

# RELATÓRIO ECONÔMICO

Luciano Sobral,  
Economista-chefe

O MUNDO  
TODO VIROU

emergente?

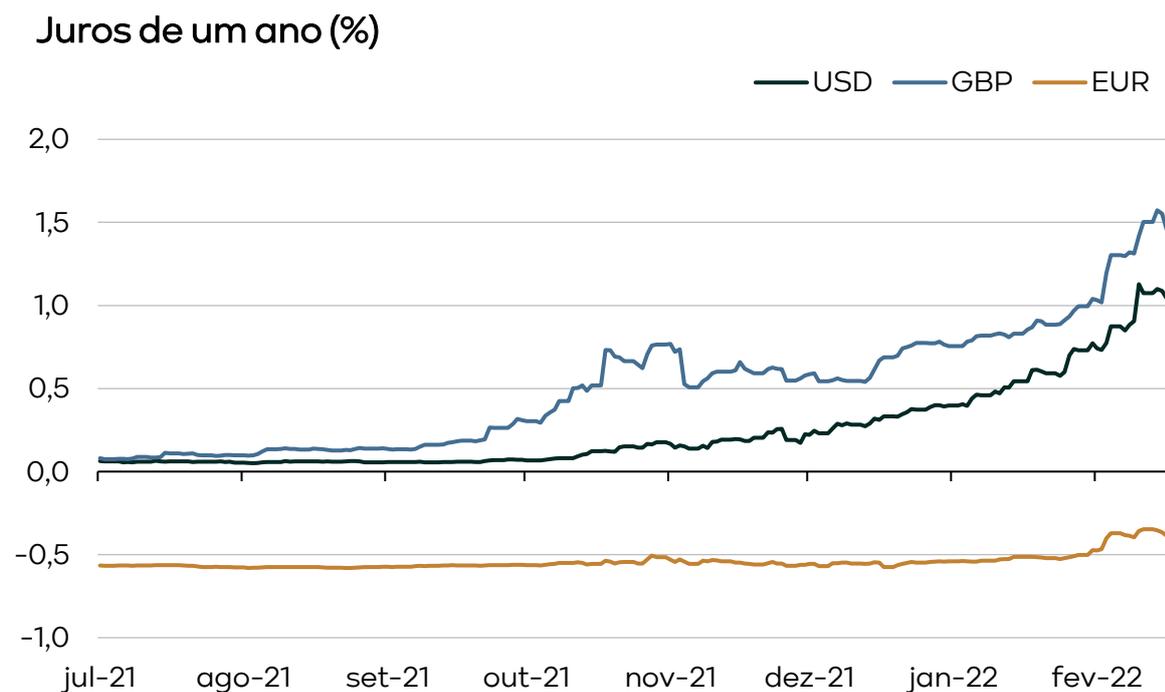
Neo

FEVEREIRO 2022



No último dia 10, o U.S. Bureau of Labor Statistics divulgou a inflação ao consumidor daquele país em janeiro. O núcleo do índice de preços registrou alta de 0,58% no mês, cerca de 0,1pp acima da projeção mediana dos economistas de mercado, com preços de serviços possivelmente refletindo os recentes aumentos de salários. No mesmo dia, um dos membros do comitê de política monetária (FOMC) opinou que os juros básicos deveriam ser aumentados em 0,5pp já na próxima reunião, em março, e alguns analistas chegaram a sugerir que o FOMC deveria se reunir de forma extraordinária, fora do calendário regular, para apertar logo a política monetária e conter a suposta escalada inflacionária. Os juros das notas do Tesouro de dois anos terminaram o pregão com a maior alta diária em mais de vinte anos.

Esse roteiro de surpresa na inflação – reação do mercado – reação do Banco Central é amplamente conhecido e repetido em países emergentes, mas tem se tornado mais comum também no mundo desenvolvido (também neste mês, em menor escala, havia sido encenado pelo Banco Central Europeu). Até bancos centrais com grande estoque de credibilidade não estão conseguindo manter os planos desenhados para a evolução dos juros por mais de poucos meses (ou semanas), mesmo sabendo que os números de inflação passada são inflados por efeitos-base e fatores provavelmente transitórios ou que não podem ser influenciados por política monetária.



Vemos (pelo menos) dois possíveis mecanismos contribuindo para tal volatilidade. O primeiro é o efeito da inflação corrente (em muitos casos, a mais alta em uma geração) na opinião pública e na popularidade de governos. O eleitor e os políticos médios não querem saber de explicações envolvendo efeitos-base e cadeias de suprimento, e parecem ter chegado em um ponto em que se demanda algum tipo de ação rápida. (Aqui não consigo fugir da imagem da animação clássica da Hanna-Barbera “Dick Vigarista & Mutley”, onde o vilão-protagonista Dick, em momentos de problemas terminais, gritava a seu fiel cachorro o bordão “Faça alguma coisa, Mutley”.) Mesmo banqueiros centrais altamente independentes não operam num vácuo e não são imunes a vieses comportamentais, de forma que podem ser levados a “fazer alguma coisa”, mesmo com efetividade esperada não muito maior que as ações do Mutley nos desenhos.

O segundo é uma possível mudança no regime inflacionário benigno das últimas décadas, com a inflação passada alimentando uma espiral de preços-salários que precisaria ser quebrada com uma recessão induzida por juros mais altos. Esta hipótese tem ganhado força nos Estados Unidos, que já opera com taxa de desemprego próxima a de antes da pandemia e outros indicadores do mercado de trabalho apontando para pressões ainda maiores por aumentos de remuneração. Em trabalho recente<sup>1</sup>, Alex Domash e o onipresente Larry Summers estimam que o estado atual de um conjunto desses indicadores equivale a pressões nos salários de um ambiente com desemprego abaixo de 2% e projetam aceleração das altas de salários para algo próximo a 6% ao ano até o final de 2023.

Na última edição deste Relatório Econômico, nos colocamos no “time transitório”, argumentando que, uma vez cessadas as altas em preços de bens duráveis causadas pela combinação de demanda exacerbada por cheques enviados pelo governo (que já não chegam há meses) e problemas de produção/logística, o núcleo da inflação americana cederia rapidamente. Embora ainda tenhamos convicção de que a inflação de bens ainda cairá fortemente em algum ponto deste ano, os dados mais recentes têm mostrado continuidade de fortes altas de preços em diversos países. Além disso, a indústria automotiva, que deu a maior contribuição em 2021 para a inflação ligada à oferta, segue sem sinais de normalização próxima: em vários países que acompanhamos, os dados de janeiro mostraram que a forte recuperação da produção

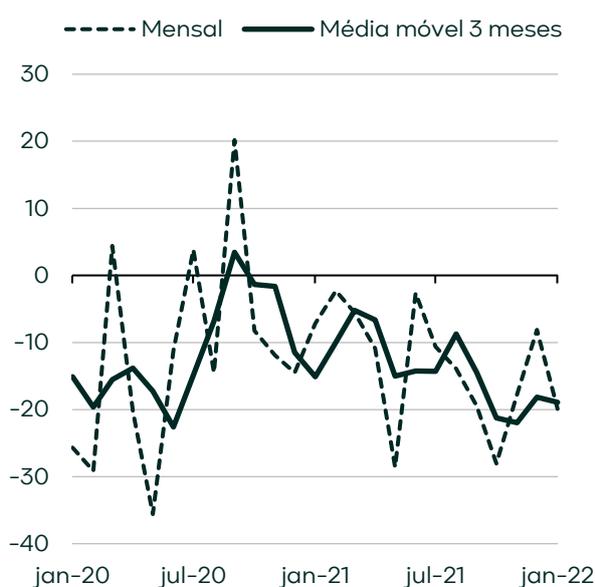
---

<sup>1</sup> “How Tight Are U.S. Labor Markets?”, NBER Working Paper 29739 (Fevereiro 2022)

no mês anterior não teve continuidade, ainda, possivelmente, por falta de insumos – ver gráficos abaixo.

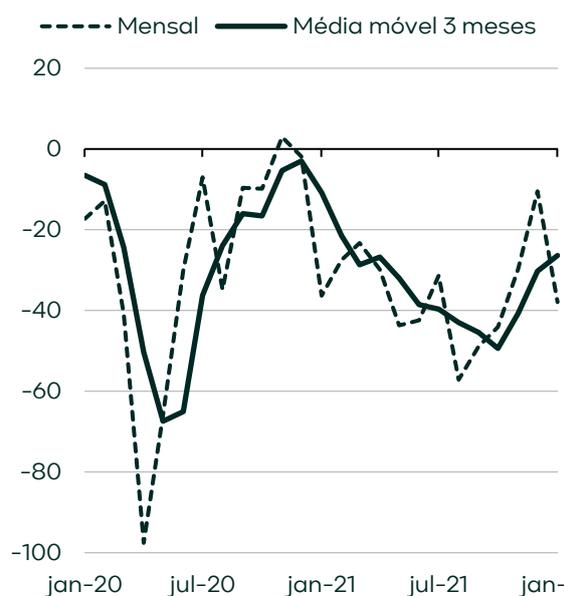
**Coreia do Sul, produção de automóveis, % contra base**

Base: média 2018-19



**Alemanha, produção de automóveis, % contra base**

Base: média 2018-19



Ao mesmo tempo, de fato a recente escalada dos salários e preços de serviços é preocupante e não pode ser prontamente descartada como transitória – ao menos enquanto a combinação de alta procura por mão de obra e recomposição incompleta da força de trabalho persistir. Com isso, ganha força um cenário alternativo em que atrasos na normalização da dinâmica de preços de bens e altas mais fortes que o esperado em serviços seguem levando a surpresas desagradáveis nas divulgações de dados mensais, alimentando o ambiente geral de “façam alguma coisa”.

Embora essas surpresas estejam difundidas entre muitos dos países que acompanhamos, levando à maior alta sincronizada de juros básicos em pelo menos dez anos, a dinâmica entre as inflações nacionais deve, em breve, começar a divergir fortemente. Uma vez cessada a pressão em preços de produtos industrializados e commodities, alguns países, com mercados de trabalho mais apertados e economias superaquecidas (Chile e Austrália, por exemplo), podem ainda notar necessidade de aumentar ou manter o aperto monetário. Outros, com crescimento potencial baixo e

desemprego ainda muito alto (Brasil e África do Sul, por exemplo), poderão reverter altas de juros ou ao menos não acompanhar o ciclo americano.

Em quase todos os países, a amplitude dos cenários possíveis é terreno fértil para erros de estratégias de políticas monetária e fiscal, que, dada a acelerada normalização pós-pandemia, logo se tornarão evidentes e exigirão mudanças bruscas. Nem todo banco central deve agir como se operasse em um país emergente de baixa credibilidade – nem mesmo, paradoxalmente, os que se encontram nesses países. A postura “humilde e ágil” pregada por Jerome Powell parece apropriada, mas, evidentemente, é mais fácil de ser postulada do que executada.