

ECONOMIA MUNDIAL

Panorama da economia mundial¹

Sumário

Em meio às muitas incertezas quanto ao cenário global, algumas características gerais podem ser apontadas: i) o nível de atividade está em queda; ii) a inflação continua alta; iii) os juros de política monetária estão em alta; iv) os preços de *commodities* estão caindo, mas espera-se que ainda se manterão relativamente altos; v) a pressão nas cadeias de suprimento está diminuindo; e vi) o mercado de trabalho está resistente.

Esta seção começa com um panorama geral da economia mundial e depois detalha os dados de Estados Unidos, China e Área do Euro, concluindo com um box que compara a situação atual com a dos anos 1970.

O produto interno bruto (PIB) dos Estados Unidos voltou a crescer no terceiro trimestre, depois de duas quedas consecutivas. A inflação ao consumidor permanece alta, embora tenha recuado para 7,8% em outubro. Os índices Purchasing Manager's Index (PMI) mostram, em geral, redução do nível de atividade. O crescimento da produção industrial tem se mantido vigoroso. A construção civil residencial perde força, com taxas interanuais negativas e significativas. As vendas do comércio, em termos dessazonalizados e deflacionados, vêm se mantendo estáveis, enquanto o mercado de trabalho continua aquecido. Quanto à taxa de juros básica, a expectativa é que chegue ao máximo de 5% no primeiro trimestre de 2023.

Na China, a economia se desaquece e a inflação permanece baixa. O setor imobiliário em crise e os surtos de covid, que levam ao fechamento das atividades econômicas, têm pesado. Na Área do Euro, a divulgação do número preliminar do PIB do terceiro trimestre mostrou redução no ritmo de crescimento, assim como os índices PMI de serviços e manufatura também sinalizam queda na atividade econômica. As taxas de desemprego em diversos países têm se mantido estáveis, após o período de queda que se seguiu à alta causada pela recessão da pandemia. A inflação ao consumidor permanece elevada.

Com a inflação em alta e as projeções de nível de atividade em baixa, o tema da estagflação está em pauta, sugerindo comparações com a situação dos anos 1970, que terminou com recessão global e crises financeiras nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. Como lição daquela época para o momento atual, um estudo do Banco Mundial conclui que os bancos centrais precisam agir de maneira preventiva para evitar perda de confiança em seu comprometimento

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

Coordenador de Conjuntura na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea

estevao.bastos@ipea.gov.br

Divulgado em 23 de novembro de 2022.

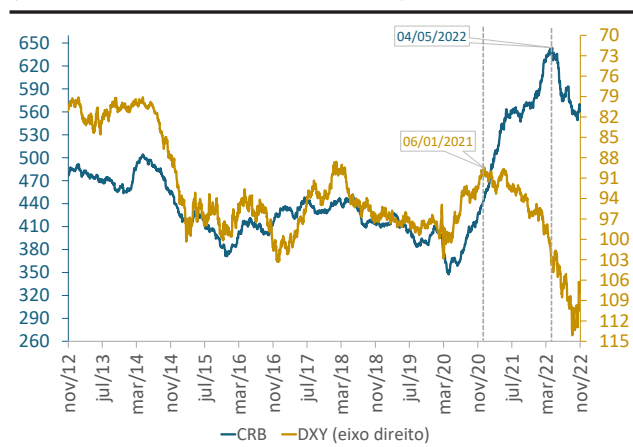
1. Com informações até 19 de novembro de 2022. Com a colaboração de Caio Rodrigues Gomes Leite, assistente de pesquisa na Dimac/Ipea.

com a manutenção de taxas baixas de inflação e para evitar a desancoragem das expectativas inflacionárias. E a política fiscal precisa fazer sua parte, principalmente porque a política monetária terá dificuldade em ser crível se a posição fiscal for insustentável.

1 Panorama global

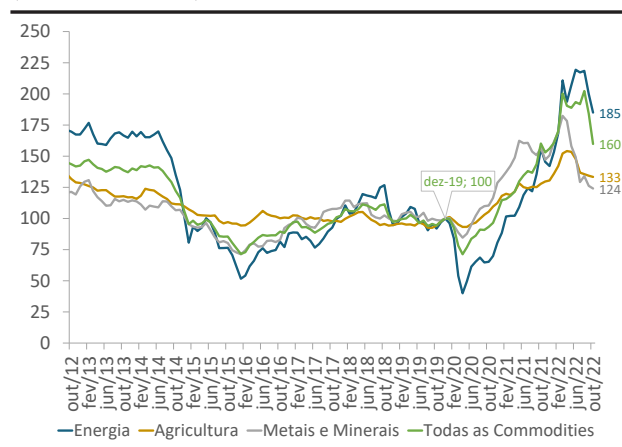
O dólar continuou se fortalecendo até outubro, perdendo um pouco de valor em novembro. Conforme ilustra o gráfico 1, preços de *commodities* e dólar costumam ter correlação negativa (a escala do DXY² está invertida), mas essa correlação se inverteu do início de 2021 a abril de 2022. A partir de maio, voltou ao normal. A queda recente nos preços das *commodities* foi liderada pelos metais e minerais, que, no entanto, ainda têm, em outubro, seus preços 24% acima do nível de dezembro de 2019, tomado como referência pré-pandemia. Os preços de energia continuam bastante altos, 85% acima do nível de dezembro de 2019. O movimento dos últimos cinco meses dos preços das mercadorias da agropecuária também foi de queda, mas seu índice ainda registra nível 33% superior ao de antes da pandemia (gráfico 2). Em relatório recente sobre *commodities*,³ o Banco Mundial avaliou que a desaceleração e possível recessão global estão puxando os preços de *commodities* para baixo, ao mesmo tempo que, em diversos países, a desvalorização cambial tem mantido os preços em moeda local elevados. A intensificação do desaquecimento da economia mundial deve levar a mais reduções de preços das *commodities* nos próximos dois anos – não obstante, esses preços devem permanecer consideravelmente acima de suas médias dos últimos cinco anos.

GRÁFICO 1
Dollar index e preços de commodities
(CRB: 1967 = 100; DXY: 1973 = 100)¹



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: ¹Escala invertida no caso do DXY.

GRÁFICO 2
Índices de preços de commodities
(Dez./2019 = 100)

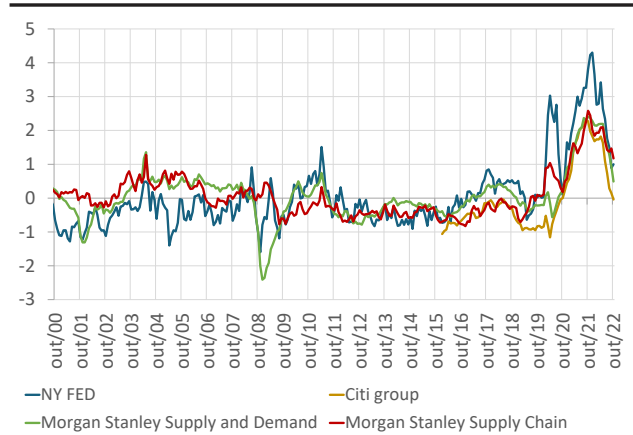


Fonte: Banco Mundial.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Índices mensais baseados em dólares nominais dos Estados Unidos.

Os índices de pressão sobre as cadeias de suprimentos têm caído (gráfico 3). As quedas nos preços de *commodities* e nos gargalos de suprimentos ainda não se refletiram, porém, na inflação, que continua elevada (gráfico 4).⁴ Como consequência, diversos bancos centrais têm elevado suas taxas de juros, o que, junto com a crise energética na Europa, tem levado a seguidas revisões para baixo nas expectativas de crescimento.

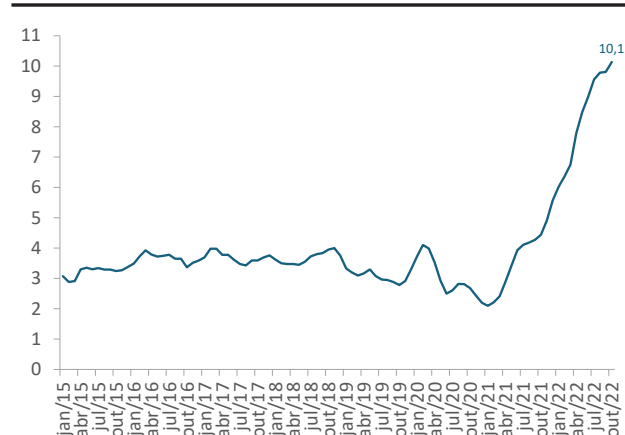
2. O índice de *commodities* CRB, ou BLS Commodity Price Index, é, de acordo com sua metodologia, “uma medida de movimentos de preços de 22 produtos básicos cujos mercados se presume estarem entre os primeiros a serem influenciados por mudanças nas condições econômicas, servindo como um indicador precoce de mudanças iminentes na atividade empresarial” (metodologia disponível em: <https://www.barchart.com/cmdty/media/pdfs/cmdty_BLS_Commodity_Price_Index_Methodology.pdf>). O DXY, índice do dólar americano, indica o valor internacional geral do dólar, representando a média das taxas de câmbio entre o USD e as principais moedas mundiais, com as taxas fornecidas por cerca de quinhentos bancos.
3. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/38160/CMO-October-2022.pdf>>.
4. O índice global de inflação ao consumidor é calculado pela Bloomberg com base na inflação acumulada em doze meses (variação interanual dos índices) para diversos países, com o peso de cada país dado pela sua participação no PIB global, em paridade do poder de compra, como calculado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), cobrindo mais de 98% da economia global.

GRÁFICO 3
Índices globais de pressão nas cadeias de suprimentos
(Em desvios-padrão)



Fonte: Federal Reserve Bank of New York, Citi Group e Morgan Stanley.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 4
Inflação mundial
(Em %)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Inflação ao consumidor.

A tabela 1 traz as projeções mais recentes do FMI e comparações com anteriores. O crescimento do PIB global no ano que vem foi revisto para 2,7%, de 2,9% em julho e 3,6% em abril. O FMI espera que as economias de países que respondem por mais de um terço do produto global passem por contrações do nível de atividade em parte deste ano ou do próximo. Em publicação recente,⁵ o fundo observa que, enquanto o PIB do terceiro trimestre em alguns países importantes tenha surpreendido positivamente, os índices PMI de outubro apontam para um desaquecimento no quarto trimestre, especialmente na Europa. Na China, a paralisação frequente de atividades devida à covid-19 e os problemas no setor imobiliário têm contribuído para a redução do crescimento, que pode ser observada não apenas nos índices PMI, mas também nos dados de investimento, produção industrial e varejo. E o menor crescimento da China terá influência significativa em outras economias, em razão do papel relevante do país no comércio internacional. O artigo ainda observa que, apesar dos sinais de desaceleração, as políticas monetárias e fiscais deverão continuar a ser apertadas para combater a inflação elevada e reduzir os riscos trazidos por vulnerabilidades fiscais, especialmente em termos de dívidas públicas elevadas.

TABELA 1
Crescimento do PIB: observado e projeção segundo o FMI (out./2022)

Crescimento real do PIB (%)	Crescimento do PIB: observado e projeção - FMI (Outubro de 2022) - em %									Diferença das projeções de Jul/2022		Diferença das projeções de Abr/2022	
	Média 2000 - 2007	Média 2008 - 2011	Média 2012 - 2018	2019	2020	2021	2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)	
Mundo	4,5	3,1	3,5	2,8	-3,1	6,0	3,2	2,7	0,0	-0,2	-0,4	-0,9	
Economias desenvolvidas	2,7	0,4	1,9	1,7	-4,5	5,2	2,4	1,1	-0,1	-0,3	-0,9	-1,3	
Área do Euro	2,2	-0,1	1,2	1,5	-6,3	5,2	3,1	0,5	0,5	-0,7	0,3	-1,8	
Reino Unido	2,8	-0,3	1,9	1,4	-9,3	7,4	3,6	0,3	0,4	-0,2	-0,1	-0,9	
Estados Unidos	2,7	0,3	2,4	2,3	-3,4	5,7	1,6	1,0	-0,7	0,0	-2,1	-1,3	
Japão	1,4	-0,8	1,2	0,0	-4,5	1,7	1,7	1,6	0,0	-0,1	-0,7	-0,7	
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,6	4,8	3,7	-2,0	6,6	3,7	3,7	0,1	-0,2	-0,1	-0,7	
Ásia	5,4	4,9	5,3	5,4	-0,8	7,2	4,4	4,9	-0,2	-0,1	-1,0	-0,7	
China	10,5	9,8	7,2	6,0	2,2	8,1	3,2	4,4	-0,1	-0,2	-1,2	-0,7	
Índia	7,1	7,3	7,0	4,0	-6,6	8,7	6,8	6,1	-0,6	0,0	-1,4	-0,8	
América Latina e Caribe	3,5	3,1	1,3	0,1	-6,9	6,9	3,5	1,7	0,5	-0,3	1,0	-0,8	
México	2,4	1,1	2,6	-0,2	-8,1	4,8	2,1	1,2	-0,3	0,0	0,1	-1,3	
Brasil	3,6	4,1	0,2	1,4	-3,9	4,6	2,8	1,0	1,1	-0,1	2,0	-0,4	
Europa - Países emergentes e em desenvolvimento	6,2	2,1	2,6	2,5	-1,8	6,8	0,0	0,6	1,4	-0,3	2,9	-0,7	
Rússia	7,2	1,6	1,3	2,0	-2,7	4,7	-3,4	-2,3	2,6	1,2	5,1	0,0	
Oriente Médio e Ásia Central	6,1	3,8	3,3	1,5	-2,9	4,5	5,0	3,6	0,2	0,1	0,4	-0,1	
África Subsaariana	5,7	5,4	3,7	3,1	-1,6	4,7	3,6	3,7	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	
África do Sul	4,3	2,0	1,5	0,1	-6,3	4,9	2,1	1,1	-0,2	-0,3	0,2	-0,3	
Comércio Internacional - volume	7,3	2,7	3,6	0,9	-7,9	10,1	4,3	2,5	0,2	-0,7	-0,7	-1,9	

Fonte: World Economic Outlook; FMI.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/ Ipea.

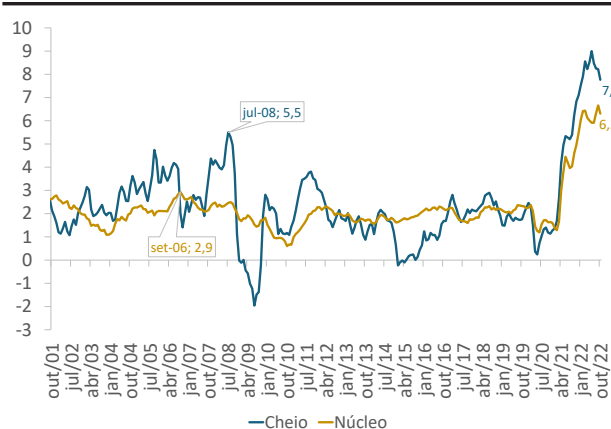
5. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/11/13/slowing-global-economic-growth-is-increasingly-evident-high-frequency-data-show>>.

2 Estados Unidos

O PIB dos Estados Unidos voltou a crescer (2,6%)⁶ no terceiro trimestre, depois de duas quedas seguidas (-1,6% e -0,6%). Em termos de contribuição para esse crescimento, destacaram-se o consumo das famílias, com 1 ponto de porcentagem (p.p.) e as exportações líquidas, com 2,8 p.p., que cresceram tanto pelo aumento expressivo nas exportações (+14,4%) quanto pela queda nas importações (-6,9%). Na variação sobre o mesmo trimestre do ano anterior, o PIB cresceu, no terceiro trimestre, 1,8%, a mesma taxa do segundo (no primeiro, o crescimento foi de 3,7%).

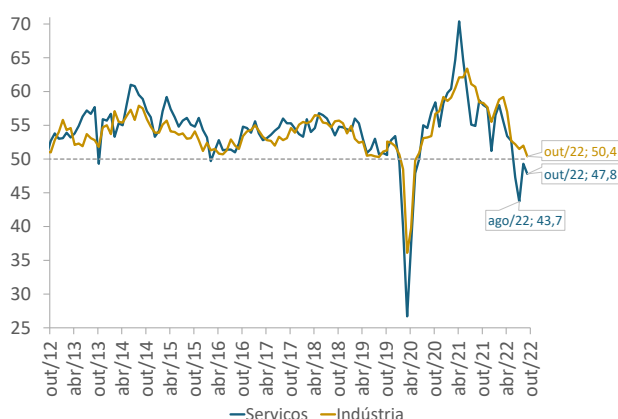
Desde março deste ano, a inflação ao consumidor nos Estados Unidos, acumulada em doze meses, oscilava dentro da faixa de 8% a 9%; as quedas nos últimos três meses, no entanto, a trouxeram para 7,8% em outubro. O núcleo inflacionário, que exclui os preços de alimentos e energia, desde janeiro último flutua entre 6% e 6,5%, tendo registrado 6,3% em outubro (gráfico 5). O PMI de serviços, que havia caído para 43,7 em agosto, voltou, em setembro, para perto do nível neutro de 50, caindo novamente em outubro, para 46,6. O industrial vem em tendência de queda e, em outubro, caiu para 49,9 (gráfico 6). No PMI do Institute for Supply Management (ISM), o setor de manufatura caiu para perto do nível neutro e o de não manufatura, ao registrar 54,4 em outubro, mantém-se ainda em nível moderadamente elevado, considerando a série histórica, mas em clara trajetória de queda (gráfico 7).

GRÁFICO 5
Estados Unidos: índice de inflação ao consumidor
(Em variação %)¹



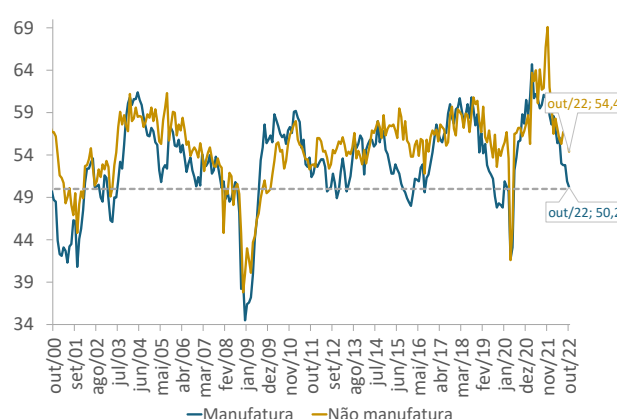
Fonte: Federal Reserve Economic Data.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: ¹ Sobre mesmo mês do ano anterior.

GRÁFICO 6
Estados Unidos: índices PMI
(Nível neutro: 50)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 7
Estados Unidos: índices PMI-ISM
(Nível neutro: 50)

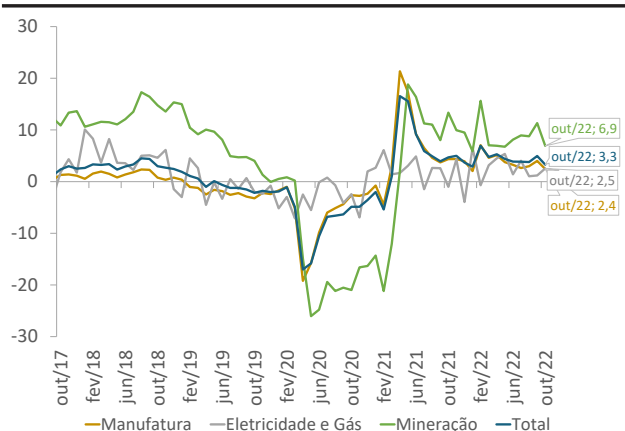


Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

6. Lembrando que se trata, de acordo com o costume na divulgação do PIB nos Estados Unidos, de variação trimestral, com ajuste sazonal e anualizada em relação ao período anterior.

O crescimento da produção industrial tem se mantido vigoroso, com taxa de 4,0% no trimestre terminado em outubro deste ano em relação ao mesmo período de 2021, tendo a taxa interanual de outubro sido de 3,3%. Na margem, com ajuste para a sazonalidade, a produção geral da indústria cresceu 0,4% no trimestre terminado em outubro, sobre o imediatamente anterior (terminado em julho), mas, em outubro, caiu 0,1% em relação a setembro (gráfico 8). A construção civil residencial apresenta taxas interanuais negativas no trimestre terminado em outubro, de -5,9% para o início de construção de novas moradias e de -14,9% nas vendas de novas moradias (neste caso, no trimestre terminado em setembro) – gráfico 9.

GRÁFICO 8
Estados Unidos: produção industrial
(Em variação %)¹



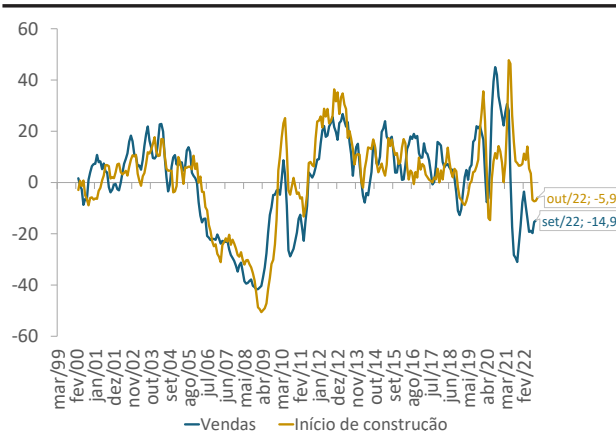
Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis (St. Louis Fed).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: ¹ Sobre mesmo mês do ano anterior.

As vendas do comércio, em termos dessazonalizados e deflacionados, voltaram ao nível anterior ao da pandemia logo em meados de 2020 e cresceram bastante, cerca de 14%, ao longo do segundo semestre daquele ano e do primeiro de 2021. Desde então, têm se mantido aproximadamente estáveis. Em outubro, houve crescimento na margem de 0,8% e, sobre o mesmo mês de 2021, de 0,6% (gráfico 10).⁷

O mercado de trabalho continua aquecido. A taxa de desemprego, que em agosto havia subido para 3,7%, voltou para 3,5% em setembro, exatamente o mesmo percentual de fevereiro de 2020, logo antes de começar a subir por causa da pandemia – em outubro, oscilou novamente para 3,7%. O número de pessoas trabalhando também atingiu o mesmo patamar de fevereiro de 2020, 153 milhões (gráfico 11), e continua crescendo. Não obstante, a taxa de participação,⁸ em 62,3%, não voltou ao nível pré-pandemia (63,4%) – isto é, uma parcela das pessoas que saíram do mercado de trabalho na pandemia parece simplesmente não ter voltado

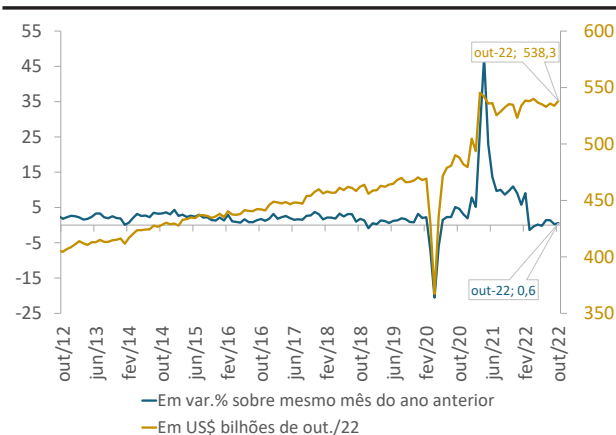
7. Varejo total, incluindo serviços de alimentação, deflacionado pelo índice de preços ao consumidor total.
8. A taxa de participação é a razão entre a soma de ocupados e desocupados e a população em idade ativa.

GRÁFICO 9
Estados Unidos: construção civil, novas moradias
(Em variação %)¹



Fonte: St. Louis Fed.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: ¹ Sobre mesmo mês do ano anterior da média móvel trimestral.

GRÁFICO 10
Estados Unidos: vendas no varejo
(Série dessazonalizada e deflacionada)

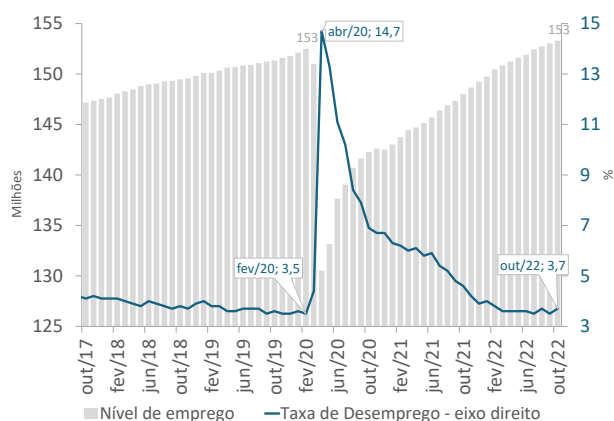


Fonte: St. Louis Fed.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

(gráfico 12). O total de desempregados em outubro também foi o mesmo de logo antes da pandemia, de aproximadamente 6 milhões de pessoas, e, apesar do número de vagas abertas ter caído de 12 milhões em abril para 11 milhões em setembro, ainda é bem superior – quase o dobro – ao número de desempregados (gráfico 13). Os diversos indicadores de nível de atividade têm apontado para diferentes direções, com alguns crescendo e outros caindo ou mostrando estabilidade. Não obstante, a expectativa é de desaquecimento: o FMI espera que o PIB cresça 1,6% em 2022 e 1,0% em 2023 (projeções feitas em outubro); a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), 1,8% em 2022 e 0,5% em 2023 (projeção divulgada em 22 de novembro); e a mediana de coleta da Bloomberg, 1,8% e 0,4%.

Por fim, o gráfico 14 mostra a expectativa atual para a evolução das taxas de Federal Funds Effective Rate (Fed Funds), a Selic norte-americana.

GRÁFICO 11
Estados Unidos: nível de emprego e taxa de desemprego
(Em milhões de pessoas e em %)



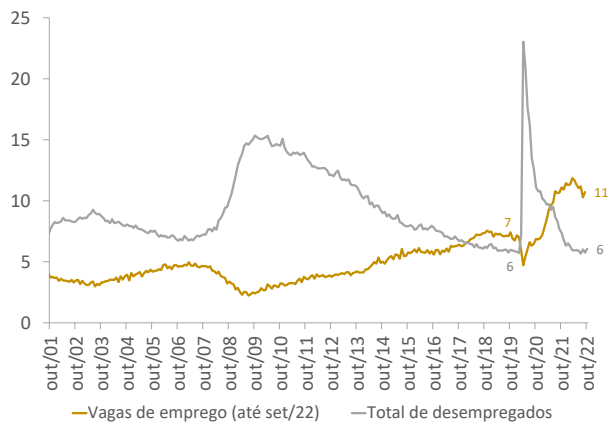
Fonte: St. Louis Fed.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 12
Estados Unidos: taxa de participação no mercado de trabalho
(Em %)



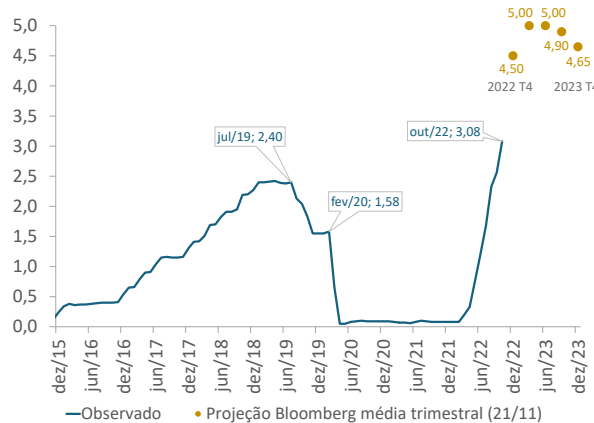
Fonte: St. Louis Fed.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 13
Estados Unidos: abertura de vagas de emprego e número de desempregados – com ajuste para sazonalidade
(Em milhões de pessoas)



Fonte: St. Louis Fed.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 14
Taxa de Fed Funds
(Em % ao ano)

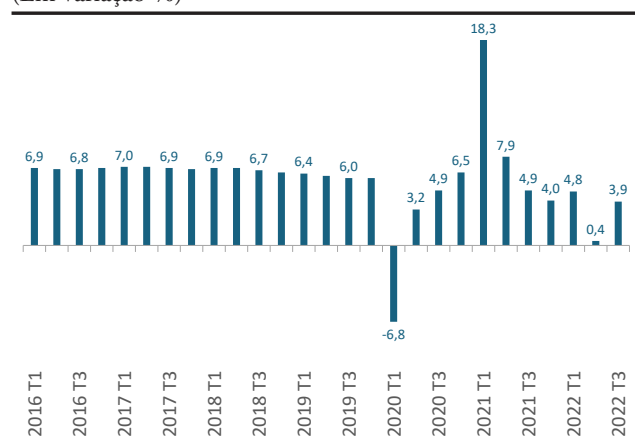


Fonte: Bloomberg
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

3 China

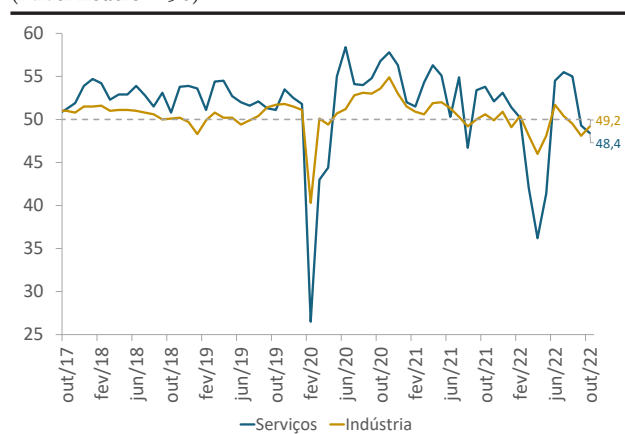
O PIB da China, após crescer apenas 0,4% na taxa interanual no segundo trimestre, mostrou crescimento de 3,9% no terceiro (gráfico 15). Os índices PMI foram todos para o terreno negativo, tanto os IHS⁹ Markit como os oficiais (gráficos 16 e 17). A inflação ao consumidor estava em alta até setembro, tendo apresentado queda em outubro, enquanto seu núcleo e a inflação ao produtor continuaram em queda (gráfico 18). As exportações chinesas vinham com crescimento forte, com 10% na variação interanual no trimestre móvel terminado em setembro, mas essa medida recuou para 4,2% em outubro. As importações, por sua vez, vinham crescendo pouco, com 0,9% em setembro e 0% em setembro e outubro, na mesma medida (gráfico 19), provavelmente refletindo o desaquecimento do mercado interno. O desaquecimento aparece também no mercado imobiliário: as vendas de moradias, em valor, foram 23% menores em outubro de 2022 que em outubro de 2021, e taxas em torno de -20% ou quedas bem maiores têm sido a tônica há mais de um ano (gráfico 20).

GRÁFICO 15
China: PIB trimestral
(Em variação %)¹



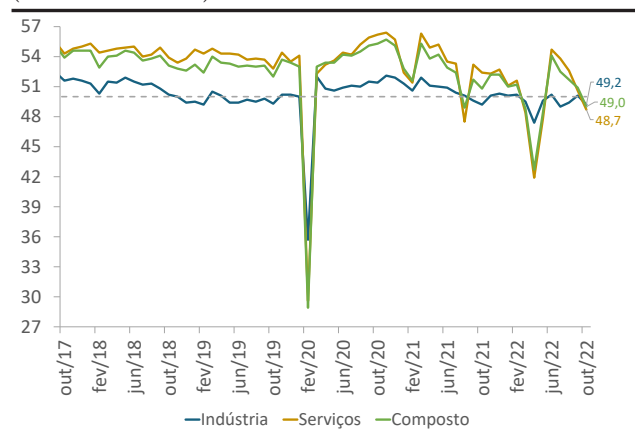
Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: 1 Sobre o mesmo trimestre do ano anterior.

GRÁFICO 16
China: índices PMI (IHS Markit)
(Nível neutro = 50)



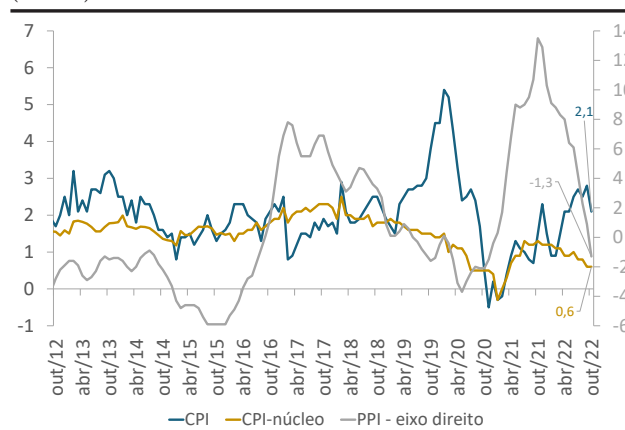
Fonte: IHS Markit, via Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

GRÁFICO 17
China: índices PMI (National Bureau of Statistics – NBS)
(Nível neutro = 50)



Fonte: NBS, via Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

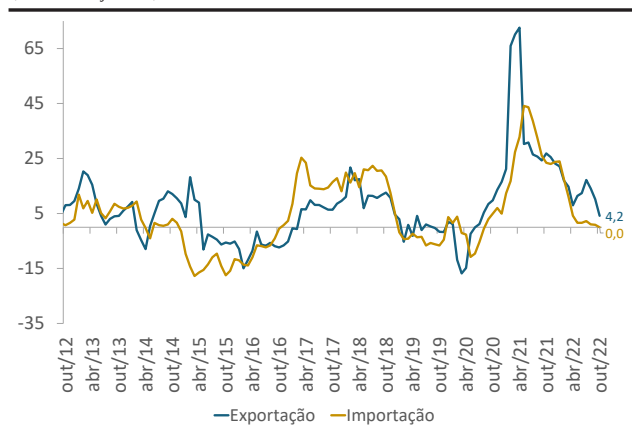
GRÁFICO 18
China: inflação de preços ao consumidor e ao produtor – acumulada em doze meses
(Em %)



Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

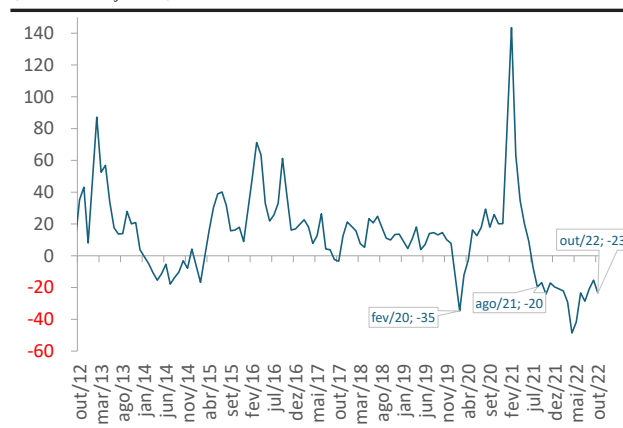
9. Information Handling Services.

GRÁFICO 19
China: exportações e importações
(Em variação %)¹



Fonte: Bloomberg e NBS.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: ¹ Sobre o mesmo mês anterior da média móvel de três meses.

GRÁFICO 20
China: vendas de moradias, mensais
(Em variação%)¹



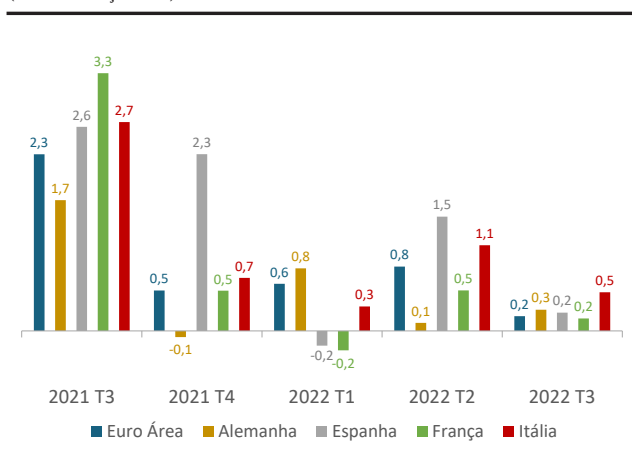
Fonte: National Bureau of Statistics of China.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: ¹ Sobre o mesmo mês do ano anterior, de valores em yuan.

4 Europa

A divulgação do número preliminar do PIB do terceiro trimestre da Área do Euro mostrou redução no ritmo de crescimento, que caiu de 0,8% no segundo trimestre – considerando a taxa de variação sobre o trimestre imediatamente anterior na série dessazonalizada – para 0,2%. Levando em conta os quatro maiores países (gráfico 21), apenas na Alemanha a taxa de crescimento aumentou de um trimestre para o outro, mas isso não chegou a destoar da tendência generalizada de redução do ritmo de crescimento, se considerada a sequência, por exemplo, dos últimos cinco trimestres mostrada no gráfico.

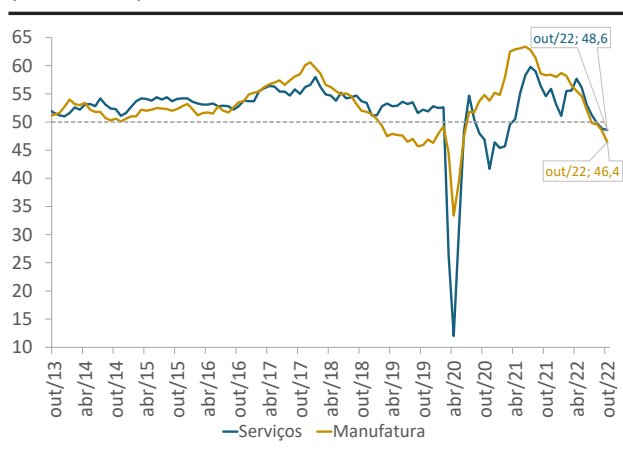
Os índices PMI para a Europa estão em terreno contracionista, há quatro meses para a indústria e há três para os serviços (gráfico 22). O mercado de trabalho ainda não apresenta, na taxa de desemprego, sinais claros de desaquecimento (gráfico 23). A inflação da Área do Euro continua forte, tendo registrado taxa em doze meses de 10,6% em outubro de 2022, com núcleo também em ascensão, marcando 5% (gráfico 24).

GRÁFICO 21
Área do Euro: PIB
(Em variação %)¹



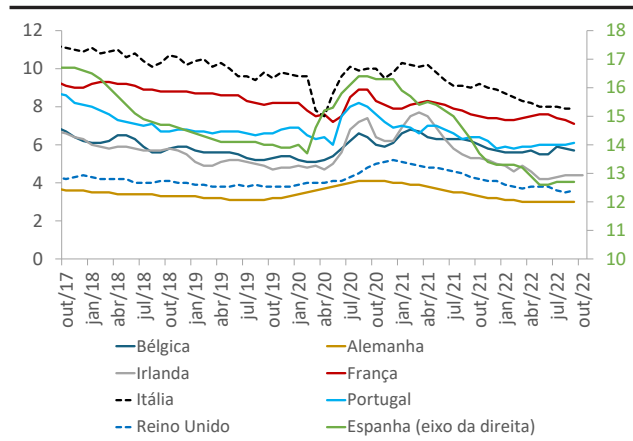
Fonte: Eurostat.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: ¹ Sobre o trimestre anterior na série dessazonalizada.

GRÁFICO 22
PMI da Área do Euro
(Neutro = 50)



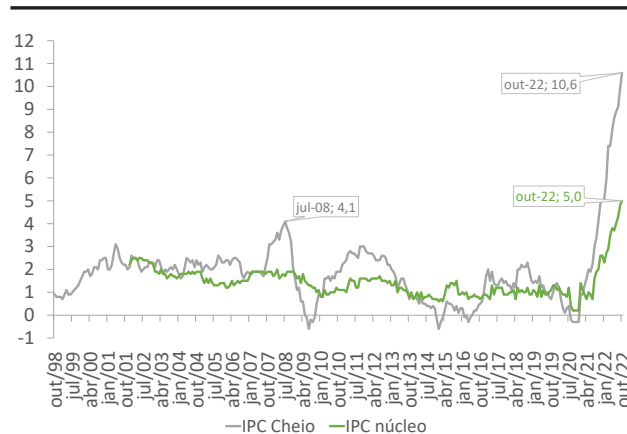
Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 23
Europa: taxa de desemprego em alguns países
 (Em %)



Fonte: Eurostat / Office for National Statistics.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

GRÁFICO 24
Área do Euro: inflação ao consumidor
 (Em %)

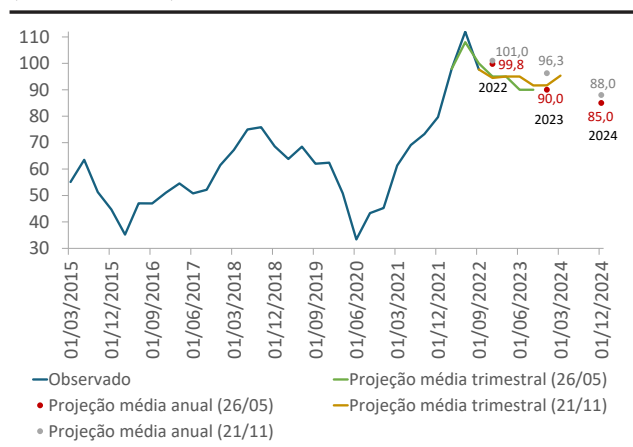


Fonte: Eurostat/European Union.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

5 Preços de commodities: projeções

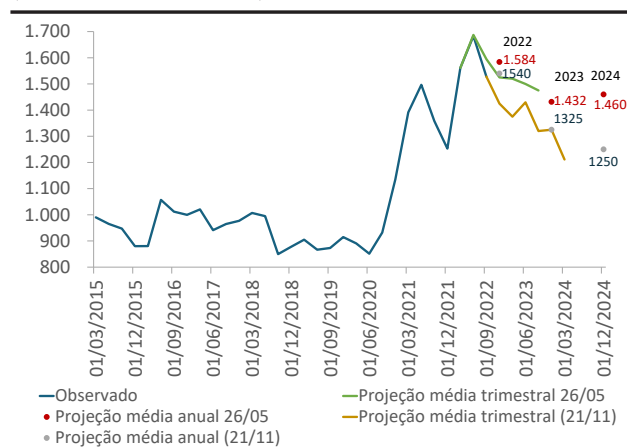
Os gráficos de 25 a 29 trazem projeções trimestrais e anuais coletadas pela Bloomberg para o preço do petróleo e algumas *commodities* importantes na pauta de exportações do Brasil. Os gráficos incluem as projeções do fim de maio, quando da última publicação desta seção sobre economia mundial, com o intuito de permitir a comparação com as projeções atuais. O petróleo subiu mais do que o esperado, e, embora a expectativa continue sendo de queda, ela se dá em nível superior ao previsto anteriormente. No caso da soja, houve acerto na previsão da alta do preço até o fim de junho e de que cairia a partir de então; a trajetória esperada até 2024, agora, é de queda bem maior – ainda assim, o preço médio de 2024 ainda ficaria cerca de 40% acima da média dos quatro trimestres terminados em junho de 2020, a partir de quando houve expressiva alta.

GRÁFICO 25
Preço do petróleo Brent
 (Em US\$/barril)



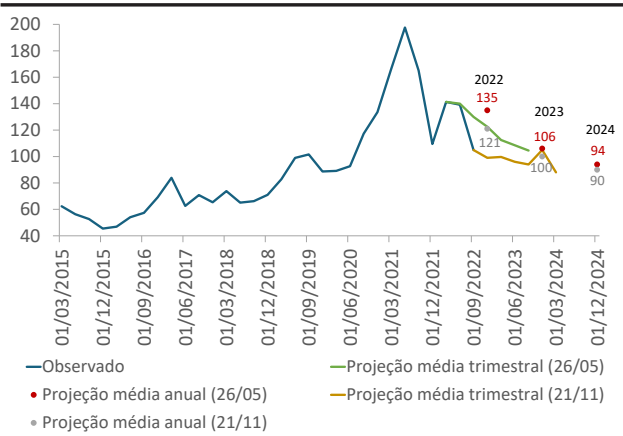
Fonte: Bloomberg.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Mediana das projeções de dezesseis informantes.

GRÁFICO 26
Preço da soja
 (Em US\$ centavos/bushel)



Fonte: Bloomberg.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: Mediana das projeções de doze informantes.

GRÁFICO 27
Preço do minério de ferro
(Em US\$/t)



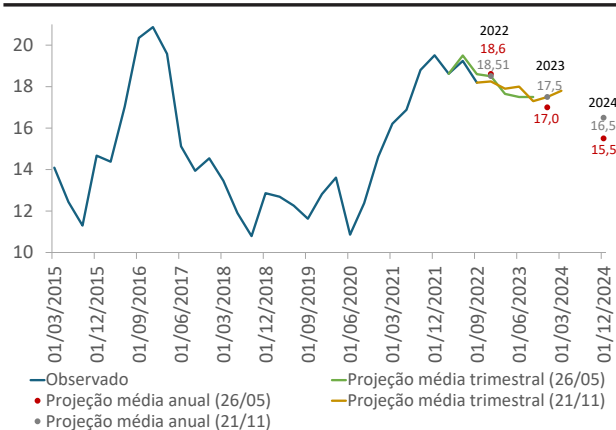
Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Mediana das projeções de dez informantes.

O preço do minério de ferro caiu bem mais rapidamente que o esperado, e projeta-se que deve continuar em queda, levando a média de 2024 a ser aproximadamente igual à do período entre junho de 2019 e junho de 2020, a partir de quando o preço aproximadamente dobrou até junho de 2021. O açúcar, cujo preço praticamente dobrou entre meados de 2020 e o fim de 2021, com alguma queda depois, tem previsão de queda moderada até 2024. O café tem expectativa de queda, como já tinha antes, mas em nível mais alto. Entre dezembro de 2020 e março de 2022, seu preço subiu de aproximadamente 114 centavos de dólar por libra (US\$ c/lb) para 235 US\$/lb, ou seja, aproximadamente, dobrou. Depois da queda esperada, ainda registraria, em 2024, a média de 180 US\$/lb.

O conjunto de gráficos de 30 a 33 apresenta as projeções, em dados anuais, do Banco Mundial. São mostradas as projeções divulgadas nos últimos três relatórios semestrais daquela instituição dedicados a *commodities*: de outubro de 2021, abril e outubro de 2022.

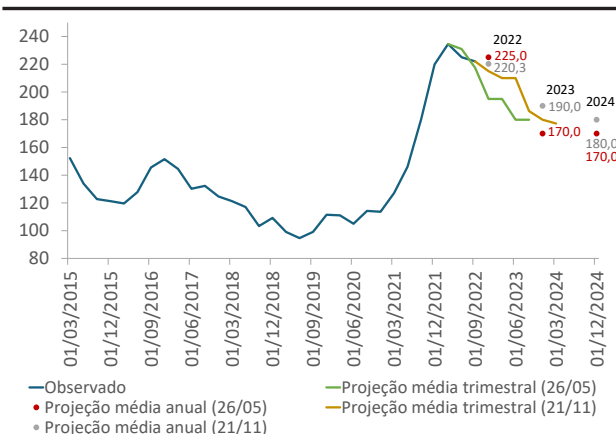
No gráfico do índice de preços de energia, nota-se, primeiramente, a elevação de 2020 para 2021, refletindo a pandemia; em seguida, vê-se que, antes da eclosão da guerra da Ucrânia, era esperada a manutenção dos preços em nível elevado, mas esses níveis esperados se tornaram bem mais altos com a guerra; entre abril e outubro deste ano, ainda houve nova elevação. Para os fertilizantes, a descrição é parecida, com a diferença de que não houve muita alteração nas expectativas entre abril e outubro últimos; e o mesmo se pode dizer para o índice de preços agrícolas. Finalmente, para metais e minerais, entre abril e outubro últimos, a trajetória projetada voltou para perto da de outubro do ano passado.

GRÁFICO 28
Preço do açúcar
(Em US\$ c/lb)



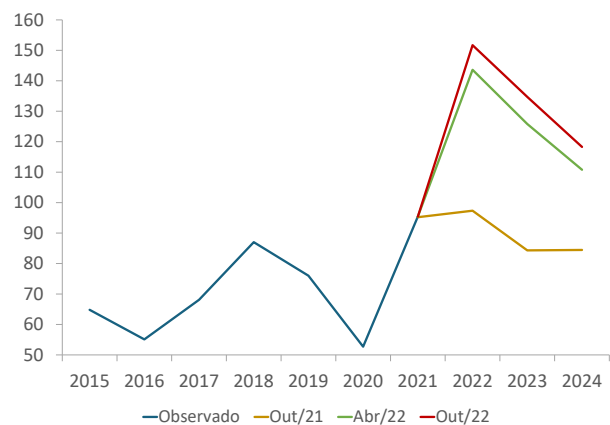
Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Mediana das projeções de oito informantes.

GRÁFICO 29
Preço do café
(Em US\$ c/lb)



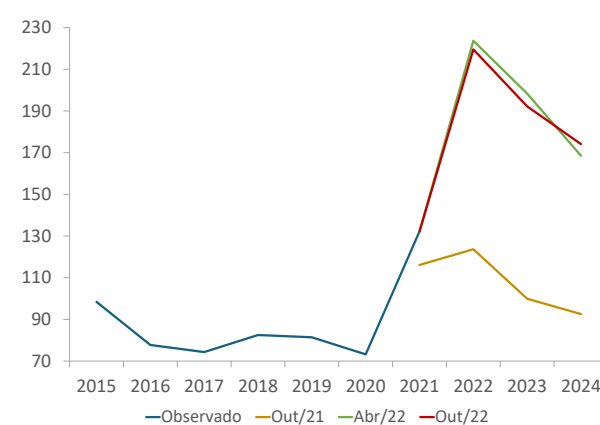
Fonte: Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Mediana das projeções de seis informantes.

GRÁFICO 30
Energia: índice de preços nominais
 (Em US\$, 2010 = 100)



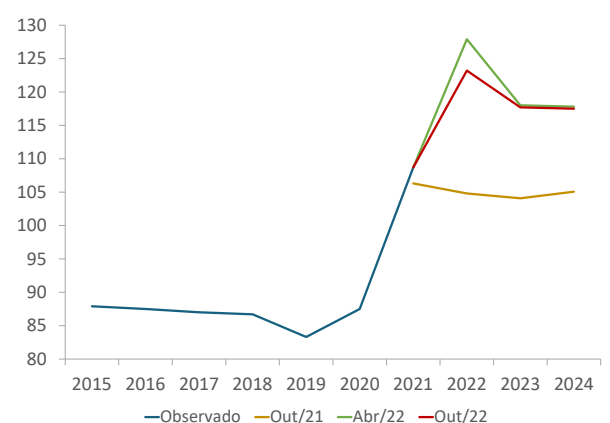
Fonte: Banco Mundial.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 31
Fertilizantes: índice de preços nominais
 (Em US\$, 2010 = 100)



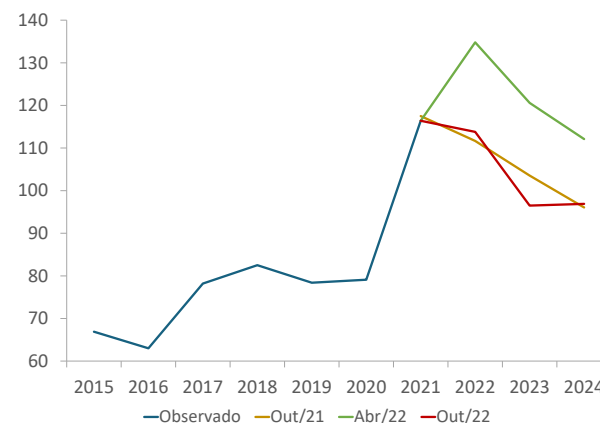
Fonte: Banco Mundial.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 32
Agricultura: índice de preços nominais
 (Em US\$, 2010 = 100)



Fonte: Banco Mundial.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 33
Metals e minerais: índice de preços nominais
 (Em US\$, 2010 = 100)



Fonte: Banco Mundial.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

BOX

Comparação do momento atual com os anos 1970

O relatório *Global Economic Prospects*,¹⁰ publicado pelo Banco Mundial em junho último, aborda, em estudo especial,¹¹ a estagflação. Com a inflação em alta e as projeções de nível de atividade em baixa, o tema está em pauta, sugerindo comparações com a estagflação dos anos 1970, que terminou com recessão global e crises financeiras nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. Têm sido destacadas semelhanças entre aquele período e o atual, como as taxas de juros reais negativas e a possibilidade de uma espiral salário-preço.

10. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/37224>>.

11. Elaborado por Jongrim Ha, M. AyhanKose e Franziska Ohnsorge.

Em contrapartida, o aprendizado com aquela crise pode estar permitindo uma condução adequada da política monetária, estando as atuais expectativas de inflação, para o longo prazo, estáveis.

Até agora, segundo o estudo, os mercados esperam que a inflação cairá no futuro próximo, mas permanecerá elevada – enquanto o crescimento global esfria, a política monetária fica mais apertada, o apoio fiscal é retirado, os preços de energia e alimentos se estabilizam e os gargalos de oferta se alargam. Além disso, a maioria dos analistas considera que a política monetária tem as ferramentas para fazer a inflação voltar às metas. Entretanto, se as expectativas de inflação se desancorarem, como nos anos 1970, as taxas de juros necessárias para trazer a inflação de volta às metas serão maiores do que atualmente antecipado nos mercados financeiros, lembrando o fantasma das fortes elevações de juros que domaram a inflação, mas também levaram à recessão global em 1982, às crises financeiras e ao início de longo período de baixo crescimento em várias economias emergentes e em desenvolvimento.

Ainda de acordo com esse estudo do Banco Mundial, a inflação global foi de 11,3% na média do período 1973-1983, mais de três vezes a média entre 1962 e 1972, de 3,6%. Depois, o mundo passou por longo período de declínio nas taxas de inflação, do pico de 16,9% em 1974 para 2,3% em 2019. Essa tendência foi geral, cobrindo países desenvolvidos e em desenvolvimento. Isso se deveu ao foco das autoridades monetárias na estabilidade de preços e à globalização, juntamente com a liberalização dos mercados de produtos, trabalho e serviços financeiros. A inflação caiu tanto ao longo dos anos 1990 e 2000 – período conhecido como a Grande Moderação – que passou até mesmo a haver preocupação com deflação nos países avançados, no começo dos anos 2000.

Sobre crescimento, o estudo recorda que, nos anos 1950 e 1960, o mundo teve crescimento robusto de 5,1% e 5,5%, em média anual, respectivamente. Os anos 1970 foram marcados por uma recessão global em 1975 e duas nos Estados Unidos, em 1969-1970 e em 1973-1975; a taxa média na década caiu para 4,1%. Os choques de oferta que causaram inflação, como os dois choques do petróleo, também levaram à redução do crescimento. A década precedente à pandemia, a de 2010, teve crescimento global médio de 3%, abaixo da década imediatamente anterior, de 3,4% por ano. Essa década pré-pandemia foi assolada por crises e outros choques adversos que atingiram ampla gama de países e contribuíram para o crescimento mais fraco da produção e do comércio: i) a crise na Área do Euro em 2010-2012, que se seguiu à retomada após a crise financeira global de 2007-2009; ii) o nervosismo do mercado financeiro em 2013 (o *taper tantrum*), com o anúncio do Federal Reserve System (Fed) de que começaria a reduzir suas compras de títulos, expondo riscos de estabilidade financeira em importantes mercados emergentes; iii) a queda acentuada de preços de *commodities* de 2011 a 2016, que prejudicou o crescimento em uma ampla gama de países em desenvolvimento; iv) a redução do crescimento da China devido a políticas daquele país dirigidas a crescimento mais sustentável, que erodiu a demanda por exportações de diversos mercados emergentes; v) um período prolongado de comércio internacional e investimento direto estrangeiro pouco dinâmicos, o que prejudicou a atividade econômica; e vi) tensões comerciais entre grandes economias a partir de 2017, que aumentaram as incertezas e enfraqueceram a confiança.

No tocante às similitudes do atual momento da economia global, com o início dos anos 1970, o estudo especial do Banco Mundial destaca que a situação de hoje lembra aquela em três aspectos: i) choques de oferta e elevada inflação global, precedidos por um longo período de políticas monetárias muito acomodatórias (i.e., complacentes com a inflação) em grandes economias, junto com recentes expansões fiscais significativas; ii) atuais perspectivas de crescimento mais fraco no longo prazo, que lembram a queda no crescimento potencial dos anos 1970; e iii) vulnerabilidades nos mercados emergentes ao aperto da política monetária nos países avançados, que será necessário para controlar a inflação.

Em contrapartida, aponta também algumas diferenças importantes. Pelo menos até agora, o tamanho do salto nos preços das *commodities* foi menor. Na primeira crise do petróleo, em 1973-1974, o seu preço quadruplicou; depois, em 1979-1980, dobrou. Na atual crise, ele aproximadamente triplicou em relação ao ponto mais baixo no início de 2020 e dobrou desde o início de 2021, mas está num nível correspondente a cerca de dois terços do de 1980. Por ora, a inflação global ainda está menos difusa que nos anos 1970 (com exceção dos Estados Unidos, onde a inflação está mais difusa), quando estava mais espalhada entre os setores, e o núcleo inflacionário permanece relativamente baixo na maioria dos países. Mas a taxa de desemprego está menor agora, implicando potenciais pressões mais fortes na dinâmica salários-preços. Outra diferença é que a política monetária hoje é mais focada no controle da inflação. Naquela época, os bancos centrais se dividiam entre alcançar elevado produto e emprego, por um lado, e estabilidade de preços, por outro. Especialmente nos Estados Unidos, a política monetária da época foi batizada de *stop and go*, oscilando entre os dois objetivos – e, com o benefício do olhar retrospectivo, se mostrou acomodatória. Muitos bancos centrais, nas maiores economias, liberados, em 1971, das restrições do sistema de câmbio fixo de Bretton Woods, objetivaram apoiar a atividade econômica com expansão monetária, sem se dar conta de que o crescimento potencial do PIB havia começado a diminuir. A política monetária era guiada por uma visão naife da curva de Phillips, com a noção de que a relação inversa entre inflação e desemprego podia ser explorada. Os responsáveis pela política econômica tendiam a atribuir a alta da inflação a fatores isolados, subestimando as pressões de demanda e a persistência inflacionária. A grande maioria dos países emergentes e em desenvolvimento procurava manter o regime de câmbio fixo ou rigidamente administrado durante os anos 1950 a 1980. Seus bancos centrais, sem independência operacional, com frequência tiveram de lidar com elevadas taxas de inflação, pelo menos em parte causadas por desequilíbrios fiscais crônicos. O mercado financeiro era reprimido pela manutenção de taxas de juros artificialmente baixas por bancos estatais. Os fluxos internacionais de capitais também estavam sujeitos a controles. Atualmente, em contraste, os bancos centrais têm o mandato mais claro de buscar a estabilidade de preços, muitas vezes expresso em metas explícitas de inflação, e adotam procedimentos operacionais transparentes, anunciando e justificando suas decisões sobre a taxa de juros básica após reuniões de comitês de política monetária regularmente agendadas. Nas últimas três décadas, muitos estabeleceram a reputação de alcançar as metas de inflação estabelecidas.

De qualquer forma, de acordo com o relatório econômico anual do Banco de Compensações Internacionais (BIS),¹² a trajetória das taxas de juros reais nos últimos três anos, pelo menos em economias avançadas, tem uma notável semelhança com o período prévio a 1973 (gráfico 1).¹³ Já na crise de 1979, as taxas de juros reais não caíram diante dos preços mais altos do petróleo e, em seguida, subiram consideravelmente, à medida que os bancos centrais procuravam controlar a inflação.

Também em comparação aos anos 1970, hoje há maior flexibilidade na economia, com menos centralização nas definições de salários e menos repressão financeira, permitindo respostas mais rápidas da demanda e da oferta nos setores em que os preços estão subindo rapidamente, ao mesmo tempo que se reduz a probabilidade de espirais salário-preço se reforçarem. O estudo do Banco Mundial ainda analisa outras diferenças entre os dois períodos, como expectativas de inflação mais fortemente ancoradas atualmente, menos acomodação fiscal¹⁴ e menor intensidade de energia no PIB – esta está ilustrada no gráfico 2, obtido do relatório do BIS.

Como lições daquela época para o momento atual, o documento lembra que o aperto de política monetária no fim dos anos 1970 e início dos anos 1980 com vistas a conter a inflação teve papel grande na detonação da recessão global de 1982 e da crise financeira nos países emergentes e em desenvolvimento que se seguiu. Aquela experiência ilustra, assim, o risco da estagflação, isto é, da inflação permanecer alta enquanto o crescimento per-

12. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.htm>>

13. O BIS adota julho de 2021 como marco da atual elevação dos preços das *commodities* porque considera, tomando o caso do petróleo, que o vale de abril de 2020 foi muito fora do comum, por conta justamente da pandemia.

14. Vale também mencionar que várias economias emergentes estão, atualmente, mais preparadas, com reservas internacionais robustas e políticas macroeconômicas mais estáveis.

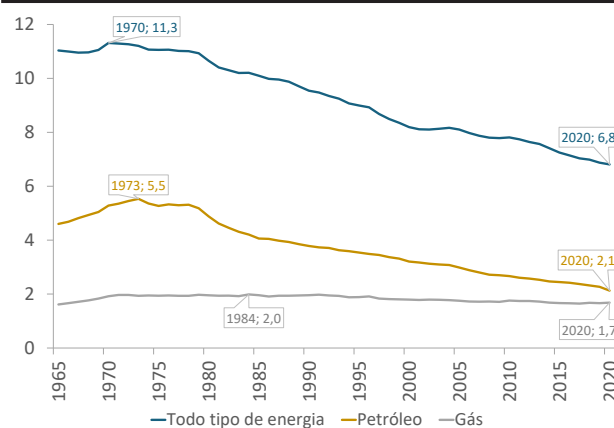
manece baixo, forçando a ação forte de política monetária e disparando uma recessão global e crises financeiras em países suscetíveis a elas. Uma lição importante é que bancos centrais precisam agir de maneira preventiva para evitar perda de confiança em seu comprometimento com a manutenção de taxas baixas de inflação e para evitar a desancoragem das expectativas inflacionárias. E a política fiscal precisa fazer sua parte, principalmente porque a política monetária terá dificuldade em ser crível se a posição fiscal for insustentável.

GRÁFICO B1
Taxa de juros básica real *ex-post*: mediana de economias avançadas
 (Em % ao ano)



Fonte: BIS.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO B2
Intensidade de energia no PIB mundial (uso de energia/PIB)
 (Em MJ/US\$)



Fonte: Banco Mundial.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: MJ = megajoule.

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Diretor)
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos (Diretor Adjunto)

Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Editor)
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos (Editor)
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos (Editor)
Fábio Servo
José Ronaldo de Castro Souza Júnior
Leonardo Mello de Carvalho
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa
Sandro Sacchet de Carvalho

Pesquisadores Visitantes:

Ana Cecília Kreter
Andreza Aparecida Palma
Antônio Carlos Simões Florido
Cristiano da Costa Silva
Felipe Moraes Cornelio
Paulo Mansur Levy
Sidney Martins Caetano

Equipe de Assistentes:

Alexandre Magno de Almeida Leão
Antonio Henrique Carlota de Carvalho
Caio Rodrigues Gomes Leite
Diego Ferreira
Diego Rosalino Marques
Felipe dos Santos Martins
Izabel Nolau de Souza
Marcelo Lima de Moraes
Pedro Mendes Garcia
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

Design/Diagramação:

Augusto Lopes dos Santos Borges
Leonardo Simão Lago Alvite

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério da Economia.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.