Inflação

Inflação teve aceleração nos últimos 9 meses e agora está em linha com a meta do Fed

Forte aperto do mercado de trabalho, que deve se acentuar no horizonte previsível, nos sugere que o longo período de inflação excessivamente baixa provavelmente ficou para trás

Fed está corretamente indicando um processo mais célere de normalização da política monetária, gerando aperto das condições financeiras

## EUA: O FIM DE UMA DÉCADA DE INFLAÇÃO MUITO BAIXA?

A inflação nos EUA medida pelo núcleo do deflator dos gastos de consumo (PCE, na sigla em inglês) alcançou 2,0% nos 12 meses terminados em maio, mantendo a trajetória de aceleração que vinha sendo observada desde setembro do ano passado. Considerando-se que o nível mínimo no período recente foi de 1,3% nos 12 meses terminados em agosto de 2017, é possível divisar uma trajetória de alta significativa nos últimos 3 trimestres. É interessante notar ainda que o nível de 2% que ora observamos não apenas é o mais alto dos últimos 6 anos como coincide exatamente com a meta implícita de inflação definida pelo Fed. Desde a eclosão da Grande Recessão, em 2008, temos ao longo dos últimos 116 meses apenas 4 em que a inflação se situou acima da meta de 2%. Será que finalmente está chegando ao fim esse longo período em que a inflação americana se manteve de forma persistente em níveis excessivamente baixos?



### Alexandre Bassoli

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

**Núcleo do deflator dos gastos de consumo  
(variação em 12 meses)**



O processo inflacionário é suscetível a choques que, por sua própria natureza, são imprevisíveis. Por essa razão, nunca será possível afirmar com certeza que a inflação caminhará para níveis superiores a 2% nos próximos anos. Contudo, é possível dizer que a tendência mais provável é de gradual aceleração no horizonte dos próximos 24 meses. A força altista mais importante deriva do fato de que, após 9 anos de contínua expansão, a economia americana dá mostras de ter ocupado os muitos recursos produtivos que se tornaram ociosos durante a recessão. Mais do que isto,



« Os sinais são de que, após uma década, o longo período de inflação indesejavelmente baixa nos EUA esteja ficando para trás. A principal força altista é, sem dúvida, o mercado de trabalho, que já está excepcionalmente apertado e deve evoluir na direção de taxas de desemprego ainda menores no horizonte previsível. Como consequência, a gradual aceleração dos salários dos últimos dois anos tende a se tornar mais visível. Adicionalmente, o mundo tem se tornado menos desinflacionário, significando alguma elevação em preços de commodities e moderação da tendência de valorização do dólar.»

as evidências são de que a economia já está um pouco além do que os economistas costumam caracterizar como uma situação de pleno emprego. Especialmente no que tange ao mercado de trabalho, a taxa de desemprego alcançou em junho 4%. Esse é um nível historicamente baixo e bastante inferior aos 4,5% que o próprio Fed julga ser sustentável sem que, a partir do mercado de trabalho, se gerem pressões altistas sobre a inflação. A ideia é que, mesmo em uma economia muito aquecida, não é possível reduzir o desemprego abaixo de determinados níveis sem gerar desequilíbrios. Isso porque, ainda que haja postos de trabalho em aberto e trabalhadores com as qualificações desejadas disponíveis, problemas informacionais tipicamente fazem com que o encontro entre os dois lados não aconteça instantaneamente. Isso significa que, a cada instante no tempo, haverá trabalhadores desempregados. Além disso é normal que haja em alguns casos uma incompatibilidade entre as qualificações que uma firma busca e aqueles que ela pode encontrar no mercado. Por tudo isso, quando o desemprego cai abaixo de determinados níveis, a escassez de trabalhadores tende a fazer com que os salários exibam uma trajetória de aceleração mais forte do que poderia ser neutralizada através dos ganhos de produtividade. A consequência, nesse caso, é que a dinâmica do mercado de trabalho produziria forças altistas sobre a inflação.

Até aqui, em que pese o fato de o desemprego ter caído a níveis muito baixos por padrões históricos, a dinâmica de salários segue razoavelmente bem-comportada. Porém, no gráfico abaixo vê-se que a variação anual do índice de custo de emprego elevou-se de 1,9% no 1º trimestre de 2016 para 2,9% no 2º trimestre deste ano. Mais do que isso, há razões para supor que essa tendência persista nos próximos 2 anos. Isso porque, em primeiro lugar, a evidência empírica sugere que os salários reagem com alguma defasagem à queda do desemprego. Em segundo lugar, tudo indica que o desemprego vai cair adicionalmente de forma importante no horizonte previsível. De fato, as estimativas de consenso apontam que o PIB neste ano deve ter um crescimento próximo a 2,8%, que é muito superior ao 1,8% que se estima que poderia ser sustentado sem produzir queda adicional do desemprego. Somando-se tudo, acreditamos que a tênue aceleração dos salários observada nos últimos 2 anos deve se tornar mais evidente à frente, e essa deve ser uma força altista importante sobre a inflação.

**Índice de custo do trabalho  
(variação em 12 meses)**





Em adição à dinâmica da economia doméstica, os sinais são de que, da ótica americana, o mundo tem se tornado menos desinflacionário. Após um período de queda das commodities entre meados de 2011 e o início de 2016, nos últimos dois anos de modo geral há uma tendência de recuperação. O principal destaque no período recente são os preços de petróleo, que acumulam alta de 61% nos últimos 12 meses. Os efeitos diretos dos preços de petróleo são excluídos da medida de núcleo que serve de referência para o Fed, mas há algum efeito indireto sobre outros preços.

Além disto, o fato de a Europa avançar em seu processo de recuperação cíclica, ainda que de forma mais lenta e em estágio anterior aos EUA, contribui para conter a valorização do dólar. Isso porque o BCE (Banco Central Europeu) tem indicado que deve parar de comprar ativos no fim deste ano e provavelmente começará a elevar a taxa básica de juros em 2019. Isso contrasta com a situação de anos anteriores em que, enquanto o Fed indicava os primeiros passos de normalização da política monetária, o BCE implementava medidas adicionais de estímulo. Por consequência, o aumento do diferencial dos juros entre os EUA e outras economias produzia forte valorização do dólar, o que atuava como uma força de contenção sobre as pressões inflacionárias. Nos últimos 12 meses observa-se uma certa estabilização da taxa de câmbio, o que reforça o quadro de inflação mais firme.

Em resumo, os sinais são de que, após uma década, o longo período de inflação indesejavelmente baixa nos EUA esteja ficando para trás. A principal força altista é, sem dúvida, o mercado de trabalho, que já está excepcionalmente apertado e deve evoluir na direção de taxas de desemprego ainda menores no horizonte previsível. Como consequência, a gradual aceleração dos salários dos últimos dois anos tende a se tornar mais visível. Adicionalmente, o mundo tem se tornado menos desinflacionário, significando alguma elevação em preços de commodities e moderação da tendência de valorização do dólar.

Somando-se tudo, é compreensível que o Fed tenha se movido nos últimos trimestres para indicar uma trajetória mais célere de normalização da política monetária. Após uma alta apenas por ano em 2015 e 2016, o Fed promoveu no ano passado 3 altas e adicionalmente começou a reduzir o estoque de títulos de mais US\$ 4 trilhões que adquiriu nos programas de afrouxamento quantitativo. Nossa expectativa é de que, após duas altas no 1º semestre deste ano, sejam implementadas mais duas neste 2º semestre, possivelmente seguidas de outras 4 elevações de 0,25 pp em 2019. Isso levaria a taxa básica de juros a 3,5%, um pouco acima do nível neutro, estimado pelo Fed em 2,9%. O período de condições monetárias excepcionalmente acomodáticas no mundo está gradualmente sendo superado. Para o Brasil, isso significa condições financeiras mais apertadas e maior escrutínio dos investidores em relação aos fundamentos de economias emergentes. Isto torna ainda mais importante a capacidade e disposição do novo presidente, a ser eleito em outubro, de avançar em um ambicioso programa de reformas fiscais.

—

**Alexandre Bassoli**

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