

DEPOIS DA TEMPESTADE VEM A CALMARIA INFLAÇÃO

O crescimento da economia mundial deverá atingir 5,6% em 2021 – o maior avanço pós-recessão em 80 anos. Para 2022, a persistência maior que a esperada dos choques de oferta e da inflação deslocarão a economia mundial para um ritmo de crescimento mais lento, de 4,5%. Porém, esse cenário de mais inflação e menos crescimento tem sinalizado a antecipação de um aperto simultâneo dos juros globais, desfavorável para emergentes.

No início de 2021, tínhamos como pano de fundo um cenário internacional favorável, mas com desconfiças. Havia um excesso de liquidez nos mercados globais decorrente das condições financeiras muito frouxas, dos baixos níveis das taxas juros e dos estímulos fiscais que sustentavam a reabertura. De fato, se esperava, com alguma probabilidade, que o PIB em muitas economias superaria os níveis anteriores à pandemia somente no final de 2021. Além disso, se projetava para meados de 2021 o reestabelecimento da oferta, a correção ou estabilização dos preços internacionais e uma trégua definitiva dos problemas nas cadeias de abastecimento e na aceleração da inflação. A perspectiva de crescimento global era modesta no início do ano, de 5,2%, calcada na reabertura do mundo avançado, que estava à frente no desenvolvimento das vacinas. Mas, como sabemos, a história não foi exatamente assim.

Com a chegada mais rápida da vacina, a mobilidade se fortaleceu, e os bons e surpreendentes números de PIB nos dois primeiros trimestres desse ano provocaram uma série de revisões otimistas nas projeções macroeconômicas globais. A esperança de uma retomada em “V” no mundo parecia se materializar. A elevação das expectativas, naquele momento, foi uma etapa marcante do cenário econômico, ao iniciar um processo de transição que foi reduzindo o peso da pandemia como principal determinante direto da atividade. Embora o risco do aparecimento de uma nova variante do vírus que seja mais transmissível ou que diminua a eficácia das vacinas permanecesse em algumas regiões do mundo, inclusive até presente momento, o processo de reabertura e normalização econômica tem seguido seu curso, mesmo que em um ritmo menos intenso do que o esperado.

As sequelas da pandemia, no entanto, não só continuaram sendo sentidas, mas têm se mostrado mais persistentes do que se imaginava durante todo o ano de 2021. As cadeias de suprimento de importantes insumos industriais continuam sob estresse, dificultando a recomposição de estoques e gerando escassez de oferta em alguns setores. Os sistemas de logística têm dificuldade de se ajustar a esse ambiente, que sofrem, de um lado, com os preços dos combustíveis, e de outro, com o encarecimento dos fretes e ampliação dos prazos de entregas. E o descompasso entre a recuperação da demanda e a capacidade de reação da oferta em diversos segmentos, no contexto da reabertura, tem gerado focos inflacionários relevantes, mesmo que provavelmente transitórios em algumas economias, mas persistentes em outras. Uma grande característica desses eventos é que, assim como os impactos da pandemia sobre as economias, as sequelas também têm sido desequilibradas.

O resultado disso tem sido a manutenção das pressões globais sobre custos e o aumento da incerteza sobre o cenário de crescimento nesse ano e nos próximos. E esses choques têm sido amplificados por fatores não associados à pandemia. Alguns têm implicações globais e provavelmente serão persistentes, como o aumento de investimentos em infraestrutura de energia “limpa” e as mudanças estruturais relevantes na política econômica da China, por exemplo. Outros têm implicações globais, mas devem ser passageiras, como a falta de chuvas em importantes

regiões produtoras de alimentos. Por fim, alguns são particulares, como os riscos inflacionários associados à política fiscal em diversas economias emergentes.

Há também indícios cada vez mais fortes de que a recuperação econômica será bem diferente da década após a crise financeira de 2008. No ciclo atual, ao menos nas economias desenvolvidas, há escassez de oferta de trabalhadores e não vagas de emprego. Pode ser que parte disso seja explicado pela desarmonia entre as atribuições demandadas e as qualificações disponíveis, mas ao contrário da década passada, as condições iniciais da retomada pós-crise começam com pressões salariais. Outra diferença é que as economias não passam por um ciclo de depressão financeira. Os dados indicam que houve acúmulo líquido de poupança tanto pelas famílias como pelas empresas. O maior endividamento foi focado nos governos e, até o momento, não há sinais, na maioria dos países, em iniciar um processo de austeridade. Esses aspectos da crise atual sugerem riscos maiores de inflação do que no último ciclo.

O desconforto com as pressões inflacionárias é ampliado pela perda recente de dinamismo da economia global. Não há estagflação – afinal, o crescimento global deve atingir 5,6% e 4,5% em 2021 e 2022, respectivamente. Sem dúvidas, há uma desaceleração em curso, mas ela se dá de um nível extremamente forte para um nível moderado. Mas a transição da fase de reabertura e forte crescimento para a atual de acomodação ainda não parece ter trazido alívio para a inflação, aumentando a incerteza quanto os rumos da economia global. O quadro atual implica em desafios importantes para a condução da política monetária. Diversos bancos centrais emergentes já iniciaram ciclos de alta de juro e, nos últimos meses, alguns BCs dentre os desenvolvidos já começaram o processo de retirada de estímulos. Com aumento da inflação e fundamentos fiscais e de risco-país fragilizados, os elementos dessa história podem escrever um cenário desafiador para emergentes frente ao aperto das condições financeiras nas economias avançadas.

Aps o auge do crescimento, há uma normalização da política econômica global em curso

Ao longo dos últimos meses, as surpresas altistas com a inflação têm crescido, ao mesmo tempo em que o desempenho da atividade continua frustrando, na grande maioria dos países. Como vemos no Gráfico 1.1, após intensa aceleração na primeira metade do ano, a atividade econômica global apresentou desaceleração a partir de meados do segundo trimestre. A produção industrial global teve queda mais acentuada, puxada pelas restrições nas cadeias de manufatura, enquanto os serviços, que vem se recuperando, apresentaram queda menor.

Tabela 1.1. Crescimento Mundial

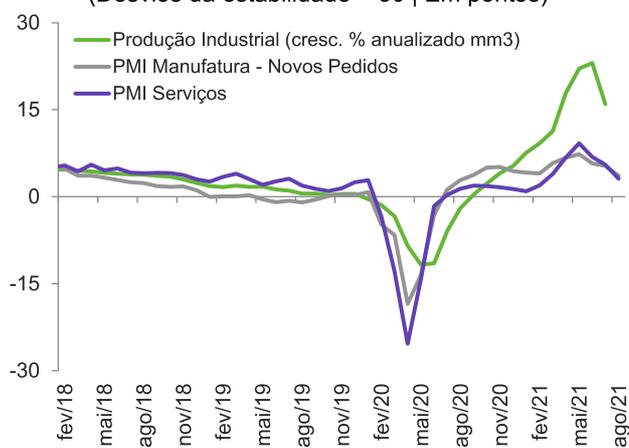
(Realizado e Expectativas | Var. % anual)

	Realizado		Projeções	
	2019	2020	2021	2022
PIB mundial	2,8	-3,2	5,6	4,5
Avançados	1,6	-4,6	5,9	4,7
Estados Unidos	2,2	-3,5	5,6	3,7
Área do Euro	1,3	-6,5	5,2	4,3
Japão	0,0	-4,7	1,8	3,4
Reino Unido	1,4	-9,8	6,9	4,7
Emergentes	3,7	-2,1	6,4	5,1
China	6,0	2,3	8,1	5,1
Índia	4,0	-7,3	6,2	10,7
Rússia	2,0	-3,0	4,3	2,7
Brasil*	1,2	-3,9	4,6	1,0
México	-0,2	-8,3	5,9	3,3
África do Sul	0,2	-7,0	5,2	1,9

Fonte: OCDE. FMI. * Projeções FIERGS/UEE. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.1. Índices de Atividade Mundial

(Desvios da estabilidade = 50 | Em pontos)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

Incorporando os resultados disponíveis até o terceiro trimestre deste ano na Tabela 1.1, as expectativas para o PIB são otimistas, mas com os riscos recentes elas tendem a ser ajustadas para baixo. Na Zona do Euro, espera-se um crescimento de 5,2% em 2021, seguido de alta de 4,3% em 2022. Na China, o PIB deve crescer 8,1% em 2021, após ser a única economia a crescer em 2020 (2,3%). No entanto, no último trimestre a economia já colheu os frutos da desaceleração, resultando em uma perspectiva de acomodação (relativa) no próximo ano, de 5,1%. Os Estados Unidos, por sua vez, seguem tração pujante, puxada pelo consumo das famílias e investimentos, com expectativas de avanços de 5,6% nesse ano e 3,7% no próximo. Recentemente, os dados do terceiro trimestre confirmaram a dificuldade da economia americana, e as dúvidas sobre o caráter transitório ou não da inflação tem movimentado as expectativas para 2022.

O fato é que a economia global ainda não retornou ao padrão pré-pandemia em muitos aspectos, sendo que muitas dessas restrições não são explicadas exclusivamente por questões relacionadas à pandemia. Esse descompasso segue acentuado pelos diversos choques de oferta com que ainda nos deparamos. É plausível esperar um reequilíbrio, com o reestabelecimento das cadeias globais e um arrefecimento da demanda de bens, seja pela migração para serviços, seja pela própria desaceleração em curso das economias. No entanto, ao mesmo tempo que isso parece que não se resolverá no curto prazo, segmentos importantes da indústria vêm sofrendo perdas de produção e deixando de gerar empregos em um momento crítico para a economia mundial, como no caso da produção de veículos (Gráfico 1.2).

Gráfico 1.2. Produção Mensal de Veículos

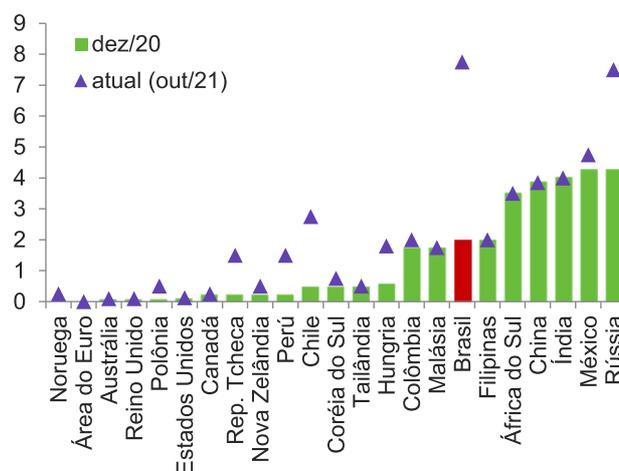
(Principais mercados* | Em milhões, com ajuste sazonal)



Fonte: Banco Mundial. Elaboração: FIERGS/UEE.
*China, Japão, Alemanha e Estados Unidos.

Gráfico 1.3. Taxas de Juros Globais

(Taxas básicas definidas pelos BCs | Em % a.a.)



Fonte: Banco Internacional de Compensações Financeiras (BIS).
Elaboração: FIERGS/UEE.

Mesmo assim com a economia desacelerando, isso ainda deve levar algum tempo e, nessas condições, o papel da política monetária será manter as expectativas ancoradas e evitar choques de segunda ordem, que podem ser agravados por condições domésticas idiossincráticas, como a depreciação cambial ou a credibilidade dos BCs, especialmente entre os emergentes. Em resposta a esse descompasso, e ao espalhamento da inflação a níveis globais, o ajuste da política monetária tem se intensificado, tanto com o aumento do número de bancos centrais elevando os juros, quanto com a aceleração do ritmo de elevação.

Preços internacionais: o fim do fim da inflação

A inflação seguiu desfavorável em 2021 e merece mais atenção (Tabela 1.2). Parte importante da inflação global se deve a questões “transitórias”. Mas o fato é que esses choques têm se mostrado mais persistentes do que esperávamos trimestres atrás. A falta de semicondutores e de diversas *commodities*, por exemplo, ainda não foi reestabelecida e, em alguns casos, o descompasso não é decorrente unicamente da pandemia, que acabou comprometendo a produção e deslocou a demanda de serviços para bens. O resultado disso tem sido a manutenção do cenário das pressões globais sobre custos e a consequente aceleração generalizada e persistente da inflação entre as economias.

Tabela 1.2. Mapa de Calor da Inflação global

(Var. % acumulada em 12 meses | Realizado e Projeções)

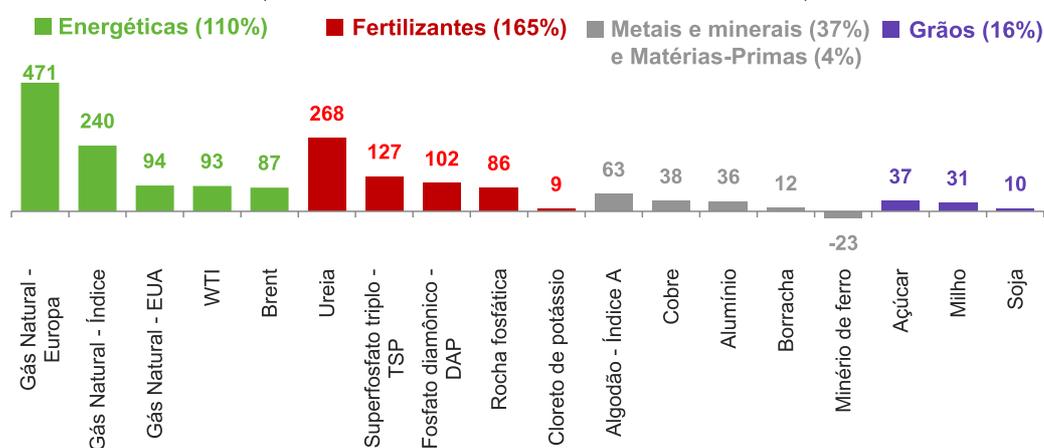
		nov/20	dez/20	jan/21	fev/21	mar/21	abr/21	mai/21	jun/21	jul/21	ago/21	set/21	out/21	2021*	2022*
Europa Ocidental	Zona do Euro	-0,30	-0,30	0,90	0,90	1,30	1,60	2,00	1,90	2,20	3,00	3,40	4,10	4,01	1,82
	Espanha	-0,80	-0,50	0,50	0,00	1,30	2,20	2,70	2,70	2,90	3,30	4,00	5,50	5,34	1,36
	França	0,20	0,00	0,60	0,60	1,10	1,20	1,40	1,50	1,20	1,90	2,20	2,60	3,35	1,39
	Alemanha	-0,30	-0,30	1,00	1,30	1,70	2,00	2,50	2,30	3,80	3,90	4,10	4,50	4,84	2,33
Nórdicos	Itália	-0,20	-0,20	0,40	0,60	0,80	1,10	1,30	1,30	1,90	2,00	2,50	2,90	3,07	1,65
	Dinamarca	0,50	0,50	0,60	0,60	1,00	1,50	1,70	1,70	1,60	1,80	2,20	3,00	2,97	1,93
	Noruega	0,70	1,40	2,50	3,30	3,10	3,00	2,70	2,90	3,00	3,40	4,10	3,50	4,26	1,05
Europa Central	Suécia	0,20	0,50	1,60	1,40	1,70	2,20	1,80	1,30	1,40	2,10	2,50	2,50	2,84	2,16
	Hungria	2,70	2,70	2,70	3,10	3,70	5,10	5,10	5,30	4,60	4,90	5,50	6,50	6,50	5,20
	Polónia	3,00	2,40	2,60	2,40	3,20	4,30	4,70	4,40	5,00	5,50	5,90	6,80	6,68	5,30
Europa Emergentes	República Tcheca	2,70	2,30	2,20	2,10	2,30	3,10	2,90	2,80	3,40	4,10	4,90	5,80	5,80	4,41
	Turquia	14,03	14,60	14,97	15,61	16,19	17,14	16,59	17,53	18,95	19,25	19,58	19,89	25,00	10,80
Ásia	Rússia	4,46	4,88	5,19	5,67	5,80	5,48	6,00	6,47	6,46	6,66	7,42	8,13	8,30	4,80
	China	-0,50	0,20	-0,30	-0,20	0,40	0,90	1,30	1,10	1,00	0,80	0,70	1,50	1,42	2,17
	Coreia do Sul	0,60	0,50	0,60	1,10	1,50	2,30	2,60	2,40	2,60	2,60	2,50	3,20	3,25	1,46
	Indonésia	1,59	1,68	1,55	1,38	1,37	1,42	1,68	1,33	1,52	1,59	1,60	1,66	1,90	3,40
Américas	Brasil	4,31	4,52	4,56	5,20	6,10	6,76	8,06	8,35	8,99	9,68	10,25	10,67	10,12	5,80
	Chile	2,70	3,00	3,10	2,80	2,90	3,30	3,60	3,80	4,50	4,80	5,30	6,00	5,85	4,09
	Colômbia	1,49	1,61	1,60	1,56	1,51	1,95	3,30	3,63	3,97	4,44	4,51	4,58	5,11	3,75
	México	3,33	3,15	3,54	3,76	4,67	6,08	5,89	5,88	5,81	5,59	6,00	6,24	6,51	3,48
	EUA	1,20	1,40	1,40	1,70	2,60	4,20	5,00	5,40	5,40	5,30	5,40	6,20	6,42	3,15

Fonte: OCDE. * Projeções para o acumulado do ano. Elaboração: FIERGS/UEE.

Analisando as razões dessa escalada dos custos globais de produção e consequente inflação, observa-se que um fenômeno comum em resposta aos diversos eventos de origens distintas tem sido a imediata oscilação nos preços internacionais das *commodities*. O Gráfico 1.4 mostra essas variações no mercado internacional para diferentes insumos e matérias-primas.

Gráfico 1.4. Inflação de Commodities

(Var. % acumulada em 12 meses até novembro/21)

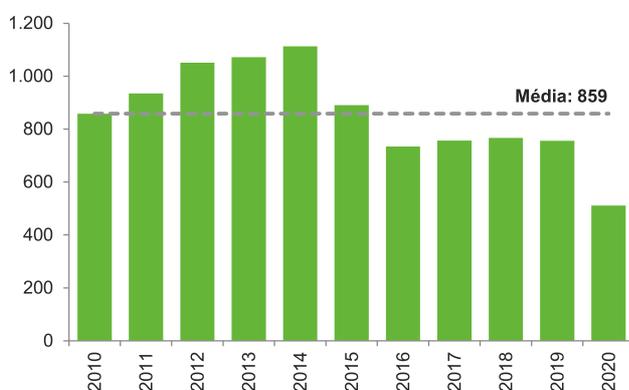


Fonte: Banco Mundial. Elaboração: FIERGS/UEE.

Em 2021, alguns desses preços subiram ou ultrapassaram níveis jamais vistos desde o pico de 2011. Por exemplo, os preços do gás natural e do carvão atingiram níveis recordes em meio a restrições de oferta e recuperação da demanda por eletricidade, embora devam sofrer um declínio em 2022 com a redução da demanda e o aumento da oferta. No entanto, como consequência natural de interrupções nas cadeias, os maiores preços de energia estão impactando a produção de outras *commodities*, como as agrícolas e metálicas, e representam um risco de alta para as projeções dos preços internacionais.

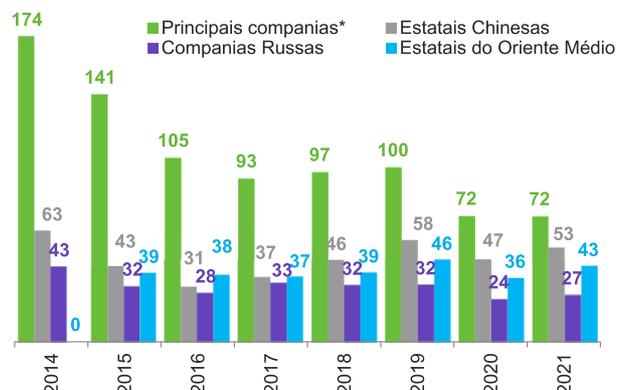
A origem do choque de energia mais recente, também pode ser explicada, principalmente, por alterações nas matrizes energéticas, contratos de longo prazo e por queda da produção do insumo em regiões estratégicas. Nos Gráfico 1.5 e 1.6 abaixo, vemos que, desde 2015, existe uma tendência de desinvestimento estrutural em oferta de petróleo e gás no mundo, liderado pelas principais companhias.

Gráfico 1.5. Investimento estrutural mundial em oferta de petróleo e gás
(Em bilhões US\$ a preços de 2019)



Fonte: U.S. Energy Information Administration (EIA).
Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.6. Investimentos em oferta de petróleo e gás por tipos de companhia
(Em bilhões US\$ a preços de 2019)



Fonte: IEA World Energy Outlook. Elaboração: FIERGS/UEE.
* Principais companhias: Royal Dutch Shell, BP, Eni, ExxonMobil, Chevron, Total, e Conoco Phillips.

De maneira geral, podemos resumir o cenário energético através de quatro principais vetores que nos parecem explicar a dinâmica do comportamento de preços e estoques de energia no momento: (i) Redução estrutural de investimentos em combustíveis fósseis (Gráficos 1.5 e 1.6), fazendo com que cartéis como a OPEP ou países como a Rússia tenham ganhado barganha na produção dessas *commodities*; (ii) Retorno da demanda com aumento da mobilidade; (iii) Problemas geopolíticos que têm levado a limitação de oferta dessas *commodities*, seja a relação entre a China e a Austrália no carvão ou entre a Europa e a Rússia no gás natural; (iv) Problemas nas matrizes de geração de eletricidade: seja por questões climáticas no Brasil, na China e na Europa, ou por maior demanda por gás natural em virtude da transição energética visando a redução de emissões de gás carbônico.

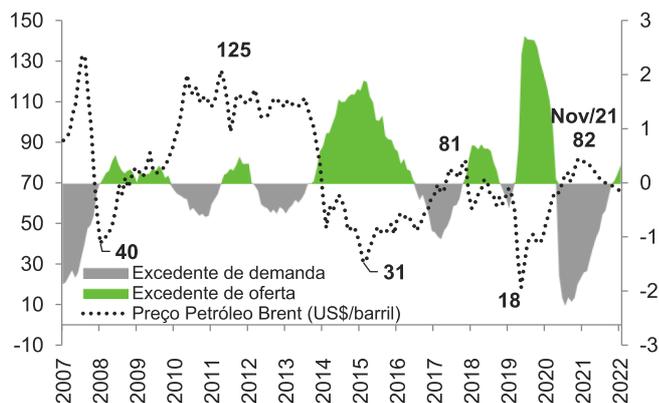
A verdade é que cada um desses fatores tem contribuído de forma distinta para o aumento de preços que estamos observando no momento. Parte desses problemas são simplesmente circunstanciais e devem se reverter no futuro, como a falta de precipitação no Brasil. Entretanto, restrições como a falta estrutural de investimentos em combustíveis fósseis, tensões geopolíticas e a intermitência das fontes renováveis devem persistir pelos próximos anos, trazendo vulnerabilidade para o sistema energético em escala mundial e atuando na formação de preços.

Atualmente, espera-se que os preços do barril de petróleo bruto (uma média de Brent, WTI e Dubai) atinjam a média de US\$ 70 em 2021, um aumento de 65% (ante média de US\$ 42,3 em

2020). A estimativa é que o preço médio do barril de petróleo chegue a US\$ 75 ao final de 2022, conforme a demanda aumenta e atinge níveis pré-pandemia (Gráfico 1.7). O uso de petróleo bruto como substituto do gás natural apresenta um grande risco de alta para as perspectivas de demanda, embora os preços mais altos possam começar a pesar no crescimento global.

Gráfico 1.7. Dinâmica Global de Petróleo

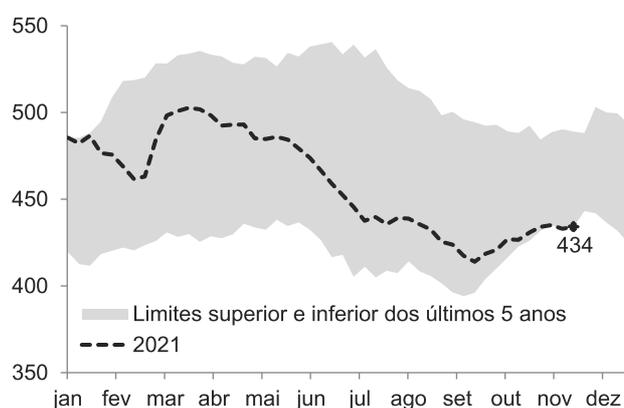
(Preços | Var. acum. 12m de estoques em milhões de barris/dia)



Fonte: U.S. Energy Information Administration (EIA).
Nota: Projeções EIA após nov/21.
Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.8. Estoques de petróleo EUA

(Em milhões de barris)



Fonte: U.S. Energy Information Administration (EIA).
Elaboração: FIERGS/UEE.

Como consequência desses choques de oferta de energia nas cadeias globais, a falta de combustíveis se tornou um fator limitante de crescimento em geografias como a China e a Europa. Até mesmo nos Estados Unidos, na qual a produção de xisto e petróleo foram reduzidas nesse ano, os estoques estão nos limites inferiores dos últimos 5 anos (Gráfico 1.8). Nessas geografias, os respectivos governos já adotam medidas de restrição de capacidade da indústria e do consumo como meios de destruição de demanda para acomodar a falta de oferta. Nos Estados Unidos, já se inicia a mobilização de reservas estratégicas de petróleo para aliviar os preços dos combustíveis no país, frente a alta da inflação desse item em 42%. Muito se fala no momento da possibilidade de estímulos na China para contrabalancear a desaceleração no setor imobiliário, mas questionamos a eficácia dessas medidas em um ambiente que, no nível de atividade atual, já apresenta limitações na geração de energia.

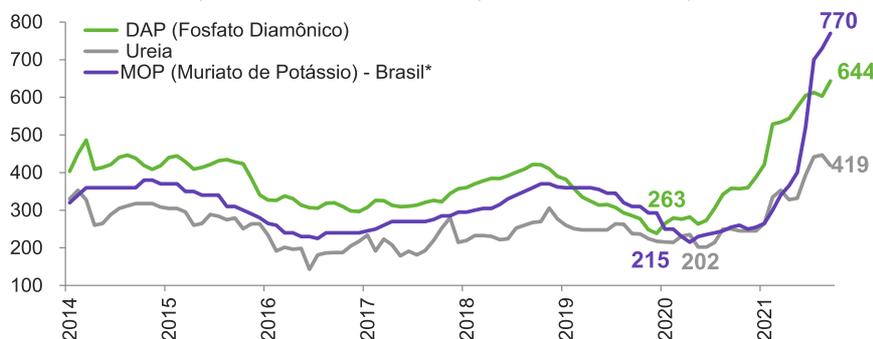
Essas restrições se tornaram necessárias uma vez que o custo do gás natural chegou a subir sete vezes na Europa e o custo do carvão triplicou na China. As restrições sendo impostas começaram a afetar partes da cadeia de produção que não esperávamos: como a oferta de magnésio, produzido na China, para a produção de aço no mundo. A produção de alguns metais, como o alumínio e o zinco, também foi reduzida devido aos altos custos de energia. Com a desaceleração do crescimento global e a solução das interrupções no fornecimento, a previsão é que os preços dos metais tenham queda de 5% em 2022, após um aumento estimado de 40% em 2021.

E isso também importa para o quadro de grãos e fertilizantes, que consequentemente impactam a produção de alimentos e o seu preço. Após um aumento projetado de 20% em 2021, os preços dos grãos devem cair de forma modesta ou se manterão estáveis em 2022 com a melhora nas condições de abastecimento (oferta de grãos com aumento da área plantada) e a estabilização dos preços da energia. No entanto, um risco altista nesse cenário é a escassez global de fertilizantes, devido à escalada global dos preços do carvão e do gás natural, que são

matérias-primas dos mesmos. Como podemos ver no Gráfico 1.9, os preços desses insumos importados triplicaram neste ano.

Gráfico 1.9. Cotações Internacionais de Fertilizantes Importados pelo Brasil

(Preços de contratos *spot* | Em US\$/Tonelada)



Fonte: Banco Mundial. *Cotação Brasil. Elaboração: FIERGS/UJEE.

Em nossa opinião, o tema da crise energética global deve continuar em nossos cenários e passar por sucessivas ondas nos próximos anos, permanecendo um importante fator para a formação dos preços no mercado internacional por sua influência política e econômica. De forma mais ampla, os eventos deste ano destacaram como as mudanças nos padrões de produção devido às mudanças climáticas representam um risco crescente para os mercados de energia, afetando tanto a oferta quanto a demanda.

Por fim, se observa que as perspectivas para os preços internacionais em 2022 estão sujeitas a riscos substanciais – incluindo condições climáticas desfavoráveis, recuperação desigual da Covid-19, ameaça de mais surtos, interrupções na cadeia de suprimentos (principalmente na navegação) e políticas ambientais. Além disso, os preços mais altos dos alimentos, junto com o recente aumento nos custos de energia, estão elevando a inflação dos preços dos alimentos no mundo e aumentando as preocupações com a segurança alimentar em várias economias em desenvolvimento.

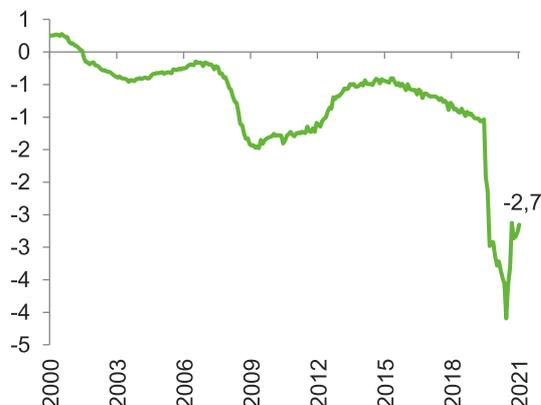
Em resumo, considerando os fundamentos apresentados, reforçamos que as atenções em 2022 continuarão voltadas para a inflação global. Esperamos alívio dos índices de preço ao longo do próximo ano, como resposta do rebalanceamento entre oferta e demanda em diversos segmentos e refletindo a normalização, o aperto da política monetária e o menor impulso fiscal. As assimetrias, no entanto, são altistas diante dos choques mais persistentes das *commodities* e do fechamento do hiato em muitos países. Monitorar a evolução do mercado de trabalho e, naturalmente, dos salários, será tão importante quanto acompanhar o endereçamento de tantos gargalos.

Termômetro das economias centrais: Estados Unidos quente, Europa morno, China frio

Nos Estados Unidos, o dilema da política econômica tem oscilado para ambos os lados. Mesmo com alta relevante nos salários, aluguéis e núcleos da inflação, a contra argumentação do Federal Reserve tem sido a narrativa transitória da inflação baseada nos choques de energia e nos gargalos da indústria. Sem dúvidas, a economia americana tem sentido os efeitos dos choques globais de oferta, mas todos os sinais indicam que um sobreaquecimento da demanda calcada no aumento da poupança das famílias e dos investimentos tem sustentado essas pressões. Mas é importante se ter em perspectiva que isso era de certa forma esperado. Se

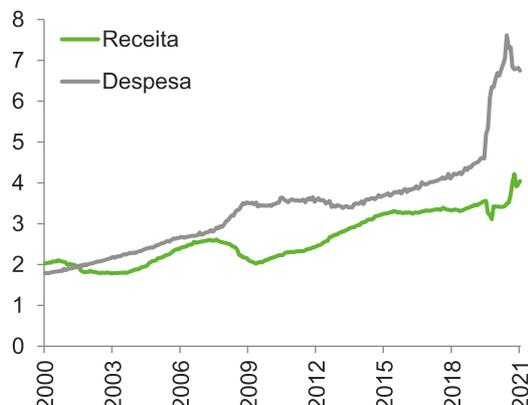
considerarmos o “trauma” de 2008, a resposta americana à pandemia foi uma injeção estímulos sem precedentes e consequente aumento do *déficit* público (Gráfico 1.10).

Gráfico 1.10. Déficit Público – EUA
(Acum. em 12 meses até out/21 | Em US\$ trilhões)



Fonte: Federal Reserve. Elaboração: FIERGS/UEE.

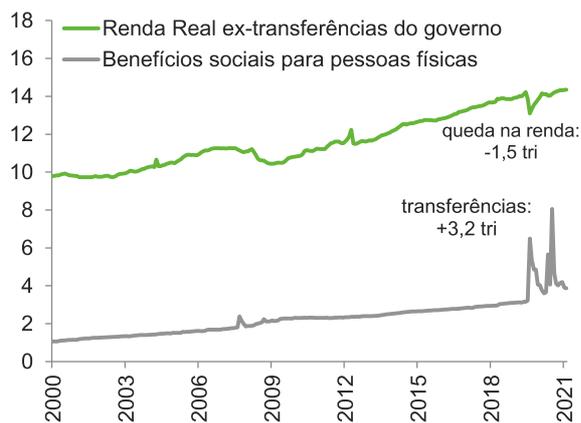
Gráfico 1.11. Receitas e Despesas – EUA
(Acum. em 12 meses até out/21 | Em US\$ trilhões)



Fonte: Federal Reserve. Elaboração: FIERGS/UEE.

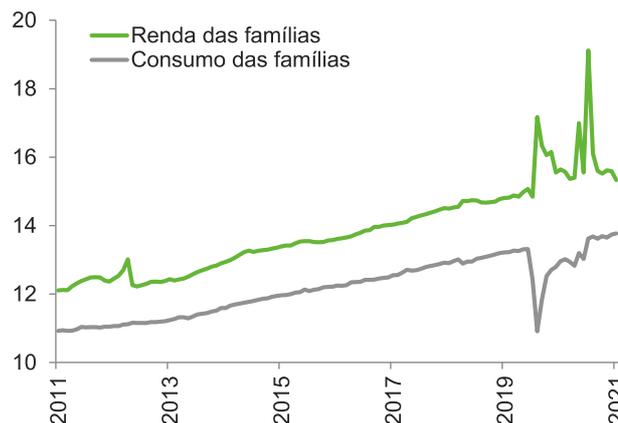
No entanto, vemos que o tamanho da recessão foi pequeno quando olhamos para o comportamento das receitas do Governo, em comparação com as despesas (Gráfico 1.11). Assim, esse aumento do endividamento se deu através das transferências para as famílias, em torno de US\$ 3,2 trilhões, que mais do que compensou a perda de renda, de US\$ 1,5 trilhões, desencadeando a elevação da poupança no país, como mostram os Gráficos 1.12 e 1.13. Como resultado, a expectativa é de que teremos uma demanda sobreaquecida nos EUA, pelo menos, nos próximos dois anos.

Gráfico 1.12. Renda real e benefícios sociais
(Estados Unidos | Em US\$ trilhões)



Fonte: Federal Reserve. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.13. Renda e Consumo Reais
(Estados Unidos | Em US\$ trilhões)

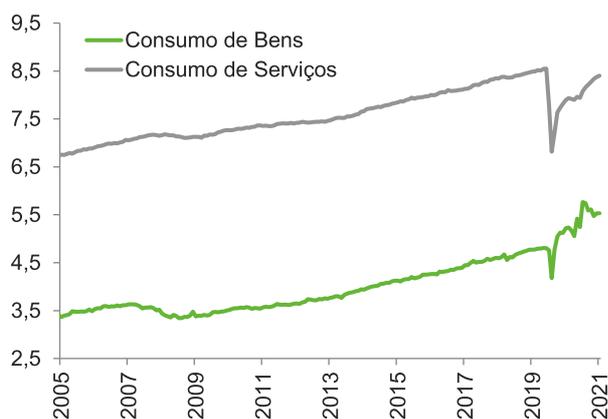


Fonte: Federal Reserve. Elaboração: FIERGS/UEE.

Esse superaquecimento da demanda na economia americana tem ancorado as expectativas de crescimento para 2021, em torno de 5,6%, bem acima de seu potencial. Além disso, esse crescimento muito forte no ano tem gerado, por exemplo, vendas no varejo e demanda por bens muito acima das tendências históricas. Até setembro, conforme ilustrado no Gráfico 1.14, a despesa de consumo de serviços permaneceu 2,7% abaixo no nível pré-pandemia, enquanto o consumo de bens avançou 17,9% em comparação com 2019.

Parte desses efeitos podem ser observados na inflação de bens, por exemplo carros usados e gasolina (Tabela 1.3). Entretanto, e ainda mais importante, essa demanda sobreaquecida está começando a gerar efeitos subjacentes em salários, serviços e no mercado imobiliário. Assim, apesar da demanda permanecer robusta, as restrições pelo lado da oferta implicam em riscos baixistas para o crescimento, sem que isso produza alívio nas pressões inflacionárias.

Gráfico 1.14. Consumo de Bens e Serviços
(Estados Unidos | Em US\$ trilhões)



Fonte: Federal Reserve. Elaboração: FIERGS/UEE.

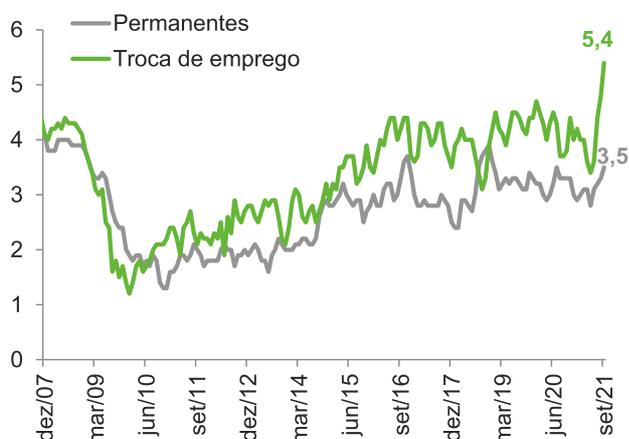
Tabela 1.3 Fundamentos do CPI – EUA
(Consumer Price Index | Dados até set/21)

	Var. % a/a	Peso	Incidência no CPI
Efeito reabertura			
Alimentação fora do dom.	4,70	6,25	0,29
Gasolina	42,10	3,83	1,61
Veículos novos	8,70	3,81	0,33
Veículos usados	24,40	3,43	0,84
Vestuário	3,40	2,69	0,09
Hospedagem	17,50	1,05	0,18
Choque de oferta/Efeito da reabertura			
Utilities	20,60	0,76	0,16
Eletricidade	5,20	2,47	0,13
Móveis e supr. doméstico	4,80	3,73	0,18
Frete	4,40	5,09	0,22
Materiais esportivos	7,50	0,61	0,05
CPI "transitório"			4,08
CPI oficial			5,40
Componente transitório			75,56

Fonte: Federal Reserve. Elaboração: FIERGS/UEE.

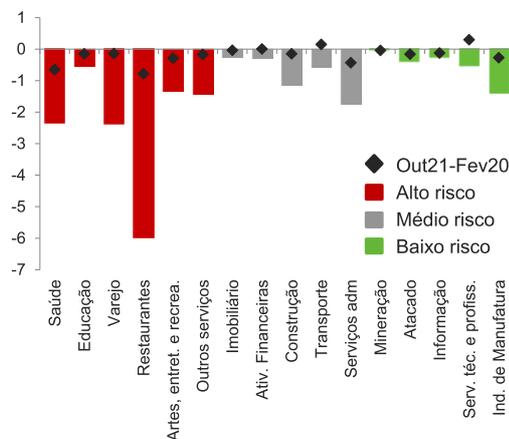
A escassez de oferta no mercado de trabalho é outro tema que tem pressionado a demanda por mão de obra. A dificuldade no preenchimento de vagas abertas para atender ao aumento da demanda associado à reabertura se tornou recorrente, onde existem obstáculos na força de trabalho que pressionam os salários ou impedem o aumento da participação. Isso porque, no caso dos salários, os trabalhadores descobriram os benefícios do trabalho remoto e da mobilidade com a tecnologia. Para os mais qualificados, isso certamente implica na economia de tempo diário, além da habilidade de migrar para outras áreas, para regiões de baixo custo ou melhor qualidade de vida. Esse efeito tem produzido uma alta relevante nos salários, principalmente aqueles caracterizados por mudança de emprego (Gráfico 1.15).

Gráfico 1.15. Inflação de Salários – EUA
(Var. % acumulada em 12 meses)



Fonte: Federal Reserve Bank of Atlanta. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.16. Empregos perdidos – EUA
(Por setor, entre fev/20 e abr/20 | Em milhões)



Fonte: U.S. Department of Labor. Elaboração: FIERGS/UEE.

Por outro lado, a força de trabalho tem se estagnado próximo a 61,8% (Gráfico 1.17). Isso porque os postos de trabalho a serem recuperados em relação à pré-crise se encontram principalmente no setor de lazer e hospitalidade, enquanto a força de trabalho que falta retornar se encontra, principalmente, na faixa etária acima de 55 anos¹: uma faixa que normalmente não busca empregos em áreas como restaurantes, educação, varejo, hotéis e eventos (Gráfico 1.16).

Dessa maneira, a consequência desse processo deve ser uma maior inflação salarial em 2022, uma vez que um número recorde de 10 milhões de posições abertas no mercado de trabalho terão que ser preenchidas por um grupo limitado de indivíduos. Esse efeito já pode ser visto tanto na elevação no salário-mínimo pago por empresas como Amazon e Walmart, quanto nas pesquisas de intenção de aumento salarial de pequenas empresas nos Estados Unidos.

Do ponto de vista da política monetária americana, a combinação de demanda sobreaquecida com limitações na oferta de trabalho é, em nossa visão, um dos piores cenários a serem enfrentados. Efeitos inflacionários em preços de bens tendem a média, uma vez que o preço mais elevado gera queda na demanda agregada. Entretanto, aumentos salariais tendem a agir de outra maneira: mantendo impulso nos preços por aumento da demanda e novas pressões por aumentos salariais, criando um círculo vicioso.

Gráfico 1.17. Taxa de participação – EUA

(Mercado de trabalho | em %)



Fonte: Federal Reserve. Elaboração: FIERGS/UJEE.

Gráfico 1.18. Nível de Emprego – EUA

(Em milhões de trabalhadores)



Fonte: Federal Reserve. Elaboração: FIERGS/UJEE.

Não nos parece, portanto, coincidência que o Federal Reserve em sua mais recente reunião tenha mostrado maior determinação em acelerar o término do processo de no ritmo de compras de ativos (*tapering*) para a março do próximo ano, deixando a janela aberta para possíveis aumentos das taxas de juros já no primeiro trimestre de 2022. A metade dos membros do comitê já se mostra favorável a aumentos no próximo ano. De forma geral, consideramos que uma antecipação em juros nos Estados Unidos se mostra adequada e mais provável para esse cenário de uma inflação mais resiliente que o esperado. Em uma economia na qual o PIB já se encontra bem acima do patamar pré-crise e o mercado de trabalho se encontra aquecido, nos parece razoável que as taxas de juros também comecem a convergir para os níveis anteriores.

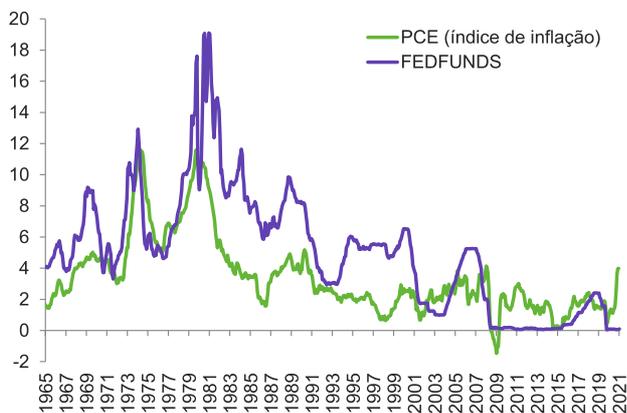
O que muda, no entanto, é que uma vez iniciado a redução de compra de ativos, o Fed também ganha um novo e poderoso instrumento: a comunicação. Ao menos nos próximos meses, o Fed sancionará ou não as expectativas quanto ao *timing* e à velocidade do eventual ciclo de alta de juro acelerando, ou não, o *tapering*. Isso importará muito mais do que discursos de diretores ou

¹ A pandemia também fez com que diversas pessoas repensassem seus planos de aposentadoria. Das três milhões de pessoas nos Estados Unidos que ainda faltam voltar ao mercado de trabalho após a crise, metade delas não tem mais a intenção de retornar à força de trabalho. Parte desse fenômeno pode ser explicado por antecipação de aposentadorias e outra parte por pessoas que, por estilo de vida, decidiram se desvincular do mercado de trabalho.

do tom dos comunicados. Afinal, as circunstâncias que justificariam duas ou três altas de juro em 2022 seriam, no mínimo, as mesmas que levariam a autoridade monetária a acelerar o processo. Nos próximos meses, a velocidade do *tapering* será o principal sinalizador de política monetária a ser monitorado.

Gráfico 1.19. Juros e Inflação nos EUA

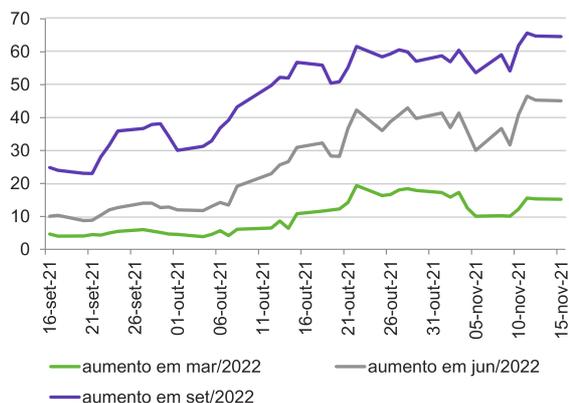
(Var. % anual)



Fonte: Federal Reserve. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.20. Probabilidade do mercado para aumento nos Fed Funds

(Prob. % de um aumento de 0,25 p.p.)

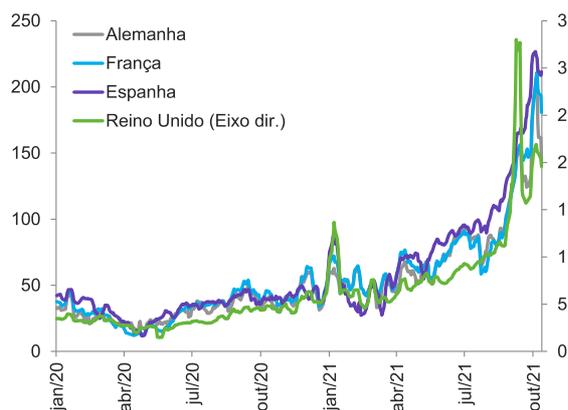


Fonte: Federal Reserve. Elaboração: FIERGS/UEE.

Na Área do Euro, em linha com o observado no restante do mundo, as pressões inflacionárias seguem crescendo e a economia vem perdendo tração, ainda que o crescimento siga em ritmo forte, sugerindo expansão próxima a 5,2% e 4,3% em 2021 e 2022, respectivamente. Na região, contudo, a sinalização do Banco Central Europeu (BCE) tem sido bem mais moderada. A autoridade da região reconhece que a inflação deve seguir mais elevada por alguns trimestres, mas insiste na avaliação de que os choques são transitórios, em especial os preços de energia e, por ora, não antevê salários em elevação.

Gráfico 1.21. Preços de energia – UE

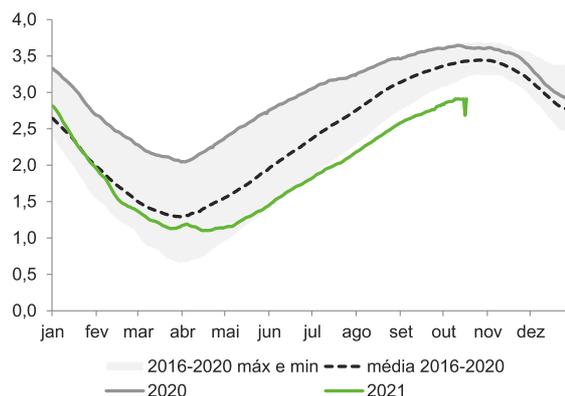
(Em Euros (esq.) e Libras Esterlinas (dir.) por Mwh)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

Gráfico 1.22. Estoque de gás natural – UE

(Em trilhões de pés cúbicos*)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

* 1 pé cúbico = 0,0283 metros cúbicos (m³).

No entanto, nos últimos meses os preços de energia na Europa dispararam devido à oferta restrita, alta demanda e baixos estoques. Ainda que o problema deva ser temporário, há no momento uma forte substituição por derivados de petróleo, gerando uma demanda excepcionalmente alta por estes insumos. Esperamos que esses preços continuem elevados nos próximos meses, enquanto para o petróleo a política de produção da OPEP será o principal fator a

influenciar os preços. Mesmo assim, o BCE ainda avalia que a expectativa do mercado – de uma alta dos juros ainda em 2022 – é muito prematura e, por enquanto, a sinalização é de encerrar o programa emergencial de compras de ativos em março do ano que vem.

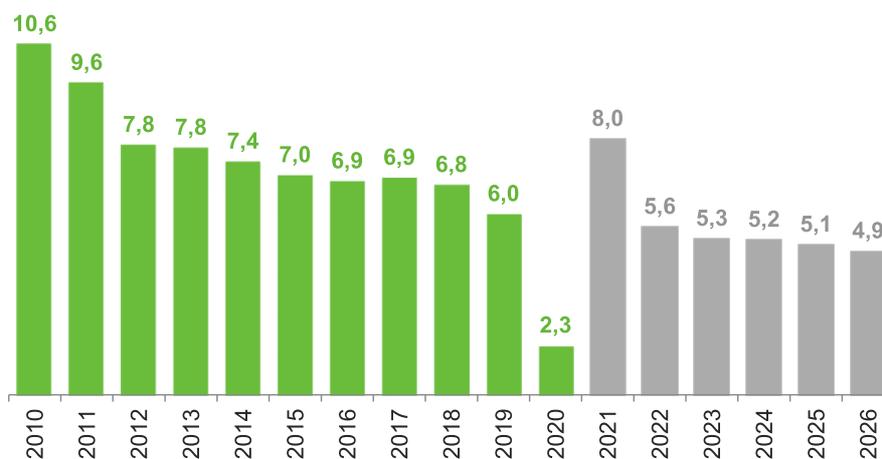
Finalmente, as discussões ligadas à economia chinesa continuam centradas nas mudanças estruturais em andamento no país. Mais recentemente, as preocupações com o setor imobiliário trouxeram à tona temas estruturais, dentre elas destacamos a saúde financeira das construtoras e a dependência da economia em relação ao setor. De forma simplificada, desde a divulgação do plano quinquenal (2021-2025), há um processo de mudança estrutural do modelo de desenvolvimento em curso, partindo do que chamamos de uma narrativa de “sociedade em prol do crescimento” para “o crescimento em prol da sociedade”.

Sob essa perspectiva, nos parece que a China passa por uma transição de modelo econômico fundamentado no “quanto” para o um modelo que valoriza o “como”, isto é, a qualidade do crescimento se sobrepõe à quantidade, dado que grande parte dessas ações implicam em menor crescimento. A desaceleração do ritmo de crescimento do PIB chinês no terceiro trimestre e início do quarto trimestre desse ano conjugada com as projeções de 8,1% para 2021 e 5,1% em 2022 corroboram com essa visão.

Por ora, a avaliação da economia chinesa é de que estímulos parecem menos urgentes e o risco se torna assimétrico para menos crescimento, justificando a expectativa de um crescimento médio de 5% nos trimestres daqui para frente (Gráfico 1.23).

Gráfico 1.23. Crescimento Chinês – Realizado e Expectativas 2010-2026

(Var. % anual)



Fonte: FMI. Elaboração: FIERGS/UEE.

Tabela 1.4. Projeções para o PIB e Inflação da economia mundial, regiões e países selecionados

(Var. % em relação ao ano anterior)

	<i>PIB Real</i>			<i>Inflação</i>		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
MUNDO	-3,1	5,6	4,5	4,0	5,9	4,1
AVANÇADOS	-4,5	5,9	4,7	0,5	3,5	1,9
Estados Unidos	-3,4	5,6	3,7	1,6	5,1	2,6
Zona do euro	-6,3	5,2	4,3	-0,3	4,0	1,8
Alemanha	-4,6	3,1	4,6	-0,7	4,8	2,3
França	-8,0	6,3	3,9	-0,1	3,4	1,4
Itália	-8,9	5,8	4,2	-0,3	3,1	1,7
Espanha	-10,8	5,7	6,4	-0,5	5,3	1,4
Japão	-4,6	1,8	3,4	-0,9	0,9	0,4
Reino Unido	-9,8	6,9	4,7	0,5	4,0	3,3
Canadá	-5,3	5,7	4,9	0,8	5,0	2,2
EMERGENTES	-2,1	6,4	5,1	7,4	8,3	6,3
Ásia Emergente	-0,8	7,2	6,3	1,2	2,9	2,8
China	2,3	8,1	5,1	-0,3	2,0	2,2
Índia	-7,3	6,2	10,7	4,9	5,5	4,9
Europa emergente	-2,0	6,0	3,6	6,4	8,5	6,5
Rússia	-3,0	4,3	2,7	4,9	8,3	4,8
América Latina e Caribe	-7,0	6,3	3,0	6,3	9,7	6,9
Brasil*	-3,9	4,6	1,0	4,5	10,1	5,8
México	-8,3	5,9	3,3	3,2	6,5	3,5
Argentina	-9,9	7,5	2,5	36,1	55,0	25,0
Colômbia	-6,8	7,6	3,8	1,6	5,1	3,8
Chile	-5,8	11,0	2,5	2,9	5,9	4,1
Peru	-11,0	10,0	4,6	2,0	6,3	2,6
Equador	-7,8	2,8	3,5	-0,9	2,3	2,5
Bolívia	-8,8	5,0	4,0	0,7	1,0	1,8
Paraguai	-0,6	4,5	3,8	2,2	8,5	4,0
Uruguai	-5,9	3,1	3,2	9,4	7,5	6,6
Oriente Médio e Ásia Central	-2,1	6,4	5,1	12,5	10,3	7,7
África Subsaariana	-1,7	3,7	3,8	10,7	10,1	7,6
África do Sul	-6,4	5,2	1,9	3,2	5,0	4,5

Fonte: FMI. OCDE. * Estimativa FIERGS/UEE. ** Estimativa OCDE. Elaboração: FIERGS/UEE.