

Alta de juro nos EUA em 2022

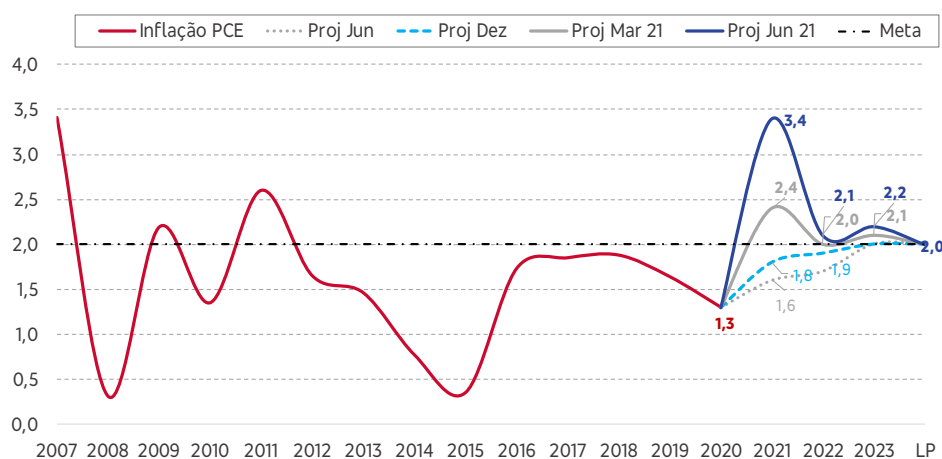
Constantin Jancsó

Nas próximas semanas, os investidores devem acompanhar de perto as entrevistas e os discursos dos diretores do Federal Reserve (banco central americano), que servirão de insumo para os mercados avaliarem as implicações da mudança no tom do Fed na reunião do FOMC (comitê de política monetária) da semana passada, enquanto aguardam as três semanas até a publicação da ata.

O fechamento das *Treasuries* nos dias que antecediam a reunião sugeria que parte dos investidores esperava que a reunião da semana passada fosse um não-evento. Esperavam que o Fed mantivesse o tom *dovish* das últimas reuniões, repetindo os argumentos de que a aceleração recente da inflação se dava principalmente por conta de fatores transitórios e que, apesar dos gargalos causados pela reabertura da economia após a pandemia, o mercado de trabalho ainda estaria bem aquém do objetivo de reestabelecer o pleno emprego. Esse ambiente também vinha contribuindo para reforçar a tendência de enfraquecimento do dólar no mercado global.

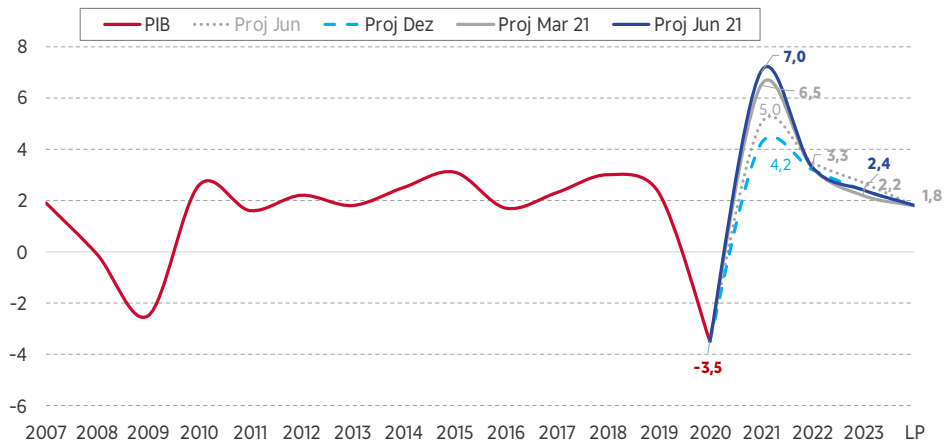
O comunicado da reunião de fato não trouxe novidades, mas as mudanças nas projeções individuais dos membros do FOMC foram interpretadas como sinal de aumento da preocupação com a inflação. Além de ajustar a projeção mediana para o deflator dos gastos pessoais com o consumo, de 2,4% para 3,4% em 2021, incorporando as surpresas inflacionárias recentes, o FOMC também revisou a projeção mediana para crescimento do PIB deste ano de 6,5% para 7,0%. Em dezembro de 2020, estas projeções eram de 1,8% para a inflação e de 4,2% para o crescimento.

Gráfico 1: Projeção Mediana de Inflação (PCE Deflator) dos Membros do FOMC



Fonte: Federal Reserve

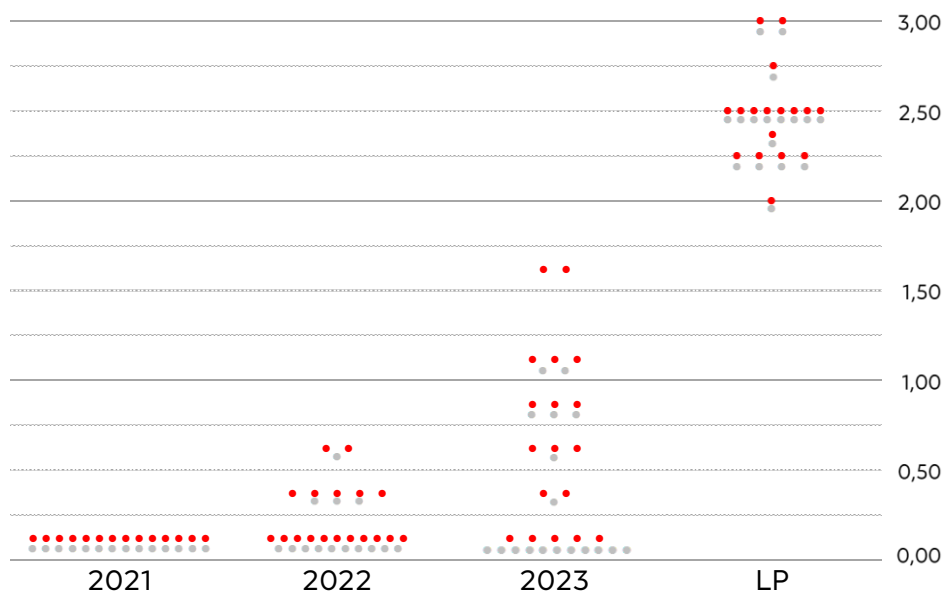
Gráfico 2: Projeção Mediana de Crescimento Real do PIB dos Membros do FOMC



Fonte: Federal Reserve

A mudança na expectativa de juros pelos membros do FOMC (*dot plot*), entretanto, foi o ajuste mais impactante para o mercado. Como se sabe, o gráfico revela as expectativas individuais dos membros do FOMC quanto à trajetória da taxa de juros. Até então, a grande maioria dos membros não projetava elevação da taxa de juros antes de 2024, o que era visto como evidência do compromisso do Fed com o novo arcabouço de política monetária anunciado no ano passado, no qual os juros permaneceriam baixos até que os objetivos de pleno emprego e inflação acima de 2% se materializassem. Em junho, entretanto, 7 membros do FOMC passaram a projetar alta de juro ainda em 2022, e uma maioria de 13 (de 18), agora projeta alta ao menos em 2023. Na reunião de março, esses números eram de 4 e 7, respectivamente.

Gráfico 3: Projeções para a Taxa Fed Funds dos Membros do FOMC



Fonte: BCB, Bradesco

Na entrevista coletiva após a reunião, o Presidente do Fed, Jerome Powell, cautelosamente deu mais pistas de que o Fed está mudando o tom de seu discurso. A avaliação das condições do mercado de trabalho, por exemplo, se tornou mais construtiva. E apesar de afirmar que ainda faltam passos até que o Fed cumpra os objetivos para reduzir as compras de ativos, disse que as projeções indicam que esses objetivos serão cumpridos um pouco antes do que o previsto, e que isso é bem-vindo.

Sob o novo arcabouço de política monetária, o Fed persegue uma meta de inflação média de 2%. Períodos de inflação abaixo da meta devem ser sucedidos por períodos de inflação um pouco acima da meta para garantir que as expectativas de inflação fiquem sempre ancoradas no centro da meta. E como o grande desafio da política monetária nos últimos anos foi evitar a deflação, o Fed agora busca promover um período de inflação um pouco acima de 2%.

Assim, o Fed tem enfatizado a necessidade de diferenciar choques que possam elevar a inflação temporariamente acima de 2% de uma tendência de inflação superior a 2%. Considerando o resultado do índice de preços ao consumidor de maio¹, quase 1/3 da variação mensal do núcleo resultou da contribuição da alta dos preços de carros usados², pressionados pelos problemas na fabricação de automóveis novos diante da escassez mundial de semicondutores. É um exemplo típico do que o Federal Reserve chamaria de efeito transitório associado à reabertura da economia.

Por outro lado, alguns componentes da inflação sugerem um quadro mais complexo. O componente de inflação imputada aos proprietários de imóveis³ acelerou mais de 0,1 p.p. para 0,31% - a variação mensal mais elevada desde abril de 2019. Como esse item da inflação tem persistência elevada e peso expressivo, deve contribuir com 0,08 p.p. para a inflação mensal nos próximos meses. Considerando que a meta de inflação de 2% implica uma inflação média mensal de 0,21%, trata-se de uma pressão inflacionária relevante.

Powell também ajustou seu discurso com relação ao mercado de trabalho na última reunião do FOMC. Anteriormente, a ênfase era de que ainda faltavam 7,6 milhões de empregos para que os EUA retornassem ao nível de antes da pandemia. E o mantra era de que o grande aprendizado dos últimos anos vinha sendo o de que era possível sustentar taxas de desemprego mais baixas do que se acreditava anteriormente, permitindo o crescimento da renda, sem que isso se transformasse em pressão inflacionária.

Na entrevista coletiva, Powell comentou as evidências de restrição de oferta de mão de obra derivada da possibilidade de que um aumento no ritmo das aposentadorias tenha levado a uma queda mais persistente da taxa de participação. Não se pode afirmar que Powell tenha se juntado ao grupo de diretores mais *hawkish* do Federal Reserve, mas seu discurso sugere que os argumentos de que o mercado de trabalho talvez esteja mais apertado do que se imaginava podem ter ganhado alguma tração dentre os membros do comitê.

¹ Variação de 0,64% m/m e 4,9% em 12 meses, com núcleo por exclusão de 0,74% m/m e 3,5% em 12 meses.

² +7,3% m/m, ante +10% em abril.

³ Um item com peso de 24% no índice como um todo.

A abertura setorial dos dados sugere que as condições no mercado de trabalho podem de fato estar mais apertadas do que imaginava. A tabela 1 compara a abertura setorial dos empregos que ainda precisam ser criados⁴ com a pesquisa de vagas de trabalho abertas por setor. Ambas as séries são divulgados pelo *Bureau of Labor Statistics* (BLS). Supondo que todos as pessoas que estavam empregadas antes da pandemia desejam retornar ao trabalho, os dados da pesquisa de NFP servem como uma estimativa da oferta potencial de mão de obra por setor. Já os dados da pesquisa de vagas abertas representam a demanda por mão de obra. A quarta coluna da tabela mostra a variação anualizada do salário médio por hora de empregados (excluídos cargos gerenciais).

Esse exercício sugere que há mais vagas abertas de emprego do que oferta de mão de obra na economia como um todo⁵. Em alguns setores da economia, as empresas parecem demandar muito mais mão de obra do que a oferta potencial, como nos serviços financeiros (na proporção de quase 6:1), nos setores de transporte e armazenamento (quase 4:1), no varejo, dos serviços de saúde e nos serviços profissionais (mais de 2:1)⁶. Como seria de se esperar, este excesso de demanda por mão de obra parece estar pressionando os salários nestes setores de forma significativa.

Tabela 1: Estimativa da Oferta e Demanda de Mão de Obra (por setor) - milhares

	Var. Líquida do Emprego na Pandemia (mai-21)	Oferta de vagas (abr-21)	Oferta de vagas / demitidos remanescentes	Salário/hora (fev-mai 21, anualiz)
Total	(7.629)	9.286	122%	
Privado	(6.462)	8.374	130%	6,3%
Construção	(225)	357	159%	8,3%
Indústria	(509)	851	167%	4,0%
Varejo	(411)	965	235%	11,6%
Transportes e Armaz.	(100)	386	387%	12,0%
Serviços Profissionais	(708)	1.517	214%	7,3%
Serviços Financeiros	(73)	430	589%	9,9%
Educação	(293)	121	41%	4,50%
Saúde & Serv. Sociais	(508)	1.319	260%	4,50%
Hospitalidade & lazer	(3.781)	1.586	42%	23,6%
Outros	146	842		
Governo	(1.379)	913	66%	

Fonte: BLS e Bradesco

Já no setor de hospitalidade e lazer, que corresponde a quase metade da perda líquida de empregos desde o início da pandemia, parece haver muito mais oferta potencial de mão de obra do que vagas abertas. No entanto, esse é o setor no qual os salários estão subindo no ritmo mais forte. A melhor explicação para essa aparente contradição parece ser o efeito dos auxílios-desemprego criados pelos pacotes de estímulo fiscal. Como o nível médio de salários no setor está entre os mais baixos da economia, parte dos desempregados do setor recebem mais em auxílio desemprego do que se estivessem trabalhando. O auxílio-desemprego médio nos EUA (varia de estado a estado)⁷ é de pouco mais de US\$ 300 por semana e a duração do benefício depende de uma série de fatores. Com o benefício emergencial federal de US\$ 300 em vigor até setembro, um desempregado pode receber, em média, pouco mais de US\$ 600 por semana em auxílios. Já a renda semanal média na economia (excluídos cargos gerenciais) foi de US\$ 878, mas no setor de hospitalidade, foi de US\$ 398.

⁴ 7,6 milhões de empregos ainda precisam ser criados, segundo a pesquisa do Non-Farm Payroll (NFP), para se retornar ao nível pré-pandemia

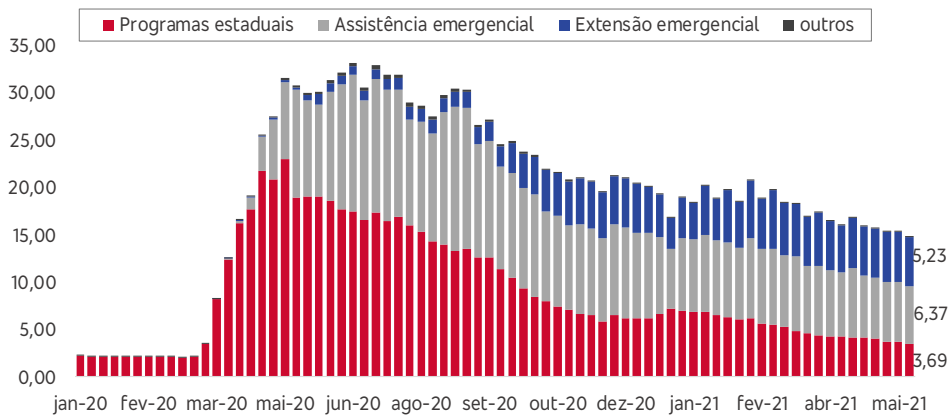
⁵ As vagas abertas correspondem a pouco mais de 120% da oferta potencial de mão de obra

⁶ Provavelmente, esse excesso de demanda se verifica em função do forte crescimento das vendas de imóveis, por conta do crescimento dos serviços de entrega e compras online e pela reabertura da economia como um todo.

⁷ Um segundo benefício federal estendeu a validade do benefício para pessoas que já deixaram de receber o auxílio pelo programa estadual regular e continuam desempregadas.

Para atrair mão de obra, os empregadores no setor de hospitalidade oferecem salários mais elevados do que de o habitual, o que explica a tendência de alta, apesar do elevado número de desempregados comparativamente à oferta de vagas. Vale lembrar que por conta da flexibilidade do mercado de trabalho, as empresas poderão ajustar os salários para baixo depois que os auxílios emergenciais expirarem em setembro.

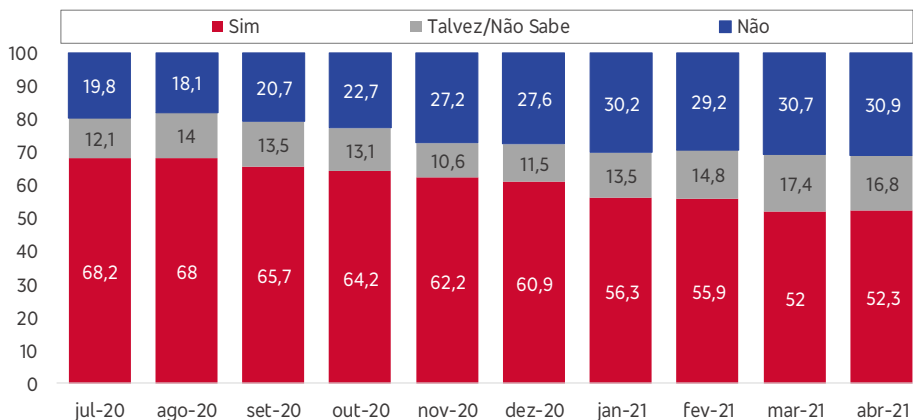
Gráfico 4: Auxílio Desemprego (milhares de benefícios)



Fonte: U.S. Department of Labor

O exercício não leva em conta o crescimento populacional ou a queda da taxa de participação durante a pandemia. Ainda que as pessoas que deixaram o mercado de trabalho possam retornar à medida em que a reabertura da economia avança, o efeito acumulado desses fatores provavelmente significa que as condições no mercado de trabalho seguirão apertadas. Em pesquisa recente, o Federal Reserve de Dallas apurou menor disposição de retorno ao trabalho, de parte dos desempregados, sob as condições vigentes antes da pandemia.

Gráfico 5: Parcela de Desempregados dispostos a retornar ao emprego que tinham antes da Pandemia sob as mesmas condições de salário e horas trabalhadas



Fonte: Real-time Population Survey / Federal Reserve Bank of Dallas

No conjunto, os dados sugerem que as condições no mercado de trabalho estão mais apertadas do que se imaginava, apesar do hiato de 7,6 milhões de empregos. Em especial, setores de serviços que exigem maior capacitação e pagam salários mais elevados parecem estar enfrentando pressões crescentes.

Além do mercado de trabalho apertado, o Livro Bege, coletânea de informações publicada antes de toda reunião do FOMC, reporta um quadro cada vez mais complexo para a inflação. Em resumo, os contatos do Fed reportam que “os custos de insumos continuaram a acelerar”, em parte “intensificados pela persistência das perturbações nas cadeias de suprimento”, “fortes altas em preços praticados na indústria de transformação e na construção”, “altas em preços de transportes de cargas, embalagens e petroquímicos” e que “o fortalecimento da demanda tem permitido algumas empresas – especialmente na indústria de transformação, na construção e nos transportes – a repassar parte expressiva do aumento dos custos ao consumidor final.” Essa última observação, em especial, parece ser uma definição de livro texto de condições econômicas que permitem o aparecimento de efeitos secundários associados a um choque primário sobre a economia – situação que normalmente deve ser combatida pelos bancos centrais.

Tendo em vista as evidências de condições cada vez mais apertadas no mercado de trabalho, a persistência da inflação em patamares elevados e a mudança na comunicação do Fed, revisamos nosso cenário para a política monetária nos Estados Unidos. Acreditamos que o Fed dará início à discussão sobre o ajuste no programa de compras de ativos já a partir da reunião de agosto do FOMC, com o tapering começando entre o final de 2021 e o início de 2022. Essa discussão inclusive pode ser aprofundada no tradicional simpósio anual de Jackson Hole, que será realizado na segunda metade de agosto. Caso esse cenário se confirme, acreditamos que ajustes adicionais no programa de compras serão anunciados ao longo do próximo ano e a primeira elevação da taxa básica de juros poderá ocorrer ainda em 2022.

Equipe Técnica

Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Ederson Luiz Schumanski / Fabiana D’Atri/ Felipe Wajskop França / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Renan Bassoli Diniz / Robson Rodrigues Pereira / Thiago Coraucci de Angelis

Estagiários

Bruna Andreata Valentino / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pires Sene / Lucas Daniel Duarte / Rafaela de Sousa Silva

economiaemdia.com.br

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)