

## Estímulo Fiscal, Política do Fed e o Risco Inflacionário

**Cecilia Machado**  
Economista-Chefe

**Felipi Bruno**  
Economista

**Nicolau Curi**  
Economista

**Anna Saraiva**  
Estagiária

**Gabriel Maciel**  
Estagiário

**Joel Makangila**  
Estagiário

A pandemia do coronavírus impôs uma série de desafios às economias de todo o mundo, e um denominador comum na reação dos governos à crise foi a expansão de gastos, tanto via transferências, direcionadas às famílias e pessoas que ficaram sem possibilidade de empregos pela necessidade do isolamento social, quanto através da expansão de crédito e isenções tributárias direcionadas a empresas e setores.

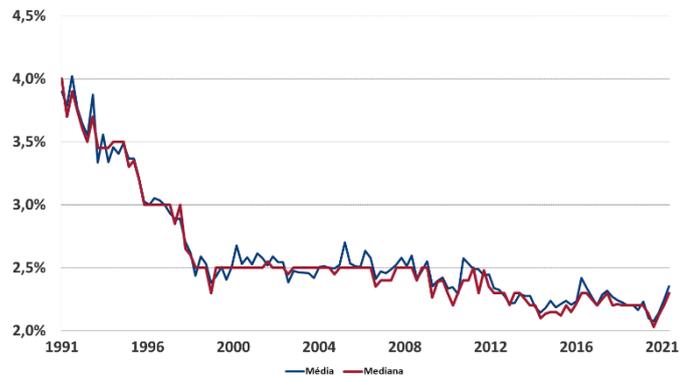
Para 2022, dúvidas relacionadas à recuperação do mercado de trabalho no pós-pandemia, a retomada desigual da atividade e o aumento da pobreza tem angariado apoio para uma nova rodada de gastos. Nos Estados Unidos, o plano de Biden para a recuperação da economia contempla orçamento de 6 trilhões de dólares. O plano prevê investimentos em infraestrutura, a modernização da matriz energética e a ampliação da rede de assistência social – gastos que colocam os Estados Unidos na direção de uma economia mais sustentável e menos desigual – mas há dúvidas se um orçamento deste tamanho traria um estímulo fiscal excessivo, especialmente devido à rápida retomada da atividade que se observa à medida que a vacinação avança.

A última divulgação do CPI acendeu um alerta. A inflação do núcleo (excluindo alimentos e energia) acelerou 0.9% em abril (relativo ao mês anterior), e surpreendeu muitos analistas (o consenso do mercado era 0.3%), na maior variação mensal vista desde setembro de 1981. O número refletiu inflação em categorias bastante amplas, decorrentes tanto de rupturas nas cadeias produtivas quanto da reabertura da economia, com destaque especial para preços de passagens aéreas, carros usados e hospedagem, todos relacionados ao aumento dos índices de mobilidade da população.

Ainda que o Fed considere que grande parte desta inflação seja temporária, com efeitos circunscritos ao tempo em que a oferta se ajusta à demanda, há preocupações que a ruptura das cadeias produtivas e o aumento de preços que se observa contamine outros preços da economia, colocando pressão adicional nas expectativas de inflação de longo prazo, que tem estado ancorada em valores abaixo de 3% nas últimas décadas, Figuras 1 e 2.

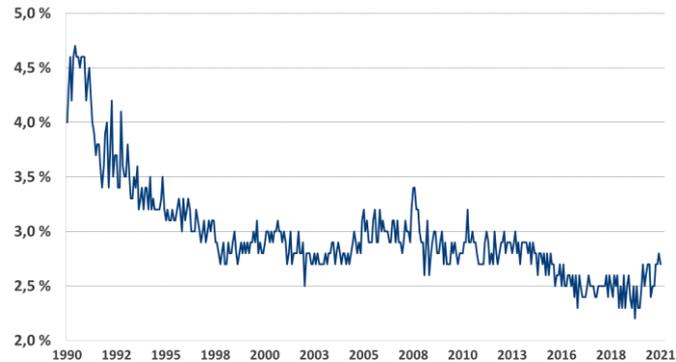
A ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo tem sido um dos principais responsáveis pela baixa correlação que se observa entre a ociosidade da economia e as taxas de inflação, já que ao longo das últimas décadas, a taxa de inflação tem permanecido próximo de 2% ao passo que outros indicadores de ociosidade – como a taxa de desemprego – continuam variando com os ciclos econômicos, Figura 3.

Figura 1: Inflação CPI nos próximos 10 anos,  
Survey of Profession Forecasters



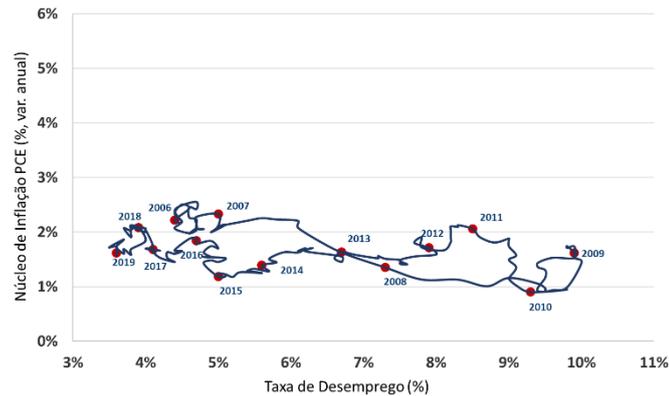
Fonte: Philadelphia Fed

Figura 2: Expectativas de Inflação nos próximos 5 a 10 anos,  
Universidade de Michigan (mediana)



Fonte: Universidade de Michigan

Figura 3: Inflação e Desemprego, Estados Unidos (2006-2019)

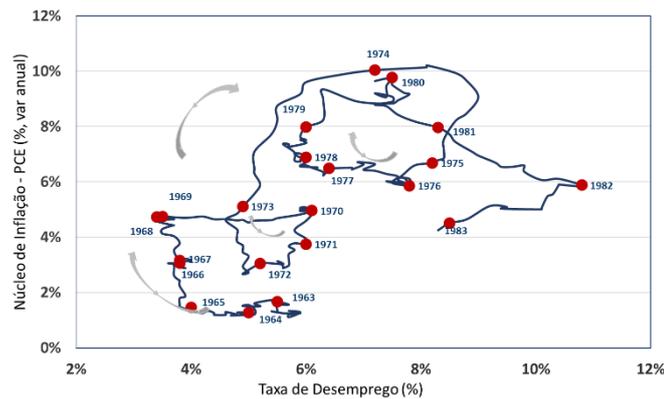


Fonte: Fred St. Louis

Este relatório foi preparado pelo Banco BOCOM BBM e é distribuído gratuitamente com o único propósito de fornecer informações ao mercado. Quaisquer previsões, estimativas e informações contidas neste documento foram baseadas em pesquisas proprietárias e não devem ser interpretadas como aconselhamento ou recomendação de investimento. Embora as informações contidas neste documento tenham sido preparadas com o máximo cuidado e diligência, a fim de refletir os dados e bases de dados disponíveis à época em que foram coletados, o Banco BOCOM BBM não pode garantir a exatidão das mesmas. O Banco BOCOM BBM, e/ou suas empresas controladas, não se responsabilizam por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do presente conteúdo, devendo o cliente buscar aconselhamento técnico adequado e tomar suas próprias decisões de investimento. Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo destinatário ou usado para qualquer finalidade sem o consentimento prévio, por escrito, do Banco BOCOM BBM.

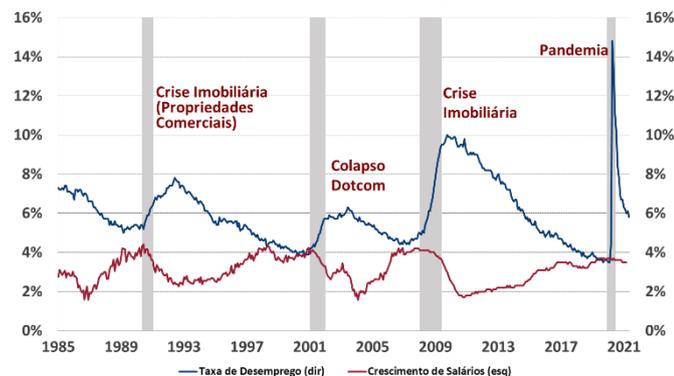
Nem sempre foi assim. Nas décadas de 60 a 80, sempre que a taxa de desemprego se reduzia, indicando baixa ociosidade e aquecimento da economia, a inflação subia, e uma política monetária mais restritiva (mais juros) aumentava novamente o desemprego, fazendo com que a economia andasse em círculos conforme Figura 4. Igualmente importante é perceber que a taxa de ociosidade se relaciona com outros preços da economia, como, por exemplo, a associação negativa que existe entre a taxa de desemprego e a inflação de salários, Figura 5, já que sempre que a o mercado de trabalho está mais aquecido, os salários também aumentam, refletindo escassez de mão-de-obra.

**Figura 4: Inflação e Desemprego, Estados Unidos (1960-1983)**



Fonte: Fred St. Louis

**Figura 5: Taxa de Crescimento de Salários e Taxa de Desemprego, Estados Unidos (1985-2021)**



Fonte: Fred St, Louis e Atlanta Fed

A aparente ausência de relação entre inflação e ociosidade nos Estados Unidos nos últimos anos não reflete uma relação estrutural (ou imutável) entre elas. Ao contrário, é função direta da política de reação do Fed, e evidencia como seu discurso e ação conseguiram ancorar as expectativas de longo prazo da inflação ao longo dos ciclos econômicos.

Dificultando ainda mais o cenário, o Fed mudou, durante a pandemia, sua meta de inflação para uma média de 2% ao longo do tempo, mantendo-se estimulativa até a

Este relatório foi preparado pelo Banco BOCOM BBM e é distribuído gratuitamente com o único propósito de fornecer informações ao mercado. Quaisquer previsões, estimativas e informações contidas neste documento foram baseadas em pesquisas proprietárias e não devem ser interpretadas como aconselhamento ou recomendação de investimento. Embora as informações contidas neste documento tenham sido preparadas com o máximo cuidado e diligência, a fim de refletir os dados e bases de dados disponíveis à época em que foram coletados, o Banco BOCOM BBM não pode garantir a exatidão das mesmas. O Banco BOCOM BBM, e/ou suas empresas controladas, não se responsabilizam por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do presente conteúdo, devendo o cliente buscar aconselhamento técnico adequado e tomar suas próprias decisões de investimento. Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo destinatário ou usado para qualquer finalidade sem o consentimento prévio, por escrito, do Banco BOCOM BBM.

convergência ao emprego máximo e tolerando inflações mais altas em alguns momentos, se as expectativas continuarem ancoradas em 2%.

De um lado, a taxa de desemprego ainda não retornou aos níveis pré-pandemia, mas alguns outros indicadores apontam para uma recuperação mais sólida do mercado de trabalho, evidenciado pelo aumento do percentual de firmas que encontram dificuldades em contratar e preencher vagas existentes. De outro, os números recentes de inflação podem alterar as percepções sobre as expectativas de longo prazo. O desenrolar dos próximos meses será determinante para a trajetória da inflação nos Estados Unidos, e uma eventual escalada dos juros americanos coloca ainda mais desafios para as economias emergentes, que se encontram mais atrasadas no calendário de vacinação e no processo de retomada.

Nossas projeções para inflação de 2021 e 2022 são, respectivamente, 5,4% e 3,6%, próximo ao limite superior estabelecido para a inflação nos dois anos. Diante desse cenário de inflação elevada, espera-se, que o Copom continue com a trajetória de elevação da taxa de juros. Nossa projeção de política monetária traz a expectativa de aumentos dos juros, levando a taxa Selic a 5,5% em 2021 e para 6,5% em 2022. A atividade dá sinais mais fortes de recuperação, com a divulgação de dados positivos para o crescimento do PIB no primeiro trimestre do ano e com melhoras na arrecadação. Desta forma, nossa projeção de dívida/PIB passou para 85% em 2021 e de 85,5% em 2022.

PROJEÇÕES ECONÔMICAS	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Crescimento do PIB (%)	-3,3%	1,3%	1,3%	1,1%	-4,1%	5,2%	2,5%
Inflação (%)	6,3%	2,9%	3,7%	4,3%	4,5%	5,4%	3,6%
Taxa de Desemprego (dez.,%)	12,6%	12,4%	12,2%	11,7%	13,9%	13,0%	13,0%
Taxa Selic (%)	13,75%	7,00%	6,50%	4,50%	2,00%	5,5%	6,5%
<b>Contas Externas</b>							
Balança Comercial (US\$ bi)	48	67	53	48	51	70	46
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-23	-10	-42	-51	-13	3	-15
Saldo em Conta Corrente (% do PIB)	-1,3%	-0,7%	-2,2%	-2,8%	-0,9%	0,2%	-0,9%
<b>Política Fiscal</b>							
Resultado Primário Fiscal (% do PIB)	-2,5%	-1,7%	-1,7%	-1,2%	-10,0%	-2,5%	-1,4%
Dívida Bruta do Governo (% do PIB)	69,4%	73,7%	75,3%	74,3%	88,8%	85,0%	85,8%